



School of Economics
and Commercial Law
GÖTEBORG UNIVERSITY

Integrerad civilekonomutbildning
Bachelor Thesis, ICU2005:16

Företagsanalys av Stora Enso, 1995 - 2004

Kandidatuppsats / Bachelor Thesis

Lisa Kärnefelt 810524

Hanna Pääaho 831220

Handledare/Tutor:

Thomas Polesie

Företagsekonomi/Extern redovisning och

Företagsanalys

VT2005



Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Extern redovisning och Företagsanalys, Kandidatuppsats, VT 2005.

Författare: Lisa Kärnefelt och Hanna Pääaho

Handledare: Thomas Polesie

Titel: Företagsanalys av Stora Enso, 1995-2004.

Bakgrund och problem: De senaste årtiondena har kännetecknats av sammanslagningar och uppköp bland annat av skogsbolag. Enso och STORA är inget undantag, 1998 beslutades att även de skulle fusioneras. Huvudproblemet i uppsatsen blir därför att studera varför Enso och STORA gick samman. För att kunna besvara den frågan krävs en del tillbakablickar till hur företagen såg ut innan fusionen men även hur den nya koncernen såg ut efteråt, samt vilka möjligheter sammanslagningen har lett till på världsmarknaden.

Syfte: Syftet med denna uppsats är att utföra en företagsanalys av Stora Enso från 1995 till 2004 för att undersöka vilka skäl som låg bakom fusionen mellan Enso och STORA 1998.

Avgränsningar: Vi avgränsar oss till att studera skogskoncernen Stora Enso år 1995 – 2004. Vidare begränsar vi oss till att endast använda extern information och utgår i vår uppsats från ett företagsekonomiskt perspektiv.

Metod: Uppsatsen är en fallstudie främst baserad på sekundärdata med undantag av en telefonintervju med Helene Öjert, informationsdirektör på Stora Enso, och ett seminarium med Stig Wiklund, logistikdirektör och projektledare på Stora Enso.

Resultat och slutsatser: Vi har kommit fram till att flera motiv låg bakom fusionen mellan Enso och STORA men att de största var att skapa synergifördelar och uppnå tillväxt. Eftersom de båda företagen var positiva till sammanslagningen kunde den genomföras nästintill problemfritt.

Den relativt nya koncernen har fått bättre möjligheter på världsmarknaden bland annat på grund av företagets storlek, som lett till stordriftsfördelar och ökad förhandlingsstyrka.

Förslag till fortsatt forskning: Ytterligare forskning kring sammanslagningen mellan Enso och STORA vore av intresse men då ur ett annat perspektiv, förslagsvis genom ett organisatoriskt perspektiv. Denna skulle med fördel kunna baseras på primärdata såsom intervjuer med anställda. Det vore även av intresse att studera exempelvis Stora Ensos dotterbolag Papyrus, som arbetar direkt ut mot kund, för att se en annan sida av koncernen det vill säga hur de arbetar gentemot kunden.

Andra förslag till fortsatt forskning vore att göra en liknande analys av konkurrenterna SCA och UPM Kymmene för att sedan kunna göra en jämförelse mellan företagen för att se vad som är utmärkande för respektive koncern.



Förord

Denna uppsats har författats inom Externredovisning och Företagsanalys på Handelshögskolan vid Göteborgs universitet under vårtermin 2005.

Vi vill här passa på att tacka vår handledare professor Thomas Polesie för all hjälp med uppsatsen som han gav oss i form av litteratur och goda råd.

Göteborg den 27 maj 2005

Lisa Kärnefelt

Hanna Pääaho



Innehållsförteckning

1 Inledning

1.1 Bakgrundsbeskrivning	4
1.2 Problemdiskussion och frågeställning	5
1.3 Syfte.....	5
1.4 Avgränsningar.....	6
1.5 Disposition	7

2 Metod

2.1 Datainsamling.....	8
2.2 Struktur	8

3 Teori och referensram

3.1 Fyrkantsmodell	9
3.1.1 Fyrkantsmodell - resultaträkning.....	9
3.1.2 Fyrkantsmodell - balansräkning	10
3.1.3 Drift och finans.....	10
3.2 Nyckeltal	11
3.2.1 Du Pont - modell	11
3.2.2 Du Pont - diagram.....	12
3.2.3 Finansiella nyckeltal	13
3.2.4 Hävstångsformeln - riskanalys.....	13
3.3 Substansvärdering	14
3.4 Marknadsvärdering.....	15
3.5 Sammanslagningar	16

4 Branschbeskrivning - Skogsindustrin

4.1 Den globala skogsindustrin	19
--------------------------------------	----

5 Ägandets roll

5.1 Ägandets roll historiskt	22
5.2 Ägandets roll inom skogsindustrin.....	23

6 Företagspresentation

6.1 Historia	24
6.1.1 STORA	24
6.1.2 Enso	26
6.2 Verksamhet.....	28
6.2.1 Strategi	28
6.2.2 Mission	28
6.2.3 Vision.....	28
6.2.4 Värderingar.....	28
6.2.5 Allmänt	28
6.3 Produktområden.....	29
6.4 Transport- och logistiksystem.....	31
6.5 Ägarstruktur	32



7 Omvärldsanalys

7.1 Konjunktur	33
7.2 Politiska faktorer	34
7.3 Prissättning.....	35
7.4 Konkurrenter	36
7.5 Kunder	36

8 Företagsanalys

8.1 Analys baserad på fyrkantsmodell.....	38
8.2 Analys baserad på Du Pont - modell.....	64
8.3 Analys baserad på Du Pont - diagram	66
8.4 Analys baserad på finansiella nyckeltal.....	67
8.5 Analys baserad på hävstångsformeln	68
8.6 Substansvärdering	69
8.7 Aktiefördelning och marknadsvärdering	70
8.8 Substansvärde vs. Marknadsvärde	73
8.9 Ensos och STORAs motiv till sammanslagningen.....	73

9 Slutdiskussion

9.1 Slutsats	75
9.2 Förslag till fortsatt forskning.....	80

Källförteckning



1 Inledning

1.1 Bakgrundsbeskrivning

Skogsindustrin har under 1900-talet blivit alltmer globaliserad. De nordiska skogsindustriföretagen äger drygt hälften av produktionskapaciteten i västra Europa och är mycket aktiva i den globala omstruktureringen. Allianser och samarbete inom forskning och produktutveckling förekommer och etableringar på nya marknader sker till stor del genom förvärv och sammanslagningar.¹

Skogsindustrin, särskilt massa- och pappersindustrin, är kapitalintensiv och investeringar i en ny massalinje eller pappersmaskin kan uppgå till flera miljarder kronor. Skogsindustrin är dessutom teknik- och kunskapsintensiv och inbegriper högteknologiska processer samt produkter med stort kunskapsinnehåll. Den europeiska massa- och pappersindustrin är tekniskt ledande i världen. Tyskland följt av Finland och Sverige har Europas största massa- och pappersindustri, men det är Finland och Sverige som leder utvecklingen i Europa. Skogsindustrin spelar en relativt större roll i dessa båda länders ekonomi än vad fallet är i övriga EU-länder. Det utländska ägandet i Finland och Sverige är sedan några år stort och som exempel kan nämnas att det för svensk skogsindustri uppgår till hälften av landets produktionskapacitet för papper.²

1998 gick Enso och STORA, vilka var två av Finlands och Sveriges största skogsindustribolag, samman och bildade Stora Enso. Både Enso och STORA hade vid tiden för sammanslagningen internationellt etablerade verksamheter och liknande produktområden.³

Ensos verksamhet härstammar från 1872 och företaget har sedan 1918 varit till övervägande del statligt ägt. Innan Enso blev en homogen skogsindustrikoncern, bedrevs även verksamhet inom sjöfart, maskinteknik och kemikalieindustrin. Genom avveckling av dessa senare nämnda verksamheter samt genom omfattande förvärv, sammanslagningar och nyetableringar, främst i Östeuropa men även i Asien, blev Enso en av de största finska skogsindustrikoncernerna. STORA har sina rötter i svensk kopparutvinning för mer än 700 år sedan. Vid slutet av 1700-talet gick verksamheten över till skogsindustrin och järnproduktion och koncentrerades senare alltmer på skogsindustrin. Från 1984 till 1990 utökade STORA sin produktionskapacitet inom massa och papper såväl som sina produktområden till följd av fyra stora företagsförvärv. Därefter blev en omstrukturering av verksamheten nödvändig innefattande såväl avyttringar av verksamhetsområden utanför kärnverksamheten som investeringar på nya marknader, såsom Kanada, Brasilien och Kina.⁴

Idag är Stora Enso en integrerad skogsindustrikoncern med tillverkning av tryck- och finpapper, förpackningskartong och träprodukter. Koncernen har en världsledande marknadsposition inom dessa områden.⁵

¹<http://www.skogsindustrierna.org/LitiumDokument20/GetDocument.asp?archive=1&directory=400&document=2716> 2005-05-19

² Ibid.

³ Prospekt *Offer by Enso Oyj to the shareholders in Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolag (publ) and listing particulars* 1998.

⁴ Ibid.

⁵ Stora Ensos årsredovisning 2004.



Figur 1.

<http://www.skogsindustrierna.org/LitiumDokument20/GetDocument.asp?archive=1&directory=400&document=2716> 2005-05-19

1.2 Problemdiskussion och frågeställning

Under de senaste årtiondena har flera sammanslagningar och uppköp av skogsbolag skett. När dessa skogsbolag blivit så stora att de inte längre kan växa på hemmamarknaden vänder de sig till nya marknader i andra länder. Till en början gick skogsbolagen i huvudsak samman med andra skogsbolag i samma land medan det, sedan föregående sekel, blivit allt vanligare att sammanslagningar sker med andra skogsbolag utanför det egna landets gränser. Exempel på det är bland annat det svenska skogsföretaget STORA som fusionerades med det finska Enso år 1998.⁶

Fusioner kan förväntas leda till att företagen växer ännu mer och tar större marknadsandelar samtidigt som balansomslutningen och resultaten blir större. Så behöver dock fallet inte vara. Vi har i denna företagsanalys av Stora Enso valt att studera övergripande hur företagen såg ut innan fusionen samt hur den nya koncernen har utvecklats efter. Vi har valt att se över företaget under en tioårsperiod, från år 1995 till 2004.

Huvudproblemet blir att studera *varför STORA och Enso gått samman?* För att kunna besvara den frågan krävs en del delproblem. Dessa blir följande;

- *Vilka förutsättningar hade företagen innan fusionen?*
- *Vad hände i samband med sammanslagningen?*
- *Hur såg företagen respektive koncernen ut, både tiden innan och efter fusionen?*
- *Har fusionen lett till ökade möjligheter på världsmarknaden?*

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att utföra en företagsanalys av Stora Enso, under perioden 1995 till 2004, för att undersöka vilka skäl som kan ligga bakom fusionen av det svenska skogsbolaget STORA och det finska skogsbolaget Enso.

⁶ Stora Ensos årsredovisning 1998.



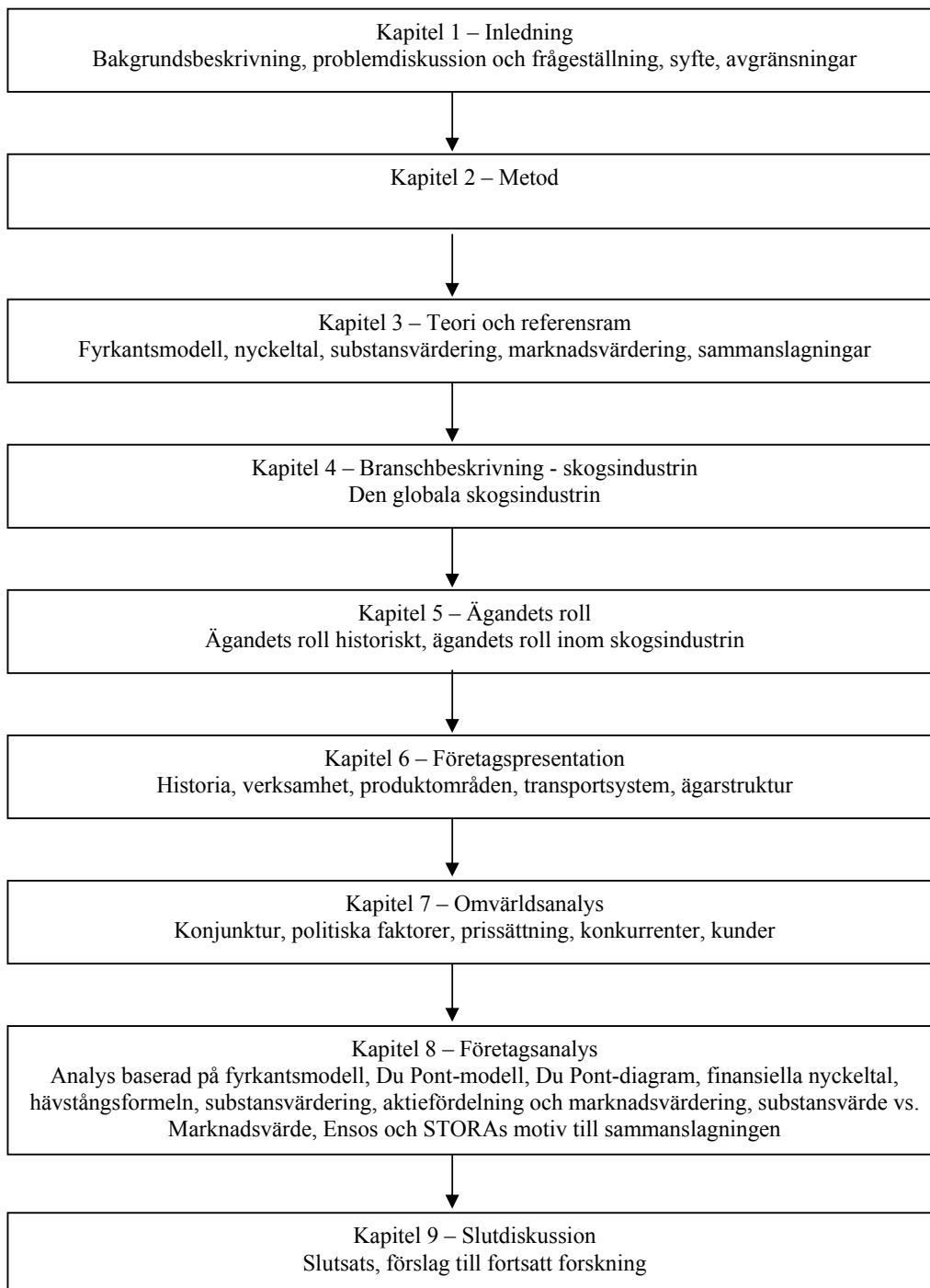
1.4 Avgränsningar

Uppsatsens syfte är att studera skogskoncernen Stora Enso både en tid innan och efter sammanslagningen. Vi har valt att begränsa den undersökta perioden till en tioårsperiod från 1995 till 2004. Anledningen till vårt val av just denna tidsperiod är att vi till vår undersökning behöver bilda oss en uppfattning om de båda separata företagen Enso och STORA före sammanslagningen för att sedan kunna analysera effekterna av sammanslagningen. Vi anser att tre år är en tillräckligt lång period för att få en insikt i företagets verksamhet och lägger tyngdpunkten på tiden efter fusionen fram till den senast utgivna årsredovisningen.

Vidare begränsar vi oss till att endast använda extern information och utgår i vår uppsats från ett företagsekonomiskt perspektiv.



1.5 Disposition



Figur 2. Egen bearbetning.



2 Metod

2.1 Datainsamling

Denna uppsats är en fallstudie och vi har valt att främst använda oss av sekundärdata, med undantag för en telefonintervju med Stora Ensos informationsdirektör Helene Öjert samt ett seminarium med Stora Ensos logistikdirektör och projektledare Stig Wiklund. Den sekundärdata vi nyttjat består främst av Ensos och STORAs årsredovisningar från 1995 till 1997, Stora Ensos årsredovisningar från 1998 till 2004 samt prospektet från 1998. Dessa beställde vi genom Stora Ensos hemsida. Vi har utgått ifrån att all information i årsredovisningarna är tillförlitlig eftersom redovisningsreglerna, enligt revisorerna, efterföljts. Övrigt tryckt material vi inhämtat information från är uppsatser, forskningsrapporter och ett antal böcker med för vår uppsats relevant innehåll.

Vidare har vi utnyttjat Handelshögskolans databaser Business Source Premier, GUNDA och LIBRIS. För att få tillgång till aktuell information om branschen och Stora Enso har även Internet använts flitigt. Vi är medvetna om att tillförlitligheten hos det utgivna materialet på Internet är osäkert och har därför med stor försiktighet och kritik gjort vårt urval bland detta.

För att kunna genomföra de nödvändiga valutaomräkningarna till SEK, i syfte att uppnå jämförbarhet, har vi använt årsgenomsnittliga valutakurser från en källa på Internet.

2.2 Struktur

För att kunna besvara vår frågeställning har vi använt oss av följande teoretiska utgångspunkter: fyrkantsmodell, olika nyckeltalsmodeller, substans- och marknadsvärdering samt teori om sammanslagningar. Genom att ha tillämpat dessa anser vi att flera delar av våra delfrågor besvarats, men för att kunna besvara vår huvudfråga såg vi oss tvungna att även se till andra faktorer såsom skogsindustrins utveckling, ägandets roll och Stora Ensos verksamhetsbeskrivning. Vi är medvetna om att majoriteten av de modeller vi använt oss av, med undantag för fyrkantsmodellen, är mer av övergripande karaktär och lämpar sig för en extern analys av företaget.

Det empiriska materialet som samlades in utifrån teorierna, fördelades direkt under respektive teoriavsnitt. Genom att bearbeta information på detta sätt åstadkoms en analys som följer samma struktur som teoriavsnittet.

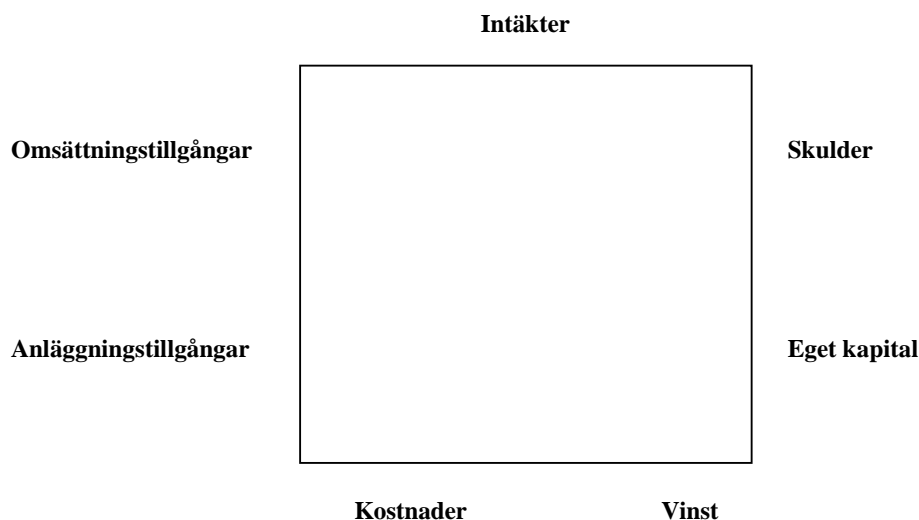


3 Teori och referensram

3.1 Fyrkantsmodell

Fyrkantsmodellen är byggd av professor Thomas Polesie och bidrar till att på ett enkelt sätt visa hur ett företag ser ut.⁷ I denna modell åskådliggörs både företagets resultat- och balansräkning men även sambandet däremellan. Modellen bygger på att man ritar en fyrkant där bredden anger resultaträkningens storlek och höjden anger storleken på balansslutningen. Med hjälp av figuren kan även sambandet mellan drift och finans, inre och yttre effektivitet, visas.

Modellen är mycket bra att utgå ifrån när jämförelser skall göras mellan till exempel olika företag eller för ett och samma företag men under olika år. För att jämförbarhet skall vara möjligt krävs att fyrkanterna är ritade i samma skala.



Figur 3. Från ”Drift & Finans – aspekter på företags ekonomi” av T. Polesie, 1995, Lund: Lunds Offset.

3.1.1 Fyrkantsmodell – resultaträkning

Företagens årsredovisning åskådliggörs i fyrkantens bredd, den övre delen visar företagets intäkter och den nedre delen visar dess kostnader.

Intäkterna kan delas upp som intäkter från rörelsen, extraordinära intäkter samt intäkter från finansiering, det vill säga räntor. Kostnader kan delas upp enligt samma mening; kostnader från driften, extraordinära kostnader samt kostnader från finansieringen i form av räntekostnader. Utöver denna uppdelning kan även en mer specifik uppdelning göras där kostnader specificeras som kostnader för rörelsen samt avskrivningar enligt plan.⁸

Företagets vinst visas i slutet av kostnadssidan i figurens högra nedre hörn. Om företaget går med förlust reduceras företagets egna kapital med motsvarande belopp.

⁷ Polesie T., *Drift & Finans – aspekter på företags ekonomi* (Lund: Lunds Offset, 1995).

⁸ Polesie T., *Att beskriva företags ekonomi* (Kungälv: Goterna, 1989).



3.1.2 Fyrkantensmodell – balansräkning

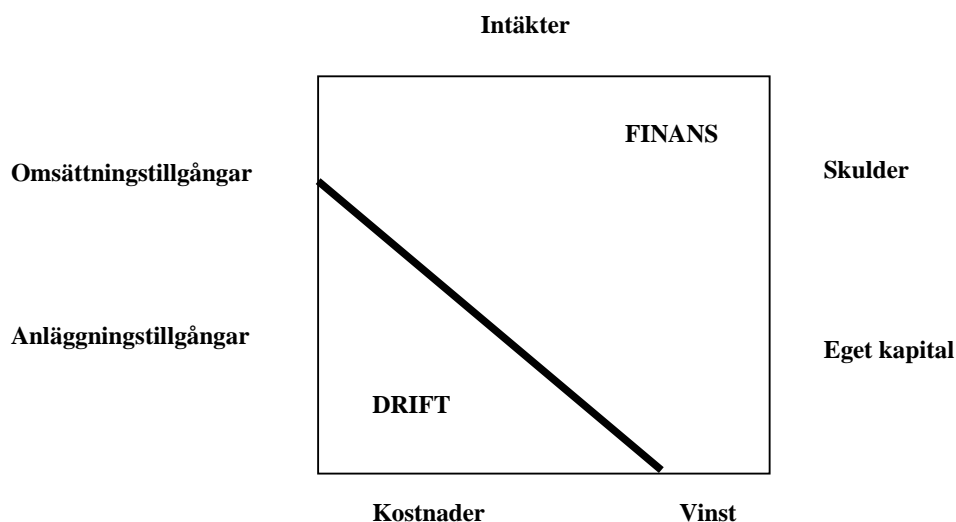
Företagets balansräkning åskådliggörs i fyrkantens höjd; vänster linje anger företagets tillgångar och höger linje anger hur företaget är finansierat, det vill säga eget kapital och skulder. För ett kapitalintensivt företag med mycket tillgångar blir fyrkanten högre och för ett företag med lite tillgångar och hög kapitalomsättningshastighet gäller det motsatta.

Tillgångssidan kan delas upp i omsättningstillgångar och anläggningstillgångar. Det är dessa tillgångar som är företagets resurser och som de använder för att driva sin verksamhet.

Skuldsidan kan delas upp i kort- och långfristiga skulder, minoritetsintressen, obeskattade reserver samt eget kapital.⁹ Det är med dessa finansiella medel som företaget finansierar sin verksamhet. Det egna kapitalets storlek påverkas av hur företagets verksamhet går; om företaget gör vinster och utdelningarna är lägre än vinsterna växer det egna kapitalet, men om företaget däremot gör förluster tär det på det egna kapitalet i form av att kapital tas därifrån för att täcka kostnaderna som intäkterna inte räckte till att täcka.

3.1.3 Drift och finans

Genom att dra en rät linje mellan företagets omsättningstillgångar och kostnader kan en uppdelning av drift och finans visas. Drift avser konkreta handlingar och finans avser förhållanden som kan regleras med finansiella medel.¹⁰ Ett företags drift och finans bör stå i rimliga förhållanden till varandra för att hålla ihop företaget i längden, annars blir risken för stor. I extrema fall har finansieringen tagit övertaget och driften har hamnat i skymundan vid beslutsprocesser. Då finns risken att företaget hamnar i en så kallad kasinoekonomi där alla transaktioner behandlas som om de vore rent finansiella. Men enligt Polesie kommer problem att uppstå förr eller senare, någon måste alltid ta hand om den löpande driften.¹¹



Figur 4. Från ”Drift & Finans – aspekter på företags ekonomi” av T. Polesie, 1995, Lund: Lunds Offset.

⁹ Ibid.

¹⁰ Polesie T., *Drift och finans – aspekter på företags ekonomi* (1995).

¹¹ Ibid.



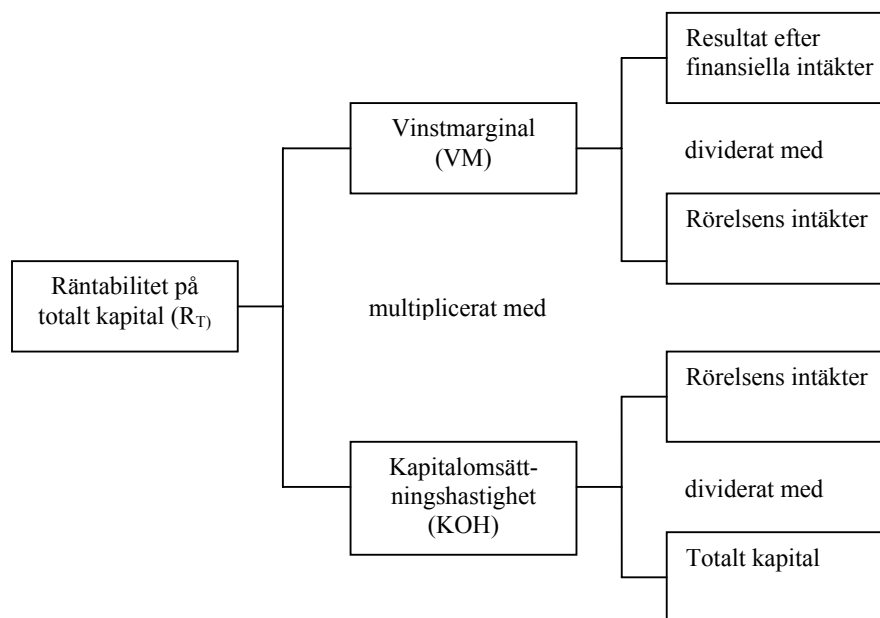
Driften omfattar företags interna verksamhet, det vill säga de tillgångar som används för produktionen och kostnader som exempelvis löne- och inköpskostnader. Finans anger varifrån företagets pengar till driften kommer och hur de används. Vad som är viktigt att komma ihåg är att det är driften som skapar företagets mervärde, men att detta vore omöjligt utan den finansiella aspekten.¹² Det är i driften som själva verksamheten äger rum, där alla företagets processer sker och alla värden skapas.

Den räta linjen som skiljer åt drift och finans kan även placeras på flera andra sätt inom fyrkanten men vi har valt att dra den så att driften omfattar anläggningar och kostnader. Allt annat omfattas av finansieringen. Skälet till att det egna kapitalet inte hänförs till driften är att man aldrig vet hur länge det kommer att vara så. Aktieägarna kan tänkas sälja sina andelar i framtiden och då är det egna kapitalet inte längre en del av driften utan blir en del av det finansiella, exempelvis i form av skulder.

De flesta företag eftersträvar ett väl fungerande samspel mellan drift och finans men så sker inte alltid. Det avgörande för att lyckas med samspelet däremellan är hur samarbetet mellan människorna i företaget fungerar samt vilka villkor företaget ger dem.¹³

3.2 Nyckeltal

3.2.1 Du Pont – modell



Figur 5. Från "Den nya Ekonomistyrningen" av C. Ax, C. Johansson och H. Kullvén, 2001 Malmö: Liber Ekonomi samt egen bearbetning.

Du Pont – modellen är ett pedagogiskt verktyg för att visa hur olika redovisningsdata inverkar på olika finansiella nyckeltal. Modellen utvecklades under 1910 – talet av Du Pont-företaget och med hjälp av den upptäckte man att lönsamheten berodde på två faktorer;

¹² Holm F. och Jönsson F., *TOTAL S.A. – En företagsanalys av oljebolaget TOTAL* (2004).

¹³ Polesie T., *Drift och finans – aspekter på företags ekonomi* (1995).



kapitalomsättningshastighet (KOH) som avser inre effektivitet och vinstmarginal (VM) som avser yttre effektivitet. Formeln för att räkna ut räntabiliteten på totalt kapital (R_T), som avser total effektivitet, kan definieras enligt nedan.

$$R_T = VM * KOH$$

där

$$VM = \text{Resultat efter finansiella intäkter} / \text{Omsättning}$$

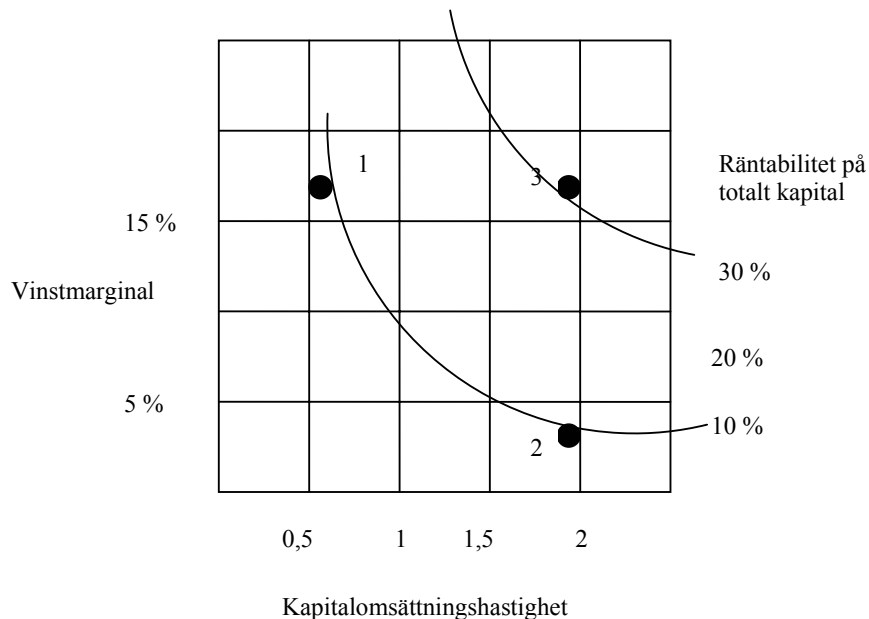
och

$$KOH = \text{Omsättning} / \text{Totalt kapital}$$

På detta sätt kan vi se vad som påverkat företagets räntabilitet på det totala kapitalet. Genom att även rita upp ett Du Pont – diagram kan man enkelt se vilken faktor som haft den största inverkan på R_T (se nedan).

3.2.2 Du Pont – diagram

Med hjälp av detta diagram kan man åskådliggöra hur stor R_T är och vad det beror på. Den vänstra y-axeln anger vinstmarginalen och den högra y-axeln anger räntabiliteten på totalt kapital, x-axeln anger kapitalomsättningshastigheten.



Figur 6. Från "Controllerhandboken" av L.A. Samuelsson, 2004, Uppsala: Nya Almqvist & Wiksell Tryckeri AB.

I exemplet ovan har punkt 1 en hög vinstmarginal men en låg kapitalomsättningshastighet. Punkt 2 har tvärtom en hög kapitalomsättningshastighet men en låg vinstmarginal, ändå har dessa båda företag samma räntabilitet på totalt kapital. Med andra ord kan en viss R_T skapas



antingen med hjälp en hög vinstmarginal eller en hög kapitalomsättningshastighet. Om ett företag skulle ha de i exemplet högsta värdena skulle det få en mycket högre R_T som punkt 3 visar.

Du Pont – diagrammet lämpar sig väl för att göra jämförelser mellan med andra företag och mellan olika tidsperioder för ett företags nyckeltalsutveckling.

3.2.3 Finansiella nyckeltal

För att ett företag skall överleva krävs det att företaget är lönsamt. Ytterliga ett sätt att mäta lönsamheten är att använda sig av olika nyckeltal, som är en form av räntabilitetsmått. Räntabilitet definieras allmänt som relationen mellan ett redovisningsmässigt resultat och redovisningsmässigt kapital.¹⁴ Vi har förutom Du Pont – analysen valt att fokusera på måtten; räntabilitet på eget kapital (R_E) och räntabilitet på sysselsatt kapital (R_{SYSS}). Dessa kan beskrivas som företagets förmåga att ge avkastning på insatt kapital.

R_E = Resultat efter finansiella kostnader / Eget kapital

Detta nyckeltal anger räntabiliteten, det vill säga avkastningen, på eget kapital. Vi räknar med avkastning innan skatt men beräkning av R_E kan även göras efter skatt. R_E är ett bättre mått än den absoluta vinstens storlek, eftersom det är förhållandet mellan vinst och investerat kapital som anger hur lönsamt företaget varit.¹⁵

R_{SYSS} = Resultat efter finansiella kostnader / Sysselsatt kapital

Räntabilitet på sysselsatt kapital är kvoten mellan resultat efter finansiella kostnader och företagets sysselsatt kapital. Det sysselsatta kapitalet är lika med balansomslutning subtraherat med icke räntebärande skulder inklusive 28 % uppskjuten skatt på obeskattade reserver.

3.2.4 Hävstångsformeln – riskanalys

Det finns viktiga samband mellan räntabiliteten på eget kapital, totalt kapital, och på företagets genomsnittliga låneränta. Hävstångsformeln förklarar hur dessa samband fungerar, se nedan:

$$R_E = R_T + (R_T - R_S) * S/E$$

Total risk Rörelserisk Finansiell risk

Figur 7. Från ”Operativ verksamhetsstyrning” av B. Lantz, 2003, Lund: Studentlitteratur samt egen bearbetning.

Räntabiliteten på eget kapital anger den totala risken i företaget medan räntabiliteten på totalt kapital anger rörelserisken, det vill säga risken med själva rörelsen, och skillnaden mellan räntabiliteten på totalt kapital och den genomsnittliga låneräntan, multiplicerat med skuldsättningsgraden anger den finansiella risken. Dessa två risker; rörelserisk och finansiell

¹⁴ Johansson S-E., *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt* (Lund: Studentlitteratur, 1995).



risk utgör tillsammans den totala risken. Den genomsnittliga låneräntan, R_S , kan sägas ange den räntabilitet företaget långivare erhåller genomsnittligt på det kapital de lånat ut och räknas ut enligt följande:

Genomsnittlig låneränta = Finansiella kostnader / Skulder

Skuldsättningsgraden fungerar som en multiplikator och anger hur stor verkan skillnaden mellan R_T och R_S får på R_T . Ju högre skuldsättningsgrad ett företag har, desto större blir den finansiella risken. Skuldsättningsgrad beräknas enligt följande:

Skuldsättningsgrad = Skulder / Eget kapital

Rörelserisken utgörs av osäkerhet i de operativa kassaflödena och är oberoende av hur företag har finansierat sin verksamhet medan den finansiella risken är den risk som beror på hur företaget är finansierat. Rörelserisken påverkas bland annat av osäkerheter angående efterfrågan på företagens produkter, hur priskänslig marknaden är och konkurrenternas agerande.¹⁶ Om till exempel rörelserisken i ett företag ökar, givet att allt annat är lika, och företaget vill behålla samma totala risknivå bör företaget minimera den finansiella risken genom att minska skuldsättningsgraden.

Så länge skillnaden mellan R_T och R_S är positiv är det fördelaktigt för företaget att ha en hög skuldsättningsgrad. Denna verkar nämligen som en multiplikator och höjer räntabiliteten på R_E . Om differensen mellan R_T och R_S däremot är negativ bör skuldsättningsgraden vara låg. Om den inte är det blir effekten att R_E blir mycket lägre. Sannolikheten är även stor för att den kan bli negativ och då leda till att eget kapital minskar. Konstateras kan att ju högre skuldsättningsgraden är desto större effekt får en förändring av R_T på R_E .¹⁷

3.3 Substansvärdering

Substansvärdet innebär att företaget värderas utifrån det bokförda värdet av dess egna kapital, det vill säga företagens tillgångar subtraherat med företagens skulder. Substansvärdering är mest lämplig vid värdering av företag som i huvudsak har reelltillgångar. Denna värderingsmetod lämpar sig inte lika väl för företag med mycket immateriella tillgångar som är svårare att värdera.¹⁸ I värderingslitteraturen finns en del rekommendationer att tillgå, där det bland annat sägs att de bokförda värdena inte skall användas eftersom de inte har med den verkliga substansen att göra.¹⁹ Men som extern intressent är det svårt att få tillgång till andra mer relevanta värden som till exempel återanskaffningsvärden och marknadsvärden, varför de bokförda värdena ändå används.

Utgångspunkten är företagens beskattade egna kapital det vill säga aktiekapital, fonder och outdelad vinst med tillägg för obeskattade reserver. Därmed tas ingen hänsyn till värdet av immateriella tillgångar som till exempel licenser, patenträttigheter eller goodwill.²⁰ All värdering baseras på det senast föreliggande årsbokslutet.

¹⁶ Lantz B., *Operativ verksamhetsstyrning* (Lund: Studentlitteratur, 2003).

¹⁷ Johansson S-E., *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt* (1995).

¹⁸ Hägg C., *Företagsvärdering* (Lund: Studentlitteratur, 1991)

¹⁹ Engvall G., *Val och tillämpning av värderingsmetoder vid företagsförvärv – En studie av kvantitativa värderingsmetoder, beräkning av företagens egenvärde ("as is"-värde)*. (1996).

²⁰ Gometz U. och Löfgren S., "Företagsvärdering" *Ernst & Young – Skriftserien, Nr 9*, (1991).



Vid värdering av vissa typer av företag är substansvärdering till liten nytta. Enligt ett exempel som "Placeringsindikatorn" gjort framkom det att substansvärdet inte stämde med något av i exemplet deltagande företags börsvärde, som motsvarar företagets verkliga värde (se nästa avsnitt).²¹ I genomsnitt är aktiekurserna 250 % av substansvärdet för börsföretagen.²² En anledning till att många ändå väljer att göra en substansvärdering är att de känner sig säkrare med en substansvärdering som är baserad på dokumenterade siffror jämfört med att försöka uppskatta företagets framtida värde vid en avkastningsvärderingsmetod.

Under de senaste decennierna har användandet av substansvärderingen minskat drastiskt. Det vanligaste idag är att göra en värdering baserad på prognoser av framtida avkastning.²³ En förklaring till denna utveckling är att det vid en substansvärdering inte tas hänsyn till framtiden samt att fler och fler företag på börsen är kunskapsföretag med en liten del realtillgångar. Många författare menar dock att en substansvärdering är till nytta som komplement när en avkastningsvärdering görs. Denna används för att jämföra att värderingen baserad på framtida avkastning är rimlig med tanke på företagets substans.²⁴

Vad som bör tas hänsyn till är att denna metod är en försiktig värdering av företaget eftersom modellen bygger på bokföringslagens bestämmelser.²⁵ Detta kan leda till att värderingen av företaget blir underskattad eftersom en del av tillgångarna kan vara undervärderade.

3.4 Marknadsvärdering

Det enklaste sättet att värdera ett företag bör vara med hjälp av marknadsvärdering. För att få reda på företagets marknadsvärde multipliceras antalet aktier med aktiekursen.

Stegen från verkligt värde till avtalat pris vid ett företagsförvärv eller en fusion kan beskrivas enligt nedan²⁶:

Verkligt värde	V
Synergier	+ a
Övriga faktorer	+/- b
Kritiskt värde	K
Förhandlingstaktik	+/- c
Bud	B
Förhandlingsstyrka	+/- d
Avtalat pris	P

Figur 8. Från "Företagsvärdering" Öhrlings Reveko av P. Clemedtsson, C. Dahlén, P. Lundblad och C. Stattin, 1994, Stockholm: Öhrlings Reveko.

²¹ Ibid.

²² Hansson S., *Aktier, optioner, obligationer – en introduktion* (Lund: Studentlitteratur, 2001).

²³ Bengtsson M. och Laurin O., *Arkivator – värdering av ett tillväxtföretag*. Göteborg: BAS (2000).

²⁴ Ibid.

²⁵ Hult M., *Värdering av företag* (Malmö: Liber Ekonomi, 2003).

²⁶ Clemedtsson P., Dahlén C., Lundblad P. och Stattin C., *Företagsvärdering* (Stockholm: Öhrlings Reveko 1994).



I det första steget beräknas företagets verkliga värde med ett tillägg av eventuella synergifördelar som förväntas efter fusionen. I det andra steget tas hänsyn till övriga faktorer som till exempel transaktionskostnader, redovisningsmässiga effekter samt finansiella och skattemässiga överväganden. I steg tre och fyra görs eventuella tillägg alternativt avdrag som parternas förhandlingar kan ge upphov till.²⁷ Efter dessa steg kommer parterna överens om ett pris på företaget.

3.5 Sammanslagningar

Sammanslagningar av företag har på grund av pressen från konkurrenter och sökandet efter stordriftsfördelar ökat markant den senaste tiden. Statistiken visar exempelvis att antalet sammanslagningar inom Europa dubblerades år 1999 och under perioden mellan 1985 och 1995 femdubblades sammanslagningarna över nationsgränserna inom Europa.²⁸ Tidigare undersökningar har visat att flera samgåenden misslyckats, detta på grund av att sammanslagningarna skapat interna maktkamper mellan de berörda företagen. Uppskattningsvis är risken större än 50 % att ett förvärv misslyckas.²⁹

Enligt Buckley och Ghauri består en sammanslagning av tre faser; pro-fas där sammanslagningen planeras, sammanslagningsfasen där avtalen upprättas och den sista fasen, post-fasen, där sammanslagningen förverkligas.³⁰

Vid en sammanslagning finns många faktorer som kan gå fel. Det köpande företaget kan ha valt *fel företag* att gå samman med, priset kan vara för högt och avtalen kan ha upprättats vid en illa vald tidpunkt. Enligt Habeck, Kröger och Träm är risken för ett misslyckat samgående 30 % i pro-fasen, 17 % i sammanslagningsfasen och 53 % i post-fasen.³¹ Därav åskådliggörs hur viktig den sista fasen i sammanslagningen är för att sammanslagningen skall bli lyckad. I flertalet företagssammanslagningar läggs en stor vikt på de finansiella målen och de betydande psykologiska och kulturella faktorerna glöms ofta bort. Enligt Olie har den nationella kulturen dels en påverkan på organisationens beteende och dels ett inflytande över den hierarkiska strukturen i företaget genom företagets sätt att arbeta vid beslutsfattande och strategiutformning.³² Vid sammanslagningar mellan lika stora företag kan konflikter lätt uppstå eftersom oklarheter kan råda gällande vem som ansvarar för vad. I vilken utsträckning de båda företagen behöver göra uppoffringar är ofta oviss och omfattningen kan efter fusionen visa sig vara större än vad de först trodde.

Huruvida en sammanslagning blir framgångsrik beror enligt Heller på beslutsfattarnas förmåga att välja ut ett lämpligt företag med en bra strategi och en kultur som kan matchas med det köpande företagets kultur.³³ Epstein har satt ihop följande 7 bestämmande faktorer som avgör sammanslagningens resultat; strategisk vision, strategisk anpassning, avtalets

²⁷ Ibid.

²⁸ Frommer R. *Between expectation and experience – an analysis of post-merger integration in two mergers* (Stockholm; Kungliga Tekniska Högskolan, 2001).

²⁹ Grundén A. och Möller M. *Från personvagnar till Car Corporation – En studie av Ford Motor Companys förvärv av Volvo Personvagnar*, (2003).

³⁰ Buckley P.J and Ghauri P.N *International Mergers and Acquisition* (London: Thomson, 2002).

³¹ Habeck M.M Kröger F. and Träm M.R *After the merger: seven rules for successful post-merger integration* (London: Pearson Educational Limited, 2000).

³² Olie, R. "Culture and Integration Problems in International Mergers and Acquisitions" *European Management Journal*, Vol. 8, No. 2, (1990).

³³ Heller, R. "A horizontal future for mergers" *Management today*, February, (2000).



struktur, due diligence³⁴, planeringen innan sammanslagningen, integrationen efter sammanslagningen samt den externa miljön.³⁵

De allra vanligaste motiven till en sammanslagning är de ekonomiska motiven men förutom dessa finns även personliga och strategiska motiv, se tabellen nedan.³⁶ De ekonomiska motiven inkluderar bland annat kostnadsbesparingar, stordriftsfördelar, riskspridning och ökad lönsamhet. De personliga motiven för styrelsen kan vara att öka försäljningen för att höja sin egen prestige, exempelvis genom att förvärva en ineffektiv organisation som man själv kan förbättra. De strategiska motiven kan bland annat vara följande; att få tillgång till råvaror, att etablera handelshinder för nya konkurrenter och att förvärva konkurrenters kunskap.

Ekonomiska motiv	Personliga motiv	Strategiska motiv
Stordriftsfördelar för marknadsföring	Ökad försäljning	Strävan efter att vara en mäktig aktör på marknaden
Ökad lönsamhet	Utmaning för ledning	Få tillgång till en konkurrents kunskap
Riskspridning	Förvärv av ineffektiv ledning	Få tillgång till råvaror
Kostnadsreduktion	Förhöja ledningens prestige	Skapa etableringshinder
Teknologiska stordriftsfördelar		
Försvarmekanism		
Hantering av marknadsmisslyckanden		
Skapa aktieägarvärde		

Tabell 1. Från "Success in international mergers" Ahlström, K. och Nilsson, T., 2005.

Enligt Ali-Yrkkö genomförs sammanslagningar främst för att företagen vill hitta ekonomiska fördelar, men självklart har de generella ekonomiska trenderna och konjunktursvängningarna en viss påverkan också.³⁷

Följande fem faktorer kan vara förklaringar till att kulturskillnader mellan två samgående företag skapar problem,³⁸

- 1) **Längtan efter en relation mellan de samgående företagen.** Denna fråga avgör om relationen mellan företagen får en positiv start. Om människor blivit illa behandlade i tidigare relationer men haft positiva erfarenheter med utländska företag är de mer tillmötesgående och ser en framtida sammanslagning som mer önskvärd.
- 2) **Företagskompatibilitet mellan de två företagen.** Organisationernas likheter är viktigare än kulturskillnaderna mellan länderna.

³⁴ Noggrann och detaljerad genomgång av ett företag som är föremål för överlåtelse, påverkar ofta köparens uppfattning om det analyserade företagets värde. (Clemetsson. P., Dahlén. C., Lundblad. P. och Stattin. C. *Företagsvärdering* Stockholm: Öhrlings Reveko, 1994).

³⁵ Epstein, M.J. "The Drivers of Success in Post-Merger Integration" *Organizational Dynamics* Vol. 33, No. 2, (2004).

³⁶ Ahlström K. och Nilsson T. *Success in International Mergers* (2005).

³⁷ Ali-Yrkkö, J. *Mergers and Acquisitions – Reasons and Results* (Helsinki: The Research Institute of Finnish Economy, 2002).

³⁸ Kanter, R.M. and Corn, R.I. "Do Cultural Differences Make a Business Difference? Contextual Factors Affecting Cross-cultural Relationship Success" *Journal of Management Development*, Vol. 13, No. 2, (1994).



- 3) **Ömsesidig respekt och kommunikation baserad på respekt.** Att ha en öppen kommunikation och samtidigt visa en ömsesidig respekt är nödvändigt för att skapa tillförlitlighet och försäkra sig om ett framgångsrikt partnerskap.
- 4) **Affärsverksamhetens framgång.** Människor är i allmänhet mer villiga att ha överseende med kulturella skillnader om sammanslagningen leder till klara fördelar.
- 5) **Tiden.** Ju längre tiden går desto mindre blir ängslan och oron.



4 Branschbeskrivning - Skogsindustrin

4.1 Den globala skogsindustrin

Konkurrensen på den **globala marknaden** för skogsprodukter blir allt hårdare. Nya tillgångar till billigt trä framträder, skogsföretag blir överlag alltmer internationella och handelsflöden förändras snabbt. Lågkostnadsproducenter i varje sektor utövar hårt tryck på sina globala konkurrenter, vilka om nödvändigt måste genomföra radikala strategiska förändringar för att överleva.³⁹

En spektakulär utveckling tar sin form i **Kinas** skogsproduktsektor, vilken importerar och behandlar trä från många källor, inklusive från UNECE⁴⁰-regionen och speciellt från Ryssland. Produkterna är avsedda dels för den snabbt växande kinesiska marknaden och dels för export i form av högre förädlade produkter såsom möbler och dörrar. Råmaterial, transport och arbetskraft till låga kostnader, kombinerat med fördelaktiga policys som gynnar utländska investeringar i stora moderna fabriker, har bidragit till att kinesiska exportörer av förädlade skogsprodukter har tagit stora marknadsandelar i Nordamerika och där tvingat inhemska företag att stänga eller ta till radikala metoder för att kunna konkurrera. Oro har uttryckts inom UNECE Timber Committee om riskerna för liknande påverkan på europeiska marknader i framtiden.⁴¹

Rysslands ekonomi fortsätter att expandera kraftigt och statliga policys har underlättat utländsk direktinvestering i många sektorer, inklusive skogssektorn. Produktionen och exporten av skogsprodukter har som en följd av detta återhämtat sig för några undersektorer över de tidigare låga nivåerna, men den inhemska konsumtionen av trä- och pappersprodukter är fortsatt svag.⁴² En hållbar skogsvård i Ryssland kräver radikala förändringar i det centralt planerade budgetsystemet.⁴³ Duma⁴⁴ utredde år 2004 en ny skogs-kod som i framtiden kan ge möjligheter för privat ägande av skogsmark.⁴⁵

Brasilien har tillgång till skogsråvara som är tillräcklig för en betydelsefull expansion av industriell kapacitet såväl som för makroekonomisk stabilitet, vilket kan bidra till att locka utländskt kapital till nya skogsprojekt. För att detta ska vara möjligt är det viktigt att landet antar en klar långsiktig skogspolitik, både på nationell och regional nivå, som består av tydliga mål och tillämpligt finansierade implementeringsprogram. Ett steg i denna riktning togs år 2001 av regeringen genom skapandet av en särskild bransch för att stimulera nyplantering av skog. Denna har implementerats i det statliga programmet National Forest Programme i syfte att stimulera skogssektorns expansion. Det var år 2001 för tidigt att säga om programmet skulle bli framgångsrikt eftersom det förutom finansiering också krävde en

³⁹ The UNECE Timber Committee and the FAO European Forestry Commission; STATEMENT ON FOREST PRODUCTS MARKETS IN 2004 AND PROSPECTS FOR 2005.

⁴⁰ UNECE, the United Nations Economic Commission for Europe, etablerades 1947 för att befrämja ekonomisk samverkan mellan dess medlemsstater. Förutom länder i Europa, ingår även USA, Kanada, Israel och de centralasiatiska republikerna.

⁴¹ The UNECE Timber Committee and the FAO European Forestry Commission; STATEMENT ON FOREST PRODUCTS MARKETS IN 2004 AND PROSPECTS FOR 2005.

⁴² Ibid.

⁴³ Palo M. and Uusivuori J. *World forests, markets and policies* (Dordrecht: Kluwer Academic Publishers, 2001).

⁴⁴ Duma är ett nationellt organ med makt att godkänna lagstiftning.

⁴⁵ The UNECE Timber Committee and the FAO European Forestry Commission; STATEMENT ON FOREST PRODUCTS MARKETS IN 2004 AND PROSPECTS FOR 2005.



stark politisk vilja. För att kunna tillmötesgå marknadens krav krävs dessutom ett samspel mellan regeringen och den privata sektorn såväl som fördelaktiga marknadsvillkor, vilket i sin tur beror på världsekonominns stabilitet.⁴⁶

En **övergripande ekonomisk utblick över 2005** visar på att den globala återhämtningen är väletablerad men att dess styrka har avtagit. Högre oljepriser dämpar ekonomisk tillväxt och däri ligger viktiga risker. Återhämtningen i **USA** förväntas fortsätta men i avtagande takt, medan återhämtningen i euro-området är svag, ojämn och starkt beroende av exporttillväxt. Tillväxten i **Östeuropa** kommer emellertid att bli kraftfull och högkonjunkturen i **CIS-länderna**⁴⁷ kommer att fortsätta. Tillväxttakten 2004 var mellan 1,8 % i euro-området till 7,6 % i CIS-länderna, med en tillväxt i **Nordamerika** på upp till 4,2 %. För 2005 förutspås en tillväxt på runt 2 % för euro-området, 3,5 % för Nordamerika och 6 % för CIS-länderna.⁴⁸

I Europa och CIS-länderna väntades **pappers- och kartongproduktionen** att stiga med ungefär samma takt som ekonomin i sin helhet (2,2 % i Europa och 7,7 % i Ryssland år 2004), men i Nordamerika väntades konsumtionen och produktionen öka endast marginellt 2004 och stagnera 2005. Export från Central- och Östeuropa skulle troligtvis öka, delvis på grund av ökade lokala investeringar. **Massaproduktionen och – konsumtionen** i Europa väntades stiga stadigt 2004 och lite långsammare år 2005. Tillväxttakten är högre för Ryssland, speciellt för inhemsk massakonsumtion, vilken ökar betydligt snabbare än exporten. Dock är Ryssland rent värdemässigt en nettoimportör av papper. I Nordamerika väntades massaproduktionen stagnera och konsumtionen väntades avta något till följd av en svag efterfrågan på papper och omfattande förråd av återvunnet papper.⁴⁹ År 2003 var massa-, pappers- och kartongproduktionen i Europa 98 925 miljarder ton, i Ryssland 6 349 miljarder ton och i Nordamerika 100 900 miljarder ton.⁵⁰

Konsumtionen av sågade **barrträprodukter** i UNECE-regionen uppnådde rekordhöga höjder 2003 och bedömdes stiga ytterligare år 2004, med 1,4 % till 221 miljoner m³ för att sedan mattas av 2005. Regionens exporter förutsågs stiga 2004 med nära 4 % men sedan avta 2005 med 1,5 %. Ryska exporter väntades stiga med 7 % 2004 och 2005 samt uppnå 11,6 miljoner m³. Rysslands konsumtion väntas stiga 2005 efter en djup nedgång föregående årtionde. I Nordamerika bidrog byggandet av två miljoner trähus år 2003 till en näst intill rekordhöj ökning på efterfrågan på sågat trä och andra träprodukter samt på sågat trä. En dispyt mellan USA och Kanada angående barrträ-timmer fortsatte att påverka handeln. Kanadensisk export till USA var 2003 tullbelagd med 27,2 %.⁵¹

⁴⁶ Palo M. and Uusivuori J., *World forests, markets and policies* (2001).

⁴⁷ CIS står för Commonwealth of Independent States och består av länder från före detta Sovjetunionen.

⁴⁸ The UNECE Timber Committee and the FAO European Forestry Commission; STATEMENT ON FOREST PRODUCTS MARKETS IN 2004 AND PROSPECTS FOR 2005.

⁴⁹ Ibid.

⁵⁰ UNECE/FAO *Forest Products Annual Market Review 2003-2004*. Denna publikation ger generell och statistisk information om marknaden för skogsprodukter och relaterade politiska bestämmelser i Europa, Nordamerika och CIS-länder (de forna sovjetstaterna). UNECE/FAO *Forest Products Annual Market Review 2003-2004* är ett resultat av bidrag från mer än 40 oberoende specialister och författare samt deras organisationer inklusive sektorexperter, nationella korrespondenter, kollegor och medlemmar av sekretariatet i Genève och Rom.

⁵¹ The UNECE Timber Committee and the FAO European Forestry Commission; STATEMENT ON FOREST PRODUCTS MARKETS IN 2004 AND PROSPECTS FOR 2005.



Marknaden för **sågade lövträprodukter** väntades växa i Europa, efter visade tecken på återhämtning 2003, med en konsumtion som troligen stiger med 2,4 % 2004 och ytterligare 1,6 % år 2005. Handeln i Europa förutsågs bli aktiv, med en importökning på 2,1 % 2004 och ytterligare 1 % 2005. Bland de största europeiska producenterna förväntades en särskilt snabb tillväxt i Rumänien från och med år 2003. Exporten i USA väntas uppnå 3 miljoner m³ år 2005. Marknaden för certifierad lövskog är stark i vissa västeuropeiska länder med en betydande efterfrågan av arkitekter, speciellt de som arbetar med statligt finansierade projekt.⁵² År 2003 var produktionen av sågade lövträprodukter 15,5 miljoner m³ i Europa, 2,4 miljoner m³ i Ryssland och 29,5 miljoner m³ i Nordamerika.⁵³

EU-ländernas totala import av **tropiska träprodukter** minskade med 1,4 % under 2002, främst på grund av minskade importen av Frankrike, Tyskland och Spanien. Brasilien, Malaysia och Indonesien stod för över hälften av EU-ländernas totala import. Under år 2003 minskade den europeiska importen av tropiska träprodukter med ytterligare 9 % till 2,4 miljoner m³. Kina förblev världens största importör av tropiska träprodukter år 2002 med en importvolym på 2,9 miljoner m³. Totalt sett minskade importen något med 0,4 % till 7,7 miljoner m³ år 2002, men steg 11,4 % till 8,6 miljoner m³ 2003, mestadels från den ökade importen i Kina. Exporten av tropiska träprodukter från afrikanska och asiatiska länder fluktuerade 2002 och 2003 och bara de latinamerikanska länderna följde en stadigt uppåtgående trend. Totalt sett ökade exporten av tropiska träprodukter med 2,3 % till strax under 8,6 miljoner m³ år 2002 och minskade till nästan 8,5 miljoner m³ år 2003.⁵⁴

⁵² Ibid.

⁵³ UNECE/FAO *Forest Products Annual Market Review 2003-2004*.

⁵⁴ Ibid.



5 Ägandets roll

5.1 Ägandets roll historiskt

Ägandet spelar en stor roll vid företagets utveckling. Det kan antingen vara pådrivande eller bromsande. Frågan om hur makten fördelas mellan ägare och företagsledare är omtvistad likaså frågan om hur företagen påverkas av olika typer av ägare.⁵⁵ Mycket av ägarmakten kan vara överflyttad till professionella företagsledare från de ekonomiska ägarna. De viktigaste funktionerna för ägarmakten och ägaransvaret kan anses vara att utse företagsledning, ta ställning i strategiska frågor samt att agera aktivt om företaget skulle hamna i kris. I begreppet *ansvar* intolkas enligt Jan Glete ofta även ett långsiktigt engagemang i företaget.⁵⁶

Ett svagt företag med resursrika ägare kan ha goda överlevnads- och omvandlingsmöjligheter till skillnad mot resurssvaga ägare. Ägare som har starka band till ett företag är ofta beredda att ta större ansvar än andra ägare som gått in för att först göra omstruktureringar och sedan sälja företaget med vinst, liksom ägare som bedriver kapitalplaceringsverksamhet. Idag skiljs ägare och företagsledning oftast åt men under 1850-1950 talet var en sammanflätning mellan dessa och kreditgivare ett vanligt drag.

Ägare, företagare och kreditgivare är delar av olika strukturer med olika kontaktnät och olika funktioner. Företagare är de som leder företaget och arbetar med förverkligande och utveckling av företagets affärsidé. Företagarna kan ha starka band till yrkeskårer och därmed kan olika gruppljaliteter mellan managers påverka deras agerande. Kreditgivare kan vara institutioner, till exempel banker och handelshus eller enskilda personer. Deras kontaktnät består oftast av insättare, låntagare och även andra kreditgivare. Ägarnas minimifunktion är att äga riskkapitalet i företagen och de kan därmed kontrollera företagen. Kontaktnätet består i huvudsak av företagare men även kreditgivare, företag och andra ägare samt fristående aktörer, exempelvis uppfinnare.⁵⁷

Det finns tre olika typer av ägande; individuellt storägande, institutionellt ägande och anonymt ägande via aktiemarknaden, men betydelsen av dem har varierat starkt under historiens gång och en fjärde typ har tillkommit. Den fjärde formen är bankägandet som främst uppkom genom ett krisfenomen.⁵⁸

De olika ägartyperna är en viktig variabel eftersom olika typer av ägare agerar olika i samma situationer. Det individuella ägandet brukar innebära deltagande i beslutsprocesser inom företagsledningen medan anonymt ägande nästan aldrig medför något engagemang i företaget. Institutionellt ägande ses som en mellanform eftersom de kan ha stora aktieinnehav som berättigar dem till att utöva en stark ägarmakt men det är inte alls säkert att de gör det. Däremot kan de visa sitt förtroende eller sin misstro genom köp eller försäljning av aktier.

Bankernas agerande som ägare beror på hur engagemanget har uppkommit. Om de blivit ägare till ett företag som befinner sig i en kris måste banken agera som en aktiv ägare för att lösa problemen. Om det däremot är ägaren som hamnat i kris och varit tvungen att ge sina aktier till banken blir denne en institutionell ägare. Om företaget sedan visar sig vara lönsamt

⁵⁵ Glete J. *Ägande och industriell omvandling* (Stockholm; SNS Förlag, 1995).

⁵⁶ Ibid.

⁵⁷ Ibid.

⁵⁸ Ibid.



kan banken bygga upp affärsförbindelser till det utan att betona sitt ägarinflytande.⁵⁹ Historiskt har ägandet varit koncentrerat till en mindre krets som släkt, vänskap och affärsförbindelser eftersom en effektiv aktiemarknad inte uppkom förrän vid sekelskiftet 1900.

5.2 Ägandets roll inom skogsindustrin

Under 1800 – talet hade skogsindustrin främst vuxit upp som familjeägda och familjestyrda företag. Det var under första hälften av 1900 – talet som skogsföretagen i allmänhet blev managerledda med ägare från den öppna marknaden eller från grupper med intressen även utanför skogen. Under mellankrigstiden var branschen i stor utsträckning bankägd och bankkontrollerad.

En av 1800 – talets stora förändringar av ägarförhållandena i Sverige var försäljningen av den bondeägda skogen till de nya skogsbolagen. Den politiska reaktionen på försäljningen blev stark och i början av 1900 – talet instiftades den så kallade Norrlandslagstiftningen som förbjöd alla bondeskogsköp från bolagens sida. Skogsbönderna hade nämligen utsetts som lättlurade offer för skogsföretagens skogsförvärv. Men enligt Glete har den senaste forskningen inte givit någon substans för det, däremot håller han med om att bönderna kan ha varit utsatta för diverse påtryckningar.⁶⁰

Sammanfattningsvis kan sägas att massa- och pappersindustrin fram till 1890 i huvudsak bestod av små ägar- och produktionsmässigt starkt splittrade företag med svag ekonomi. Flera företag tvingades stoppa driften och fick gå i konkurs.

På grund av generationsskiften och tidsförskjutning mellan sågverksbranschen och massa- och pappersbranschen var fusioner och ägarskiften ganska vanliga under 1890-1920 talet. När skogsindustrin i Sverige drabbades av en deflationskris under 1920 – talet skedde en del stora förändringar i ägarmakten. Det främmande kapitalet i företagen behöll sitt nominalvärde men den reella skuldbördan steg kraftigt. Eftersom det reella värdet av tillgångarna inte steg försämrades soliditeten kraftigt. För flera av företagen gick hela det egna kapitalet förlorat och bankerna fick gå in som ägare och omvandla infrusna krediter till nytt aktiekapital vilket medförde att bankerna själva blev företagsägare.⁶¹ De företag som hade investerat i anläggningstillgångar och stora råvaru-uppköp med lånade pengar hamnade i kris medan de som genomfört investeringar med eget kapital klarade sig bättre.

⁵⁹ Ibid.

⁶⁰ Ibid.

⁶¹ Ibid.



6 Företagspresentation

6.1 Historia

6.1.1 STORA

Stora Kopparbergs Bergslag Aktiebolag har sina rötter i Falun, där utvinning av koppar började för ungefär tusen år sedan.⁶² Företaget dominerade den svenska kopparexporten under det gyllene 1600-talet. Därefter stagnerade kopparproduktionen under en lång tid och var under 1800-talet endast marginell. Istället fick koppargruvan under senare delen av 1800-talet huvudbetydelse för den kemiska industrin genom produktion av svavel. Dock blev järnhanteringen en allt viktigare del av Bergslagens verksamhet från och med 1700-talet.⁶³

En serie liberala reformer hade genomförts i början av 1800-talet, vilka tidsmässigt kom att sammanfalla med den stora expansionen som den europeiska ekonomin genomgick under perioden fram till 1870-talet. Detta resulterade i en snabb strukturomvandling av ekonomin. Ett flertal olika branscher skapades runt den nya träekonomin med regionala specialiseringar.⁶⁴ Man kan säga att perioden efter 1830-talet fram till 1870-talet i Sverige kännetecknades av en snabb tillväxt, internationalisering, nya stålmetoder och träekonomin genombrott. Institutionellt sett var det en liberal våg som svepte över landet med tydligt definierade äganderätter, vilket stärkte nyföretagandet och ökade specialiseringstendenserna.⁶⁵ Under denna period etablerades två mycket expansiva skogsföretag, Korsnäs och Skutskär, snabbt i Stora Kopparbergs närområde. Detta ledde till skogsförvärv från Stora Kopparbergs sida för att försvara sin ställning och framtid. Tidigt efter de nya aktörernas uppträde fattades ett beslut att satsa på skogsindustrin centralt. Skogsindustrin hade potential att stabilisera järn- och stålkonjunkturen. För Stora Kopparbergs del var detta mycket viktigt eftersom de under 1860- och 70-talen gjort omfattande investeringar i stålverket Domnarvet och i järnväg.⁶⁶ Kapitalbelastningen växte efter en vikande konjunktur och Domnarvet stod klart lagom till periodens absoluta bottenpunkt 1878. Efter detta blev sambandet med den stabiliserande skogen ett rent överlevnadsvillkor.

Perioden från 1870/80 till 1920/30 kännetecknades för svensk industri av en utbredd dualism, där internationalisering och protektionism utgjorde två motsägelsefulla tendenser. Protektionismen kom från den gamla ekonomins problem, internationaliseringen från den snabba uppfinningsrika utvecklingen med påföljande fallande transaktionskostnader. Industriellt utmärkande för perioden var massa- och pappersindustrins genombrott tillsammans med den nya gruvindustrin, samt förändringar för den kemiska industrin och kraftsektorns förutsättningar. Perioden utmärks institutionellt av en växande stelhet på grund av äganderättsförändringar, vilka gick mot en större slutenhet, aktiebolagssystemets genombrott samt kartellsystemets introduktion.⁶⁷

För Bergslagens del blev periodens dualism ovanligt tydlig. Domnarvets allt starkare inriktning på hemmamarknaden samt den sedan växande kemiska industrin med en ökad svavelproduktion och kemiska biprodukter från massaindustrin talade för en protektionistisk

⁶² <http://www.storaenso.com> 2005-04-05

⁶³ Jörnmark J, *Skogen, staten och kapitalisterna* (Lund: Studentlitteratur, 2004).

⁶⁴ Ibid.

⁶⁵ Ibid.

⁶⁶ Ibid.

⁶⁷ Ibid.



ställning. Den växande exportverksamheten företaget byggt upp talade däremot för ett ställningstagande för internationalisering.

Främst i syfte att minska de höga industrikostnaderna för massproduktion i järn- och stålindustrin genomförde Stora Kopparberg investeringar i kraft vid Kvarnsveden. Dessa investeringar, samt investeringar i ett nytt pappersbruk i närheten av kraftverket gjorde företaget till ett av de största i Sverige.⁶⁸ I och med att Stora Kopparberg blev alltmer kapitalintensivt, växte även dess incitament till protektionism och kartellverksamhet.⁶⁹ Från och med 1890- talet blev den expansiva skogssektorn både omsättnings- och, framför allt, vinstmässigt drivande för Bergslaget. Ändå sågs den bara som ett komplement till stålindustrin, som ett sätt att finansiera långsiktiga vinster i järn och kraft genom snabba vinster på skogen. Stora Kopparbergs blev ett företag sammansatt av lönsamma verksamheter som kraft, massa, papper och högvärdiga malmfält men även av tveksamma inslag som stålet och kemin, och slutligen av rena katastrofområden som framförallt verkstadsindustrin. Detta bidrog till ett fientligt övertagande med följande uppstyckningsoperationer vilka Wallenbergs- och Skandinavbanksaffärerna svarade för.⁷⁰

Perioden från mellankrigstiden till 1950-talet (med effekter som kan sägas gälla fram till 1970-75) utmärktes fram till 1945 för svensk industri av stigande transaktions- och transportkostnader vilket ledde till en stark återinternationalisering av de ekonomiska strukturerna. Allt färre nya grundläggande industrier upprättades. Från att ha varit ett system i stark och kontinuerlig förändring blev företagssektorn inåtvänd och stor vikt lades på att lösa skuld- och efterfrågekonsolideringsfrågor. Detta ledde dels till att företag blev sina egna banker och dels till att företag i största möjligaste mån frigjorde sig från marknadsprissystemet genom att utgöra mer eller mindre självförsörjande konglomerat.⁷¹

Stora Kopparberg kom att få en klassisk patriarkal ledare i Emil Lundqvist, tillsatt av Wallenberg 1923, som förvandlade företaget till en ointaglig självförsörjande och självfinansierad enhet.⁷² Interna räkenskaper från 1920-talet visade att stålindustrin årligen åt upp ungefär hälften av den nettovinst som skogsdelen genererade.⁷³ 1932 års devalvering medförde en vändpunkt och stålverksamheten blev under några decennier lönsam, vilket nödvändiggjorde en extremt bred satsning på masstål för den inhemska marknaden. Men Lundqvist och Wallenberg hade snarare sett framtiden i skogsindustrin, där en omfattande expansion skedde i massindustrin vid Skutskär under 1920- och 30-talen.⁷⁴

Det var dock inte förrän 1976 som Stora Kopparbergs Bergslag exklusivt började fokusera på att bli ett skogsprodukts- och kraftföretag. Detta efter att Domnarvets järnverk och gruvorna sålts på grund av stora förluster under en utdragen tidsperiod.⁷⁵ Efter en sammanslagning och ett namnbyte 1984 till STORA, samt efter omfattande förvärv i Sverige och i USA var STORA lagom till sitt 700-årsjubileum år 1988 den största skogsprodukttillverkaren i Sverige och en av de största i Europa. Samma år köpte STORA företaget Swedish Match, men sålde delar av det två år senare.⁷⁶ Vid utgången av 80-talet hade STORA drygt hälften av sina

⁶⁸ Ibid.

⁶⁹ Ibid.

⁷⁰ Ibid.

⁷¹ Ibid.

⁷² Ibid.

⁷³ Ibid.

⁷⁴ Ibid.

⁷⁵ <http://www.storaenso.com> 2005-04-05

⁷⁶ Ibid.



anställda utomlands fördelade på 30 länder.⁷⁷ År 1990 expanderade STORA genom förvärv av Germany's Feldmühle Nobel Group, placerad i Düsseldorf, och stärkte sin position i Europa ytterligare. 1998 skedde ytterligare förvärv utomlands, denna gång genom uppköp av aktiemajoriteten i Kinas största producent av bestruket finpapper. Senare samma år, den 25 november, inträffade det slutgiltiga godkännandet av sammanslagningen mellan det svenska företaget STORA och det finska Enso.⁷⁸

6.1.2 Enso

Enso Oyj har sitt ursprung i ett sågverk byggt av en norsk firma i södra Finland 1872. Norge förlitade sig till stort på handel med Storbritannien och ogillade därför det finska militära samarbetet med tyskarna. Majoriteten av de norska aktieägarna var därför mycket angelägna om att bli av med sin investering och 1919, bara två år efter att Finland blev självständigt och ett år efter första världskrigets slut, köpte den finska staten det stora flertalet av aktierna i Aktiebolaget W. Gutzeit & Co. I samma veva förvärvade även den finska staten det tidigare norskägda Aktiebolaget Tornator med fabriker i Finland och stora landarealer.⁷⁹ Den finska skogssektorn skulle nationellt bygga ett välfärdssamhälle, vilket bidrog till att en strategisk allians bildades mellan företrädare för skogsindustrin, skogsägarna och arbetarklassen och som utvecklats till ett statsindustriellt komplex.⁸⁰ Export- och försäljningskarteller bildades inom massa- och pappersbranschen till vilka praktiskt taget samtliga producenter i Finland anslöt sig.⁸¹ 1926 skedde en sammanslagning mellan Aktiebolaget Pankakoski och Aktiebolaget W. Gutzeit & Co., och Enso Aktiebolag förvärvades följande år. Företagets huvudkontor hade redan flyttat till Enso 1925 och eftersom Ensos andel av verksamheten hade vuxit avsevärt, ändrades namnet på företaget till Enso-Gutzeit Osakeyhtiö år 1928. Aktiebolaget Tornator döptes på motsvarande sätt år 1932 till Tornator Osakeyhtiö. Formellt var detta ett separat företag, men hade samma styrelse som Enso-Gutzeit Osakeyhtiö. Tillsammans bidrog dessa företag till att stora investeringar i massaindustrin möjliggjordes, och på 1930-talet lyckades företaget bli Europas tredje största massatillverkare. Trots att verksamheten var koncentrerad på massatillverkning, försummade inte Enso-Gutzeit sina sågverk och sin papperstillverkning utan behöll sin status som Finlands största producent av sågvirke. Företaget byggde också mer vattenkraftskapacitet, 1937 färdigställdes en ny stor kraftstation och snart därefter påbörjades arbete på en till hos Enso. 1936 sade aktieägarna till Enso-Gutzeit och ytterligare fyra bolag ja till att bygga en sulfatfabrik, vilken färdigställdes 1938.

Utbrottet av andra världskriget i september 1939 hindrade Finlands ekonomi att driva internationell handel och situationen blev värre än när före detta Sovjetunionen attackerade Finland i slutet av november då vinterkriget började. Situationen var särskilt svår för Enso-Gutzeit eftersom en stor del av dess verksamhet var fysiskt närbeläget de krigsdrabbade områdena. Alla sågverk och massafabriker stängdes och tillverkningen av papper och kartong minimerades. Ett flertal sågverk på gränsen mellan Finland och Sovjet förlorades och många andra skadades av bombardemanget. När vinterkriget slutade 1940, drogs den finska gränsen tillbaka till följd av hårda fredsvillkor. Detta slog hårt mot Enso-Gutzeit, som numera hade fabriker, sågverk och vattenkraftstationer på den sovjetiska sidan. Dessutom hade Tornator

⁷⁷ Peterson C, *Finsk ingenjörskonst och svenskt imperiebyggande* (Stockholm: Norstedts Tryckeri AB, 1996).

⁷⁸ <http://www.storaenso.com> 2005-04-05

⁷⁹ Ibid.

⁸⁰ Peterson C, *Finsk ingenjörskonst och svenskt imperiebyggande* (1996).

⁸¹ Ibid.



och Enso-Gutzeit sinsemellan förlorat en fjärdedel av all sin skog. Två tredjedelar av massatillverkningskapaciteten hade förlorats och klorproduktionen hade helt upphört. Till och med huvudkontoret hade gått förlorat och ett nytt fick upprättas i Helsingfors. Tyskarnas Operation Barbarossa mot Sovjet resulterade i att Finland än en gång drabbades av krig och denna gång blev konsekvensen katastrofal för Enso-Gutzeit då Kotka sågverk förstördes och dess massafabrik skadades. Ett nytt sågverk färdigställdes 1943 men togs inte i bruk förrän efter kriget. 1941 gick Tornator Osakeyhtiö och Enso-Gutzeit Osakeyhtiö officiellt samman. Sakta men säkert började återuppbyggandet av de krigsdrabbade fabriker och vattenkraftverken, produktionen kunde återupptas i liten skala och fabriker började anpassa sin produktion efter de behov som uppstod under krigsperioden. Fredstermerna 1944 var ännu hårdare än de 1940, och för Enso-Gutzeit innebar de att man på nytt var tvungen att ge upp de installationer och byggnader som tidigare gått förlorade.⁸²

Efter andra världskriget spelade den finska skogsindustrin en stor roll i uppbyggnadsarbetet.⁸³ Den finska industrin hade, till skillnad från den svenska, tillgång till dollar och kunde byggas upp med hjälp av amerikansk teknik. Genom köp av modern amerikansk utrustning för pappersproduktion relativt tidigt efter andra världskriget fick Finland tillgång till know-how, som möjliggjorde upprustning av såväl skogs- som verkstadsindustrin.⁸⁴ Enso-Gutzeit började återigen bygga upp och utöka verksamheten och 1950 genomfördes en stor investering i och med installeringen av den då största kartongmaskinen i Europa. Produktionen från denna kom igång precis i rätt tid då marknaden började blomstra i samband med Korea-kriget. Den dyra investeringen lönade sig således efter en mycket kort tid.⁸⁵ Dessutom installerade Enso 1954-56 två maskiner med efterkrigsteknik som senare blev förebilder för tidningspappersindustrin i övriga Norden.⁸⁶

Den finska skogsindustrin var mycket exportorienterad men Finland hade förlorat en stor del av sin handelsflotta. Enso-Gutzeit var ett av de företag som 1947 löste problemet genom att bilda en trust som opererade en handelsfärjelinje. Företaget köpte in sig i moderbolaget till Oy Finlines Ltd. Förutom investeringar och förvärv på hemmamarknaden, kännetecknades den följande perioden även av en internationell expansion, med bland annat förvärv i Holland 1967 och i Kanada 1970. En ny finpappersmaskin startade i Kaukopää 1970 och 1975 förvärvades det plywoodtillverkande företaget Oy Heinolan Faneritehdas. Ett stort moderniseringsprogram drogs igång i Kotkaverken 1979 och åtta pappersmaskiner slogs på i Kaukopää 1982. Vid denna tid började företaget minska sina skeppstransporter. 1981 bytte företaget namn till Enso-Gutzeit Oy. Ett stort steg togs 1986 då A. Ahlström Osakeyhtiös skogsföretag köptes. 1989 köpte Enso Gutzeit ett holländskt finpappersbruk och 1990 köptes ett franskt bolag. En viktig händelse i Ensos historia inträffade 1993 när Tampella Oys skogs- och förpackningssektor köptes.⁸⁷ Samma år drog sig Enso-Gutzeit Oy tillbaka från det stora samarbetsprojektet Eurocan i Kanada med tillverkning av kraftliner och säckar. Pengarna därifrån investerades 1994 i tyskt returfiberbaserat tidningspappersbruk.⁸⁸

⁸² <http://www.storaenso.com> 2005-04-05

⁸³ Peterson C, *Finsk ingenjörskonst och svenskt imperiebyggande* (1996).

⁸⁴ Ibid.

⁸⁵ <http://www.storaenso.com> 2005-04-05

⁸⁶ Peterson C, *Finsk ingenjörskonst och svenskt imperiebyggande* (1996).

⁸⁷ <http://www.storaenso.com> 2005-04-05

⁸⁸ Peterson C, *Finsk ingenjörskonst och svenskt imperiebyggande* (1996).



1995 gick Enso-Gutzeit Oy och Veitsiluoto Oy samman och bildade Enso Oy. 1997 förvärvade Enso Oy aktiemajoriteten i det tyska bolaget E. Holtzmann & Cie AG och ett gigantiskt steg togs 1998 då Enso Oyj och STORA slogs samman och bildade ett av världens största skogsindustriföretag; Stora Enso Oyj.

6.2 Verksamhet

6.2.1 Strategi

Stora Ensos strategiska mål är att genom lönsam tillväxt öka bolagets värde. Genom samgåenden och förvärv, investeringar i världsledande anläggningar, kontinuerlig prestationsförbättring och förstklassiga ledningsresurser åstadkoms detta.

Företaget strävar efter att bli kundernas förstahandsval genom att erbjuda tjänster som bidrar till kundernas produktutveckling och värdeskapande samtidigt som existerande produkter och processer ständigt förbättras och nya produkter utvecklas.

Stora Enso strävar efter att bli erkänt som ledande inom området hållbarhet. För att uppnå detta är förbättrad kompetens i kombination med efterlevnad av gemensamma värderingar avgörande.

Stora Ensos identitet bygger på ett starkt varumärke som återspeglar koncernens *mission, vision* och *värderingar*.⁸⁹

6.2.2 Mission

Stora Enso anser sig bidra till kommunikation och välbefinnande genom att använda förnyelsebara fibrer till papper, förpackningsmaterial och förädlade träprodukter.⁹⁰

6.2.3 Vision

Stora Enso vill vara det ledande skogsindustriföretaget i världen och anser sig ta täten i utvecklingen av skogsindustrin. Kunderna väljer Stora Enso på grund av de mervärden de skapar. Stora Enso skapar värde för sina investerare. Medarbetarna är stolta över att arbeta för Stora Enso. Stora Enso anser sig vidare vara en attraktiv partner för sina leverantörer.⁹¹

6.2.4 Värderingar

Kunden i fokus – Stora Enso är sina kunders förstahandsval

Resultatorientering – Stora Enso åstadkommer resultat

Ansvar – Stora Enso lever upp till principer om uthållig utveckling i all verksamhet

Människan i centrum – Motiverade medarbetare skapar framgång

Framtidsinriktning – Stora Enso tar första steget⁹²

6.2.5 Allmänt

Stora Enso administreras och drivs som en industrikoncern vars kärnprodukter är grafiskt papper och kontorspapper, tidningspapper, förpackningskartong samt träprodukter. Inom dessa områden har koncernen en världsledande marknadsposition.

⁸⁹ Stora Ensos årsredovisning 2004.

⁹⁰ Ibid.

⁹¹ Ibid.

⁹² Ibid.



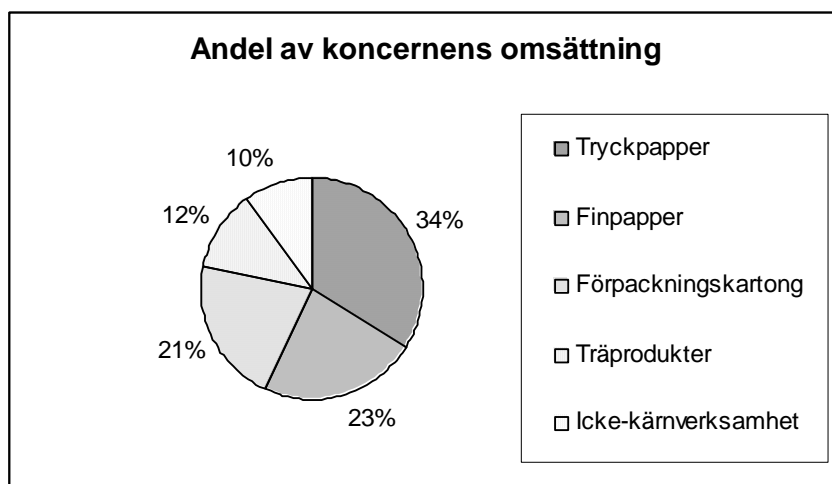
Huvuddelen av produktionen säljs till andra företag genom en världsomspännande marknads- och försäljningsorganisation. Kunderna utgörs av diverse förlag, tryckerier och grossister, samt förpackningstillverkare och snickeri- och byggföretag i hela världen. Koncernen har produktion i Europa, Nordamerika och Asien. Dessa marknader utgör Stora Ensos huvudmarknader.

Koncernen har ca 45 000 anställda i mer än 40 länder i fem världsdelar. Stora Ensos aktier är noterade i Helsingfors, Stockholm och New York.

Företaget eftersträvar en ekologisk, social och ekonomiskt hållbar produktion och har en väl utvecklad policy för miljöarbete och omvärldshänsyn.⁹³ Exempelvis är Stora Enso den enda skogsindustrikoncern som tagits upp i Dow Jones Sustainability Index sedan introduktionen 1999.⁹⁴

6.3 Produktområden⁹⁵

Stora Enso är en integrerad skogsindustrikoncern med en produktion uppdelad på fyra produktområden: tryckpapper, finpapper, förpackningskartong och träprodukter.



Figur 9. Från "Stora Ensos årsredovisning 2004", egen bearbetning.

Tryckpapper utgör 34 % av koncernens omsättning och består av superkalendrerat (SC), obestruket maskinglättat (MF), maskinglättat bestruket (MFC) och bestruket (LWC, MWC, HWC) journalpapper, tapetpapper, tidningspapper (standard och specialkvaliteter) katalog- och bokpapper.

Dessa produkter används till tidskrifter, reklamtryck, kataloger, direktreklam, tidningar och böcker.

Stora Enso är världens näst största tillverkare av *journalpapper*, med en marknadsandel globalt på 17 % (20 % i Europa, 18 % i Nordamerika, 3 % i Asien

⁹³ Stora Enso: Wood and fibre – Renewable and recyclable; Sustainability – The key to long-term profitability.

⁹⁴ Stora Ensos årsredovisning 2004.

⁹⁵ Ibid.



och 10 % i Latinamerika). Europa står för 56 % av omsättningen och Nordamerika för 39 % av densamma. Den årliga produktionskapaciteten är 4,6 miljoner ton.

Koncernen är världens tredje största tillverkare av *tidningspapper* i standard- och specialkvaliteter, med en marknadsandel globalt på 8 % (22 % i Europa, 1 % i Nordamerika, 4 % i Asien och 1 % i Latinamerika). Europa står för 76 %, Asien för 8 % och Nordamerika för 6 % av omsättningen. Årlig produktionskapacitet uppgår till 3,5 miljoner ton.

Finpapper utgör 23 % av koncernens totala omsättning och består av bestruket finpapper (grafiskt papper), obestruket finpapper (kontorspapper) och specialpapper (tekniska papper, etikettpapper och papper för flexibla förpackningar).

Dessa används för dokumenttryck, kommersiellt tryck, kvalitetsböcker, etiketter, beställtryck (print-on-demand) samt i produkter för skydds-, transport- och identifikationsändamål. Den årliga produktionskapaciteten för finpapper är 4,6 miljoner ton.

Stora Enso är världens näst största tillverkare av *grafiskt papper*, med en marknadsandel globalt på 9 % (13 % i Europa, 14 % i Nordamerika, 4 % i Asien och 16 % i Latinamerika). Europa står för 40 % av omsättningen och Nordamerika för 35 %.

Koncernen är världens femte största tillverkare av *kontorspapper*, med en marknadsandel globalt på 4 % (14 % i Europa, 1 % i Nordamerika, 1 % i Asien och 1 % i Latinamerika). Europa står för 82 % och Asien för 6 % av omsättningen.

Skogsindustrikoncernen Stora Enso är världens största tillverkare av *specialpapper*. Huvudmarknaderna är Nordamerika (61 % av omsättningen) och Europa (29 % av omsättningen).

Förpackningskartong står för 21 % av koncernens totala omsättning och omfattar vätskekartong, bågarkartong (cupstock), cartonboard, containerboard (wellråvara), wellpappförpackningar, hylskartong, hylsor, laminatpapper, papperssäckar och kraftpapper.

Stora Enso är en av världens största tillverkare av *konsumentförpackningskartong*. Huvudmarknaderna är Europa (82 % av omsättningen), Asien (13 % av omsättningen) och Nordamerika (2 % av omsättningen). Den årliga produktionskapaciteten uppgår till 3,6 miljoner ton förpackningskartong och – papper, 930 miljoner m² wellpappförpackningar och 215 000 ton hylsor.

Träprodukter utgör 12 % av Stora Ensos totala omsättning och består av sågade och vidareförädlade träprodukter för byggnads- och snickeriindustrin samt trävaruhandeln.

Koncernen är världens tredje största tillverkare av *sågade barrträprodukter*. Huvudmarknaderna är Europa (58 % av omsättningen), Asien (25 % av omsättningen), Nordafrika och Mellanöstern (8 % av omsättningen) samt Nordamerika (9 % av omsättningen). Den årliga produktionskapaciteten uppgår till 7,7 miljoner m³ sågade träprodukter, varav 3,2 m³ vidareförädlade produkter.



6.4 Transport- och logistiksystem⁹⁶

År 2004 inleddes fas 1 av 3 i skapandet av NETSS, North European Transport Supply System, som är det nya system Stora Enso Transport and Distribution nu skapar för att säkra den fortsatta utvecklingen av transport- och distributionstjänster i Europa. Det befintliga transportsystemet BasePort byggs om till att omfatta ett samverkande system mellan de svenska och finska pappersbruken med ett gemensamt nät av distributionskanaler nära kunderna i Storbritannien och i norra och kontinental Europa. Därmed ökar flexibiliteten samt hastigheten på genomströmningen av gods så att leveranstiderna kan anpassas till mottagarnas krav.

Ett avancerat informationssystem ger dessutom användaren möjlighet att övervaka varje enskild lastenhet SECU (Stora Enso Cargo Unit) och enskild pappersrulle eller pall på väg från bruket till den lokala distributionscentralen (LDC). Genom detta övervakningssystem minimeras förseningar och möjligheter ges att styra trafiken i systemet, vilket väntas leda till minskade lagerhållningsbehov. På så sätt kan Stora Enso arbeta aktivt i förebyggande syfte istället för att, som tidigare, hantera störningar när de inträffar.

NETSS omfattar kapacitetsökning och omläggning av trafik på såväl järnväg som till sjöss. Nyare fartyg, vilka kan lastas i två plan på mindre än sex timmar, kommer att korta hamnliggstider och, trots lägre genomsnittshastighet⁹⁷, effektivisera transportprocessen. Göteborgs hamn liksom hamnar i norra Finland kommer att byggas ut och nya linjer kommer att dras mellan södra Finland – Göteborg samt norra Finland – kontinenten med navet i Göteborg. Kapaciteten på järnvägarna kommer att öka med 80 % och de totala transportkostnaderna beräknas minska med 15 %.

Införandet av NETSS ligger helt rätt i tiden enligt Stig Wiklund, som hänvisar till ett antal *trender på makronivå*:

- kvalitetskraven hos kunderna blir högre
- trafiksituationen i Europa kommer att förvärras⁹⁸
- oljepriserna ökar troligtvis
- infrastruktur och miljötaxering kommer att sprida sig i Europa
- säkerhetsaspekter

⁹⁶ Seminarium på Handelshögskolan i Göteborg med Stig Wiklund, logistikdirektör och projektledare på Stora Enso, , 050413 samt en broschyr från Stora Enso Transport and Distribution.

⁹⁷ Detta i syfte att minska utsläppen i miljön.

⁹⁸ Som ett exempel på detta nämner Stig Wiklund trängselproblematiken i öst och restriktionerna i Tyskland som innebär att järnvägsspåren, på grund av ljud för kringboende, endast får nyttjas på bestämda tider under dygnet.



6.5 Ägarstruktur⁹⁹

Finska staten har haft det i särklass största röstvärdet i koncernen under den tidsperiod vi valt att utgå ifrån, 1995-2004. Detta genom att inneha en klar aktiemajoritet i Enso Oy 1995 på 44,8 % av aktierna och 66,6 % av rösterna, och att efter sammanslagningen 1998 fram till årsskiftet 2004/2005 behålla sin ledande position med en ägarandel på från 18,1 till 11,6 % av aktierna och 21,6 till 24,4 % av rösterna.

Mycket har hänt i ägarstrukturen sedan sammanslagningen, men finska staten har toppat samtliga listor över Stora Ensos ägarförhållanden. Investor AB, som var och fortfarande är Sveriges största investmentbolag och ledande ägare i ett antal av Sveriges största och mest internationella börsbolag¹⁰⁰, var vid tiden före sammanslagningen STORAs största aktieägare och åren närmast efter sammanslagningen Stora Ensos näst största aktieägare. Noteras kan att Investor AB sålde sina aktier i Stora Enso redan 2001 till Wallenbergs stiftelser på grund av en omfokusering¹⁰¹, vilket de efter sammanslagningen hade rätt till att göra.¹⁰² Det intressanta här är att de båda stiftelserna Knut och Alice Wallenbergs Stiftelse (KAW) och Marianne och Marcus Wallenbergs Stiftelse (MMW) år 2001 var Investors största enskilda ägare, vilket innebär att de sålde aktierna till sig själva.¹⁰³

Finländska och svenska institutioner samt finska staten var den 31 december 2004 de största aktieägarna i Stora Enso med 15,1 %, 13,4 % respektive 11,6 % av aktierna och 22,0 %, 30,1 % respektive 24,4 % av rösterna, medan svenska privatpersoner utgjorde den största andelen (57,1 %) av det totala antalet aktieägare. Sex år tidigare svarade svenska privatpersoner för endast 5,8 % av antalet aktieägare. Anmärkningsvärt är att banker och försäkringsbolag har varit med bland de största ägarna under hela perioden.

⁹⁹ Se bilaga 1

¹⁰⁰ http://epi.bolagsfakta.se/borsbolag/default_12072.aspx 2005-05-04

¹⁰¹ Hallén M, Mattsson A, *Effects of mergers on shareholder value – a study of AstraZeneca and Stora Enso* (2002).

¹⁰² Prospekt *Offer by Enso Oyj to the shareholders in Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolag (publ) and listing particulars* (1998).

¹⁰³ <http://di.se/Nyheter/?O=Index&page=%2fAvdelningar%2fpressreleaseShow.aspx%3fpressSeqNo%3d5111%26pressCp%3d2> 2005-05-06



7 Omvärldsanalys

7.1 Konjunktur

Skogsindustrier i allmänhet är särskilt känsliga för konjunktursvängningar, likaså gäller för Stora Enso. Obalansen mellan utbud och efterfrågan påverkar konkurrensen och skapar fluktuationer i både pris och volym. Den ekonomiska tillväxten i respektive land bestämmer hur stor efterfrågan kommer att vara. Om det ekonomiska läget är lågt blir även efterfrågan i regel låg vilket i sin tur resulterar i att priserna sjunker. Detta ger indikationer på att företagen borde investera under lågkonjunktur, dels för att priserna är lägre men även för att ha tillräcklig kapacitet under högkonjturen då stor produktionskapacitet krävs.

Stora Enso har själva gjort en uträkning som visar hur resultatet skulle påverkas om pris- eller volymförändringar på +/- 10 % inom koncernens olika segment skulle inträffa. Resultatet blev för 2004 att en 10 % förändring i priser får en mer än dubbelt så stor effekt på rörelseresultatet än en lika stor förändring i volym, se nedanstående tabell.

Rörelseresultat: påverkan av +/- 10 % förändring

MEUR	Pris	Volym
Tryckpapper	410	160
Finpapper	320	120
Förpackningskartong	260	110
Träprodukter	140	30

Tabell 2. Från "Stora Ensos årsredovisning 2004".

Även valutakursförändringar kan få betydliga effekter på koncernens resultat. Nedanstående tabell visar en känslighetsanalys som Stora Enso gjort för år 2004 för att åskådliggöra vilka effekter en förändring på +/- 10 % i värdet på euron jämfört med USD, SEK och GBP får.

Rörelseresultat: valutaeffekt +/- 10 %

MEUR	
USD	130
SEK	100
GBP	75

Tabell 3. Från "Stora Ensos årsredovisning 2004".

Denna analys tar dock ingen hänsyn till vad som händer med konkurrenskraften då olika valutor ökar eller minskar i värde. Om till exempel den amerikanska dollarn förstärks ökar efterfrågan på utomamerikanska produkter, vilket då är en fördel för Stora Enso. Å andra sidan är förstärkningen av USD till nackdel för Stora Enso om de har lån i den valutan eftersom lånen då ökar i värde i förhållande till den egna valutan.



Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och Finland är avgörande för Stora Ensos framtid eftersom nästan 75 % av koncernens kapacitet på massa- och pappersindustrin finns i dessa länder.¹⁰⁴

För att minska riskerna vid affärer i annan valuta handlar koncernen allt i det landets valuta där det agerar, vilket betyder att om ett dotterbolag till Stora Enso har sin verksamhet i Tyskland sköter bolaget allt i den tyska valutan, inklusive lån och dylikt.¹⁰⁵

7.2 Politiska faktorer

Statens roll är en viktig del i Stora Ensos utveckling eftersom det är de som förser företagen med en väl fungerande infrastruktur. Enligt koncernchefen Jukka Härmälä är den långsiktiga relationen med staten särskilt viktig inom skogsbranschen och för att en hållbar utveckling skall garanteras krävs betydande investeringar både från statens och industriernas sida.¹⁰⁶

Bland annat har den statligt ägda konkurrensmyndigheten satt krav på stora bolag för att tillvarata konsumenters intressen. Exempel på det är då det stora samgåendet mellan STORA och Enso skulle genomföras. För att inte den nya koncernen skulle få monopolställning förbjöds bland annat samarbetet med norska Elopak. Dessutom övervägde EU-kommissionen att införa nolltull på importen av kartong för drycker för att Stora Enso inte skulle missbruka sin stora ställning och konkurrera ut sina konkurrenter.

Det finns indikationer på att fri konkurrens inte råder trots att liknande restriktioner som ovan finns. Exempel på det är de konkurrensärenden som diskret upplysts om i årsredovisningarna, bland annat ett tillkännagivande år 2001 av böter på 3 MFIM av högsta förvaltningsdomstolen i Finland. Domen gällde ett samarbete mellan finska skogsbolag vid virkesköp. 10 MFIM hade redan betalats efter utdömmande av finska konkurrensmyndigheten och mellanskillnaden skulle återbetalas.

Innan sammanslagningen hade den finska staten bestämt att de skulle äga en viss andel av alla aktier i Enso Oyj men denna bestämmelse lättades i juni 1995. Riksdagen beslöt att statsrådet kunde minska sitt ägande i Stora Enso men att de fortfarande skulle inneha minst en tredjedel av alla aktier i bolaget och det röstetal aktierna ger. I samband med att beslutet om fusionen togs 1998, beslöt även det finska parlamentet att upphäva bestämmelsen om den finska statens ägande. Numera finns inga krav på att finska staten skall äga en viss del av företaget.

En EU-reglering har satt krav på skogsavverkning och för att få avverka skog krävs särskilda licenser. År 2001 var de årliga skatte- och licensförlusterna uppskattade till 5 000 MUSD och förlusterna för producerande länder beräknades uppgå till 10 000 MUSD årligen. På grund av den illegala skogsavverkningen inrättade EU en reglering som förbjuder och kontrollerar den illegala verksamheten av skogsavverkning. Övriga länder utanför EU har egna statliga kontroller av avverkningen.¹⁰⁷

¹⁰⁴ Prospekt *Offer by Enso Oyj to the shareholders in Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolag (publ) and listing particulars* (1998).

¹⁰⁵ Ibid.

¹⁰⁶ http://www.storaenso.com/CDAvgn/main/0..1_-6013-13102-00.html 2005-04-27

¹⁰⁷ <http://www.svo.se/fakta/stat/> 2005-05-12



Förutom dessa krav har staten även satt en del miljökrav som företagen skall följa. Dessa krav kräver att företagen skall ta hänsyn till miljön i sin verksamhet, exempelvis hur stora utsläpp företaget får ha årligen. För att minska utsläppen och följa miljökraven krävs att företagen lägger ned en del resurser. Om företagen inte har följt kraven kan de ställas inför olika domstolar och sanktioneras för sitt felagerande.

Vad gäller tullavgifter och importkvoter spelar politiken en viktig roll. Frihandelsområden som NAFTA och EU har lett till förenklad handel med andra länder utanför sina egna landsgränser. Grunden är att länderna inom unionen skall kunna handla med varor och tjänster obehindrat, det vill säga utan tullar och andra hinder som kan stå i vägen, samtidigt som handeln med andra länder utanför unionen regleras gemensamt.¹⁰⁸

I NYTT nr 1 2005¹⁰⁹ kunde man läsa om nya vägskatter i Sverige som föreslås av Vägtrafikskatteutredningen. Förslaget innebär ökade rörliga skatter i form av en ny kilometerskatt på + 3,67 kr/km och en dieselskatt på + 2,22 kr/liter. Om förslaget går igenom innebär det att kostnader för virkestransporter ökar med 1 200 miljoner SEK medan transportererna av papper, massa och sågade trävaror ökar med cirka 500 miljoner SEK. Detta skulle innebära en kostnadsökning på cirka 30 % för skogstransportererna och cirka 40 % för transportererna från sågverken och pappers- och massaindustrin. Utvecklingen i Europa går mot högre miljökrav och därmed ökar sannolikheten för att miljöavgifterna kommer att stiga i framtiden. Troligtvis är det de tunga transportererna som blir drabbade av detta.

7.3 Prissättning

Globalt fungerar prissättning på ungefär samma sätt som för grundämnet guld. Det finns alltså ett världsmarknadspris på till exempel pappersmassa, som sätts på en råvarubörs. Enligt Stora Enso's informationsdirektör Helene Öjert råder det fri konkurrens inom branschen eftersom Stora Enso har minst 10 stora konkurrenter, och därtill tillkommer dessutom ett stort antal utländska producenter.¹¹⁰

Det förekommer inom det svenska skogsbruket olika avverkningsformer och leveranssätt för det avverkade virket, som kan komma från egen skog, rotposter¹¹¹, som leveransvirke, leveransrotköp eller avverkningsuppdrag. Inom de olika alternativen kan prissättningen variera på olika sätt samt påverkas av en mängd olika faktorer.

Det är tillgång och efterfrågan som sätter pris på skogsprodukter, men det råder stora prisskillnader inom Sverige på främst massaved.¹¹²

I artikeln ”Råvarukostnader och virkesintäkter i Sverige och Finland 1992-1996”¹¹³ gjordes en jämförelse av både priser och skogsindustrin i stort i Sverige och Finland. Där kan man läsa att de inhemska prisrörelserna följt varandra relativt väl under tidsperioden och att den nationella och internationella virkeshandeln i det avseendet fungerat. Dock förekommer en del skillnader i de båda ländernas geografiska förutsättningar. I Finland finns inte sådana

¹⁰⁸ http://www.eu-upplysningen.se/templates/EUU/standardTemplate_1638.aspx 2005-05-12

¹⁰⁹ http://www.skogforsk.se/templates/sf_Product_15511.aspx?sm=1&cpi=2169&ci=46 2005-05-11

¹¹⁰ Telefonintervju med Helene Öjert, informationsdirektör på Stora Enso, 2005-05-12.

¹¹¹ En rotpost kan definieras som en samling stående träd som är märkta, klavade och volymsberäknade inom ett avgränsat område <http://www.rotpost.com/aktuellt.asp?action=show&newsid=17> 2005-05-11

¹¹² http://www.skogssallskapet.se/www2005/skogsvarden/2004_2/sv11.php 2005-05-10

¹¹³ http://www.skogforsk.se/templates/sf_NewsPage_2947.aspx 2005-05-11



höjdlägen som påverkar tillväxt och transport negativt så som de gör i norra Sverige. Däremot har södra Sverige mycket produktiva skogstyper som Finland saknar.

I artikeln står även skrivet att: *Återkommande fusioner har givit ett fåtal aktörer en så dominerande ställning att konkurrensförhållandena på marknaden ifrågasatts i både Sverige och Finland.*

7.4 Konkurrenter

Konkurrenter har en stor påverkan på företagens ageranden. Det är på grund av dessa som företagen tvingas utvecklas och bli mer effektiva. Liksom konkurrenterna kämpar företagen för att ta större marknadsdelar och bli det ledande företaget.

År 2004 var Stora Enso världens största tillverkare av papper och kartong. De största konkurrenterna inom detta produktområde var International Paper, UPM, Oji Corporate, Georgia-Pacific och Weyerhaeuser. De europeiskt största konkurrenterna var det svenska SCA och det finska UPM Kymmene. Inom produktområdet Sågade träprodukter var Stora Enso den tredje största tillverkaren i världen. Den ledande var Weyerhaeuser, följt av Canfor. Den fjärde största producenten av sågade trävaror 2004 var West Fraser Timber följt av International Paper på femte plats.

SCA är ett internationellt pappersföretag som inriktat sig mer på att producera absorberande hygienprodukter, förpackningslösningar och tryckpapper. Nettoomsättningen för 2004 uppgick till 90 000 MSEK det vill säga 9 864 MEUR. I början av året hade företaget cirka 50 000 anställda i 50 olika länder.¹¹⁴ UPM Kymmene finns i 16 olika länder och är en av världens ledande pappersproducenter. UPM Kymmene har fokuserat sin verksamhet på tidningspapper, tryckpapper och finpapper. Den nuvarande koncernen har bildats av ett hundratal skogsföretag som gått samman sedan 1870-talet, då de första sågverken och pappersfabrikerna togs i bruk. Koncernen hade under 2004 cirka 33 400 anställda och en årsomsättning på ungefär 10 000 MEUR.¹¹⁵ Ägarmajoriteten i koncernen består i huvudsak av utländska ägare till skillnad mot Stora Enso där finska staten äger majoriteten av bolaget. Noteras kan göras att finska staten inte direkt har några andelar i UPM Kymmene.¹¹⁶

Ledningen hos Stora Enso tror att konkurrensen kommer att hårdna och för att klara av den krävs att koncernen kan möta kundernas önskemål, vara snabba på att anamma teknologiska framsteg samt att utveckla effektiva och konkurrenståliga relationer med kunder och leverantörer.¹¹⁷

7.5 Kunder

Stora Ensos kunder är i huvudsak större och mindre förlag, tryckerier och grossister samt förpackningstillverkare och snickeri- och byggföretag i hela världen.

Under den senaste tiden har Stora Ensos kunder blivit alltmer medvetna om produkternas kvalitet. Stig Wiklund, som är logistikdirektör och projektledare på Stora Enso Transport och

¹¹⁴ <http://www.sca.com/> 2005-05-04

¹¹⁵ [http://w3.upm-kymmene.com/upm/internet/cms/upmcmsfi.nsf/\\$all/C72CD61380E5B556C2256E370047BFD8?OpenDocument&qm=menu.5.1.0&smtitle=UPM%20yleisesittely](http://w3.upm-kymmene.com/upm/internet/cms/upmcmsfi.nsf/$all/C72CD61380E5B556C2256E370047BFD8?OpenDocument&qm=menu.5.1.0&smtitle=UPM%20yleisesittely) 2005-05-06

¹¹⁶ UPM Kymmenes årsredovisning 2003.

¹¹⁷ Prospekt *Offer by Enso Oyj to the shareholders in Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolag (publ) and listing particulars* (1998).



Distribution AB, berättar om dagens kunder som ställer allt högre krav men som inte längre är beredda att betala lika mycket som tidigare. Kunderna har helt enkelt blivit mer prismedvetna. Detta har lett till att Stora Enso varit tvungna till att effektivisera sin verksamhet för att kunna erbjuda kunderna det de vill ha till ett bra pris, det är trots allt de som i slutändan bestämmer vad Stora Enso skall producera och till vilket pris.¹¹⁸

Förutom att produkterna skall hålla en utmärkt kvalitet har kunderna ofta särskilda önskemål om produkternas egenskaper och att de skall levereras just-in-time. För att kunna tillgodose kunderna med dessa specialegenskaper krävs ett nära samarbete med kunderna.¹¹⁹ Därmed har företaget etablerat flera globala marknads- och försäljningsorganisationer för att finnas på kundernas lokala marknader. Utöver detta erbjuds kunderna även tjänster som stödjer deras produktutveckling och förbättrar deras värdeskapande. Ett sätt att komma närmare kunden i värdekedjan är att utveckla nya förpackningssystem tillsammans med kunden. Ett av de senaste exemplen är bland annat det nära samarbetet med ett läkemedelsföretag där en ny återförslutbar förpackning utvecklades. Genom samarbetet kan koncernen genomföra fortlöpande förbättringar, vilket är en nödvändighet för Stora Ensos egen framgång.

¹¹⁸ Seminarium om NETSS med Stig Wiklund 2005-04-13.

¹¹⁹ http://search.storaenso.com/2002/default.asp?openpage=group/customer_and_investor_foc.asp 2005-06-06

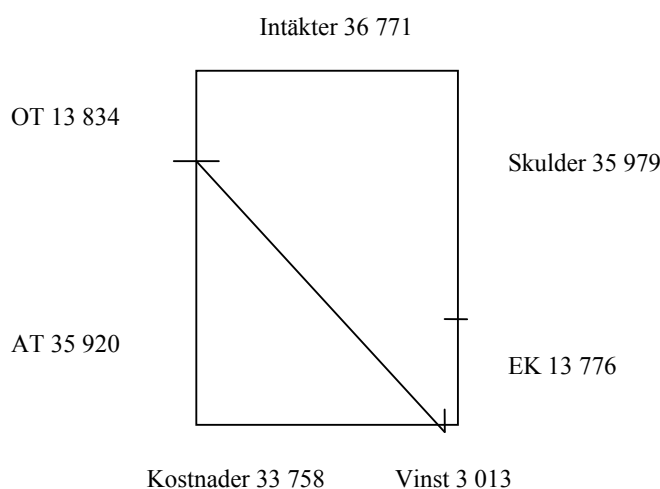


8 Företagsanalys

8.1 Analys baserad på fyrkantsmodell

Alla siffror i fyrkantsmodellen är omräknade till SEK efter en genomsnittlig valutakurs för respektive år. Dessa är hämtade från *fxtop valutaomräknarens* hemsida, se hänvisning för varje år. Nyckeltalen är egenhändigt uträknade efter årsredovisningarnas siffror för att talen skall vara enhetliga och jämförbara. Vi är dock medvetna om att de egenhändigt uträknade nyckeltalen gäller just för bokslutsdagens värden i balansräkningen, vilka är momentana. Siffrorna anger miljoner SEK och 1 centimeter i fyrkantsmodellen motsvarar 10 miljarder SEK. För att enklare få en överblick över fyrkanternas storleksmässiga utveckling, hänvisar vi till bilaga 2. All information som återfinns i denna fyrkantsanalys bygger på fakta från Stora Ensos respektive års årsredovisning.

Enso 1995¹²⁰



Figur 10. Från ”Enso-Gutzeits årsredovisning 1995”, egen bearbetning.

Enso-Gutzeits resultat för detta år var det bästa på många tiotals år. Skälet till det var förutom det goda marknadsläget även att samtliga enheter, i början av 1990-talet inledda programmen för effektivisering av verksamheten, fungerade i full utsträckning. Till detta hade Enso lyckats genomföra investeringar och företagsköp som överensstämde med strategin. Omsättningen steg med 18,9 % jämfört med föregående år. Resultatet per aktie har gått upp stadigt sedan 1991 och årets resultat var det högsta på länge. Ytterligare en förklaring till varför omsättningen ökade så kraftigt var att det var första året som Sachsen Papier Eilenburg GmbH var i drift under hela året.

Skogsindustrin hade stora förväntningar inför år 1995 men dessa ändrades då konjunkturen vände nedåt. Kunderna började tömma sina lager och priset på bland annat cellulosa började

¹²⁰<http://fxtop.com/en/historates.php?C1=FIM&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1995&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=1995&btnOK=Go%21> 2005-04-19



sjunka. Cellulosa används vid tillverkning av finpapper. Samtidigt med konjunkturedgången avtog även den ekonomiska tillväxten i Mellaneuropa och prognoserna för 1996 fick justeras ned.

Den 2 januari köpte Andelslaget Metsäliitto Ensos 40 %:iga andel i Tavastimber Oy Ltd. Den 1 juni grundade Enso-Gutzeit Oy och Veitsiluoto Oy i Schweiz det 50/50-ägda Nordic Fibres AG. Detta bolag sköter försäljningen av moderbolagets marknadscellulosa på den globala marknaden. Enso-Gutzeit köpte resterande 61 % av det franska bolaget Copap och därmed ägde Enso-Gutzeit nu hela Copap. Efter köpet ändrades Copap namn till Enso (France) S.A. Den 1 november förvärvade Enso (UK) Ltd. hela aktiestocken i arkskärningsanläggningen Lumipaper Ltd. i England av Veitsiluoto Oy. Det helägda dotterbolaget Nordic Forest Development Holdings (NFDH) Pte. Ltd. inledde sin verksamhet i Singapore den 1 januari. NFDH deltar i joint venture-baserad besöksverksamhet i Indonesien.

Under året fattades beslut om att Enso-Gutzeit Oy och Veitsiluoto Oy skall fusioneras den 1 maj år 1996. Denna fusion skulle, enligt Ensos VD Jukka Härmälä, underlättas av att bolagen knappt hade några överlappande funktioner men som kompletterade varandra på ett utmärkt sätt.¹²¹ Därmed beräknades fusionen leda till stora synergifördelar. Det beslöts även att en 360 000 tons finpappersmaskin skulle byggas i Uleåborg. Byggarbetena hade redan påbörjats men beräknades inte bli klara förrän 1997. Den totala kostnaden för projektet beräknades uppgå till cirka 4,5 miljarder SEK.

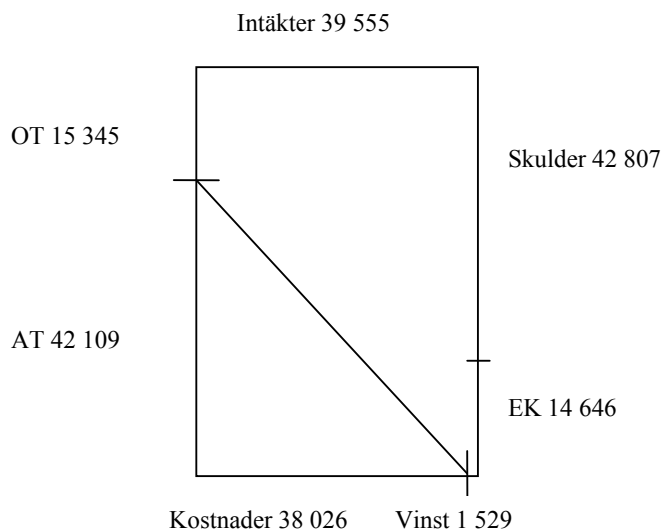
Enso var självförsörjande vad gäller cellulosa men när det gäller virke köptes 97 % externt. Endast 3 % av den totala anskaffningen avverkades i egna skogar. Den egna elförsörjningen i Finland uppgick till 90 %, resterande köptes in av bland annat Imatran Voima Oy och Vattenfall AB.¹²²

¹²¹ Enso-Gutzeits årsredovisning 1995.

¹²² Ibid.



Enso 1996¹²³



Figur 11. Från "Ensos årsredovisning 1996", egen bearbetning.

Jämfört med proformasiffrorna för 1995 minskade omsättningen med 8,4%.¹²⁴ Effektiviteten minskade avsevärt och resultatet per aktie mer än halverades. De motgångar som företaget stod inför redan under år 1995 fortsatte 1996. Priset på cellulosan halverades under det första halvåret. Men efterfrågan på bestrukna finpapper steg efter att kundernas lageranpassning slutförts och priserna kunde höjas igen.

I mars upptogs en bankkredit på 1 240 USD för att använda till förnyad finansiering av förfallande krediter och Enso Oys finansieringsreserv.

Den 1 maj fusionerades Enso-Gutzeit Oy och Veitsiluoto Oy och tillsammans bildade de det nya Enso Oy. I samband med fusionen gick alla Veitsiluotos tillgångar över till Enso och balansslutningen ökade. De synergifördelar fusionen förde med sig stärkte Ensos resultat. Dessa besparingar uppgick till 592 MSEK. Under året såldes även Forchem Oy och Enso Paperikemia Oy, som var enheter inom skogskemin, för cirka 1 500 MSEK. Tack vare denna affär gjorde Enso en försäljningsvinst på över 890 MSEK och investeringen i pappersmaskinen i Uleåborg kunde genomföras enligt planerna.

Den 1 juli sålde Enso Oy sin andel på 35 % i Wisapak Oy till konkurrenten UPM-Kymmene Oy och köpte istället 18 % av Corenso United Oy Ltd samt 26 % av Keyräskuitu Oy. Efter dessa inköp ägde Enso Oy 71 % i Corenso och 57 % i Keyräskuitu. Under året bildades även försäljningsbolag i Warszawa, Abu Dhabi och Miami.

¹²³<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=FIM&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1996&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=1996&btnOK=Go%21> 2005-04-19

¹²⁴ Proforma för Enso-Gutzeit Oy och Veitsiluoto som ett bolag.

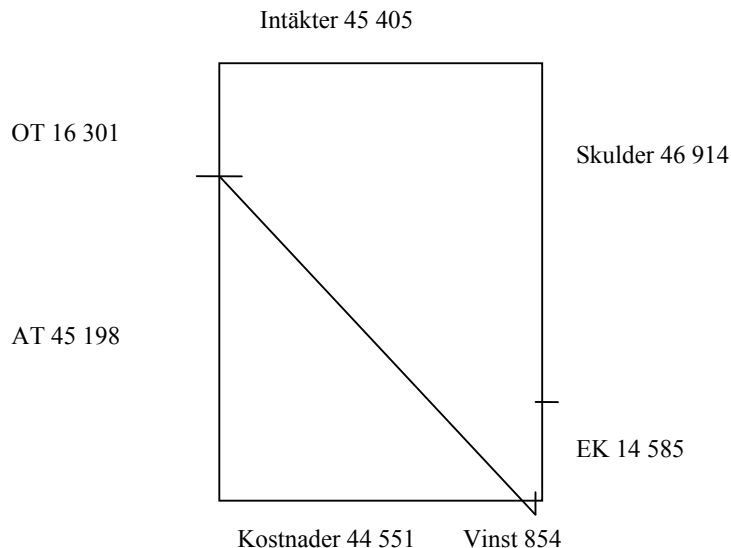


Koncernens investeringar i anläggningstillgångar för året uppgick till 4 383 MSEK. De största investeringarna skedde i finpappersmaskinen i Uleåborg, i förnyandet av Kemijärvi cellulosafabriks fiberlinje (414 MSEK), i kvalitetsförbättringen på pappersmaskin 5 i Veitsiluoto (250 MSEK) samt i anläggningen för kemiraffinörmassa och plastbetrykningslinjen Imatra. Förutom dessa investeringar blev en wellpappfabrik i Lettland klar i september. För att bolaget själva skulle äga mer skog köptes 19 962 hektar skogsmark.

Resultatet blev ändå positivt trots att marknadsläget var svårt. Vad som bör beaktas är den extraordinära posten på 256 MSEK som är hänförlig till vinsten vid försäljningen av aktierna i Forchem Oy.

Ensos självförsörjningsgrad av el steg med en procentenhet till 91 %.

Enso 1997¹²⁵



Figur 12. Från "Enso Groups årsredovisning 1997", egen bearbetning.

Detta år förbättrades marknadsförutsättningarna för Enso Oy och omsättningen steg med 14 % från föregående år. Ökningen berodde främst på volymökningen medan priserna var närmast oförändrade. Efterfrågan var stark på produkterna, valutorna utvecklades gynnsamt och synergifördelarna för fusionen mellan Enso och Veitsiluoto var större än förväntat. Leveransvolymerna ökade med 17 % från året innan och de i relation till den finska marknaden med 5 % stärkta valutorna bidrog till att omsättningen ökade med 1 180 MSEK.

Den 1 januari trädde fusionen mellan Veitsiluoto Publications Papers Oy och Enso Publications Papers Oy Ltd. i kraft. I februari såldes Enso Paperikemia Oy som ingick i resultatgruppen Skogskemi.

¹²⁵<http://fxtop.com/en/historates.php?C1=FIM&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1997&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=1997&btnOK=Go%21> 2005-04-19



Den mest betydande ändringen i koncernens struktur inträffade i april då Enso Oy förvärvade aktiemajoriteten i tyska E. Holtzmann & Cie. AG, som tillverkar trähaltiga träpapper. Kapaciteten för trähaltiga tryckpapper ökade med en tredjedel och produktsortimentet kompletterades med SC-kvaliteter.¹²⁶

Koncernens investeringar för året uppgick till 6 175 MSEK varav 2 820 MSEK utgjorde företagsköp. De största objekten var bland annat köpet av 50,4 % av E. Holtzmann & Cie. AG för 2 681 MSEK, produktionslinjen i Uleåborg och byggandet av wellpappfabriken i Ryssland. För att finansiera förvärvet av aktierna i Holtzmann samt för omläggningen av den långfristiga finansieringen upptog Enso ett banklån på 1 500 DEM.

Nu steg den egna självförsörjningsgraden av el till 95 % i Finland, men efter att den nya energiskattelagen trädde i kraft den 1 januari steg energiskatterna med 34 % sedan föregående år.

Vid den extraordinarie bolagsstämman den 13 november fattades beslut om konvertering av Ensos aktier i A-serien till aktier i R-serien. Som en följd av denna konvertering uppgick den finska statens ägarandel nu till 46,8 % och Enso hade numera samma utgångsläge som placeringsobjekt i konkurrensen med andra skogsindustribolag. Vid samma bolagsstämma ändrades även Enso Oy namn till Enso Oyj i enlighet med den nya aktiebolagslagen.

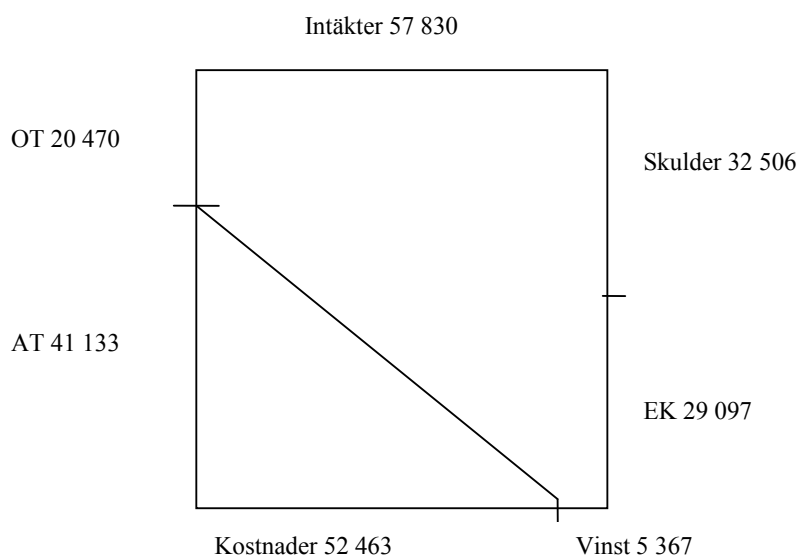
VDn Jukka Härmälä hade numera fastställt följande områden som koncernens viktigaste: papper och kartong för den grafiska förmedlingen av information, förpackningsindustri samt mekaniska träförädlingsprodukter. Målet var enligt honom att finnas bland de tre största leverantörerna inom pappers- och kartongkvaliteter i världen.¹²⁷

¹²⁶ SC = Super Calendered. Superkalanderat, det vill säga höglättat obestruket papper, tillverkat av mekanisk massa, sulfatmassa och fyllmedel (lera). Används främst i tidskrifter och reklamtryck. (Stora Ensos årsredovisning 1998).

¹²⁷ Ensos årsredovisning 1997.



STORA 1995



Figur 13. Från "STORAs årsredovisning 1995", egen bearbetning.

Resultatmässigt blev 1995 ett av STORA-koncernens bästa år någonsin, med ett resultat efter finansiella poster på 8 020 MSEK (3 217). Huvudförklaringen till detta var de förbättrade priserna för massa- och pappersprodukter, som i genomsnitt ökade med 25 % under året. Andra faktorer bakom resultatet var dels de fördröjda effekterna från 1992 då den svenska kronan devalverades och dels att de senaste årens rationaliseringar slog igenom med full kraft. Dessa faktorer tillsammans med den goda resultatutvecklingen resulterade i en starkt finansiell ställning för koncernen med en minskad skuldbörda till 10 755 MSEK (16 199) och därmed en något minskad skuldsättningsgrad på 1,1.

Situationen såg dock inte lika ljus ut om hänsyn togs till skogsindustribranschens utveckling. Skogsindex minskade med 13 % och så gjorde även STORA-aktiens börskurs. Sammantaget minskade STORAs totala leveranser under året med 4 %. Detta år kom ledningen till insikt om att STORAs snabba och omfattande expansion, som till mer än 90 % skett genom förvärv, hade lett till att antalet produktområden blivit alltför stort. Fokusering och specialisering är viktigt för att stärka den långsiktiga konkurrenskraften i en starkt globaliserad marknad.

Därför fattades viktiga strategiska beslut om framtida investeringar inom områdena grafiska papper, främst journalpapper, samt högkvalitativ kartong för förpackningsändamål. Investeringarna, avseende ny produktionskapacitet, beräknades sammanlagt kosta drygt 6 miljarder SEK och skulle innebära en geografisk breddning av försäljningen. 3,0 miljarder SEK skulle gå till en ny pappersmaskin i Nova Scotia, Kanada som beräknades tas i drift 1998 och resterande 3,2 miljarder skulle gå till en ny kartongmaskin i Skoghall som beräknades börja producera år 1997. År 1995 fattades även beslut om att investera 1,2 miljarder SEK för att förbättra produktiviteten på tryckpapperssidan samt att investera i finpappersproduktionen i Stora Nymölla och i ett nytt blekeri i Stora Skutskär respektive i Stora Skoghall.



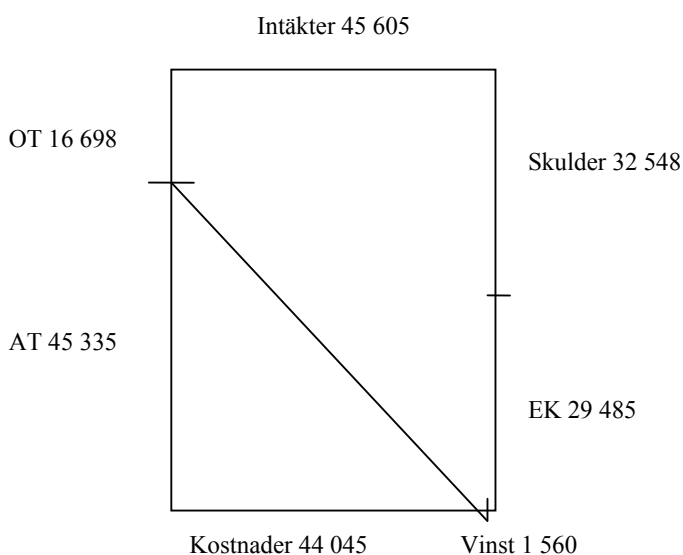
Helt i linje med styrelsens beslut angående fokusering och specialisering, avvecklades under 1995 ett antal anläggningar som bedömdes avvika från STORAs huvudsakliga verksamhetsområden. Bland dessa kan nämnas finpappersbruket Newton Falls i USA där STORA gjorde en realisationsvinst på 164 MSEK. Försäljningspriset uppgick till 435 MSEK plus en del av årets vinst i företaget. STORAs 40-procentiga andel i det tyska förpackningsföretaget Bischof+Klein såldes till sin huvudägare, den belgiska kuverttillverkaren Enveltec såldes till Bongs Fabriker AB och säcktillverkarna Pacsac och Robert Fleming avyttrades till AssiDomän. Försäljningarna ovan medförde ett realisationsresultat på totalt 306 MSEK och en nettoskuldsreduktion om 1 000 MSEK.

De totala investeringarna för året uppgick till 5 455 MSEK (3 249), varav 3 852 i Sverige och 892 i Tyskland. Avskrivningarna enligt plan var 3 648 MSEK. Under året förvärvades den tidigare minoritetsposten i Celbi, Portugal, för 555 MSEK, varvid full konsolidering skett. Tillsammans med lokala intressenter förvärvade STORA avverkningsrätter i Ryssland och där, samt i Estland, etablerades virkesfångstföretag. Allt i syfte att långsiktigt säkerställa leveranser av virke till STORAs svenska industrier.

Under februari konverterades förlagslånen 85/95 och 87/95 till aktier varvid 447 MSEK tillfördes det egna kapitalet. Härefter kvarstod inga konvertibla förlagslån i balansräkningen.

Den 13 juni genomfördes en aktiesplit innebärande att varje gammal aktie delades i fem nya. STORAs aktiekapital var den 31 december 1 608 MSEK fördelade på 321 503 725 stycken aktier á 5 SEK.

STORA 1996



Figur 14. Från "STORAs årsredovisning 1996", egen bearbetning.



Detta år kan inte karaktäriseras av annat än ett lågkonjunktur. Efterfrågan mattades betydligt i Europa och Norden. Lageravverkningar och besparingar hos kunder gjorde situationen extra besvärlig. Den svaga marknaden ledde till att genomsnittspriserna omräknat till SEK för STORAs produkter blev cirka 12 % lägre än 1995. Kapacitetsutnyttjandet försämrades till 86 % (93) och leveranserna minskade med 4 %. Sammantaget ledde detta, och utförsäljningen av det olönsamma verksamhetsområdet Stora Byggprodukter, till att STORA-koncernens fakturerade försäljning minskade med cirka 21 % till 45 161 MSEK (57 106). Resultatet påverkades även av förstärkningen av den svenska kronan samt omställnings- och inkörningsproblem som följde på det omfattande investeringsprogrammet. Trots att rörelseresultatet för 1996 försämrades för alla produktgrupper behöll koncernen sina marknadsandelar. Dock ökade STORA-aktiens börskurs endast med 20 % medan skogsindex ökade med 29 %.

Detta år togs särskilt två frågor upp som ansågs vara viktiga för STORAs framtid: den framtida elförsörjningen samt hur Sverige skulle komma att ställa sig i förhållande till EMU. Två viktiga kraftaffärer genomfördes. Med verkan från årsskiftet 96/97 genomfördes en omfinansiering av Kopparkraft, innebärande att tidigare finansärer lösts av och ersatts av en sammanslutning med betydligt färre delägare under ledning av Nordbanken. Härtill skulle STORA finansiera cirka 2 miljarder SEK. Återköpspriset för krafttillgångarna låstes till 8,4 miljarder SEK. Den andra viktiga kraftaffären bestod i att ägarandelen i Forsmark utökades med motsvarande 110 GWh.

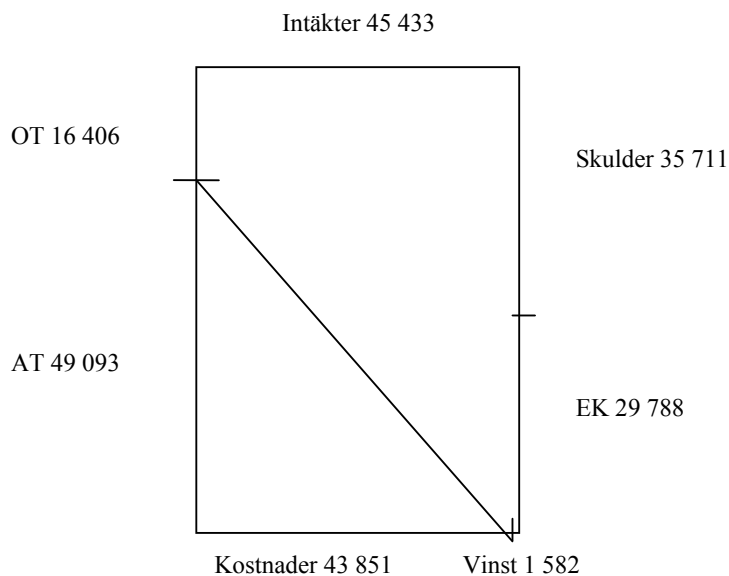
Som nämnts avyttrades detta år Stora Byggprodukter, vilket medförde att STORAs nettoskuld minskade med 905 MSEK och att en realisationsförlust gjordes på 30 MSEK. STORA avyttrade även sitt aktieinnehav i SAS Sverige AB för 231 MSEK med en realisationsvinst på 189 MSEK samt sålde 20 % av termopappers-tillverkningen i Tyska Flensburg. Genom avyttringar av ovan nämnda slag hade STORA blivit en homogen skogsindustrikoncern med en verksamhet som till nästan 100 % var koncentrerad till skogsindustriprodukter.

Detta år ställde sig STORAs dåvarande VD och koncernchef den strategiska frågan hur man skulle växa. En stor del av konsumenttillväxten förväntades ske i Asien, Latinamerika och östra Europa. Eftersom Europa var och skulle förbli STORAs huvudmarknad och eftersom tillväxten här var begränsad, såg VDn ingen annan utväg än att STORA måste växa genom förvärv, **sammanslagningar** eller byte av tillgångar.

Årets investeringar i anläggningar uppgick till 7 345 MSEK (5 455), varav 5 469 (3 852) avsåg investeringar i Sverige. För KM8-projektet, investering i ny kartongmaskin i Stora Skoghall, hade per årsskiftet nedlagts 3 059 MSEK, varav årets utbetalning utgjorde 2 007. Avseende PM2-projektet, investering i ny pappersmaskin i Stora Port Hawkesbury Kanada, uppgick bearbetningen per årsskiftet till 611 MSEK. Uppgraderingar och moderniseringar av tryckpappersenheterna respektive massaproduktionen, framför allt i Skutskär, löpte enligt plan. Avskrivningarna enligt plan uppgick till 3 488 MSEK (3 648). Den räntebärande nettolåneskulden ökades till 12 413 MSEK (10 755) men finansnettot förbättrades till -510 MSEK (-954).



STORA 1997



Figur 15. Från "STORAs årsredovisning 1997", egen bearbetning.

1997 kännetecknades av en stabil och successivt förbättrad konjunktur i Nordamerika respektive Europa, vilket resulterade i att leveransvolymerna ökade med i genomsnitt 8 %. En stark dollarkurs bidrog till att exporten från Europa ökade. Dock var genomsnittspriserna 8 % lägre trots en senare prisuppgång och nettoomsättningen uppgick till 44 464 MSEK (45 161, 57 106). Årets resultat på 1 582 MSEK (1 560, 5 367), förutom ökade leveranser och lägre genomsnittspriser, påverkades även av de omfattande ombyggnader respektive igångkörningar som följde av investerings- respektive omstruktureringsprogrammet.

Under året fortsatte avyttringarna av produktlinjer som låg utanför STORAs produktinriktning. Utförsäljningen av ett kartongbruk i Arnsberg medförde en realisationsförlust om 150 MSEK medan nettoskulden reducerades med 320 MSEK. Nedläggningarna av en pappersmaskin och en kartongmaskin i Corbehem, Frankrike, belastade årets resultat med 65 MSEK utöver det belopp som reserverades 1996. Tillverkningen av CTMP-fluffmassa¹²⁸ samt MG-kraftpapper¹²⁹ i Stora Skoghall lades ned. Beslutet om nedläggning av sulfitmassatillverkningen i Stora Port Hawkesbury, Kanada, i samband med igångkörningen av den nya pappersmaskinen belastade årets resultat med 86 MSEK. Pappersmaskinen vid bruket Stora Langebrugge, Belgien, lades ned. Årets resultat belastades därmed med 125 MSEK. De positiva effekterna av ovanstående rationaliseringar skulle komma från och med 1998 och framåt eftersom huvuddelen av nedskrivningarna och nerdragningskostnaderna burits under 1997.

¹²⁸ Chemi Thermo Mechanical Pulp, kemi-termomekanisk massa, framställd genom raffinering av kemikalieimpregnerad, förvärmad flis. Fluffmassa är en speciell sulfatmassa eller CTMP och används som absorberande material i exempelvis blöjor och dambindor (STORAs årsredovisning 1997).

¹²⁹ Ensigt glättat papper, oftast av sulfatmassa. Används till påsar, omslagspapper, bäckassar med mera (STORAs årsredovisning 1997).

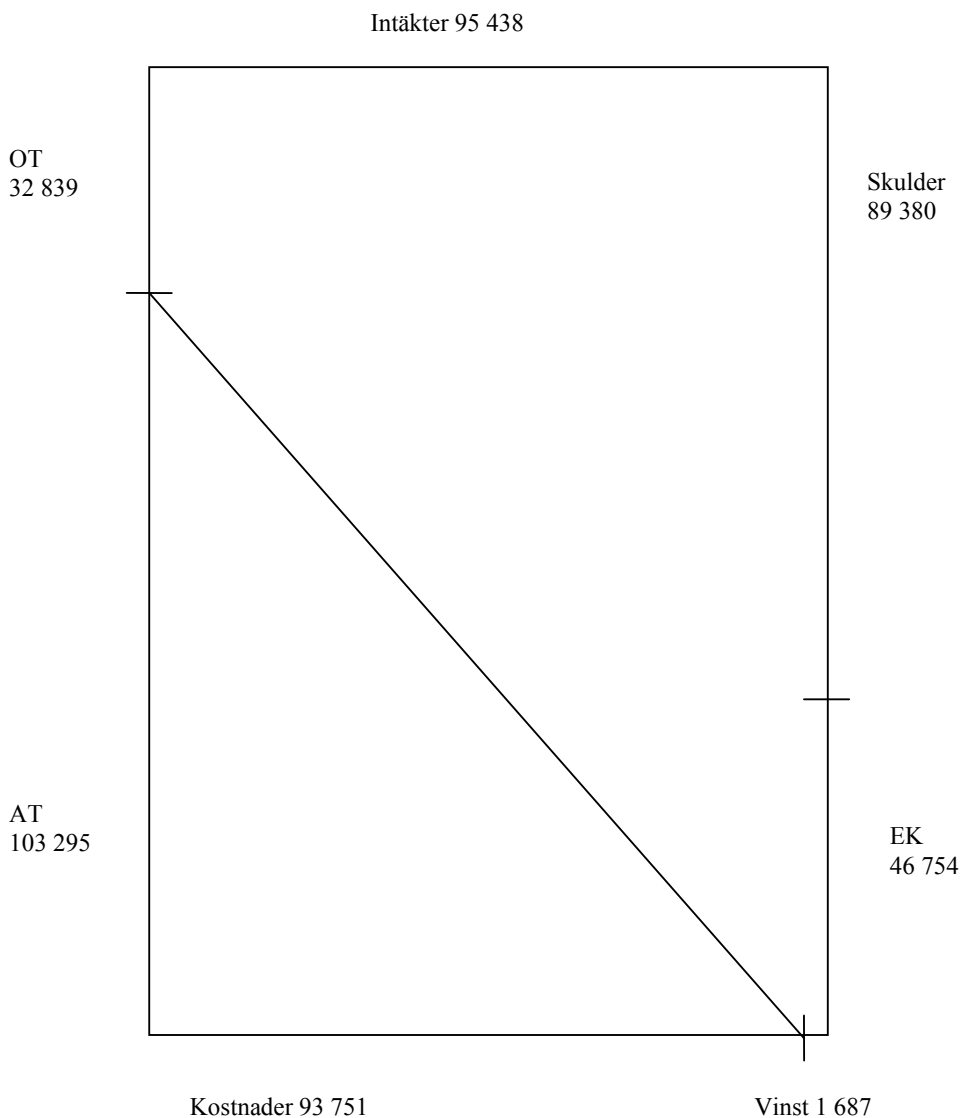


Investeringarna i den nya kartongmaskinen KM8 i Stora Skoghall avslutades. Investeringarna i uppförandet av en ny pappersmaskin PM2 i Kanada löpte enligt plan, och 1997 lades 2 175 MSEK ned i projektet. Detta år träffades även en överenskommelse mellan STORA och det brasilianska bolaget Odebrecht SA om att tillsammans bygga en massafabrik, Veracruz, i Brasilien med råvaruförsörjning från tillhörande plantager. STORAs del av investeringen uppskattades till 300 MUSD, varav 110 MUSD betalats 1997. Ett beslut träffades angående investeringar i pappersbruket Suzhou Papyrus Paper i Kina. Dessa två beslut ansågs mycket viktiga av styrelsen beträffande fortsatt utveckling på nya snabbväxande marknader. Årets totala investeringar i anläggningar uppgick till 6 367 MSEK (7 435), varav 3 178 i Sverige (5 469). STORA hade under året lagt ned cirka 1 miljard SEK på forskning och produktutveckling, liksom föregående år. Den räntebärande nettoskulden ökade under året, främst till följd av investeringarna, och var per den 31 december 15 557 MSEK (12 413).

De åtgärder som gjorts har lett till en bättre förutsättning för STORA att nå en ökad lönsamhet och en bättre värdetillväxt. Enligt STORAs dåvarande VD Lars-Åke Helgesson, som avgick efter 1997 då han fullgjort sex år på sin post, krävde en långsiktig god och stabil lönsamhet sannolikt dessutom ytterligare konsolidering av industrin. Efter föregående omstruktureringsprogram ändrades prioriteten och istället var det tillväxt som hamnade i fokus, främst genom förvärv eller **sammanslagningar**.



Stora Enso 1998¹³⁰



Figur 16. Från "Stora Ensos årsredovisning 1998", egen bearbetning.

Den 2 juni undertecknades ett avtal om samgåendet mellan Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolag (STORA) och Enso Oyj (Enso). I enlighet med villkoren som godkändes av Ensos extra bolagsstämma den 23 juli var det Ensos avsikt att förvärva samtliga aktier i STORA. Aktievärdet fördelades enligt 40/60 till STORAs fördel.¹³¹

¹³⁰ <http://fxtop.com/en/historates.php?C1=FIM&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1998&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=1998&btnOK=Go%21> 2005-04-19

¹³¹ Prospekt *Offer by Enso Oyj to the shareholders in Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolag (publ) and listing particulars* (1998).



Den totala omsättningen för STORA och Enso Oyj steg med 4,9 % sedan 1997. Ökningen berodde i huvudsak på volymökningen, men även på förbättrade priser på tidnings- och journalpapper. Dock påverkade försämrade priser på massa och sågade trävaror omsättningen negativt. Den nya anläggningen i Port Hawkesbury inverkar negativt på resultatet med 1 687 MSEK då kalandrarna¹³² medförde att den planerade kvaliteten inte uppnåddes. Även anläggningen i Skoghall hade en negativ påverkan på resultatet. Den låga orderingången på kartongprodukter ledde till att beläggningen på anläggningen blev låg. I resultatet ingick också jämförelsestörande poster på cirka 4 000 MSEK som var direkt hänförliga till sammanslagningen. Utöver dessa 4 000 MSEK fanns ytterligare jämförelsestörande poster på cirka 210 MSEK. Dessa bestod bland annat av realisationsförluster vid avyttringen av enheterna för produktion av självkopierande- och termopapper samt nedskrivning av kvarvarande sekunda kartong i Skoghall.

Efter sammanslagningen justerades det egna kapitalet upp för dolda värden i skogs- och krafttillgångar, vilka uppgick till 8 630 MSEK respektive 4 740 MSEK. Dolda värden i marknadsnoterade aktier uppgick till 775 MSEK.

Enligt beslutet vid den extra bolagsstämman erbjöds alla aktieägare i STORA att byta sina aktier mot aktier i Stora Enso. I samband med nyemissionen vid aktiebytet ökade aktiekapitalet med 6 655 MSEK. Numera ägde finska staten endast 18,1 % av bolagets aktier och i juni upphävdes bestämmelserna om att den finska staten skulle äga en tredjedel av rösterna i bolaget. Den 23 december då de nya aktierna registrerades i handelsregistret bytte Enso Oyj namn till Stora Enso. Sex dagar senare noterades aktierna på Helsingfors Börs och Stockholms Fondbörs.

Sammanslagningen mellan STORA och Enso Oyj skapade enligt koncernchefen Jukka Härmälä en unik global koncern med alla resurser som krävs för att bli framgångsrik i nästa årtusende. Fusionen skulle enligt Härmälä ge en starkare marknadsposition, en bredare bas i fråga om råvaror och energi, bättre logistik, ökad finansiell styrka och möjlighet att påverka omstruktureringsprocessen inom skogsindustrin i hela världen.¹³³ Koncernen uppskattade att de årliga synergifördelarna skulle motsvara besparingar på cirka 2 640 MSEK från och med 2002. Fördelarna skulle främst komma genom effektiviserad produktion, förbättrade inköps- och logistikfunktioner samt förbättrad marknadsföring och administration. Fusionen bidrog emellertid även till beräknade personalnedskärningar på cirka 2000 personer under perioden 1999-2002. Koncernen skulle komma att styras från två huvudkontor, ett i Helsingfors och ett i Stockholm men koncernens legala säte skulle komma att finnas i Helsingfors.

I januari förvärvade Enso ytterligare 39,5 % av aktierna i E. Holtzmann & Cie. AG och numera ingick 89,9 % av företagens aktier i Enso-koncernen. Tack vare att pappersmaskinen i Uleåborg och Holtzmann varit med hela året ökade produktionsvolymerna markant.

Den största investeringen för året var förnyandet av finpappersmaskin 2 vid Veitsiluoto fabriker. Kostnaderna för den uppgick till 416 MSEK. Kapaciteten för produktionen av kopieringspapper beräknades stiga med 70 000 ton, som enligt Stora Enso Oyj skulle säkra deras ställning som marknadsledare i Europa. Under året togs inga större lån.

¹³² Mangelliknande maskiner, speciellt för glättning av papper, foliet, tyg etc., eventuellt med ånguppvärmning av valsarna (*Nordisk Familjebok* del 1, Malmö: Corona AB, 1994).

¹³³ Stora Ensos årsredovisning 1998.



Nedan följer en sammanställning av de enheter Stora Enso-koncernen bestod av efter sammanslagningen:

Journalpapper: Tillverkningskapaciteten var 3,1 miljoner ton och därmed var Stora Enso världens näst största tillverkare av journalpapper. Detta produktområde omfattade även tapetpapper. Under 1998 var marknaden för journalpapper fördelaktig. Priserna var i genomsnitt 10 % högre än under 1997. Den nya SC-maskinen i Port Hawkesbury som hade en kapacitet på 350 000 ton togs i bruk i maj. Numera ingick hela E. Holtzmann & Cie AG i koncernen. Stora Enso Oyj köpte 9,3 % av aktierna i september då enbart 0,8 % av aktierna återstod, vilka Stora Enso Oyj köpte i oktober.

Tidningspapper: Kapaciteten att tillverka tidningspapper uppgick till 3,2 miljoner ton, vilket gjorde att Stora Enso även här var den näst största producenten. Även detta område kunde dra nytta av 1998 års marknadsutveckling eftersom både efterfrågan och priserna steg.

Finpapper: Stora Ensos kapacitet att tillverka finpapper var 3 miljoner ton. Genom ett samarbetsavtal som Stora Enso tecknat med det thailändska bolaget Advance Agro Pcl bedömdes produktsortimentet förstärkas samtidigt som koncernens ställning i Asien skulle bli större. Avtalet gav nämligen Stora Enso ensamrätt till att sälja Advance Agros massa och papper utanför Thailand. Vid slutet av året tillhörde 19,9 % av Advance Agro Pcl koncernen Stora Enso. Ytterligare ett steg i koncernens Asien-strategi togs då Stora Enso köpte 60 % av det kinesiska företaget Suzhou Papyrus Paper Co. Ltd. Koncernen hade nu etablerat säljkontor i fyra regioner i Kina.

Förpackningskartong: Tillverkningskapaciteten för kartong var 3,4 miljoner ton. Den största marknaden för Stora Ensos wellpappförsäljning var Östersjöområdet. Den faktor som påverkade tillväxten på denna marknad mest var utvecklingen i den ryska ekonomin. Wellpappråvaror och kraftpapper såldes över hela världen. Försäljningen minskade med 4 % då efterfrågan på kartong för konsumentförpackningar föll kraftigt efter sommaren samtidigt som försvagningen av USD ökade konkurrensen från amerikanska tillverkare. Konkurrensmyndigheten ställde som villkor att om samgåendet skulle godkännas måste samarbetet med det norska Elopak upphöra. Detta innebar en försäljning av Pure-Paks konverteringsenhet i Lahti i Finland. Förhandlingar om detta inleddes med Elopak under året.

Grossister: Stora Ensos produkter utgjorde cirka 45 % av papperssortimentet. Under året kännetecknades grossistverksamheten av pressade priser och marginaler eftersom de flesta marknader visat låg tillväxt.

Specialpapper: Detta produktområde omfattade termo- och självkopierande papper. Dessa tillverkades i Flensburg och Hillegossen i Tyskland. Specialpapper producerades i Tervakoski i Finland.

Sågade trävaror: Med sin kapacitet på 4,7 miljoner m³ sågade trävaror och 1 miljon m³ hyvlade produkter var koncernen den näst största producenten av sågade trävaror. 1998 visade sig vara ett besvärligt år för sågade trävaror. Lagernivåerna var höga på grund av den ökade produktionen under 1997 samtidigt som priserna sjönk.



Marknadsmassa: Vid tillverkningen av papper och kartong användes långfibernmassa där fibrernas styrka har betydelse för slutprodukten. Efter att priserna legat på en jämn nivå under våren gick priserna ned i juni i takt med den avtagande efterfrågan. Dock annonserades prishöjningar i november men dessa fick inget genomslag på grund av marknadssituationen i december. Vid räkenskapsårets slut hade Stora Enso ett projekt på gång vars syfte dels var att höja massbrukens produktivitet men även att minska de fasta kostnaderna.

Skog: Virkesbehovet för Stora Enso beräknades uppgå till 32 miljoner m³fub. Avverkningen i den egna skogen förväntades utgöra 15 % av detta medan resten skulle ske genom köp av privata skogsägare.

Energi: Tack vare den rikliga nederbörden och avregleringen av elmarknaden sjönk elpriserna i Sverige och Norge. Finlands anslutning till Nord Pool-systemet hade dock en negativ påverkan på elpriserna i Finland. Hela koncernens självförsörjning av el uppgick till cirka 90 %.

Inköp och logistik: Genom att samtliga inköp av strategiska råvaror, tjänster och investeringar samordnades på koncernnivå kunde skalfördelar utnyttjas. I volym räknat var koncernen en av Europas största transportörer. Bara de årliga ingående leveranserna av råvaror som ved, flis och kemikalier motsvarade omkring 32 miljoner ton. Transporterna skedde med järnväg, väg- och sjötransporter. Under en femårsperiod med start 1999 planerades ett nytt transportsystem införas för exporten från Sverige. Denna beräknades ge årliga kostnadsbesparingar på cirka 194 MSEK.

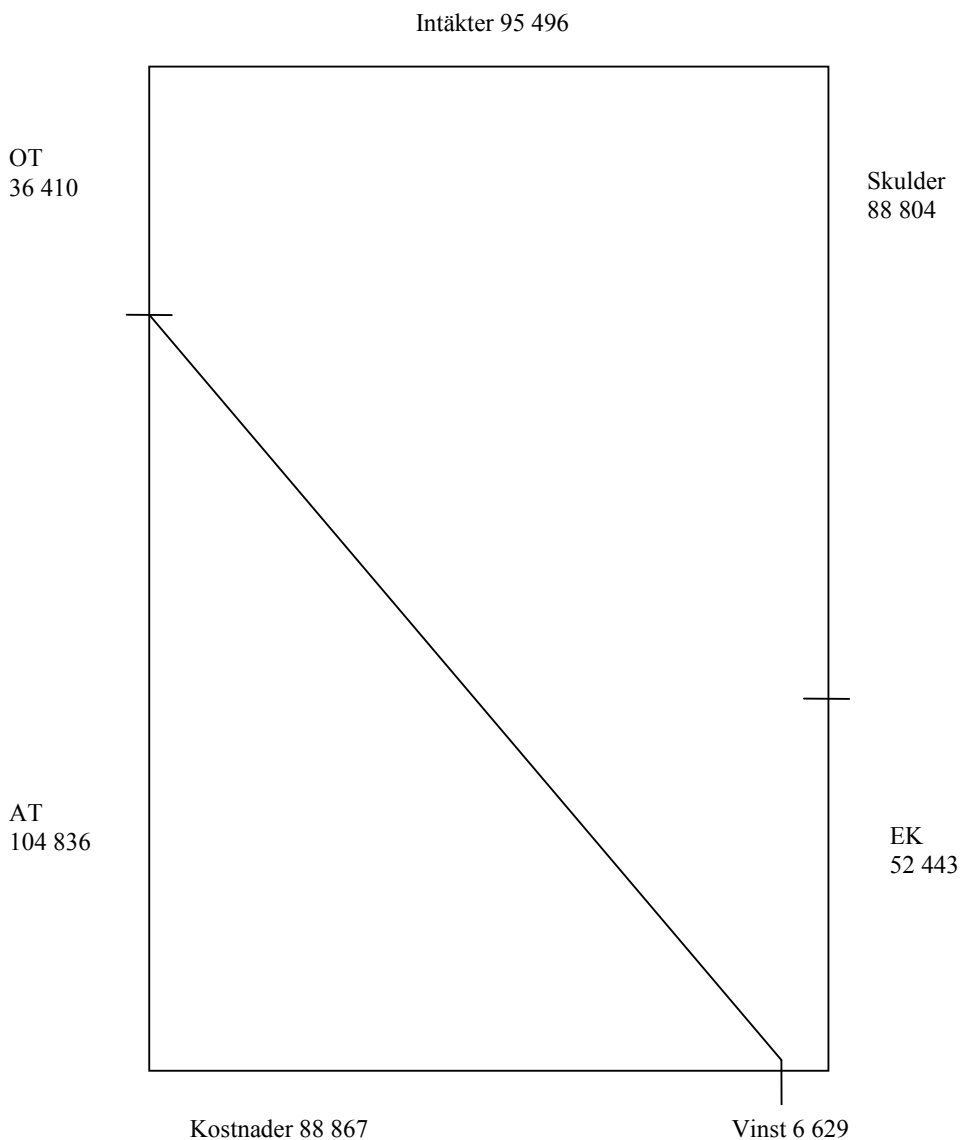
Marknads- och försäljningsorganisation: Vid bokslutet hade Stora Enso mer än 30 egna regionala försäljningsbolag med tillhörande lokalkontor och dessutom ett stort antal agenter som representerade koncernen.

Forskning och utveckling: Stora Enso hade 400 forskare och ingenjörer som ständigt arbetade för att finna lösningar i syfte att förbättra koncernens verksamhet.

Miljö: Miljöfrågor var en integrerad del av koncernens verksamhet. 1998 satsades 1 445 MSEK på miljöåtgärder. Den största investeringen gällde effektivisering av kemikalieåtervinningen men även interna förbättringsåtgärder vid Skutskärs massafabrik i form av att minska utsläppen till vatten.



Stora Enso 1999¹³⁴



Figur 17. Från "Stora Ensos årsredovisning 1999", egen bearbetning.

Från och med årsskiftet 1998/99 redovisade koncernen i EUR. Detta år bestämde Stora Enso Merchants att alla koncernens dotterbolag i Europa skulle byta namn till det gemensamma varumärket Papyrus.

Efterfrågan på papper och kartong var fortsatt stark under 1999. Året började svagt men efter april blev förbättringen klart tydlig. Priserna för finpapper, förpackningskartong och furuvaror förblev dock fortsatt låga. Omsättningsökningen i procent blev 1,4 % i förhållande till föregående år. Exklusive avyttrade verksamheter uppgick omsättningsökningen till 5,2 %.

¹³⁴<http://fxtop.com/en/historates.php?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1999&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=1999&btnOK=Go%21> 2005-04-19



Denna ökning var mestadels hänförlig till de ökade leveranserna främst från Holzindustrie Schweighofer AG samt bruken i Uleåborg och Port Hawkesbury. Enbart förvärvet av Holzindustrie Schweighofer höjde omsättningen med 3 356 MSEK.

Synergifördelarna för fusionen mellan STORA och Enso uppgick till 995 MSEK och översteg kraftigt de uppsatta målen på 440 MSEK för 1999. Dessa uppkom främst inom inköp och logistik samt genom intern benchmarking.

Under året fattades beslut om bland annat att koncernen i fortsättningen skulle fokusera på tre kärnområden; trävaror, finpapper och förpackningskartong. Tillgångar som fanns utanför denna kärnverksamhet skulle enligt Stora Ensos ordförande Claes Dahlbäck antingen avyttras eller drivas med maximalt kassaflöde och därefter läggas ned.¹³⁵

I början av året avyttrades tillgångar och verksamheten i Tervakoski Oy i Finland och pappersbruket Dalum i Danmark. Dessa två reducerade totalt koncernens omsättning med 3 303 MSEK. Koncernen sålde även sina aktier i Teollisuuden Sähkömyynti och Pohjolan Voima, vilka var två finska elbolag. Ägandet i det finska rederiet Transfennica avslutades efter att koncernen sålt sina andelar i bolaget.

I enlighet med Stora Ensos strategi om att koncentrera sig på kärnverksamheten avyttrades alla enheter inom specialpapper. Därmed hade även koncernens majoritetspost i Stora Carbonless Paper GmbH och Stora Spezialpapier sålts till de japanbaserade företagen Mitsubishi Paper Mills Ltd och Mitsubishi Corporation. Därigenom ökade Mitsubishi sin ägarandel till 76 %. Dock behöll Stora Enso kvar sin minoritetspost i de båda bolagen.

Efter konkurrensmyndighetens beslut om förbudet med samarbetet med det norska Elopak Oy såldes Pure-Pak till Elopak i juli. I december fördes aktierna i Stora Enso Timber AB till Stora Enso Timber Oy. Efter denna transaktion uppgick minoritetsägandet i Stora Enso Timber Oy till 26,5 %.

Stora Enso satte som mål att investeringar i anläggningar inte ska överstiga avskrivningsnivån. Detta innebär att balansslutningen hålls oförändrad eller minskar. Årets investeringar i anläggningstillgångar uppgick till 6 520 MSEK. De största investeringarna gjordes bland annat i ombyggnaden av sodapannan i Gruvön, i en ny massalinje i Imatra och i ombyggnaderna av journalpappersmaskin 8 i Maxau. Investeringen i massalinjen i Imatra skulle genomföras under en treårsperiod för att säkerställa kvaliteten och konkurrenskraften. Återbeskningsprojektet Veracel som bedrevs i Indonesien avstannade på grund av det politiskt oroliga läget i landet. Efter att den indonesiska partnern Gudang Garam meddelat att de önskade avveckla sin verksamhet inleddes sökandet efter en ny partner. Anledningen till att koncernen ville ha kvar projektet var att det var en del av koncernens fiberstrategi; för att få tillgång till kortfibrermassa för eget bruk.

Under året skedde ingen upplåning som var av betydelse. Skuldsättningsgraden minskade från 1,9 till 1,7. Det som påverkat minskningen exceptionellt var årets nettoresultat och försäljning av tillgångar.

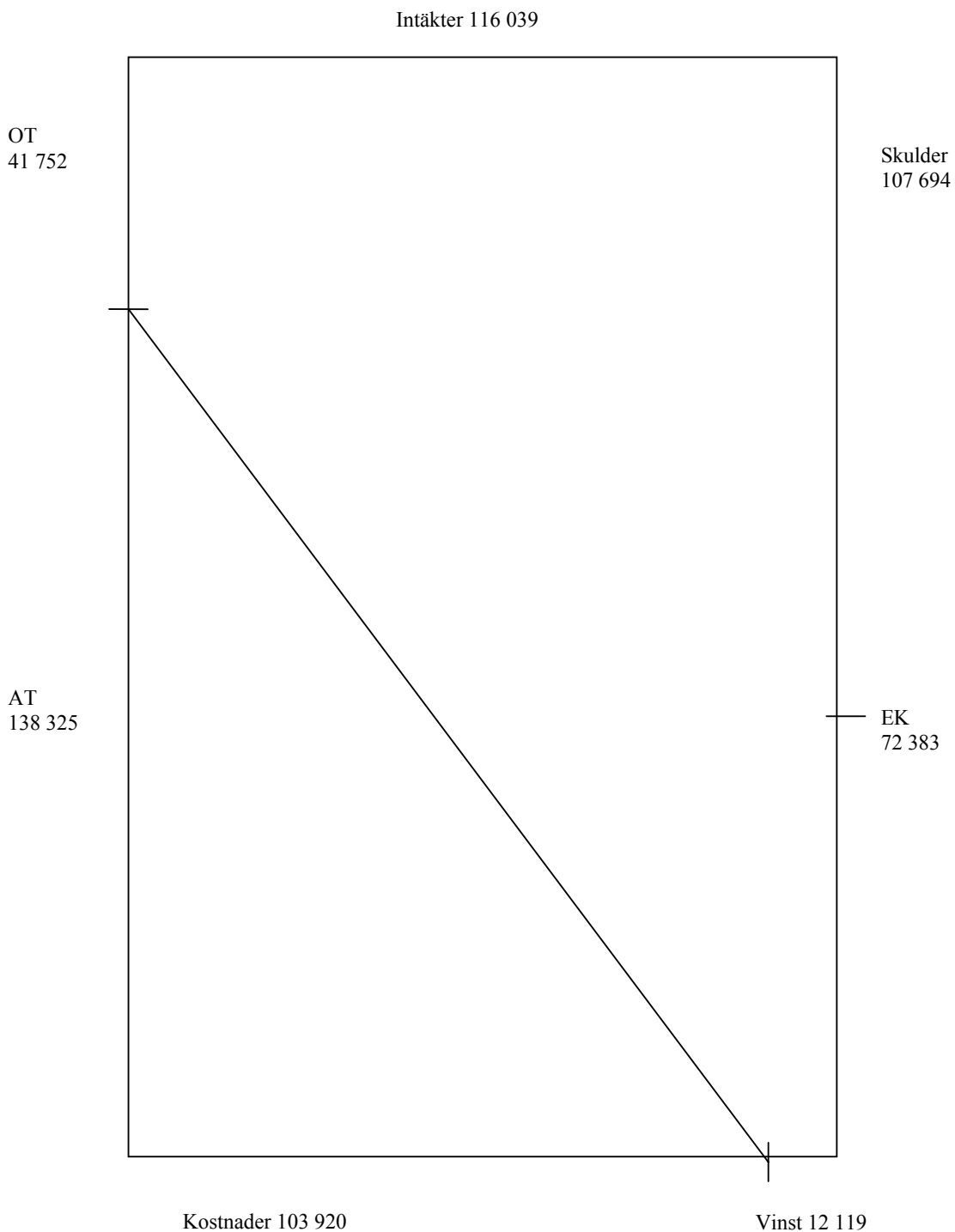
¹³⁵ Stora Ensos årsredovisning 1999.



I linje med den nya strategin om att avveckla all verksamhet som inte har med kärnverksamheten att göra, ledde till att självförsörjningsgraden av el minskade till 85 %. Detta eftersom innehavet i flera kraftverk avyttrats.



Stora Enso 2000¹³⁶



Figur 18. Från "Stora Ensos årsredovisning 2000", egen bearbetning.

¹³⁶<http://fxtop.com/en/historates.php?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=2000&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2000&btnOK=Go%21> 2005-04-19



Året var ett bra år för koncernen; omsättningen steg med 22,4 %. Till dessa bidrog Consolidated Papers med 5 946 MSEK sedan den första september. Resterande ökning förklarades i huvudsak av prisökningar. Dock försvagade en strejk inom den finska pappersindustrin omsättningen med 880 MSEK. Kraven från de strejkande gällde höjda löner och arbetstidsförkortning. Dessutom förekom krav avseende användning av extern arbetskraft samt vinstdelnings- och bonusprogram. Omkring 30 000 personer omfattades av strejken, varav cirka 8 500 i Stora Enso.¹³⁷

Efterfrågan var stark och priserna höga fram till hösten men sedan skedde en successiv försvagning som följde av lagerminskningar och konjunkturavmattning i USA, vilket ledde till produktionsbegränsningar inom massa och bestruket finpapper. Rörelseresultatet uppgick till 20 026 MSEK, där jämförelsestörande poster i form av realisationsvinster på 4 635 MSEK för försäljningen av krafttillgångar ingick. Utöver dessa var den enorma resultatförbättringen hänförlig till högre försäljningspriser, ökade leveransvolymerna, fördelaktig valutakursutveckling samt effektivitetshöjningar.

Synergifördelarna för Stora Enso var fortsatt stora, 2 027 MSEK jämfört med målet 1 435 MSEK.

En av de viktigaste förändringarna inom koncernen, som senare skulle komma att innebära stora förluster, var förvärvet av den amerikanska papperstillverkaren Consolidated Papers, Inc. Genom detta köp tog koncernen en viktig del av marknaden för bestruket papper i USA och fick därmed en stark ställning i Nordamerika. I samband med förvärvet ökade koncernens balansomslutning med 50 354 MSEK.

Stora Enso fortsatte verkställa sin strategi om att avyttra enheter som inte ingick i kärnverksamheten. Under året avyttrades krafttillgångar som inte låg i anslutning till bruken. Gruvöns bruk övertogs av det nybildade Billerud AB som Stora Enso ägde tillsammans med konkurrenten AssiDomän.

I januari såldes huvudkontorsbyggnaden i Stockholm, vilket medförde en realisationsvinst på 194 MSEK. Under samma månad togs även ett beslut om att Stora Enso skulle lägga ned kartongtillverkningen i Mölndal i Sverige.

Den 18 augusti godkändes att 200 000 000 nya aktier fick emitteras till aktieägarna till Consolidated Papers i samband med förvärvet av denne. Genom emissionen höjdes aktiekapitalet med 2 403 MSEK. Efter den stora ökningen av aktiekapitalet genom nyemissionen behövde Stora Enso inte ta några långa och, förhållandevis, höga lån för att finansiera förvärvet av Consolidated Papers.

I september noterades Stora Ensos aktier på New York-börsen i syfte att föra koncernen närmare de internationella investerarna.

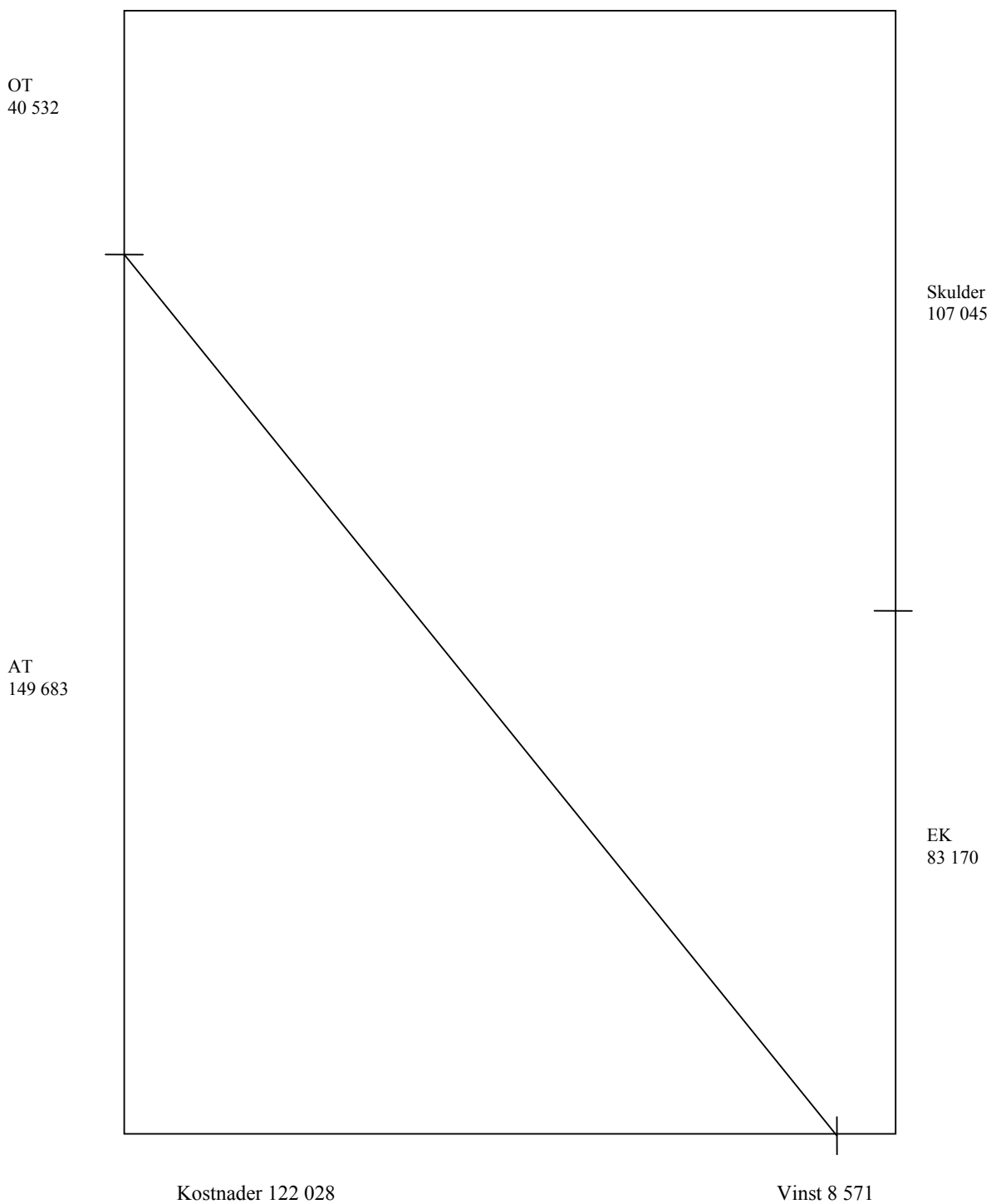
Investeringarna för året uppgick till 6 497 MSEK. De viktigaste var en ny massalinje och en ombyggnad av kartongmaskin 4 i Imatra samt modernisering av de svenska sågverken.

¹³⁷ http://www.storaenso.com/CDAvgv/main/0,,1_-3019-2813-se.00.html 2005-05-13



Stora Enso 2001¹³⁸

Intäkter 130 598



Figur 19. Från "Stora Ensos årsredovisning 2001", egen bearbetning.

¹³⁸<http://fxtop.com/en/historates.php?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=2001&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2001&btnOK=Go%21> 2005-04-19



År 2001 var ett utmanande år för skogsindustrin med en svag efterfrågan i nära samband med nedgången i världsekonomin och med lagerminskningar. Produktionsminskningarna uppgick till 1,54 miljoner ton, vilket var lika med 10 % av total kapacitet. Omsättningen under året steg till 124 989 MSEK, en ökning med 3,8 % sedan föregående år. I 2000 års siffror ingick det avyttrade Gruvöns bruk med 2 935 MSEK, medan förvärvet av Consolidated Papers, som var en del av Stora Ensos integrationsprocess i Nordamerika, medförde en nettoökning om 12 725 MSEK samt en ökad avskrivning med 3 849 MSEK på helårsbasis eller 2 636 MSEK mer än föregående år. Avskrivningarna uppgick till sammanlagt 11 728 MSEK (10 450).

Avkastningen på sysselsatt kapital var 7,9 %. Årets resultat uppgick till 8 570 MSEK (13 277) och avkastningen på eget kapital uppgick till 13,6 %. Detta i kombination med en minskad räntebärande nettolåneskuld som år 2001 var 44 596 MSEK mot 47 953 år 2000, bidrog till en förbättrad skuldsättningsgrad som för året uppgick till 1,3.

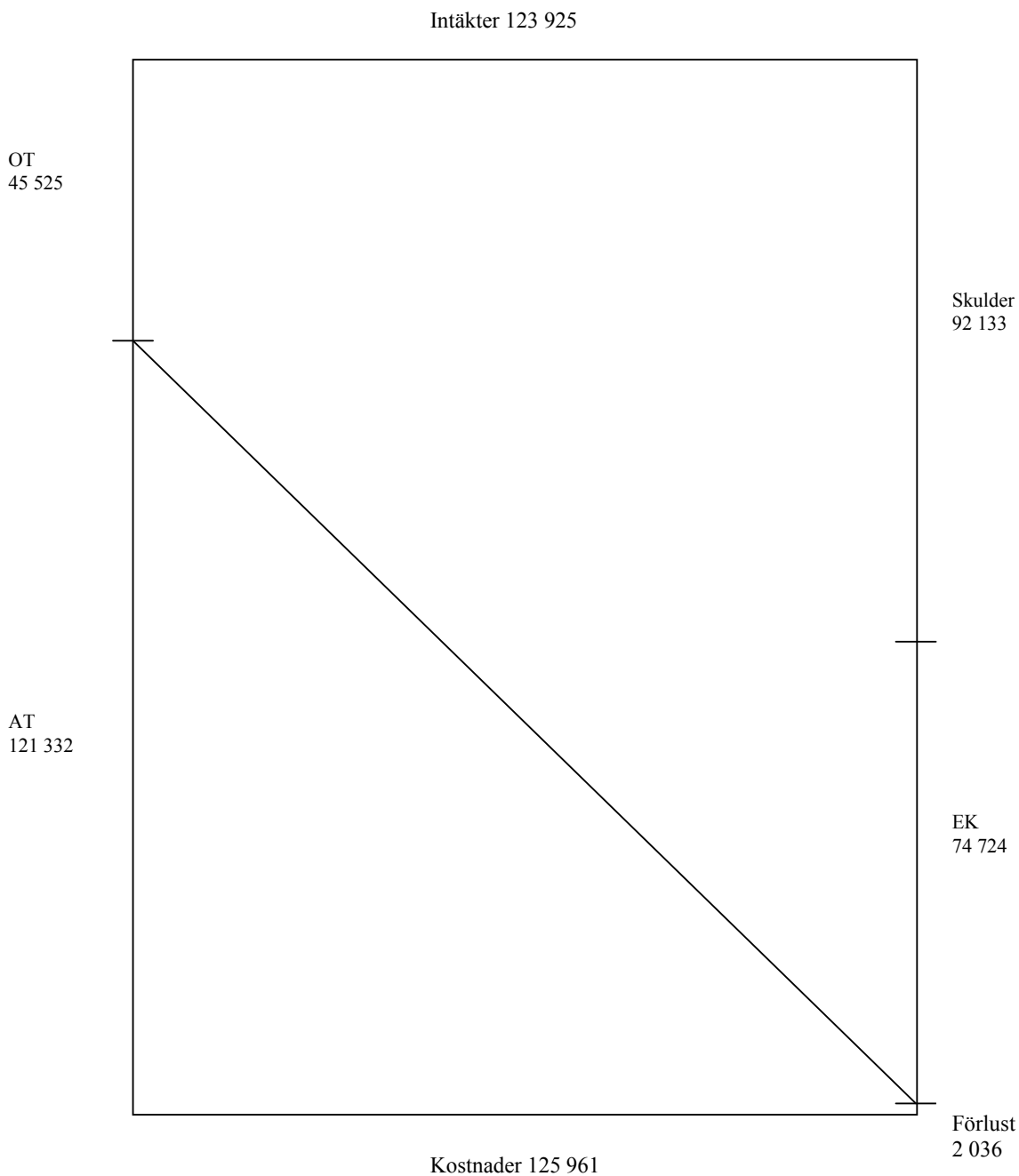
Årets investeringar i anläggningar uppgick till 7 930 MSEK (7 118), vilka enligt koncernens policy understeg värdet på årets avskrivningar. De största investeringarna var en ny massalinje 3 (1 244 MSEK) och en ombyggnad av kartongmaskin 5 (103 MSEK) i Imatra i Finland, en ombyggnad av finpappersmaskin 6 (525 MSEK) i Uleåborg i Finland, finpappersmaskin 2 (204 MSEK) i Uetersen i Tyskland och tidningspappersmaskin 3 (134 MSEK) i Summa i Finland. Kostnaderna för forskning och utveckling uppgick till 854 MSEK (874). De miljörelaterade investeringarna uppgick till 694 MSEK och de miljörelaterade driftskostnaderna till 1 480 MSEK. Under året inleddes ett omstruktureringsprogram med syfte att öka konkurrenskraften på tidnings- och journalpappersområdet. Dessutom beslutade ZAO Stora Enso Packaging om en investering på 130 MSEK för utökad produktionskapacitet i fabriken Balabanovo i Ryssland som beräknades starta sin produktion i mars 2002. Stora Enso ingick i Dow Jones index för hållbar utveckling för tredje året i rad och ingick även i det under 2001 införda FTSE4Good Index¹³⁹.

Under året köptes den utestående minoritetsandelen på 26,5 % i Stora Enso Timber, varefter träprodukter blev ett kärnproduktområde tillsammans med tryckpapper, finpapper och förpackningskartong. I oktober såldes 40 % av aktieinnehavet i Billerud AB ungefär samtidigt som aktieinnehavet i det kinesiska företaget Stora Enso Suzhou Paper Co. utökades med 20 % till 80,87 %. Rationalisering av koncernstrukturen fortsatte under året med sammanslagning av ett antal legala enheter inom koncernen.

¹³⁹ FTSE4Good startades 2001 av FTSE Group. Indexet värderar företags kollektiva sociala ansvarstagande baserat på investeringsprinciper bestående av miljömässig hållbarhet, utvecklande av positiva förhållanden till sina aktieägare och stödande av mänskliga rättigheter. FTSE4Good är en indexserie utvecklad för att återspegla socialt ansvarstagande hos företag. Serierna innefattar de europeiska, japanska, amerikanska och globala marknaderna. http://www.officedepot.co.uk/eu_content/uk/content/Press/press_FTSE4Good.htm 2005-05-15



Stora Enso 2002¹⁴⁰



Figur 20. Från "Stora Enso's årsredovisning 2002", egen bearbetning.

År 2002 var mycket krävande för skogsindustrin och för Stora Enso. Som en anpassning till den avtagande efterfrågan på marknaden begränsades produktionen av papper med 1 257 000

¹⁴⁰<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=2002&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2002&btnOK=Go%21> 2005-04-19



ton (1 540 000). Omsättningen uppgick till 117 099 MSEK, en nedgång med 5,4 % jämfört med föregående år. Genomsnittspriserna försämrades inom alla produktområden. År 2002 blev ett förlustår med ett resultat på -2 036 MSEK och en avkastning på eget kapital på -4,2 %. Avkastningen på sysselsatt kapital var -2,5 % (7,9). Dock får man ha i åtanke att den räntebärande nettoskulden detta år minskade kraftigt med 16 167 MSEK till 27 987 MSEK vilket resulterade i en stark balansräkning med en skuldsättningsgrad på endast 1,2. Att skuldsättningsgraden blev så pass låg beror dock till stor del på effekten av användandet av redovisningsregeln IAS 41, vilken innebar att biologiska tillgångar ska upptas i balansräkningen till verkligt värde.

Den nordamerikanska marknaden hade varit svag sedan slutet av 2000. Ledningen beslutade år 2002 att sätta in ett resultatförbättringsprogram inom divisionen Stora Enso North America trots att man tidigare inlett ett kostnadsreduceringsprogram som innefattat personalneddragningar i Nordamerika. Ett beslut fattades även att göra en engångsnedskrivning på de tillgångar som förvärvades år 2000 för att uppnå en överensstämmelse mellan bokfört och marknadsmässigt värde. Nedskrivningen uppgick till motsvarande 10 691 MSEK.

I enlighet med Stora Ensos strategi att frigöra kapital ur tillgångar som inte tillhörde kärnverksamheten avyttrades bruket i Mölndal. Koncernen sålde även av skogstillgångar i Finland till ett värde av 4 599 MSEK samt skogsmark i Nordamerika för 1 301 MSEK. I juni såldes huvuddelen av aktieinnehavet i Billerud AB, vilket resulterade i en realisationsvinst på 703 MSEK. I övrigt utfördes vissa förhållandevis mindre nedläggningar, exempelvis PM1 i Summa i Finland till en kostnad av 81 MSEK.

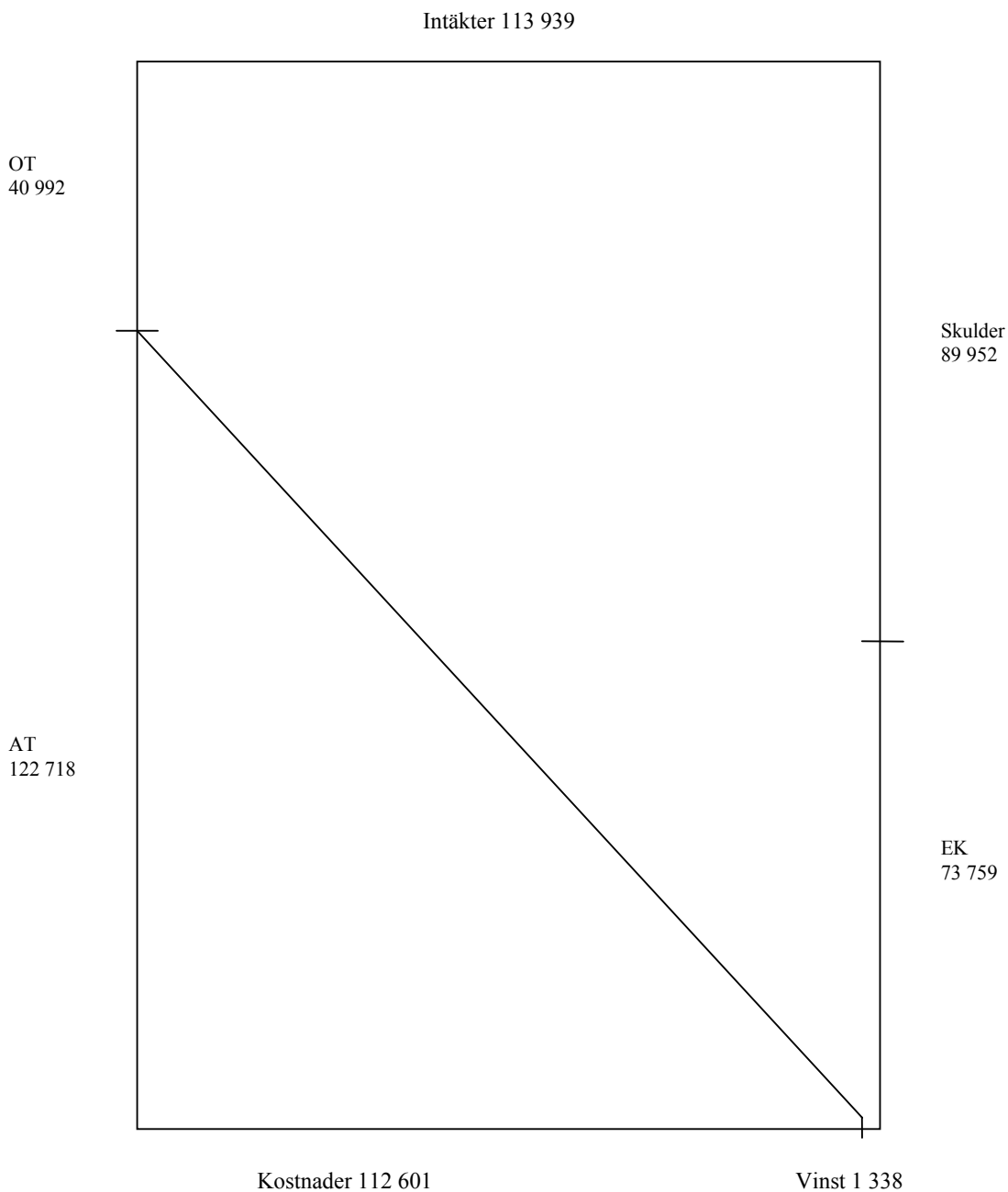
Årets investeringar i anläggningar uppgick till 8 040 MSEK, vilket motsvarade 70,5 % av avskrivningarna och var lägre än planerat eftersom vissa utgifter löpte över till år 2003. De främsta projekten var en ny pappersmaskin, PM4, (2 328 MSEK) och ombyggnad av PM3 (262 MSEK) i Langebrugge i Belgien, ombyggnad av PM6 i Uleåborg i Finland (151 MSEK), förbättring av falskartongtillverkningen i Baienfurt i Tyskland (93 MSEK) och utbyggnad av efterbehandlingsavdelningen i Fors i Sverige (97 MSEK).

Under året fattades beslut om en omfattande omstruktureringsplan för att förbättra kvaliteten på koncernens tillgångar inom Journal- och Finpapper.

I övrigt vidtogs åtgärder för att implementera fiberstrategin, bland annat genom virkesleveranser från Baltikum och Ryssland och förvärv av Sylvesters sågverks- och virkesanskaffningsverksamhet i Estland samt planerna på att bygga sågverk i Ryssland. Ett annat exempel på hur Stora Enso implementerat sin fiberstrategi var samriskprojektet Veracel i Brasilien, med syfte att producera högkvalitativ eukalyptusfiber till låg kostnad vilket var idealiskt för finpappersproduktion.



Stora Enso 2003¹⁴¹



Figur 21. Från "Stora Enso's årsredovisning 2003", egen bearbetning.

Det fortsatte att råda osäkerhet på de globala marknaderna för skogsindustriprodukter, nu för tredje året i rad. Den främsta orsaken var den fortsatt svaga efterfrågan till följd av den

¹⁴¹<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=2003&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2003&btnOK=Go%21> 2005-04-19



ekonomiska stagnationen. Dollarnedgången inverkade negativt på koncernens marginaler både på utomeuropeisk export och inom Europa, där konkurrensen ökade. Import från Europa och Asien störde efterfrågebalansen och medförde prispress. Årets produktionsbegränsningar uppgick till 782 000 ton, att jämföra med 1 257 000 ton föregående år. Omsättningen sjönk med 4,8 %, främst till följd av lägre priser och dollardeprecieringen, till 111 065 MSEK. Periodens nettoresultat blev dock positivt och uppgick till 1 341 MSEK vilket gav en avkastning på eget kapital på 2,8 % (-4,2). Vid årets slut var den räntebärande nettoskulden 35 758 MSEK, en ökning med 5 951 MSEK sedan föregående år. Eget kapital uppgick till 73 759 MSEK.

Rörelseförlusten i Stora Enso North America uppgick till 1 487 MSEK före goodwillavskrivning och engångsposter. De resultatförbättringsprogram som redan var igång i Nordamerika utvidgades och två pappersmaskiner stängdes permanent under året. Stora Ensos styrelse var detta år mycket måna om att istället framhäva tre andra strategiskt viktiga marknader: Ryssland, Sydamerika och Kina. Detta år slutfördes förvärvet av 66 % av Estlands största sågverk och 100 % av virkesanskaffningsföretaget, AS Sylvester. Vad gäller uppförandet av ett massabruk för Veracel Celulose S.A. i Brasilien som nämndes föregående år, fattades ett beslut om detta och bruket, som uppskattades bli världens största produktionsanläggning för blekt eukalyptusmassa, planerades att tas i drift år 2005.

Årets investeringar i anläggningar uppgick till 11 389 MSEK, vilket var 1 495 MSEK mer än avskrivningarna, till följd av att betalningar hänförliga till föregående års investeringar hade fördröjts. Den främsta investeringen för året var den nya pappersmaskinen PM4 i Langebrugge bruk i Belgien (1 835 MSEK). Övriga större investeringar var ombyggnader av pappersmaskiner i Finland (752 MSEK) och Tyskland (483 MSEK) samt av en ny ångpanna i Kvarnsvedens bruk i Sverige (215 MSEK).

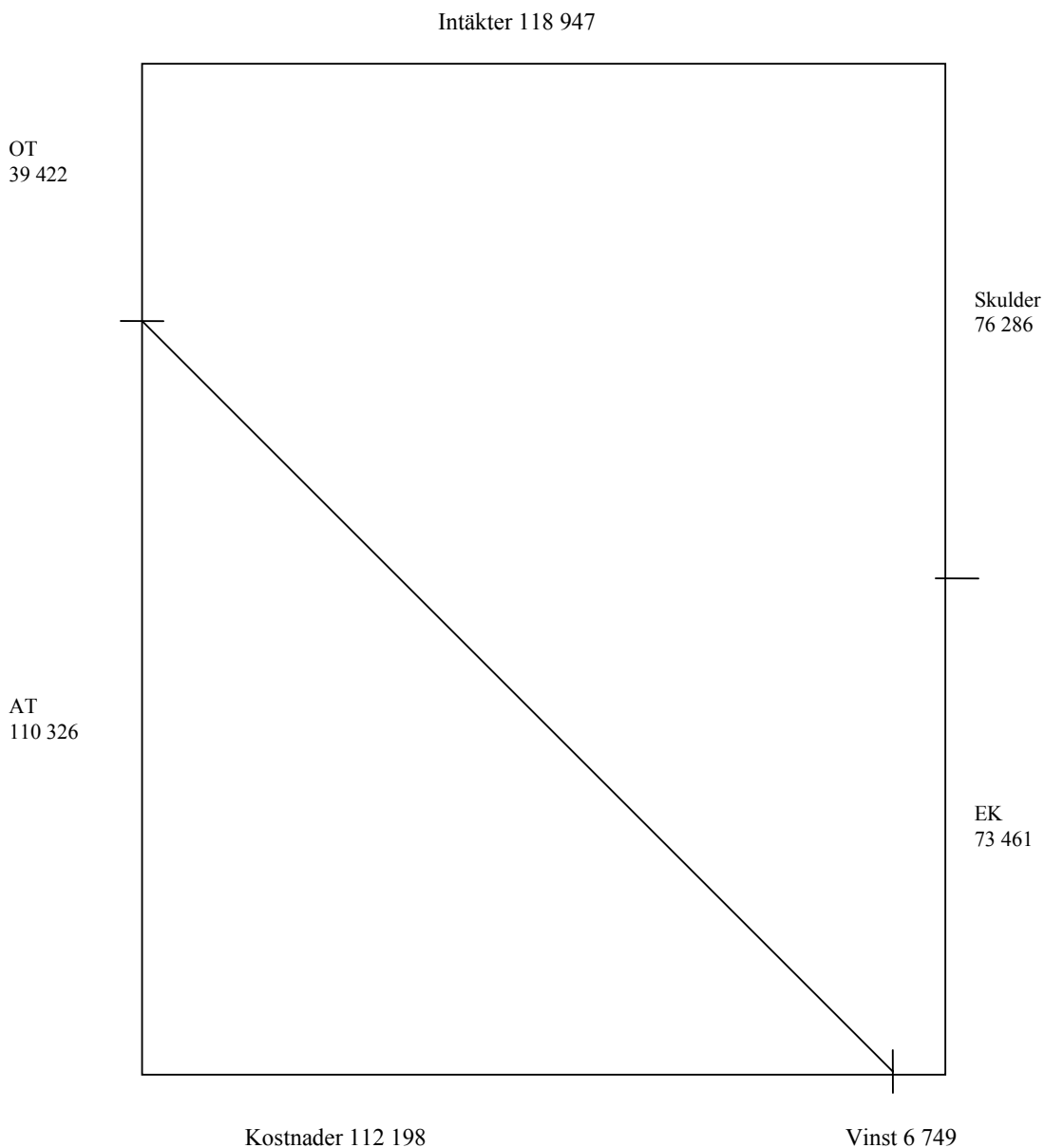
Beslut fattades om att PM2 i Summa i Finland skulle uppgraderas och moderniseras till en summa av 484 MSEK, lika fördelad över 2004 och 2005. Stora Enso beslutade även att bygga en ny pappersmaskin i Kvarnsvedens Bruk för att öka konkurrenskraften i produktionen av obestruket journalpapper. Investeringen beräknades uppgå till en kostnad av hela 4 106 MSEK och idrifttagningen var beräknad till slutet av 2005. I samband med igångkörningen av denna skulle PM9 i Kvarnsvedens bruk läggas ned, PM3 i Langebrugge Bruk skulle lägga om sin produktion för att maximera användningen av returfiber och PM5 i Wolfshecks Bruk i Tyskland skulle upphöra med den icke konkurrenskraftiga tillverkningen av SC-papper.

I övrigt beslutade Stora Enso att investera 1 925 MSEK i projektet Energi 2005 vid Skoghalls Bruk i Sverige i syfte att säkra den framtida basen för kartongproduktion och stärka brukets energiförsörjning.

Detta år genomfördes förändringar i organisationsstrukturen för att uppnå en mer enhetlig styrning. Den nya organisationen formades kring Stora Ensos tre kärnprodukter: Papper, Förpackningskartong och Skogsprodukter.



Stora Enso 2004¹⁴²



Figur 22. Från "Stora Enso's årsredovisning 2004", egen bearbetning.

Efterfrågan förbättrades mot föregående år och leveranserna ökade avseende alla produktkvaliteter. I Europa var priserna generellt sett lägre än 2003, vilket motverkade en stor

¹⁴²<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=2004&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2004&btnOK=Go%21> 2005-04-19



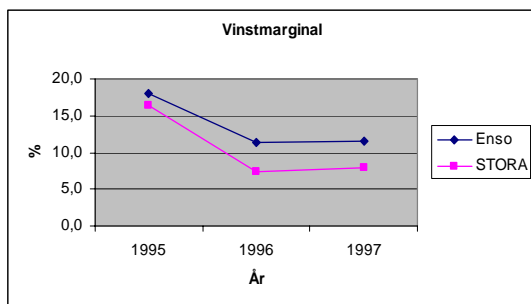
del av effekten av högre efterfrågan. Produktionsvolymerna var högre, men detta motverkades delvis av den negativa effekten av sjunkande priser samt av två stora maskinombyggnader i Nordamerika och av den svaga US-dollar. Årets nettoresultat på 6 752 MSEK blev bättre än föregående år och omsättningen steg med 1,8 % till 113 103 MSEK. Den räntebärande nettoskulden uppgick vid årets slut till 27 842 MSEK, en sänkning med 28 %, och skuldsättningsgraden blev 1,0. Eget kapital uppgick till 74 miljarder SEK och avkastningen på eget kapital blev 7,9 %.

Detta år slutförde Stora Enso omstruktureringen av sitt svenska skogsinnehav som beslutades i december 2003. Den svenska skogen överfördes enligt detta beslut till Bergvik Skog AB, där koncernen fortsatt ägde 43,3 % av aktierna. 146 000 hektar skogsmark i Kanada avyttrades. Förvärvet av den nederländska pappersgrossisten Scaldia Papier BV slutfördes. Syftet var att stärka närvaron på den föränderliga europeiska pappersgrossistmarknaden och uppnå synergieffekter med grossistverksamheten inom Papyrus. Affärens värde uppgick till 274 MSEK på skuldfri basis. Dessutom förvärvades 66 % av en polsk förpackningstillverkare. Vidare avyttrade Stora Enso sitt majoritetsinnehav i PT Finnantaria Intiga, som ägde skogsplantagen Finnantaria i Indonesien. Plantagen hade ett bokfört värde på 192 MSEK.

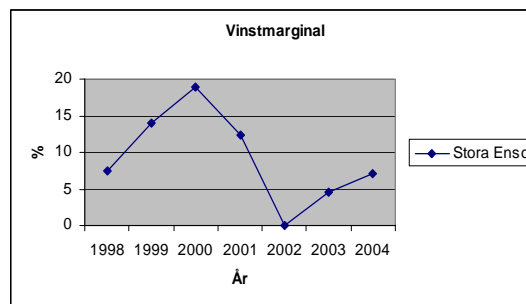
Årets investeringar i anläggningar uppgick till 8 733 MSEK, vilket motsvarade 83 % av avskrivningarna. Ytterligare 41 MSEK investerades i biologiska tillgångar. De främsta investeringarna utgjordes av ombyggnad av pappersmaskin 6 i Maxau Bruk i Tyskland (1 016 MSEK), en ny pappersmaskin 12 i Kvarnsvedens Bruk i Sverige (790 MSEK), projekt Energi 2005 i Skoghalls Bruk i Sverige (499 MSEK), ombyggnad av pappersmaskin 3 och en ny linje för formatskuret papper i Veitsiluoto Bruk i Finland (251 MSEK) samt förbättringar av falskartongtillverkningen i Baienfurt Bruk i Tyskland (256 MSEK). Vidare investerades 750 MSEK i forskning och utveckling samt 414 MSEK i diverse miljöåtaganden, i huvudsak sanering av kvicksilver och andra föroreningar vid industriområden i Sverige och Finland.

Under året startade Stora Enso transportsystemet North European Transport Supply System (NETSS), vilket ska bli en gemensam leveranskedja för Stora Ensos bruk i Sverige och Finland. Systemet, som kommer att genomföras under 2005-2007, ska bidra till ökad kostnadseffektivitet och förbättrad kundservice.

8.2 Analys baserad på Du Pont – modell



Figur 23. Egen bearbetning.

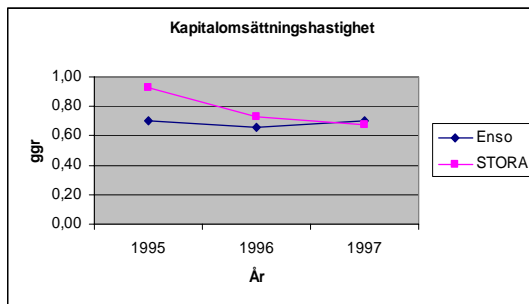


Figur 24. Egen bearbetning.

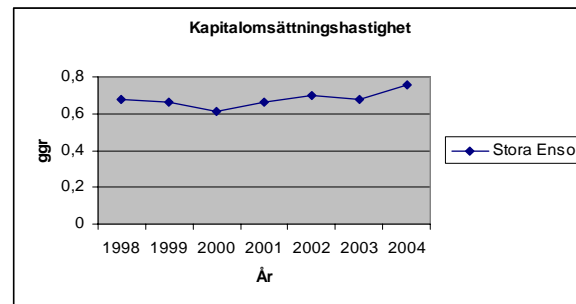
Både STORA och Enso hade en liknande utveckling av vinstmarginalen under perioden 1995 till 1997. Enso hade en något högre vinstmarginal men en lägre kapitalomsättningshastighet



under samma period. Båda företagen hade höga vinstmarginaler 1995 men under 1996 sjönk den kraftigt på grund av svårigheter som företagen stod inför. Dessa svårigheter hade företagen känt av redan under föregående år men effekterna blev större 1996. Trots att omsättningen steg 1997 lyckades företagen inte höja sina vinstmarginaler mycket. Förklaringen till det är att omsättningsökningen främst berodde på ökade volymer, och inte på grund av prishöjningar. Efter fusionen lyckades koncernen vända utvecklingen och år 2000 hade Stora Enso en vinstmarginal närmare 20 %, som för övrigt var det bästa året för Stora Enso under den period vi studerat (1995-2004). 2002 gjorde företaget en förlust på 2 036 MSEK vilket även märks i vinstmarginalen.

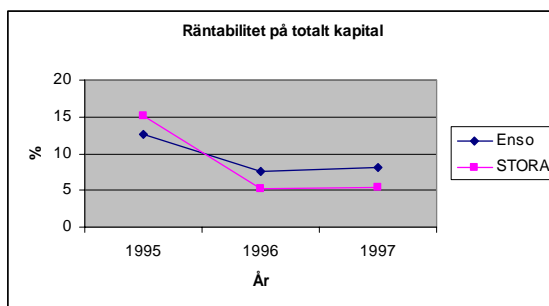


Figur 25. Egen bearbetning.

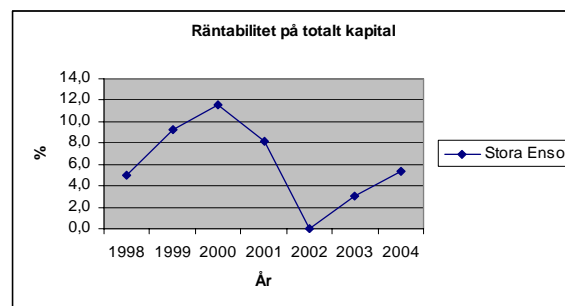


Figur 26. Egen bearbetning.

Till en början hade STORA en högre kapitalomsättningshastighet men denna sjönk till samma nivå som Enso hade. Under 1997 då företagen fortfarande agerade separat hade STORAs kapitalomsättningshastighet sjunkit till 0,68 gånger och därmed hade Enso både en högre vinstmarginal på 11,6 % jämfört med STORAs 7,9 % och en högre kapitalomsättningshastighet på 0,70 gånger jämfört med STORAs 0,68 gånger. Detta borde enligt Du Pont – modellen resultera i att räntabiliteten på totalt kapital blir högre för Enso (se nedan). Sedan sammanslagningen har kapitalomsättningshastigheten hållit sig på en ganska jämn nivå. Som högst var den 2002 då företaget gjorde ett negativt resultat.



Figur 27. Egen bearbetning.



Figur 28. Egen bearbetning.

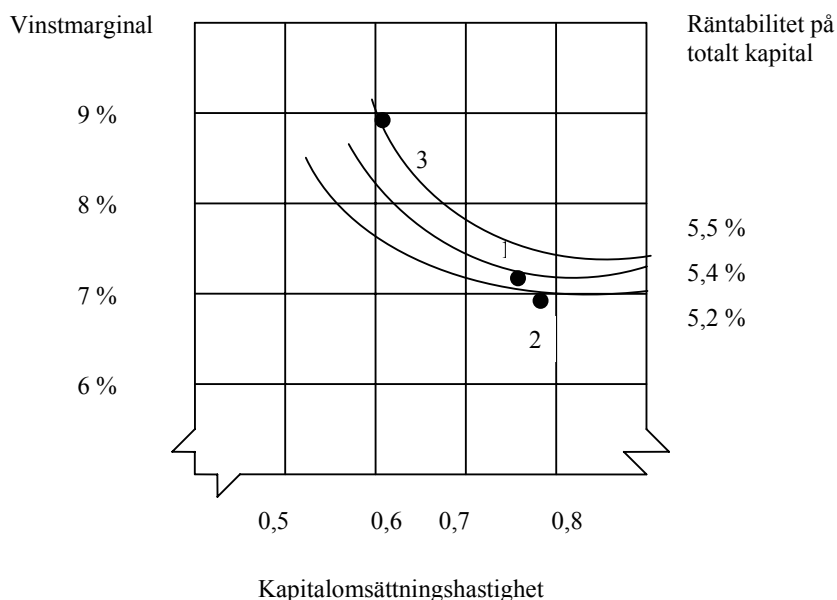
1995 var räntabiliteten på totalt kapital ovanligt hög för båda företagen, speciellt för STORA, eftersom rekordstora vinster gjordes detta år. Men nästa år sjönk båda företagens R_T och STORA hade en lägre räntabilitet på totalt kapital än Enso, både 1996 och 1997. Förklaringen till det är att Enso hade både högre vinstmarginal och kapitalomsättningshastighet 1997, och enligt Du Pont – modellen är räntabiliteten på totalt kapital beroende just av dessa faktorer. 1996 hade Enso en högre vinstmarginal men en lägre kapitalomsättningshastighet, men eftersom vinstmarginalen var så pass mycket högre än STORAs hade Enso en högre R_T .



Utvecklingen av R_T var till en början efter sammanslagningen positiv men genomgick en rejäl svacka 2002 på grund av årets förlust. Efter nedgången har R_T återigen vänt uppåt men ännu inte kommit upp till den genomsnittliga nivå som den låg på innan sammanslagningen.

8.3 Analys baserad på Du Pont – diagram

Nedan har vi räknat ut vinstmarginal, kapitalomsättningshastighet och räntabilitet på totalt kapital för Stora Enso och konkurrenterna SCA och UPM Kymmene. Dessa har vi sedan markerat i diagrammet med punkter. Nyckeltalen är beräknade för 2004. Punkt 1 står för Stora Enso, punkt 2 för SCA och punkt 3 för UPM Kymmene.



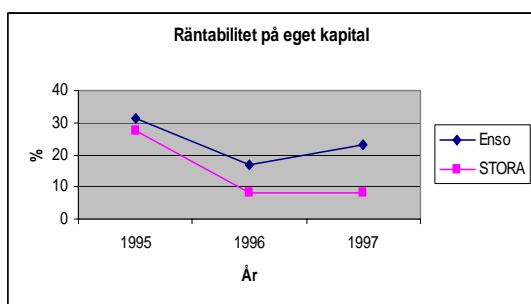
Figur 29. Egen bearbetning.

Som synes har UPM Kymmene den högsta totala effektiviteten (5,5 %) på sin verksamhet, vilken till största delen utgörs av en mycket högre vinstmarginal än de två andra skogskoncernerna. Stora Enso har å andra sidan en högre kapitalomsättningshastighet, vilket resulterar i den näst högsta räntabiliteten på totalt kapital (5,4 %). SCA har en ännu högre kapitalomsättningshastighet än Stora Enso, men på grund av deras lägre vinstmarginal når inte den totala effektiviteten riktigt ända fram till Stora Ensos R_T .

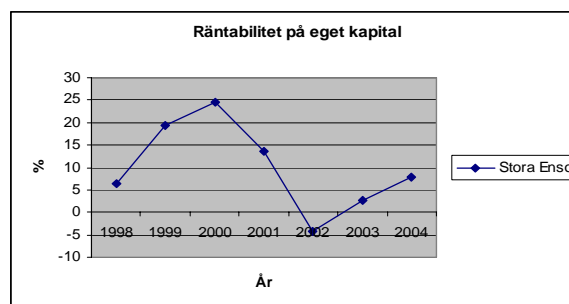
Sammantaget visar Du Pont – diagrammet att Stora Enso ligger på en konkurrenskraftig nivå i förhållande till sina europeiska konkurrenter, samt att endast en liten förbättring av vinstmarginalen behövs för att höja koncernens totala effektivitetsnivå. Detta kan åstadkommas genom antingen höjda priser eller sänkta kostnader.



8.4 Analys baserad på finansiella nyckeltal



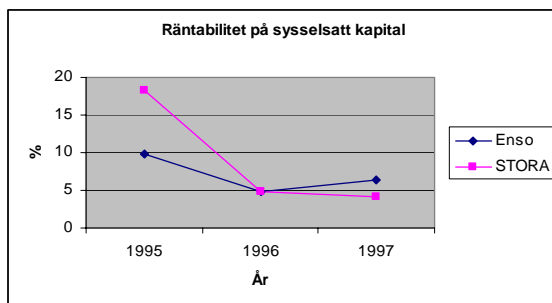
Figur 30. Egen bearbetning.



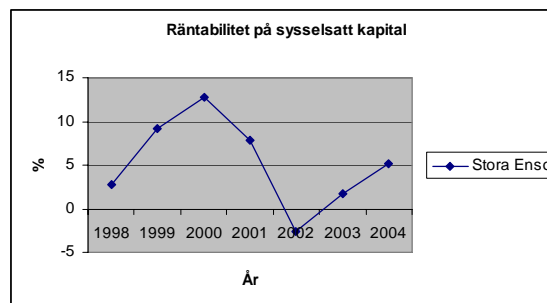
Figur 31. Egen bearbetning.

Ensos räntabilitet på eget kapital var klart bättre än STORAs. 1995 var räntabiliteten 31,6 % för Enso och 27,6 % för STORA. Därefter sjönk avkastningen kraftigt för de båda företagen. Företagen förklarade nedgången med att konjunkturen låg på otroligt låga nivåer och att efterfrågan var därefter. Förutom att konjunkturen redan var låg valde kunderna att tömma sina lager vilket medförde att efterfrågan på STORAs och Ensos produkter blev ännu lägre. Efter att företagen gått samman hade Stora Enso ett bra utgångsläge för R_E eftersom den vid fusionen var så låg för de båda företagen. Utvecklingen blev positiv med en topp år 2000 varefter räntabiliteten på eget kapital återigen sjönk. 2002 var en negativ avkastning på eget kapital ett faktum med en R_E på $-4,2\%$ till följd av årets negativa resultat.

Stora Ensos målsättning för R_E var 15 % med den kapitalstruktur som företaget hade under tidpunkten då sammanslagningen skedde.¹⁴³ Under perioden 1998-2004 har koncernen aldrig lyckats nå upp till denna nivå.



Figur 32. Egen bearbetning.



Figur 33. Egen bearbetning.

Som synes hade STORA nästan dubbelt så hög räntabilitet på sysselsatt kapital 1995 som Enso. Men året därpå sjönk denna för de båda företagen till nästan samma värde. 1997 lyckades Enso förbättra sin R_{SYSS} något till skillnad mot STORA, vars R_{SYSS} sjönk lite.

Målen för räntabilitet på sysselsatt kapital var vid sammanslagningen enligt Stora Enso att nå ett genomsnitt på 13 % över en konjunkturcykel.¹⁴⁴ Ur grafen kan utläsas att R_{SYSS} varit 12,8

¹⁴³ Prospekt Offer by Enso Oyj to the shareholders in Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolag (publ) and listing particulars (1998).

¹⁴⁴ Ibid.



% som högst sedan fusionen mellan STORA och Enso. Utvecklingen var positiv fram till 2000 men sjönk därefter kraftigt till att bli negativt år 2002 då företaget hade ett negativt resultat. Därefter har avkastningen på sysselsatt kapital återhämtat sig något.

8.5 Analys baserad på hävstångsformeln¹⁴⁵

Att vara finansiellt stark är särskilt viktigt i en så kapitalintensiv och cyklisk bransch som skogsindustrin. Ett stort eget kapital minskar finansiella risker och ger företaget en finansiell frihet att agera hur de vill.¹⁴⁶

Samtliga ekvationer nedan är uppställda enligt hävstångsformeln:

$$R_E = R_T + (R_T - R_S) * S/E$$

Enso

1995:

$$31,3 \approx 12,6 + (12,6 - 5,4) * 2,6$$

1996:

$$16,8 \approx 7,5 + (7,5 - 4,3) * 2,9$$

1997:

$$23,1 \approx 8,1 + (8,1 - 3,5) * 3,2$$

STORA

1995:

$$27,6 \approx 15,2 + (15,2 - 4,1) * 1,1$$

1996:

$$8,0 \approx 5,3 + (5,3 - 2,9) * 1,1$$

1997:

$$8,0 \approx 5,4 + (5,4 - 3,2) * 1,2$$

Som synes hade Enso en mycket högre andel skulder än STORA åren 1995 – 1997, och dessutom ökade denna andel stadigt. Ensos genomsnittliga räntekostnad minskade dock under perioden och från att ha varit en dryg procentenhet större år 1995 och 1996, var den år 1997 inte mer än 0,3 procentenheter större än STORAs. Eftersom Ensos avkastning på totalt kapital var positivt för samtliga år, bidrog den höga skuldsättningsgraden i kombination med den relativt låga genomsnittliga räntekostnaden till att avkastningen på eget kapital blev mycket hög. Ett intressant exempel på detta är att Enso 1995 fick en högre avkastning på eget kapital än STORA trots att STORA egentligen presterade en bättre räntabilitet på totalt kapital. Dock får man vara medveten om att Ensos höga skuldsättningsgrad var mycket riskfylld, eftersom den i dåliga tider med låga eller till och med negativa resultat kunde ha lett till en mycket

¹⁴⁵ Samtliga uträkningar är baserade på siffror hämtade från respektive årsredovisning och i de fall valutakursomvandlingar gjorts, har samma kurser använts som i fyrkantsanalysen.

¹⁴⁶ Prospekt *Offer by Enso Oyj to the shareholders in Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolag (publ) and listing particulars* (1998).



negativ räntabilitet på eget kapital och därmed stora svårigheter för företagets framtida finansiering och fortlevnad.

Stora Enso

1998:

$$6,4 \approx 5,0 + (5,0 - 4,3) * 1,9$$

1999:

$$19,3 \approx 9,3 + (9,3 - 3,3) * 1,7$$

2000:

$$24,5 \approx 11,6 + (11,6 - 2,9) * 1,5$$

2001:

$$13,6 \approx 8,2 + (8,2 - 3,9) * 1,3$$

2002:

$$-4,2 \approx 0,019 + (0,019 - 3,4) * 1,2$$

2003:

$$2,8 \approx 3,1 + (3,1 - 3,3) * 1,2$$

2004:

$$7,9 \approx 5,4 + (5,4 - 2,9) * 1,0$$

Under perioden efter sammanslagningen har skuldsättningsgraden minskat från 1,9 till 1,0, vilket innebär att andelen skulder minskat med nästan 50 % gentemot koncernens bokförda egna kapital. Den genomsnittliga räntekostnaden har fluktuerat något; minskat från 4,3 % år 1998 till 2,9 % år 2000, ökat till 3,9 % år 2001, varefter den sedan åter minskat till 2,9 % år 2004. Genom att både skuldsättningsgraden och den genomsnittliga räntekostnaden totalt sett minskat, har koncernen även minskat sin finansiella risk. Detta innebär att vid dåliga tider då låga resultat presteras blir inte förlusten, det vill säga minskningen av det egna kapitalet, lika stor som den annars skulle ha blivit. Å andra sidan blir inte heller avkastningen på det egna kapitalet i goda tider så stor som den skulle ha blivit vid en högre skuldsättningsgrad.

8.6 Substansvärdering¹⁴⁷

Vi har här valt att för tiden innan sammanslagningen utgå ifrån de bokföringsmässiga företagsvärderingar som gjorts i prospektet för STORA och Enso, dels separat och dels fusionerade. De finansiella uppgifterna har där justerats i enlighet med IAS¹⁴⁸ och med ett antagande om att sammanslagningen inträffade redan 1995 men exklusive beräknade synergieffekter, i syfte att skapa jämförbarhet.¹⁴⁹

¹⁴⁷ I de fall omräkning skett till SEK, har valutakursen SEK/FIM = 1,4708 använts 1997 från Prospektet, medan omräkningen för övriga år skett enligt de valutakurser som tidigare använts i fyrkantsanalysen.

¹⁴⁸ International Accounting Standards.

¹⁴⁹ Prospekt *Offer by Enso Oyj to the shareholders in Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolag (publ) and listing particulars* (1998).



De synergifördelar som sammanslagningen skulle medföra förväntades uppgå till 1,9 miljarder SEK årligen från och med år 2002. En tredjedel av denna summa väntades uppnås från och med år 2000, men inga synergieffekter var att vänta 1998 eftersom företagen skulle driva sina verksamheter individuellt fram till slutet av detta år.¹⁵⁰

Anpassningen till internationell redovisningsstandard skulle ha inneburit att STORAs bokförda egna kapital den 31 december år 1997 skulle behöva minskas med 428 MSEK från 29 788 MSEK medan Ensos bokförda egna kapital skulle få ökas med hela 5 455 MSEK, mestadels på grund av en stor post obeskattade reserver¹⁵¹, från det ursprungliga värdet 14 410 MSEK. En konsolidering vid denna tidpunkt skulle ha resulterat i ett bokfört eget kapital på **49 225 MSEK**.

För att dels få reda på hur den faktiska sammanslagningen påverkat det substansmässiga värdet på eget kapital och dels kunna göra en jämförelse mellan de uppskattade synergifördelarna och det faktiska utfallet, har vi valt att nedan redogöra för Stora Ensos bokförda egna kapital för år 1998-2004. Dessa värden har vi även redogjort för i vår analys baserad på fyrkantsmodellen.

Bokfört värde på eget kapital

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
MSEK	46 754	52 443	72 383	83 170	74 724	73 759	73 461

Tabell 4. Från "Stora Ensos årsredovisningar 1998-2004", egen bearbetning.

Som synes har stora förändringar skett i det bokförda värdet på eget kapital i form av en kraftig ökning från år 1998 till år 2001, följt av en kraftig minskning till år 2002 och därefter en mer blygsam sådan fram till år 2004. Trots den senare nedgången så har det egna kapitalet totalt sett ökat med drygt 50 % eller drygt 26 000 MSEK från år 1998 till år 2004, vilket skulle tala för att sammanslagningen även över en lite längre tidsperiod fört med sig ekonomiskt positiva synergieffekter.

8.7 Aktiefördelning och marknadsvärdering¹⁵²

STORAs aktiekapital bestod den 31 december år **1997** av 261 797 100 stycken A-aktier och 59 706 625 stycken B-aktier. Varje aktie hade ett nominellt värde av 5 SEK och varje A-aktie gav en röst medan varje B-aktie berättigade aktieinnehavaren till en tiondels röst. Det totala nominella värdet på samtliga utestående A- och B-aktier var 1 607,5 MSEK¹⁵³, medan koncernens börsvärde den 31 december 1997 uppgick till **32 061 MSEK**.¹⁵⁴

Enso genomförde den 13 november **1997** en konvertering av A-aktier till R-aktier där antalet A-aktier minskades från 179 769 430 till 116 729 125 stycken och antalet R-aktier ökades från 131 321 400 till 194 361 705 stycken. Varje aktie hade ett nominellt värde av 10 FIM och varje A-aktie gav en röst medan varje R-aktie endast gav en tiondels röst. Dock hade varje aktieinnehavare minst en röst på aktiestämmor oavsett antal ägda aktier. Det totala nominella

¹⁵⁰ Ibid.

¹⁵¹ Ibid.

¹⁵² I de fall omräkning skett till SEK, har valutakursen SEK/FIM = 1,4708 använts 1997 från Prospektet, medan omräkningen för övriga år skett enligt de valutakurser som tidigare använts i fyrkantsanalysen.

¹⁵³ Prospekt *Offer by Enso Oyj to the shareholders in Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolag (publ) and listing particulars* (1998).

¹⁵⁴ STORAs årsredovisning 1997.



värdet på samtliga utestående aktier påverkades inte av konverteringen utan uppgick såväl den 13 november 1997 som den 31 maj 1998 till 3 111 FIM (4 575,5 MSEK). Aktiestockens marknadsvärde var 13 163 MFIM (**19 180 MSEK**) vid slutet av år 1997.¹⁵⁵

Den 31 december **1998** bestod Stora Ensos aktiestock av 243 394 655 stycken A-aktier som gav tio röster per styck på bolagsstämman och 516 185 034 R-aktier som gav en röst per styck. Enligt bolagsordningen kunde aktieägarna begära att A-aktier omvandlas till R-aktier, den dag som styrelsen årligen beslutar. A- och R-aktierna var vidare fördelade på 334 641 616 stycken APK-registrerade (finska värdepapperssystemet) och 424 938 073 stycken VPC-registrerade (svenska värdepapperscentralen) aktier och de aktieägare som hade VPC-registrerade aktier var tvungna att tillfälligt låta omregistrera sina aktier till det finska värdepappersregistret för att få delta och rösta i bolagsstämman den 23 mars 1999, vilken alltid hålls i Helsingfors. Koncernens totala börsvärde vid årets slut var 34 491 MFIM (**51 236 MSEK**) i Helsingfors. Börsvärdet i Stockholm var 18 561 MSEK, beräknat på basis av antal VPC-aktier.¹⁵⁶

Ett år senare, den 30 december **1999**, fanns totalt 208 932 356 A-aktier och 550 618 045 R-aktier utgivna. Drygt 113 miljoner av A-aktierna var APK-registrerade medan mindre än 96 miljoner A-aktier var VPC-registrerade. Varje A-aktie gav en röst per styck på bolagsstämman medan varje tiotal R-aktier gav en röst, dock lägst en röst per aktieinnehavare. Dessutom krävdes även detta år en tillfällig omregistrering av VPC-aktier för att ge aktieägaren rätt att delta och rösta vid bolagsstämman. Koncernens totala börsvärde i Helsingfors vid årets slut var hela 13 209 MEUR (**116 361 MSEK**).¹⁵⁷

I den senast utgivna årsredovisningen, för år **2004**, kan man läsa att det den 31 december samma år fanns totalt 179 048 523 A-aktier och 658 194 876 R-aktier. Aktierna var noterade på tre börser, eftersom R-aktierna även fanns noterade i form av amerikanska depåbevis (ADR) på New York-börsen sedan den 13 september 2000.¹⁵⁸ Varje A-aktie och varje tiotal R-aktier gav en röst på bolagsstämman, men varje aktieägare hade minst en röst. Sedan år 2001 i avsnitten ”information för aktieägarna” ur respektive årsredovisning finns inte längre någon information direkt riktad till ägare av VPC-registrerade aktier angående deltagande och röstning på bolagsstämman. Istället finns den mer allmänna bestämmelsen att aktieägare vars innehav är förvaltarregistrerat, och som vill delta och rösta vid bolagsstämma, enligt finsk lag måste vara temporärt registrerade i Stora Enso Oyj:s aktiebok senast på avstämningsdagen. Börsvärdet på Stora Ensos aktier den 31 december var totalt 9 486 MEUR (**86 553 MSEK**).¹⁵⁹

¹⁵⁵ Enso Groups årsredovisning 1997.

¹⁵⁶ Stora Ensos årsredovisning 1998.

¹⁵⁷ Stora Ensos årsredovisning 1999.

¹⁵⁸ Stora Ensos årsredovisning 2000.

¹⁵⁹ Stora Ensos årsredovisning 2004.



Tabell över årlig fördelning av aktier (tusental)

År Serie	APK-registrerade (Finska värdepapperssystemet)	VPC-registrerade (Svenska värdepapperscentralen)	Amerikanska Depåbevis (ADR)	APK väntelista	APK Uppsam- lingskonto
1998					
A	117 738,0	123 405,6		1,5	2 249,6
R	203 811,8	301 532,5		1,2	10 839,5
1999					
A	113 116,7	95 815,7		0,3	18,5
R	274 767,5	275 850,6		6,2	34,3
2000					
A	113 289,2	81 199,1			8,2
R	395 494,5	233 863,1	103 337,8		31,4
2001					
A	108 510,8	75 755,2			7,6
R	413 916,7	190 788,6	117 744,1		30,3
2002					
A	107 242,8	75 073,8			
R	452 007,0	163 489,2	101 964,0		
2003					
A	107 033,5	74 177,6			
R	491 624,0	111 913,1	79 514,3		
2004					
A	104 917,5	74 131,0			
R	496 491,6	92 030,8	69 672,4		

Tabell 5. Från "Stora Ensos årsredovisningar 1998-2004", egen bearbetning.

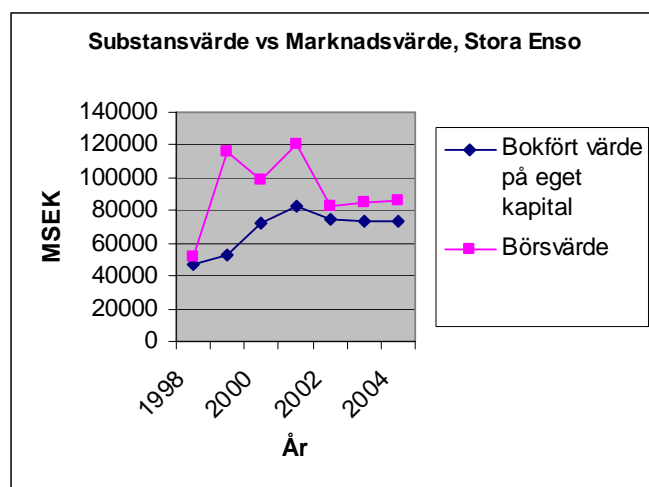


8.8 Substansvärde vs. Marknadsvärde

Eftersom utvecklingen av Stora Ensos bokförda egna kapital och börsvärde skiljer sig åt kan det vara intressant att göra en jämförelse däremellan.

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bokfört värde MSEK	46 754	52 443	72 383	83 170	74 724	73 759	73 461
Börsvärde MSEK	51 416	116 361	99 088	120 337	82 924	84 747	86 553

Tabell 6. Från "Stora Ensos årsredovisningar 1998-2004", egen bearbetning.



Figur 34. Egen bearbetning.

Som grafen visar hade allmänheten stora förväntningar på den nybildade koncernen Stora Enso. Redan drygt ett år efter sammanslagningen var börsvärdet mer än dubbelt så stort som det bokförda värdet på koncernens egna kapital, vilket visar på en publik framtidstro på Stora Enso. År 2000 gick börsvärdet ner för att redan nästa år stiga och uppgå till det högsta av samtliga av oss undersökta boksluts börsvärden. Det bokförda värdet för samma period har ökat exponentiellt fram till bokslutet år 2000 och därefter ökat avtagande fram till 2001. År 2002 var ett

förlustår och detta framgår även av grafen och tydligast på börsvärdet som vid detta bokslut sjönk drastiskt med nästan en tredjedel. Därefter har börsvärdet sakteliga stigit medan det bokförda värdet på koncernens egna kapital snarare sjunkit något.

8.9 Ensos och STORAs motiv till sammanslagningen¹⁶⁰

Enligt Björn Hägglund, vice koncernchef på Stora Enso, var det huvudsakliga motivet till sammanslagningen att skapa synergifördelar och att uppnå tillväxt. Enligt honom är dessa motiv särskilt viktiga inom kapitalintensiva branscher som till exempel skogsbranschen. Genom att slå ihop två redan stora bolag kunde stora kostnadsbesparingar göras och synergifördelarna blev mycket fördelaktiga. Detta speciellt eftersom båda företagen hade väldigt liknande organisationsstrukturer och genom en rationalisering kunde organisationen bli mer effektiv. Att företaget blir större än konkurrenterna är en positiv följd av fusioner, men endast storleken är inte ett motiv för en sammanslagning; *Om du inte kan göra goda resultat genom en sammanslagning, är motivet att bli större inte värt någonting, och då finns det ingen mening med sammanslagningen*¹⁶¹.

Ett annat motiv för sammanslagningen av STORA och Enso var att kombinera företagens resurser och därigenom skapa ett starkare företag med mer resurser, mer kunskap, erfarenhet och en större geografisk marknad. Björn Hägglund fortsatte även med att ledningens motiv kan ha påverkat beslutet om fusionen.

¹⁶⁰ Ahlström K. och Nilsson T. *Success in International Mergers* (2005).

¹⁶¹ Ibid. s. 43



De externa faktorerna som uppmuntrat sammanslagningen var utvecklandet av den Europeiska Unionen och kundernas utbredning runt om i världen. Att STORAs och Ensos kunder genom förvärv och sammanslagningar blivit större och etablerat kontor och fabriker runt om i världen var ett skäl till varför Enso och STORA valde att fusioneras. Det var viktigt för företagen att kunna betjäna sina kunder oavsett i vilket land kunden befann sig. Enligt Björn Hägglund hade även flera andra konkurrenter genomfört sammanslagningar före tiden då STORA och Enso fusionerades, men enligt honom hade dessa sammanslagningar ingen stor påverkan på STORAs och Ensos beslut.

Nedan följer faktorer som bestämmer om kulturella olikheter kommer att bli problematiska och om sammanslagningen lyckades för Stora Enso, enligt Björn Hägglund.¹⁶²

- 1) **Längtan efter en relation mellan de samgående företagen.** Enligt Björn Hägglund måste båda företagen vilja gå samman om det sammanslagna företaget skall bli framgångsrikt. Om fusionen inte är önskvärd och uppskattad kommer sammanslagningen aldrig att inträffa. Stora Ensos sammanslagning var önskvärd både från STORAs och Ensos perspektiv.
- 2) **Företagskompatibilitet mellan de två företagen.** Det faktum att STORA och Enso före sammanslagningen hade väldigt liknande organisationsstrukturer, förklaras av Björn Hägglund, underlättade processen vid integrationen av företagen och gjorde olikheterna i de nationella kulturerna som uppstod på vägen hanterbara; *Möjligheterna av att skapa synergifördelar och att förstå varandra är mycket större om företagen är liknande avseende industri och organisation.*¹⁶³
- 3) **Ömsesidig respekt och kommunikation baserad på respekt.** En ömsesidig respekt existerade mellan STORA och Enso både före och efter sammanslagningen. Detta har enligt Björn Hägglund bidragit till att det sammanslagna företaget fungerar väl.
- 4) **Affärsverksamhetens framgång.** Stora Ensos positiva resultat efter fusionen har, enligt Björn Hägglund, bidragit till sammanslagningens framgång. Han argumenterar vidare att det är mycket lättare att komma överens och att lösa frågor relaterade till kulturella skillnader om företaget presterar goda resultat.
- 5) **Tiden.** Enligt Björn Hägglund kan sammanslagna företag antingen växa samman eller isär allteftersom tiden går; *Om det blir en kris i förhållandet uppkommer detta troligtvis ganska snart efter själva sammanslagningen.*¹⁶⁴ Om man utgår ifrån att tiden är en faktor som påverkar sammanslagningens framgång så har STORA och Enso sedan sammanslagningen vuxit samman, anpassat sig efter varandra och utvecklat gemensamma arbetsätt.

¹⁶² Ahlström K. och Nilsson T. *Success in International Mergers* (2005).

¹⁶³ Ibid. s. 47

¹⁶⁴ Ibid.



9 Slutdiskussion

9.1 Slutsats

Vilka förutsättningar hade företagen innan fusionen?

STORA var vid tiden innan sammanslagningen finansiellt starka med nästan lika delar eget kapital och skulder. De hade stora tillgångar som genererats till mer än 90 % av förvärv och vi ser att de samtidigt lyckats växa i takt med det egna kapitalet. STORAs ledning insåg dock att företaget växt alltför snabbt och resulterat i ett alltför diversifierat produktsortiment. För att stärka den långsiktiga konkurrenskraften var fokusering och specialisering nödvändig. Därför avyttrades ett antal enheter som beslutades vara avvikande från kärnverksamheten. Vi ser detta som en åtgärd vilken var nödvändig för att Stora Enso inte skulle förlora kontrollen över sin verksamhet. Efter detta omstruktureringsprogram ändrades prioriteten och tillväxt hamnade i fokus, vilket främst skulle ske genom förvärv, byte av tillgångar eller sammanslagningar.

Enso hade sedan tidigare positiva erfarenheter av sammanslagningar, senast 1996 med Veitsiluoto. Synergifördelarna från denna sammanslagning medförde stora besparingar som stärkte företagets resultat. Enso hade redan långt innan sammanslagningen med STORA som strategi att växa genom sammanslagningar, vilket vi tycker att de lyckats med under den tidsperiod vi valt att utgå ifrån. Enso utnyttjade sina resurser mer effektivt än STORA, vilket deras räntabilitetsutvecklingar i våra grafer visar, men hade en högre skuldsättningsgrad och därmed en mer riskfylld finansiering. Eftersom Enso enligt vår mening var i behov av att stärka sin finansiella ställning och samtidigt kunna öka sina tillgångar genom investeringar tror vi att de såg stor potential i STORA, som tidigare nämnts hade stora tillgångar och var finansiellt starka. Vidare var de båda företagen lika, både gällande organisationsstruktur och verksamhet vilket vi tror underlättade den framtida fusionen.

Vad hände i samband med sammanslagningen?

Den 2 juni 1998 undertecknades avtalet om samgående mellan den svenska skogskoncernen STORA och den finska Enso. Enso hade gett ett bud till STORA med en aktiefördelning på 40/60 till STORAs fördel. Vi ser detta som ett tecken på att Enso var så pass måna om att ingå i samma koncern som STORA. Vidare anser vi att Enso gav budet i rätt tidpunkt eftersom STORA nyligen hade rätt ut sin struktur och öppet uttalat en önskan om att växa genom till exempel sammanslagningar. Eftersom sammanslagningen var önskvärd från båda företagen kunde fusionen genomföras. I samband med detta togs ett beslut om att tillgångar utanför den nya strategin skulle avyttras eller drivas med maximalt kassaflöde och därefter läggas ned.

Aktiemarknaden reagerade positivt på beslutet och aktiekursen fick ett uppsving. En av anledningarna till varför börsvärdet steg så kraftigt efter sammanslagningen kan enligt vår mening vara att aktieägarna insåg att dolda värden skulle tas upp i balansomslutningen i samband med fusionen. Detta visade sig stämma eftersom det egna kapitalet efter sammanslagningen fick justeras upp beroende på just dolda värden; 8 630 MSEK i skogstillgångar och 4 740 MSEK i krafttillgångar.



Hur såg företagen respektive koncernen ut, både tiden innan och efter fusionen?

Både Enso och STORA presterade extraordinärt stora vinster 1995. Vinsterna avtog dock de följande två åren, till största del på grund av lågkonjunktur. Dessutom avverkade kunderna sina lager, vilket gav en dubbelt negativ effekt, och efterfrågan i Europa och Norden minskade. 1996 var utvecklingen fortsatt dålig vilket ledde till att försäljningspriserna sjönk. För att höja resultaten krävs att kostnaderna sänks eftersom priset sätts på marknaden och inte kan påverkas i samma utsträckning som de egna kostnaderna. Läget förbättrades 1997 med en stabil och successivt förbättrad konjunktur i Nordamerika och Europa. En förstärkt dollarkurs ledde till en ökad export från Europa och leveransvolymerna steg för både Enso och STORA. Dessutom blev synergifördelarna från Ensos fusion med Veitsiluoto större än väntat vilket var ett exempel på en framgångsrik fusion. STORAs investeringar i Kina 1997 tycker vi visade på framförhållning och en insikt om denna snabbt växande marknad och den ökande globaliseringen. Året för sammanslagningen ökade omsättningen med 4,9 % som i huvudsak berodde på volymökningar men även på marknadsförutsättningar såsom förbättrade priser på tidnings- och journalpapper vilket delvis motverkades av sjunkande priser på massa och sågade trävaror. 1999 uppgick synergifördelarna till mer än dubbelt av de uppsatta målen. Dock ifrågasätter vi hur bra dessa mål var satta och vilka motiv som låg bakom denna målsättning. Genom att sätta lägre mål än det troliga utfallet, skulle företaget ha kunnat påvisa hur bra de lyckats med fusionen och sprida en positiv uppfattning om denna till allmänheten. Samtidigt är vi medvetna om att företagsledningar har en tendens att vara försiktiga till sin natur.

Ytterligare investeringar och förvärv har gjorts sedan Enso och STORA gick samman. Förutom satsningen i Nordamerika, som visade sig vara extremt olönsam, har koncernens investeringar i befintliga anläggningar såväl som i tillväxtområdena Östeuropa och Asien, enligt oss, visat på att företagets satsningar ligger rätt i tiden. Vi får uppfattningen att Stora Enso tänker igenom sina satsningar väl och vågar genomföra dem men att de samtidigt inte ger sig in i något som de inte har råd att ta konsekvenserna av. Om satsningen visar sig vara felbedömd, som i fallet Nordamerika, ska koncernen kunna klara av förlusterna som den medför. Detta tycker vi att Stora Enso har lyckats med hittills.

Under år 2000 noterades koncernens R-aktier på New York-börsen. Att registrera R-aktierna som endast berättigar aktieägaren till en tiondels röst per aktie tror vi var ett strategiskt val av Stora Enso. Genom att behålla A-aktierna inom Sverige och framförallt Finland, stannar röstmajoriteten och därmed beslutsmakten kvar i dessa länder. Trots att kraven på finska statens ägande upphävts, innehar de fortfarande röstmajoriteten. Vi tror att detta förhållande kommer att råda så länge som exporten inom skogsindustrin kommer att vara viktig för välfärden i Finland.

Sedan 1995 har balansomslutningen för de skilda företagen ökat och strax efter sammanslagningen blev den större än för de båda dåvarande företagens adderade tillgångar. Efter sammanslagningen har den nybildade koncernen tagit större marknadsandelar och resultaten har blivit större. Räntabiliteten på totalt kapital steg efter sammanslagningen och var som högst år 2000.

Enligt vår jämförelse av aktiefördelningen mellan finska och svenska ägare har den finska andelen ökat markant sedan sammanslagningen. Numera utgör det finska aktieinnehavet 59 %



av A-aktierna och 75 % av R-aktierna. Majoriteten av samtliga utgivna aktier ägs alltså av finska ägare vilket betyder att beslutsfattandet finns där. Fastän att STORAs aktieägare tilldelades 60 % av aktierna i Stora Enso, är ägandet idag koncentrerat till Finland.

Har fusionen lett till ökade möjligheter på världsmarknaden?

I och med att den tidigare bestämmelsen, om att finska staten skulle äga en viss del av aktierna i Stora Enso, upphävdes tror vi att företaget blev mer attraktivt för utländska investerare. Detta framgår inte minst av tabellerna över ägarstrukturen 1998 och 2004 samt av det faktum att Stora Ensos R-aktier sedan 2000 finns registrerade på New York-börsen.

Vi anser att fusionen bidragit till en starkare koncern än vad de båda företagen varit var och en för sig. Istället för att som tidigare konkurrera med varandra, arbetar Enso och STORA mot samma mål och drar nytta av varandras resurser och erfarenheter. Dessutom har deras förhandlingsstyrka ökat och de är idag en stark och inflytelserik aktör på den globala marknaden. Efter fusionen har Stora Enso satsat alltmer på bra kundrelationer. Att de erbjuder tjänster som stödjer kundernas produktutveckling och förbättrar värdeskapande anser vi ligger helt rätt i tiden eftersom kunderna blir mer kräsna och ställer allt högre krav.

Vi har god tilltro till det nya transport- och logistiksystemet NETSS där transporter samordnas och stordriftsfördelar kan uppnås. Detta eftersom koncernen numera är så stor och att ett effektivt system för transporter då blir nödvändigt. Vidare ökar närheten till den globala marknaden genom NETSS, vilket vi anser är mycket viktigt eftersom företaget är starkt beroende av att nå ut med sina produkter även till världsmarknaden. Bland övriga synergifördelar ingår effektivisering av de nya gemensamma staberna där bland annat personal, administration, inköp och ekonomi kunnat samordnas inom koncernen. Det är för oss uppenbart att stora kostnadsbesparingar kunnat göras på detta sätt eftersom det vid sammanslagningen fanns dubbla uppsättningar av dessa funktioner och därmed större kostnader.

För att lyckas är det viktigt att ha en klar strategi och inte skifta mellan att ena året ha en viss inriktning för att nästa år byta. Inte minst för deras anseende bland leverantörer och kunder. Däremot inser vi att företaget inte bör hålla fast alltför hårt vid sin strategi utan vara öppet och kunna anpassa sin verksamhet efter de förutsättningar som råder på världsmarknaden. Vi tycker att Stora Enso lyckats kombinera en klar produktinriktning, men att de samtidigt genomfört mindre justeringar efter marknadens förändringar.

Vad som är viktigt att ha i åtanke är alla externa faktorer som påverkar företagen och som bestämmer förutsättningarna på den globala marknaden. En av dessa är konjunkturen som bestämmer efterfrågan och styr valutakurserna. Alla aktörer inom samma bransch drabbas men på olika sätt beroende på i vilken del av världsekonomin de verkar. Exempelvis blir amerikanska skogsbolag mer attraktiva när dollarkursen försvagas, eftersom deras produkter då blir billigare i förhållande till producenter i andra länder med starkare valutakurser. Vid lågkonjunktur minskar företaget hellre produktionsvolymerna än sänker priset. Detta anser vi är helt rätt eftersom volymminskningar får mindre negativa effekter på resultatet än prissänkningar. Denna slutsats drar vi med stöd av vårt Du Pont-diagram där det framgår att Stora Enso för att höja effektiviteten bör höja sin vinstmarginal, vilket de kan göra antingen genom att höja sina priser eller sänka sina kostnader. Eftersom utgångspriset sätts på



världsmarknaden anser vi att Stora Enso bör koncentrera sig på att sänka sina kostnader ytterligare. En annan extern faktor är den politiska som bland annat utfärdar licenser samt bestämmer tull, skatt och övrig lagstiftning. Vi tycker att det är till fördel för koncernen att ha finska staten som en stor ägare eftersom deras inflytande är stort avseende dessa frågor. Finska staten har ett intresse i bolaget och i hela skogsindustrin eftersom exporten inom denna bransch är så pass viktig för det finska välståndet. Skogsindustrin utgör även en stor del av Sveriges exportvärde. Därför kan vi anta att denna bransch gynnas särskilt i de båda länderna, vilket är till Stora Ensos fördel. Ett mindre fördelaktigt exempel av politiskt inflytande är bland annat återbeskogningsprojektet Veracel i Indonesien som fick avbrytas på grund av det politiskt oroliga läget i landet. EU som är ett frihandelsområde gynnar handel inom området då tullar och andra avgifter slopas, men å andra sidan har området en gemensam tullpolitik utåt. Vi tror att handel inom området har underlättats dels av att inga tullavgifter förekommer men också av att flera av EU-länderna har den gemensamma valutan euro. Detta underlättar penningtransaktioner såväl som bokföringsarbete och prisjämförelser.

Vi har i vårt arbete märkt av en globalt ökad miljömedvetenhet som inte minst framgår av en ökande miljölagstiftning och särskilda miljöskatter världen över. Dessa omfattar såväl trafik- och fabriksutsläpp som bestämmelser om hållbar utveckling på skog och förbud mot illegal skogsavverkning. Utvecklingen inom detta område tror vi kommer att avsevärt påverka den globala skogsindustrin framöver och vara avgörande för ett stort antal mindre aktörers överlevnad. Här tror vi att Stora Enso ligger bra till eftersom de sedan länge har en väl uttalad miljöpolicy samt använder ett system som genom att spåra träd motverkar illegal skogsavverkning. Dessutom innebär det nya transportsystemet NETSS enligt vår mening att transportererna effektiviseras och kostnaderna för utsläpp och vägskatt blir lägre.

Att snabbt etablera sig på nya marknader i världen är nödvändigt för att inte konkurrenterna ska hinna före och ta viktiga marknadsandelar. Vi kan förstå att Stora Enso exempelvis gjort stora satsningar i Brasilien där högkvalitativ eukalyptusfiber kan produceras till låg kostnad. Alternativkostnaden att inte genomföra satsningar där som visat sig varit framgångsrika, hade varit större än att genomföra satsningarna som hade misslyckats. Om Stora Enso inte hade investerat där hade det kunnat resultera i att andra företag kunnat hinna före och om projektet visar sig vara lönsamt hade Stora Enso gått miste om denna marknad och de kostnadsbesparingar som projektet medför.

En oberäknelig faktor som företaget kan råka ut för är att de anställda går ut i strejk. Detta kan leda till avsevärda förluster för företaget på grund av produktionsstopp. Stora Enso är inget undantag, utan har under årens förlopp råkat ut för ett antal strejker och kommer i vår mening förmodligen även i framtiden råka ut för dessa otrevliga omständigheter. Strejker uppkommer av att de anställda känner sig missnöjda med sin arbetssituation och att fackförbunden inte kommer överens med arbetsgivarna. Vi anser att arbetsgivaren har en tuff uppgift att både se till företagets väl men samtidigt även kunna tillfredsställa sina anställdas behov, vilka kan vara mycket höga. Ofta glöms de psykologiska och kulturella faktorerna bort då fokus oftast hamnar på de finansiella målen, vilket kan leda till att personalen känner sig överkörd. Eftersom personalen inte visat något offentligt missnöje vid sammanslagningen antar vi att de var nöjda med fusionens genomförande, vilket vi tror var till fördel för den nya koncernens interna förhållanden.



Ett stort hinder vi ser för Stora Ensos expansionsmöjligheter är konkurrenslagstiftningen, som kan komma att hejda företaget från att växa ytterligare. Visserligen har Stora Enso sedan 1999 som målsättning att investeringar i anläggningar inte ska överstiga avskrivningsnivån, vilket skulle leda till att företaget inte växer. Varifrån denna målsättning härstammar kan dock ifrågasättas. Kan det vara så att Stora Enso efter sammanslagningen blivit så stora att de inte tillåts ta fler marknadsandelar? Ett antal tidigare konkurrensärenden, gällande delar av Stora Ensos verksamhet, insinuerar att koncernen balanserar på lagens gränser men så länge Stora Enso tillåts bedriva sin verksamhet tyder detta på att lagen om fri konkurrens efterföljs och vi ser ingen anledning att vidare spekulera inom detta ämne.

Vad som bör beaktas är att det som slutligen är avgörande för företagets framtid är de grundläggande krafter som råder på marknaden i form av utbud och efterfrågan. För att Stora Enso ska finnas kvar på marknaden krävs det att en efterfrågan finns på deras produkter. Vi är övertygade om att det trots datorernas och Internets frammarsch fortsättningsvis kommer att finnas ett globalt behov av tryckt material och att efterfrågan på Stora Ensos produkter kommer att vidhållas.

Varför gick STORA och Enso samman?

Vi tror att det är mycket möjligt att Enso haft planer på att slå sig samman med STORA långt tidigare än det verkliga genomförandet, men att de väntade med detta tills de ansåg att STORA rätt ut sin verksamhet och hade en klar organisation.

De huvudsakliga målen med sammanslagningen var att skapa synergifördelar, uppnå tillväxt och därigenom bli ett starkare företag tillsammans än var för sig. Vi är medvetna om att det kan finnas personliga motiv hos ledningen, men i vilken utsträckning dessa kan tänkas ha förekommit har vi inte haft någon möjlighet att utreda.

Vi förmodar att en av anledningarna till att Enso sökte sig till STORA var på grund av det senare nämnda företagets finansiella styrka. Eftersom skogsindustrin är så kapitalintensiv och eftersom utslag av dess tunga investeringar låter dröja på sig krävs det att företagen kan investera i sämre tider för att sedan ha tillräcklig kapacitet när konjunkturen vänder uppåt. Detta kräver att företagen har god tillgång till kapital.

Efter sammanslagningen kunde majoriteten av de investeringar och omstruktureringar som genomfördes finansieras till största delen med eget kapital, vilket tidigare inte var möjligt i samma utsträckning för Enso. Att stora investeringar genomfördes just i Finland anser vi visar på Ensos avsikter att utnyttja STORAs kapital. En annan avsikt kan enligt oss tänkas vara att få en lägre skuldsättningsgrad och därmed bli mer ekonomiskt stabila.

STORA var efter sina omstruktureringar redo för att växa och kunde tänka sig att göra detta bland annat genom sammanslagningar. Vi tror att deras motiv till fusionen med Enso var att de hade ett förtroende för detta företag dels på grund av deras stabila ägarstruktur men också för att de tidigare genomfört lyckade sammanslagningar.

Som vi har förstått var sammanslagningen önskvärd från båda företagens håll. Därigenom var fusionen möjlig att genomföra.



På grund av en ökad globalisering ökar också konkurrensen, och för att kunna överleva på marknaden behövde både Enso och STORA bli större. Efter sammanslagningen tror vi att deras globala förutsättningar blivit bättre än innan. Förutom alla tidigare nämnda synergifördelar erhålls även kunskap av erfarenheter inom forskning och utveckling från varandra som gör att företaget bättre kan tillvarata sina resurser och därmed skapar en effektivare produktion.

Genom att slå sig samman med varandra får den nybildade koncernen en utökad kundstock bestående av kunder från de båda tidigare konkurrenterna Enso och STORA. Detta tror vi är ytterligare en faktor som företagen hade i åtanke när de beslutade sig för att gå samman.

Vad som inte nämnts i det material vi haft tillgång till från Stora Enso är om det förekommit internt motstånd mot sammanslagningen. Vi är medvetna om att sammanslagningar är tvångsmässiga och beslutade på en högre nivå. Anställda på en hierarkiskt lägre nivå har oftast ingenting att säga till om utan måste acceptera sina nya arbetssituationer.

9.2 Förslag till fortsatt forskning

Ytterligare forskning kring sammanslagningen mellan Enso och STORA vore av intresse men då ur ett annat perspektiv, förslagsvis genom ett organisatoriskt perspektiv. Denna skulle med fördel kunna baseras på primärdata såsom intervjuer med anställda. Detta för att kunna gå in mer på djupet och göra en analys baserad på intern information. Det vore även av intresse att studera exempelvis Stora Ensos dotterbolag Papyrus, som arbetar direkt ut mot kund, för att se en annan sida av koncernen det vill säga hur de arbetar gentemot kunden.

Andra förslag till fortsatt forskning vore att göra en liknande analys av konkurrenterna SCA och UPM Kymmene för att sedan kunna göra en jämförelse mellan företagen för att se vad som är utmärkande för respektive koncern.



Källförteckning

Böcker

- Ax, C., Johansson, C. och Kullvén, H. *Den nya Ekonomistyrningen*. Malmö: Liber Ekonomi, 2001.
- Backman, J. *Rapporter och uppsatser*. Lund: Studentlitteratur, 1998.
- Buckley, P.J. and Ghauri, P.N. *International Mergers and Acquisition*. London: Thomson, 2002.
- Clemedtsson, P., Dahlén, C., Lundblad, P. och Stattin, C. *Företagsvärdering*. Stockholm: Öhrlings Reveko, 1994.
- Frommer, R. *Between expectation and experience – an analysis of post-merger integration in two mergers*. Stockholm: Kungliga Tekniska Högskolan, 2001.
- Glete, J. *Ågande och industriell omvandling*. Stockholm: SNS Förlag, 1995.
- Habeck, M.M., Kröger, F. and Träm M.R. *After the merger: seven rules for successful post-merger integration*. London: Pearson Educational Limited, 2000.
- Hansson, S. *Aktier, optioner, obligationer – en introduktion*. Lund: Studentlitteratur, 2001.
- Hult, M. *Värdering av företag*. Malmö: Liber Ekonomi, 2003.
- Hägg, C. *Företagsvärdering*. Lund: Studentlitteratur, 1991.
- Johansson, S-E. *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*. Lund: Studentlitteratur, 1995.
- Jörnmark, J. *Skogen, staten och kapitalisterna*. Lund: Studentlitteratur, 2004.
- Lantz, B. *Operativ verksamhetsstyrning*. Lund: Studentlitteratur, 2003.
- Palo, M. and Uusivuori, J. *World forests, markets and policies*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers, 2001.
- Peterson, C. *Finsk ingenjörskonst och svenskt imperiebyggande*. Stockholm: Norstedts Tryckeri AB, 1996.
- Polesie, T. *Att beskriva företags ekonomi*. Kungälv: Goterna, 1989.
- Polesie, T. *Drift & Finans – aspekter på företags ekonomi*. Lund: Lunds Offset, 1995.
- Samuelsson, L.A. *Controllerhandboken*. Uppsala: Nya Almqvist & Wiksell Tryckeri AB, 2004.

Uppslagsverk

- Nordisk Familjebok* del 1, Malmö: Corona AB, 1994.

Årsredovisningar

- Enso-Gutzeits årsredovisning 1995.
- Ensos årsredovisning 1996.
- Enso Groups årsredovisning 1997.
- STORAs årsredovisning 1995.
- STORAs årsredovisning 1996.
- STORAs årsredovisning 1997.
- Prospekt Offer by Enso Oyj to the shareholders in Stora Kopparbergs Bergslags Aktiebolag (publ) and listing particulars 1998.
- Stora Ensos årsredovisning 1998.
- Stora Ensos årsredovisning 1999.
- Stora Ensos årsredovisning 2000.
- Stora Ensos årsredovisning 2001.
- Stora Ensos årsredovisning 2002.



Stora Ensos årsredovisning 2003.
Stora Ensos årsredovisning 2004.
UPM Kymmene årsredovisning 2003.

Uppsatser

Ahlström, K. och Nilsson, T. *Success in International Mergers*. Luleå University of Technology, (2005).
Bengtsson, M. och Laurin, O. *Arkivator – värdering av ett tillväxtföretag*. Göteborg: BAS, (2000).
Engvall, G. *Val och tillämpning av värderingsmetoder vid företagsförvärv – En studie av kvantitativa värderingsmetoder, beräkning av företagets egenvärde ("as is"-värde)*. (1996).
Grundén, A. och Möller, M. *Från personvagnar till Car Corporation – En studie av Ford Motor Companys förvärv av Volvo Personvagnar*. Handelshögskolan vid Göteborgs universitet (2003).
Hallén, M. och Mattsson, A. *Effects of mergers on shareholder value – a study of AstraZeneca and Stora Enso*. Handelshögskolan vid Göteborgs universitet (2002).
Holm F. och Jönsson F. *TOTAL S.A. – En företagsanalys av oljebolaget TOTAL*. Handelshögskolan vid Göteborgs universitet (2004).

Tidsskrifter

Epstein, M.J. "The Drivers of Success in Post-Merger Integration." *Organizational Dynamics*, Vol. 33, No. 2, (2004).
Gometz, U. och Löfgren, S. "Företagsvärdering." *Ernst & Young – Skriftserien*, Nr 9, (1991).
Heller, R. "A horizontal future for mergers." *Management today*, February, (2000).
Kanter, R.M. and Corn, R.I. "Do Cultural Differences Make a Business Difference? Contextual Factors Affecting Cross-cultural Relationship Success." *Journal of Management Development*, Vol. 13, No. 2, (1994).
Olie, R. "Culture and Integration Problems in International Mergers and Acquisitions." *European Management Journal*, Vol. 8, No. 2, (1990).

Rapporter

Ali-Yrkkö, J. *Mergers and Acquisitions – Reasons and Results*. Helsinki: The Research Institute of Finnish Economy, 2002.
The UNECE Timber Committee and the FAO European Forestry Commission;
STATEMENT ON FOREST PRODUCTS MARKETS IN 2004 AND PROSPECTS FOR 2005.
UNECE/FAO *Forest Products Annual Market Review 2003-2004*.

Internet

<http://www.storaenso.com> 2005-04-05
<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=FIM&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1995&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=1995&btnOK=Go%21> 2005-04-19
<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=FIM&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1996&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=1996&btnOK=Go%21> 2005-04-19
<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=FIM&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1997&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=1997&btnOK=Go%21> 2005-04-19
<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=FIM&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1998&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=1998&btnOK=Go%21> 2005-04-19



<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1999&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=1999&btnOK=Go%21> 2005-04-19

<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=2000&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2000&btnOK=Go%21> 2005-04-19

<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=2001&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2001&btnOK=Go%21> 2005-04-19

<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=2002&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2002&btnOK=Go%21> 2005-04-19

<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=2003&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2003&btnOK=Go%21> 2005-04-19

<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=2004&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2004&btnOK=Go%21> 2005-04-19

http://www.storaenso.com/CDAvgn/main/0,,1_-3629-4347-,00.html 2005-04-27

http://www.storaenso.com/CDAvgn/main/0,,1_-6013-13102-,00.html 2005-04-27

http://epi.bolagsfakta.se/borsbolag/default_12072.aspx 2005-05-04

<http://www.sca.com/> 2005-05-04

<http://di.se/Nyheter/?O=Index&page=%2fAvdelningar%2fpresseShow.aspx%3fpresseSeqNo%3d5111%26pressCp%3d2> 2005-05-06

[http://w3.upm-kymmene.com/upm/internet/cms/upmcmfsi.nsf/\\$all/C72CD61380E5B556C2256E370047BF D8?OpenDocument&qm=menu,5,1,0&smtile=UPM%20yleisesittely](http://w3.upm-kymmene.com/upm/internet/cms/upmcmfsi.nsf/$all/C72CD61380E5B556C2256E370047BF D8?OpenDocument&qm=menu,5,1,0&smtile=UPM%20yleisesittely) 2005-05-06

<http://fxtop.com/en/historates.php3?C1=EUR&C2=SEK&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1998&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=1998&btnOK=Go%21> 2005-05-09

http://www.skogssallskapet.se/www2005/skogsvarden/2004_2/sv11.php 2005-05-10

http://www.skogforsk.se/templates/sf_NewsPage_2947.aspx 2005-05-11

http://www.skogforsk.se/templates/sf_Product_15511.aspx?sm=1&cpi=2169&ci=46 2005-05-11

<http://www.rotpost.com/aktuellt.asp?action=show&newsid=17> 2005-05-11

<http://www.svo.se/fakta/stat/> 2005-05-12

http://www.eu-upplysningen.se/templates/EUU/standardTemplate_1638.aspx 2005-05-12

http://www.storaenso.com/CDAvgn/main/0,,1_-3019-2813-se,00.html 2005-05-13

http://www.officedepot.co.uk/eu_content/uk/content/Press/press_FTSE4Good.htm 2005-05-15

<http://www.skogsindustrierna.org/LitiumDokument20/GetDocument.asp?archive=1&directory=400&document=2716> 2005-05-19

http://search.storaenso.com/2002/default.asp?openpage=group/customer_and_investor_foc.asp 2005-06-06

Databas

Business Source Premier

<http://search.epnet.com.ezproxy.ub.gu.se/login.aspx?direct=true&db=dmhco&an=1597> 2005-04-20

Broschyer

Stora Enso Transport and Distribution.



Seminarier

Stig Wiklund, logistikdirektör och projektledare på Stora Enso, Handelshögskolan i Göteborg
2005-04-13.

Intervjuer

Telefonintervju med Helene Öjert, informationsdirektör på Stora Enso, 2005-05-12.