

NHH



Norges Handelshøyskole
Bergen, Høsten 2019

SELVAAG
BOLIG

**Adrian Fagerheim &
Anders Markus Grinilia**

Masterutredning i regnskap og revisjon

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid innen masterstudiet
i regnskap og revisjon

Norges Handelshøyskole

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntar for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Innholdsfortegnelse

2. Presentasjon av Selvaag og Bransjen	12
2.1 Selvaag.....	12
2.1.1 Historisk utvikling.....	13
2.1.2 Forretningsområder.....	14
2.1.3 Verdikjeden.....	15
2.2 Presentasjon av boligbransjen.....	16
2.2.2 Tilbud av boliger.....	17
2.2.3 Hva bestemmer prisen etter leiligheter i boligbransjen.....	17
2.3 Makroforhold.....	20
2.3.1 Økonomiske forhold.....	20
2.3.2 Sosiokulturelle forhold.....	23
2.3.3 Politiske forhold.....	25
2.3.4 Teknologiske forhold.....	26
2.3.5 Miljømessig forhold.....	27
2.3.6 Lovmessige forhold.....	27
2.4 Komparative selskaper.....	28
2.4.1 Solon Eiendom.....	28
2.4.2 Veidekke Bolig.....	29
2.4.3 Opsahl Bolig.....	29
2.6 Hvordan skiller Selvaag seg fra de sammenlignbare selskapene.....	30
3. Verdsettelsesteknikker	31
3.1 Fundamental Verdsettelse.....	31
3.1.1 Egenkapitalmetoden.....	32
3.1.2 Selskapskapitalmetoden.....	32
3.2 Komparativ verdsettelse.....	33
3.2.1 Multiplikatormodellen.....	33
3.2.2 Substansverdimodellen.....	34
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	34
3.4 Valg av verdsettelsesteknikk.....	35
3.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	36
4. Strategisk analyse	38
4.1 Rammeverk for den strategiske analysen.....	38
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse.....	40
4.2.1 PESTEL-analyse.....	40
4.2.2 Porters femkraftsmodell.....	50

4.2.3 Bransjefordel oppsummert.....	58
4.3 Intern ressursbasert analyse	59
4.3.1 VRIO.....	59
4.3.2 Ressursfordel oppsummert.....	61
4.4 SWOT	62
4.5 Strategisk fordel oppsummert	66
4.6 Strategisk vekstanalyse	67
5. Regnskapsanalyse	68
5.1 Praktiske valg.....	68
5.1.1 Praktiske valg.....	68
5.1.2 Rammeverk for regnskapsanalyse	69
5.2 Presentasjon av rapporterte tall	71
5.2.1 Offentlige regnskapstall	71
5.2.2 Trailing.....	73
5.3 Omgruppering for analyse	79
5.4 Analyse av målefeil og justering.....	92
5.4.1 Tre typer målefeil.....	92
5.4.2 Analyse av målefeil og justering.....	94
5.5 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall	98
5.5.1 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for SBO	98
5.5.2 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for bransjen	100
5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse	101
6. Analyse av risiko	102
6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse	103
6.1.1 Gjeldsdekning i balansen	104
6.1.2 Gjeldsdekning gjennom nettoresultatet og kontantstrøm.....	107
6.1.3 Gjeldsdekning i fremtiden.....	109
6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse.....	110
6.2.1 Egenkapitalandel.....	110
6.2.2 Analyse av lønnsomhet	112
6.2.2 Analyse av kapitalstruktur	113
6.3 Oppsummering – Syntetisk rating.....	115
7. Historisk avkastningskrav.....	117
7.1 Avkastningskravet til totalkapitalen.....	117
7.2 Avkastning til egenkapitalen.....	118
7.2.1 Risikofri rente	119
7.2.2 Markedets risikopremie.....	120

7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbata for analyseperioden	121
7.2.4 Illikvidtetspremie	123
7.3 Finansielle krav	125
7.3.1 Finansielt gjeldskrav	125
7.3.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler	126
7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav	127
7.3.4 Netto finansiell gjeldsbeta.....	128
7.4 Netto driftskrav	128
7.5 Oppsummering avkastningskrav	129
8. Analyse av lønnsomhet	130
8.1 Strategisk fordel	131
8.2 Driftsfordel.....	133
8.2.1 Bransjefordel.....	134
8.2.2 Ressursfordel.....	135
8.2.3 Gearingfordel	141
8.3 Finansieringsfordel	141
8.3.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld.....	142
8.3.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler	143
8.2.4 Finansieringsfordel minoritet.....	143
8.3.5 Oppsummering finansieringsfordel.....	144
8.4 Oppsummering historisk superrentabilitet	145
9. Fremtidsregnskap	147
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap.....	147
9.2 Vekstanalyse og valg av budsjettthorison T.....	148
9.2.1 Resultatvekst	148
9.2.2 Kapitalvekst	149
9.2.3 Langsiktig vekst i verdensøkonomien.....	151
9.2.4 Valg av budsjettthorison T	152
9.3 Budsjettering fra 0 til T+1.....	152
9.3.1 Driftsinntekter	153
9.3.2 Netto driftseiendeler.....	154
9.3.3 Netto driftsresultat.....	156
9.3.4 Finansiell gjeld og finansielle eiendeler.....	157
9.3.5 Netto finanskostnad og netto finansinntekt.....	159
9.4 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm	161
9.4.1 Fremtidsresultat.....	161
9.4.2 Fremtidsbalanse	161

9.4.3 Fremtidig fri kontantstrøm	162
10. Fremtidskrav	163
10.1 Egenkapitalkrav	163
10.1.1 Risikofri rente	163
10.1.2 Egenkapitalbeta	164
10.1.3 Markeds risikopremie	165
10.1.4 Illikvidtetspremie	165
10.1.5 Framtidig egenkapitalkrav	166
10.2 Finansielle krav	166
10.2.1 Syntetisk rating	166
10.2.2 Finansielt gjeldskrav	167
10.2.3 Finansielt eiendelskav og beta	168
10.2.4 Netto finansiell gjeldskrav og beta.....	169
10.3 Netto driftskrav	169
10.4 Analyse av budsjettperioden - strategisk fordel	170
11. Fundamental verdsettelse.....	173
11.1 Egenkapitalmetoden.....	174
11.1.1 Fri kontantstrøm-modellen.....	174
11.1.2 Superprofitt-modellen	175
11.1.3 Superprofittvekstmodellen	175
11.2 Selskapskapitalmetoden	176
11.2.1 Fri kontantstrøm fra drift-modellen	177
11.2.2 Superprofitt fra drift-modellen.....	177
11.2.3 Superprofittvekst fra drift-modellen	178
11.3 Konvergens mot et felles verdiesimat	179
11.3.1 Vurdering av verdiesimatet.....	181
11.4 Analyse av usikkerhet	182
11.4.1 Simuleringsanalyse	182
11.4.2 Sensitivitetsanalyse	188
11.4.3 Konkurranssannsynlighet.....	191
11.5 Oppsummering av verdiesimat og usikkerhet.....	195
12. Supplerende verdsettelsesteknikker	196
12.1 Multiplikatormodellen	196
12.1.3 Beregning av multipler og verdiesimat.....	199
12.2 Verdiesimat ved bruk av multipler	201
12.3 Substansverdimodellen	203
13. Samlet oppsummering	206

13.1 Oppsummering.....	206
13.2 Hendelser etter verdsettelsesdagen	209
13.3 Handelsstrategi.....	210
Litteraturliste	211

Sammendrag

Formålet med denne masterutredning er å estimere en verdi for Selvaag Boligs egenkapital pr. 31.12.2019. Oppgaven bygger på en fundamental verdsettelse, kombinert komparativ verdsettelse. Det vil også bli utført diverse analyser på usikkerheten rundt verdiesimatet. Resultatet av vår verdsettelse er at egenkapitalen til Selvaag Bolig ble verdsatt til en verdi på tnok 6 323 558, noe som utgjør en verdi pr aksje på kr 67,44.

Innledningsvis i denne utredningen presenterer vi Selvaag Bolig, boligutviklingsbransjen og makroforhold med betydning på denne bransjen. Innsikten fra dette området, gjør oss i stand til å foreta en strategisk analyse med mål å analysere og fastsette makro- og konkurranse forhold i bransjen, samt selskapets relative posisjon sett mot bransjen.

På bakgrunn av denne analysen, forventer vi at det har foreligget en superrentabilitet de siste årene. Dette blir bekreftet ved å gjennomføre en regnskapsanalyse. Det viser seg at det har foreligget en bransjefordel samt en ressursfordel.

Bransjefordelen oppstår som følge av gode makro- og konkurranseforhold de siste årene. Dette ser vi ved at det har foreligget lav rente, og gode forhold i norsk økonomi som har medført høy kjøpekraft. Videre har konkurranseforholdene vært gode ved at det har vært moderat rivalisering og moderat press fra substitutter.

Ressursfordelen oppstår hovedsakelig som følge av Selvaag Boligs unike evne til å anskaffe attraktive tomter, gode avtaler med entreprenører, samt innovasjonsevne.

Endelig verdiesimat er i stor grad preget av våre skjønsmessige vurderinger om fremtiden. Vi forventer at bransjefordelen vil bli tilnærmet lik null som følge av høyere rente, dårligere forhold i norsk økonomi samt økt konkurranse. Ressursfordelen er antatt å forsvinne som følge av økt konkurranse, og mangel på tomter.

Vi har vurdert usikkerheten i verdiesimat ved å foreta en simulering- og sensitivetsanalyse. Utfallet av analysene viser at verdiesimatet er spesielt sensitivt for endring i netto driftsmargin på lang sikt, omløpet til netto driftseiendeler lang sikt og driftsinntektsveksten på kort sikt. Konkursrisikoen justeres også for i endelig verdiesimat for å ikke undervurdere denne risikoen.

Avslutningsvis i oppgaven supplerer vi med en komparativ verdsettelse, ved bruk multiplikatormodeller. Som følge av mangel på komparative børsnoterte selskaper må vi utvide vår bransjedefinisjon. Dette fører til at verdiesimat ved multiplikatormodellene gir lav pålitelighet og sammenligningsgrunnlag, og blir derfor ikke vektlagt i endelig verdiesimat.

Endelig verdiesimat er kr 67,44 pr aksje.

Forord

Denne utredningen har blitt skrevet som et ledd i masterstudiet regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole.

Etter mange år på skolen, med læring og forståelse av ulike teorier, ønsket vi å kunne benytte denne kunnskapen i en praktisk situasjon. Vi hadde våren 2019 masterkursene regnskapsanalyse og verdivurdering, noe som gjorde det naturlig for oss å velge fundamental verdsettelse som tema for vår masterutredning.

Valget av selskap og bransje, har vær basert på et ønske om å skille seg ut. Vi ønsket å skrive om et selskap og en bransje som det ikke var skrevet om tidligere. Videre har vi stor interesse for eiendom. Valget falt dermed på boligutviklingsbransjen, og Selvaag Bolig.

Masterutredningen har bidratt til at vi har fått en bedre forståelse for fundamental verdsettelse, og en unik kunnskap innenfor eiendomsbransjen, herunder boligutviklingsbransjen.

Til slutt ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder, Kjell Henry Knivsfå, professor ved Norges Handelshøyskole. Takk for et godt samarbeid, med raske og konstruktive tilbakemeldinger underveis i arbeidet.

Norges Handelshøyskole

Bergen, desember 2019

Anders Markus Grinilia

Adrian Fagerheim

1. Innledning

Vi vil i dette kapitlet redegjøre for valg av tema, bransje og selskap. Vi ønsker samtidig å fastslå vår målsetning med oppgaven, og foreta aktuelle avgrensninger. Til slutt presenterer vi strukturen som oppgaven har lagt opp til.

1.1 Valg av tema, bransje og selskap

Temaet for vår masterutredning, er som nevnt under forordet, fundamental verdivurdering. Valg av bransje og selskap har vært basert på at vi ønsker å skille oss ut. Vi ønsker å skrive om en bransje og selskap som ikke har blitt skrevet om for mange ganger tidligere. Vi har videre et ønske å skrive om en bransje som interesserer oss og som vi ønsker å lære mer om. Utfallet av disse vurderingene, medfører at vi velger eiendomsbransjen, herunder eiendomsutviklingsbransjen som aktuell bransje. Dette er en bransje som også har hatt stort fokus de siste årene, som følge av mye utbygging. Valg av selskap faller på Selvaag Bolig. Dette som følge av at de satser hovedsakelig på eiendomsutvikling, slik at vi får et godt representativt selskap for valgt bransje. Det er også en av de største børsnoterte eiendomsutviklerne, samt har en lang historie.

1.2 Formål

Formålet med masterutredningen er å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen til Selvaag Bolig pr 31.12.2019. Dette gjøres ved å foreta en fundamental verdivurdering, som analyserer de underliggende økonomiske forholdene, og prøver å predikere hvordan disse forholdene vil være i fremtiden. Dette skaper grunnlag for fremtidsregnskapet, som kombinert med fremtidskrav, benyttes til verdivurderingen av Selvaag Bolig.

Utfallet av verdsettelsen vil gi en verdi pr aksje, som sammenlignet mot børskursen, vil gjøre det mulig å anbefale en handlingsstrategi om å selge, kjøpe eller beholde aksjen.

1.2 Avgrensning

Vi har gjennomført verdsettelsen utelukkende basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og opptrer følgende som en ekstern analytiker. Det presiseres at verdsettelse ved bruk av intern informasjon også, ville dette kunne gitt andre estimater, og en annen verdi pr aksje.

Verdsettelsen er foretatt på konsernnivå, hvor vi har tatt utgangspunkt i års- og kvartalsrapporter ved utarbeidelse av regnskapsanalysen.

For å kunne foreta verdsettelsen på en effektiv og pålitelig måte, har vi måttet foreta en bransjeavgrensning og valgt selskaper som vi mener oppfyller denne avgrensningen. Våre vurderinger bak bransjeavgrensning er diskutert i kapittel 2. Vi har benyttet aktuell litteratur og tidsskrifter for å gjennomføre den kvantitative analysen av ikke finansiell informasjon.

Masterutredningen har blitt skrevet over en lenger periode, over høsten 2019. Dette er en utfordring, med hensyn på at man mottar løpende informasjon underveis i skrivningen. Dette er imidlertid hensyntatt etter beste evne i verdivurderingen, men presiseres at det hadde vært mer optimalt og foretatt verdivurderingen over en enda kortere periode. Som følge av innleveringsfrist samt mangel på tid, hensyntar vi ikke informasjon publisert etter 14.11.2019 i verdivurderingen. Imidlertid nevner vi på viktige hendelser avslutningsvis i oppgaven, uten at disse vil bli justert for i verdivurderingen.

Det presiseres at vi for Selvaag Bolig har benyttet andre kvartalsrapport 2019 for regnskapsanalysen, som med trailing, gir et 2019T regnskap. For fremtidsregnskapet, har vi også benyttet innsikten fra tredje kvartalsrapport, for å få et mest mulig nøyaktig og pålitelig estimat. Regnskapet basert på tredje kvartalsrapport og trailing, gir et 2019R regnskap.

Det presiseres at ved tabeller, vil tall være oppgitt i hele tusen. Vi vil også bruk Selvaag, Selvaag Bolig og SBO som betegnelse på Selvaag Bolig ASA.

1.3 Struktur og rammeverk

Vår verdsettelse utføres med grunnlag i rammeverk for fundamental verdivurdering presentert av Kjell Henry Knivsflå i kurset verdivurdering med regnskapsanalyse ved Norges Handelshøyskole. Vi vil i tillegg benytte oss av kunnskap lært i andre strategiske- og regnskapsmessige kurs, samt benytte oss av aktuell litteratur innenfor verdsettelse. Man kan her nevne på lærebøker fra Penman (2013), Palepu, Healy og Peek (2019), Damodaran (2012), og Koller, Goedhart og Wessels (2015).

Oppgaven er inndelt i fire deler.

Den første delen består av kapittel 2, 3 og 4.

Kapittel 2 består av en presentasjon av boligutviklingsbransjen, sammenlignbare selskaper, Selvaag Bolig, og makroforhold. Dette vil gi oss en unik innsikt. Kapittel 3 tar for seg ulike verdsettelsesmetoder, og det drøftes hvilke som er mest egnet gitt formålet med oppgaven. I kapittel 4 utføres en kvalitativ strategisk analyse. Dette vil være basert på informasjon presentert i kapittel 4. Det vil bli utført en bransje analyse, ved å se på makrofaktorer og konkurranse forhold. Man vil da benytte seg av verktøy som PESTEL-analyse og Porter's Five Forces analyse. Det vil også bli utført en selskaps analyse, hvor vi sammenligner selskapet mot bransjen. Dette utføres ved hjelp av VRIO-analyse.

Del to består av kapittel 5, 6, 7 og 8.

I kapittel 5 presenteres rapporterte regnskapstall for analyseperioden 2014-2019. Disse regnskapstallene omgrupperes, og normaliseres. Det vil her også bli justert for aktuelle målefeil. Dette øker relevansen og påliteligheten av regnskapstallene, som resulterer i bedre analyser av underliggende inntjening senere i oppgaven. I kapittel 6 foretar vi en analyse av risiko, ved å se på soliditet og likviditet. Dette gjør oss i stand til å fastsette en syntetisk rating, som blir benyttet i senere kapitler. I kapittel 7 fastsettes historiske avkastningskrav for Selvaag Bolig og bransjen ved å se på ulike risikoer. Avslutningsvis i del to foretas en lønnsomhetsanalyse av Selvaag Bolig. Man vil her beregne om det foreligger en strategisk fordel, og hva den eventuelle strategiske fordelen er knyttet mot.

Innsikten fra del en og del to, gjør oss i stand til å forstå underliggende økonomiske forhold, og gjør oss i stand til å foreta subjektive vurderinger og prediksjoner om fremtiden.

Del tre består av kapittel 9 og 10.

I kapittel 9 utarbeides fremtidsregnskapet, basert på syv budsjett drivere. Dette vil være basert på subjektive antagelser og vurderinger om fremtiden. I kapittel 10 beregnes fremtidskravet, og det foretas en analyse og rimelighetsvurdering av fremtidig superrentabilitet.

Del fire består av kapittel 11, 12 og 13.

På bakgrunn av de forestående kapitlene har vi nå nok data til å foreta en verdsettelse av egenkapitalen til Selvaag Bolig. Den fundamentale verdsettelsen blir foretatt i kapittel 11, basert på fremtidsregnskap og fremtidskrav beregnet i kapittel 9 og 10. Vi benytter oss her av to ulike metoder med ulike modeller, hhv. Egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, og det foretas konvergering. Avslutningsvis i kapittel 11 foretas en analyse av usikkerheten ved verdiestimatet. I kapittel 12 gjennomføres en komparativ verdivurdering ved hjelp av multiplikatormodeller, for å kvalitetssikre verdiestimatet vi regnet ut i kapittel 11. Det siste kapittelet i masterutredningen består av en samlet oppsummering av vår verdivurdering, og det presenteres et endelig verdiestimat. Det vil her anbefales en handlingsstrategi, og viktige hendelser oppstått etter verdsettelsestidspunktet vil bli listet opp.

2. Presentasjon av Selvaag og Bransjen

Vi vil i dette kapitlet presentere grunnleggende fakta om bransjen og Selvaag. Vi vil først kort introdusere Selvaag og boligbransjen, før vi går mer i detalj senere i kapitlet. Målet med kapitlet er å skape et faktagrunnlag som senere kan bli brukt til strategisk analyse i kapittel 4, samt regnskapsanalyse i kapittel 5-8.

2.1 Selvaag

I denne masteroppgaven har vi valgt å verdsette Selvaag Bolig ASA. Vi ønsker i dette delkapitlet å gi en kort introduksjon av Selvaag, for deretter å gå mer i dybden i kapittel 2.5. Selvaag Bolig er et norsk boligutviklingselskap. Selskapet har siden noteringen på Oslo børs hatt en solid oppgang i aksjens verdi på 175 prosent. I den samme periode har indeksen på Oslo Børs økt med 122 prosent¹.



Figur 2.1 – Aksjekursutvikling

¹ (Oslo Børs, 2019)

SBO har en visjon om å være Norges ledende boligbygger, basert på en unik evne til å utvikle kompetanse. For å kunne oppnå dette, står spesielt to verdier sentralt i alt de gjør: Omtanke og skaperkraft. Igjennom blant annet disse verdiene skal man bygge boliger som er til glede for generasjoner². Selskapets strategi bidrar til å sikre den ledende markedsposisjonen og å styrke konkurransekraften. Selskapet har uttalt mål om å oppnå prosjektmarginer på minimum 12 prosent³.

Selvaag Bolig har utstedt 93 765 688 aksjer pr høsten 2019, hvor Selvaag AS er den klart største aksjonæren⁴.

Med mindre annet er oppgitt, er informasjon hentet fra Selvaags hjemmeside (www.selvaag.no) og Selvaags årsrapporter.

2.1.1 Historisk utvikling

I 1948, etter andre verdenskrig, var det stor boligmangel i Norge. Byggekravene var strenge, som gjorde at det var et ubalansert forhold mellom tilbud og etterspørsel. Dette innså Sivilingeniøren Jens Olav Walass Selvaag (1912-2002) tidlig på 1950-tallet. Fra ung alder var Olav opptatt av samfunnsengasjement og mente at strenge byggekrav måtte endres og at det dermed kunne bygges flere boliger raskere: til en tredjedel av prisen og tredjedel av tiden. Det var mange skeptikere som ikke trodde på ham. For å bevise påstanden lot Morgenposten stille tomten de hadde på Ekeberg til disposisjon. Dette resulterte i et prøvehus, som skulle vise seg å revolusjonere boligbyggingen samt medføre endring av regelverket. Huset på Ekeberg introduserte en ny byggemåte med høyverdige isolasjonsmateriale og minimalt med materiale- og energiforbruk. Selvaags boligmoduler bærer også preg av det i dag.

Ekeberg huset førte til en opphetet debatt grunnet strid mot bygningslov med forskrift. Både bolig- og bygningsmyndigheter avviste det først som mindreverdig, men det boligsøkende publikum mente noe annet. Blant Morgenpostens abonnenter meldte det seg 8 221 interesserte kjøpere. Konsekvensen av interessen og debatten førte til at 1951 ble loven endret etter Selvaags innovasjonsrike byggemetode.

Prøvehuset på Ekeberg skapte grunnlaget for Olav sin videre satsing for boligutvikling i selskapet Selvaag Gruppen AS. Boligutviklingsvirksomheten til Selvaag Gruppen ble i 2008 skilt ut og fortsatte under navnet Selvaag Bolig. I 2011 fusjonerte Selvaag Bolig med de tilknyttede investerings -og boligutviklingsselskapene Hansa Property og SPE KS, og kjøpte samtlige av aksjene i det Stavanger-baserte boligutviklingsselskapet BO En. I 2012 ble Selvaag Bolig ASA notert på Oslo børs.

² (Selvaag Bolig ASA (a), 2019)

³ (Selvaag Bolig ASA (ÅRS 18), 2019)

⁴ (Selvaag Bolig ASA, 2019)

2.1.2 Forretningsområder

Selskapet er et rent boligutviklingsselskap som styrer hele verdikjeden fra kjøp av tomt til salg av ferdige boliger. Gjennom en årrekke med eiendomsutvikling, har selskapet utarbeidet kompetanse og strategi for kjøp og utvikling av nye tomter. Dette gjør at selskapet er godt rustet til å gjøre gode og lønnsomme investeringer og prosjekter. Boligene er tilpasset ulike kjøpegruppernes behov og imøtekommer markedets trender i vekstområdene. Selskapet fokuserer på områder som Stor-Oslo, Bergen, Stavanger, Trondheim og Stockholm. Selvaag har størst aktivitet i Oslo, noe som gjør at det er naturlig at vi fokuserer mest på hovedstaten videre i oppgaven. Selskapet utvikler fortrinnsvis store prosjekter med mer enn 150 boliger, hvor boligene innehar en pris fra tre millioner til fem millioner. Selvaags har en solid tomtepark som er med på å sikre fremtidig høy aktivitet.

Markedsbasert boligkonsepter

Boligprosjektene Start, Hjem og Pluss er på med å sikre at Selvaag tilbyr boliger til et bredt spekter av kjøpegrupper i boligmarkedet. Av konseptene under, er det spesielt pluss konseptet til Selvaag som skiller seg ut. I dag har Selvaag over 1500 ferdigbygde plussboliger i Norge og Sverige. Konseptet går ut på å gjøre hverdagen enklere for folk. Ved anskaffelse av et pluss bolig, tilbyr Selvaag servicetjenester som blant annet renhold, middagsservering, treningssenter, renseri og resepsjonstjenester mv.



Figur 2.2- Boligkonsepter Selvaag Bolig ASA

2.1.3 Verdikjeden

Selvaag styrer hele verdikjeden fra kjøp av tomt til salg av nøkkelferdige boliger uten egne entreprenører. Selskapets tilnærming til boligutvikling bidrar til at selskapet er posisjonert som en kostnadseffektiv aktør og er godt rustet til å møte svingninger i markedet. Selskapet har valgt å konkurransesette boligbyggingen av flere årsaker:

- Få ansatte: det jobber om lag 70 personer i kjernevirksomheten. Dette er med på å redusere lønnskostnadene
- Forutsigbare byggekostnader. Tilbud fra flere aktører vil alltid gi en markedspris
- Mindre kapitalbinding og gjennomføringsrisiko. Kapitalbindingen reduseres som følge av totalentrepriser
- Risikominimering: Inngår totalentrepriser med selskaper som har god økonomi, høy kompetanse og dokumentert leveransekraft.
- Lavere markedsrisiko.
- Riktig kompetanse
- Bedre kapasitet

Verdikjeden kan deles opp i fire ulike faser⁵:

- Fase en: Kjøpe opp og klargjøre tomt. Dette kan være ferdigregulerte tomter, eller kjøpsopsjon på tomter som ikke er regulert for boligformål.
- Fase to: Prosjektutvikling. For hvert boligprosjekt Selvaag utfører utnevnes en prosjektleder blant selskapets ansatte. Personen har ansvar å følge opp og styre prosjektet, og velger blant annet arkitekt og rådgivere.
- Fase tre: Innledes med en anbudskonkurranse blant ulike entreprenører. På dette tidspunktet er både design og tekniske beregninger utført. Man blir enige med entreprenøren om fast pris på prosjektet og boligene. Neste del av fase tre består av forhåndssalg av boliger. For at bygging skal finne sted må minimum 60 prosent være solgt.
- Fase fire: Knyttet mot byggingen av boligen av entreprenørene, og innebærer mindre arbeid for Selvaag Bolig utover oppfølging av prosjektene. Fase fire avsluttes med overlevering av nøkler til kundene.

⁵ (Nordnet, 01.02.2019)

Verdikjeden i Selvaag Bolig



Figur 2.3- Verdikjeden Selvaag Bolig ASA⁶

2.2 Presentasjon av boligbransjen

2.2.1 Boligmarkedets kjennetegn og mekanismer

Produktene som tilbys i boligmarkedet er svært heterogene, bestående av en rekke sub markeder kategorisert etter beliggenhet og boligtyper. Selvaag operer i et marked der produktene kjennetegnes ved at de blir sett på som et nødvendighetsgode. Alle trenger et sted å bo⁷.

«Det er omtrent 2,3 millioner privathusholdninger i Norge. 63 prosent er selveiere, mens 14 prosent er andels- aksjeeiere. Det betyr at 77 prosent av husholdningene eier boligen de bor i, og de resterende 23 prosentene leier»⁸

Som vi ser av statistikken over består boligmarkedet av mange kunder. Disse kundene har normalt sett en boligkarriere. Boligutskiftning vil avhenge av alder, arbeidssituasjon, familiesituasjon og migrasjon. Et annet unikt kjennetegn ved boligmarkedet er at det korrelerer med utviklingen på arbeidsmarkedet. Hoveddelen av arbeidsplassene er lokalisert i storbyene. Dette gjør at prisene blåses opp i sentrale deler av landet. I Oslo har blant annet boligprisen fordoblet seg etter finanskrisen i 2008⁹.

⁶ (Selvaag Bolig ASA (ÅRS 14), 2015)

⁷ (Regjeringen, 2014)

⁸ (SSB, 13.09.2017)

⁹ (Krogsveen, 2019)

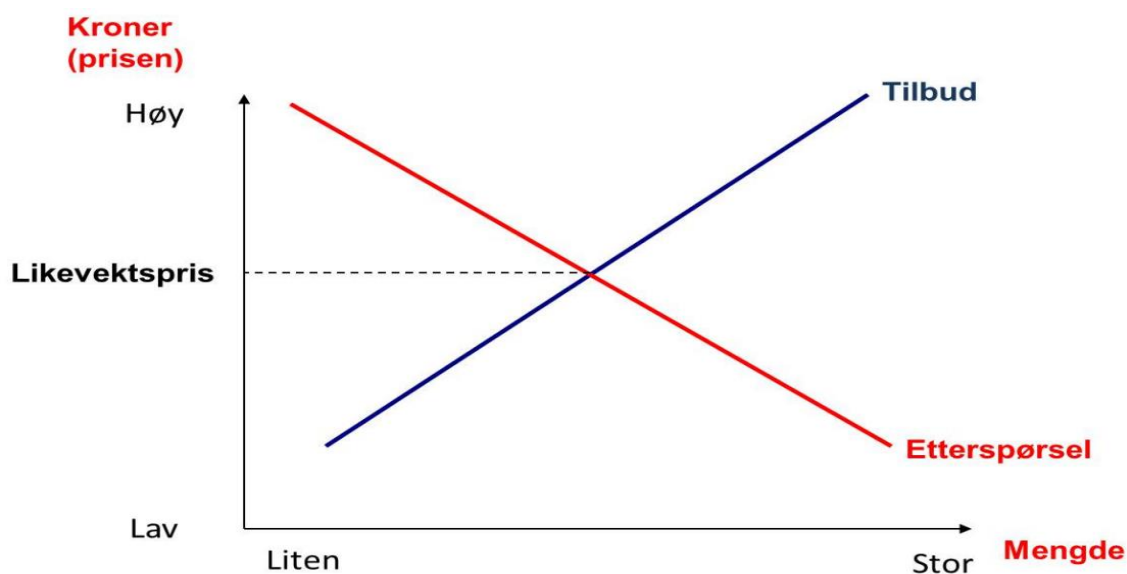
2.2.2 Tilbud av boliger

Tilbud av boligbygging vil avhenge av lønnsomheten¹⁰. Med dette menes at entreprenøren vil bygge så lenge man får dekket tomtekostnader og bygge kostnader. Bygge kostnader blir bestemt av prisene på innsatsfaktorene som brukes i byggingen, og omfatter blant annet materialer, maskiner, verktøy, arbeidskraft, rente på byggelånet, og myndighetskrav til boligen. Tomtekostnader vil si kostnad ved kjøp av rå tomt, samt opparbeiding og utvikling av rå tomten. Kostnaden ved kjøp av rå tomten vil bestemmes igjen av etterspørsel og tilbud av tomter, samt alternative anvendelser som jord- eller skogbruk¹¹.

2.2.3 Hva bestemmer prisen etter leiligheter i boligbransjen

Tilbud og etterspørsel etter bolig:

Prisen på boliger bestemmes, som ved andre markeder, av tilbud og etterspørsel¹². Boligmarkedet står i særstilling sammenlignet med andre markeder, da etterspørselen fluktuerer mer enn tilbudet på kort sikt¹³. Dette har sammenheng med at offentlig regulering og nybygging er tidkrevende samt kapasitetsbegrensninger i markedet.



Figur 2.4 – Tilbud etterspørsel kurve

¹⁰ (Goolsbee, Levitt, & Syverson, 2016)

¹¹ (Goolsbee, Levitt, & Syverson, 2016)

¹² (Goolsbee, Levitt, & Syverson, 2016)

¹³ (Haugen, 05.05.2006)

Den høyeste prisen en kjøper er villig til å betale danner grunnlaget for etterspørsel funksjonen. Denne funksjonen er svært kompleks og består av mange ulike faktorer¹⁴. Vi skal prøve å belyse noen av de faktorene enkeltvis og samlet.

Etterspørselen etter en bolig, uttrykkes gjennom betalingsvilligheten. Betalingsviljen blir sterkt preget av betalingsevnen, men også bestemt av forhold som bolig behov og hvordan bolig vektlegges i forhold til andre konsumgoder. Betalingsevne er blant annet bestemt av inntekt og formue, samtidig vil gjeldende rentenivå i markedet spille en svært sentral rolle.

Betalingsvilligheten kan til dels uttrykkes som: $(\text{Realrentekostnad} \times \text{boligpris} + \text{drift og vedlikeholdskostnad})$ [trekker betalingsvilligheten ned]

$(\text{skattefordel ved eie av boligen} + \text{realverdistigning på boligen})$ [trekker betalingsvilligheten opp]

Modellen over består av to ledd.

- Renten ute i markedet får effekt på mange ulike faktorer, en av faktorene er etterspørselen etter bolig. Når Norges bank setter opp sin styringsrentene vil private banker også heve utlånsrente til forbrukerne. Når utlånsrenten heves vil forbrukerne som er i en «gjeldsposisjon» måtte betale mer for sine nåværende lån ved økt rentekostnad. Det betyr at det vil koste mer for forbrukeren at ta opp lån. Dette trekker i retning av lavere etterspørsel etter et gode da kjøpekraften reduseres. Dersom boligkjøpet ikke er lånefinansiert vil realkostnaden representanter alternativkostnaden.
- Reale drifts- og vedlikeholdskostnader knyttes mot fremtidig utgifter knyttet til drift og vedlikeholdet av boligen. Større og eksklusive hus innebærer ofte mer kostnad og hyppig behov for vedlikehold.
- Skattefordelen ved å ha eierskap over egen bolig vil slå ut i skattebesparelse sammenlignet med alternativt kapitalplassering. Dette har sammenheng med at ligningsverdien på bolig er lavere enn reelle verdien på boligen. Ved fremtidig salg vil det også foreligge skattefrigevinst ved salg gitt oppfyllelse av gitte kriterier i skatteloven.
- Real verdistigning på bolig knyttes mot prisutvikling over tid.

Betalingsvilligheten vil også være sterkt påvirket av ytterligere faktorer

- Permanent økning av disponibel realinntekt føre til en økt betalingsevne.

¹⁴ (Goolsbee, Levitt, & Syverson, 2016)

- En renteøkning vil føre til at gjeldsbelastede husholdninger vil få svekket betalingsevne. Dette medfører midlertidig at husholdninger med positiv nettoformue får relativt sterkere betalingsevne da innskuddsrenten gir større avkastning på kapital plassert i banken.

For husholdningene vil derfor totaleffekten på prisnivået avhenge av hvilken formue- og gjeldssituasjon de befinner seg i.

Fremtidig inntektsutvikling og fremtidig verdistigning vil også få en påvirkning på etterspørselen. Ofte har man en tendens til å overvurdere fremtidig utvikling positivt. Dette medfører en forventning om bedre råd enn det man egentlig har. Dette vil resultere i en «falsk» kjøpekraft. I verste fall kan dette føre til en boble, men markedet har ofte en tendens til å justere seg selv inn.

Demografiske forhold: Antall boliger etterspurt øker proporsjonalt med økt antall husholdninger. Samlet antall husholdninger blir i hovedsak bestemt av befolkningsstørrelsen og antall personer pr. husholdning. Befolkningsstørrelsen bestemmes av befolkningsveksten som avhenger av faktorer som tilflytning, fraflytning, antall fødsler, levealder og død. Antall personer pr. husholdning vil avhenge av faktorer som blant annet alderssammensetning, samlivsbrudd og utdanning.

2.3 Makroforhold

Vi vil i dette kapittelet presentere ulike makroforhold som påvirker boligutviklingsbransjen og Selvaag, før vi foretar en analyse av forholdene i kapittel 4.2.

2.3.1 Økonomiske forhold

Økonomiske makrofaktorer har stor påvirkning på mange bransjer, og spesielt boligbransjen. Historisk ble dette bekreftet under finanskrisen høsten 2008, da aksjene i boligmarkedet hadde en kraftigere nedgang enn indeksen på Oslo børs¹⁵. Økonomiske faktorer knyttes blant annet mot økonomisk vekst, rentenivå, valuta nivå, inflasjon, realinntektsnivå og arbeidsledighet¹⁶.

Usikkerheten rundt styringsrenten fremover grunnet turbulente internasjonale forhold, gjør at det blir vanskelig å spå hvordan boligmarkedet vil være fremover. Vi benytter oss hovedsakelig av SSB's historiske tall og prognoser om fremtiden, da organet er uavhengig sett mot statistikkfaglige spørsmål.

Bruttonasjonalprodukt (BNP) er et mål for den samlede verdiskapningen i landet. Den uttrykker merverdien som tjenes opp ved produksjon i en periode¹⁷.

På tross av ustabile oljepriser de siste årene kan Norge vise til sterke tall i BNP. I 2018 var BNP på kr 664 483 pr. innebygger, noe som utgjorde mer enn 50 prosent mer enn gjennomsnittet i EU¹⁸.

Revidert nasjonalbudsjett for 2019 viser at det går godt i norsk økonomi. I årene som kommer har SSB (2019) utarbeidet prognoser for perioden frem til 2022 som viser moderat oppgangskonjunktur. Forhold som bidrar til dette, er:

- Lavere energipriser som vil føre til lavere kostnader for norske bedrifter
- Lav arbeidsledighet og høy lønnsvekst. Norge har opplevd de to siste årene oppgang i økonomien, noe som har resultert i høy lønnsvekst. I 2018 utgjorde lønnsveksten 2,8 prosent, og det er forventet en lønnsvekst på 3,4 prosent i 2019. Denne vil fortsette å stige frem til 2021, for deretter å avta gradvis. Arbeidsledigheten har vært lav de siste årene, med en ledighet på 3,6 prosent i juli 2019. Prognose viser dog at denne vil stige fremover.
- Internasjonal økonomi har stor påvirkning på norsk økonomi. Det er mye som tyder på at verdensøkonomien er på vei inn i en lavkonjunktur¹⁹. Dette skyldes flere forhold som følger av:
 - Handelskrigen mellom USA og Kina

¹⁵ (Oslo Børs, 2019)

¹⁶ (Professional Academy, 2019)

¹⁷ (SSB, 2019)

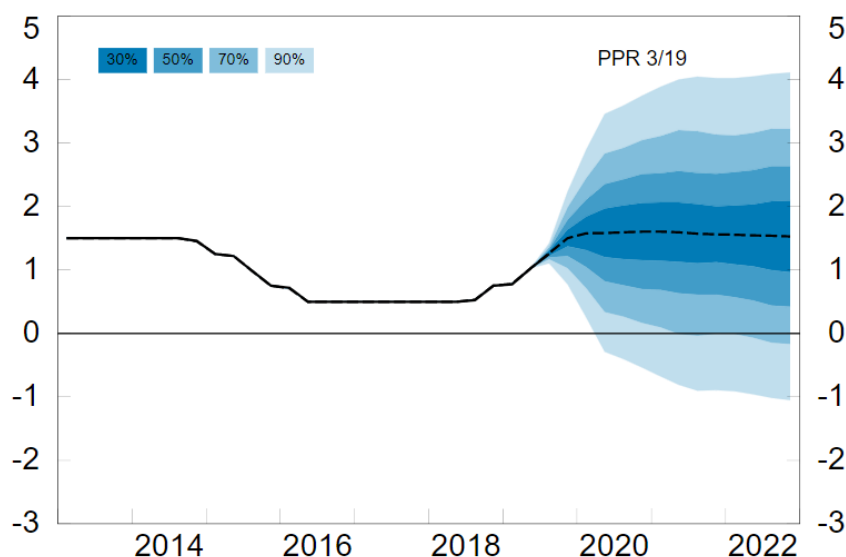
¹⁸ (SSB, 2019)

¹⁹ (SSB, 05.09.2019)

- Usikkerhet rundt utfallet av BREXIT
- Svak vekst i en rekke industriland
- 25 prosent av verdens samlede stats- og selskapsgjeld bærer nå negativ rente

Inflasjon er vedvarende vekst i det generelle prisnivået²⁰. Inflasjon er det samme som et fall i verdien av penger. Norges bank sitt inflasjonsmål er på 2 prosent. Pr august 2019 lå 12 måneders inflasjonen på 1,6.

Styringsrenten har mye å si på en rekke faktorer i norsk økonomi. Styringsrenten er først og fremst Norges viktigste virkemiddel for å stabilisere prisveksten og utviklingen i økonomien i Norge.²¹ Styringsrenten vil si hvilke rente banker får på sine innskudd i Norges Bank. Videre vil styringsrenten og forventningen om den fremtidige utviklingen på styringsrenten påvirke både rentenivået banker setter på innskudd og utlån til privatpersoner og selskaper. Markedsrentene vil igjen påvirke kronekursen, prisene på verdipapirer, boligprisene, etterspørsel etter lån, forbruk samt investeringer. Videre vil styringsrenten påvirke forventningen om fremtidige inflasjonen og økonomiske utviklingen. Figuren under viser utviklingen i styringsrenten fra 2010, og antatt utvikling fremover. Den heltrukne linjen viser faktisk utvikling i styringsrenten, mens den stiplede linjen er Norges Banks prognose fremover.



Figur 2.5- Prognose fremtidig styringsrente

²⁰ (SSB, 2019)

²¹ (Norges Bank, 2019).

I september 2019 valgte Norges bank å sette opp styringsrenten med 0,25 prosentpoeng, fra 1,25 til 1,5. Dette var den fjerde rentehevingen i 2019. I en pressemelding 19.09.2019 fortalte Øystein Olsen at:

«slik vi vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli værende på dette nivået den nærmeste tiden»²²

Hvert kvartal publiserer Norges bank pengepolitikk rapport. I denne rapporten komme de med sin rentespådom for de nærmeste årene. I tabellen under er rentespådommen medtatt, samt antatt effekt på boliglånsrenta.

Tidsintervall	Styrings-rente	Boliglåns-rente
01.10.2019 – 31.12.2019	1,50%	3,00%
01.01.2020 – 30.03.2020	1,58%	3,08%
01.04.2020 – 30.06.2020	1,58%	3,08%
01.07.2020 – 30.09.2020	1,59%	3,09%
01.10.2020 – 31.12.2020	1,60%	3,10%
01.01.2021 – 30.03.2021	1,60%	3,10%
01.04.2021 – 30.06.2021	1,60%	3,10%
01.07.2021 – 30.09.2021	1,57%	3,07%
01.10.2021 – 31.12.2021	1,56%	3,06%
01.04.2022 – 30.06.2022	1,56%	3,06%
01.04.2022 – 30.06.2022	1,56%	3,06%
01.07.2022 – 30.09.2022	1,54%	3,04%
01.10.2022 – 31.12.2022	1,53%	3,03%
01.01.2023 – 31.03.2023	1,53%	3,03%
01.01.2023 – 31.03.2023	1,53%	3,03%

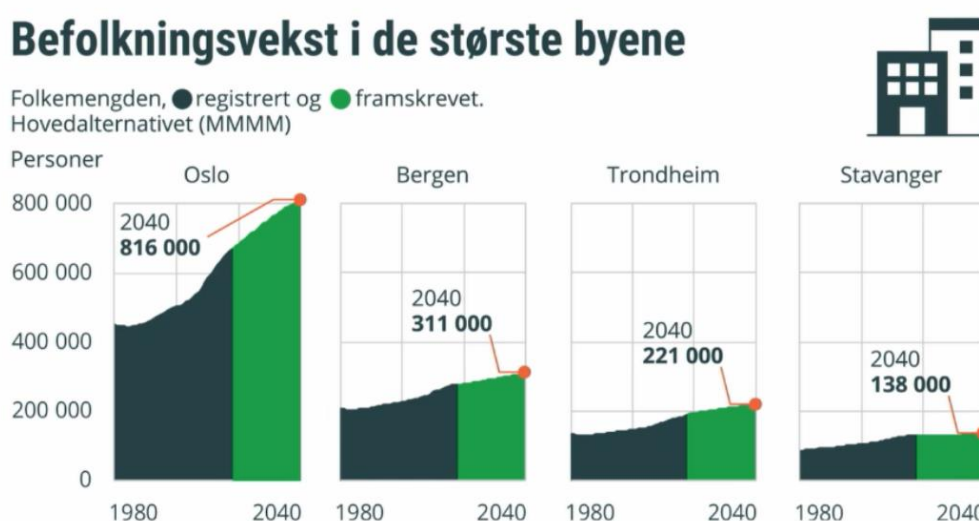
Tabell 2.6- Rentetabell

²² (Olsen, 2019)

2.3.2 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold knyttes mot demografiske karakteristika, normer, skikker og verdiene til befolkningen²³. De mest sentrale faktorene for eiendomsbransjen anses å være befolkningsstørrelse, befolkningsvekst, aldersfordeling og geografisk fordeling. Disse faktorene er spesielt viktig for markedsaktører som sikter inn mot bestemte grupper kunder, herunder Selvaag Bolig.

For å gå dypere inn i demografien har vi benyttet oss av analyser utført av SSB. Folkemengden i Norge var i starten av 2019 på ca. 5,3 millioner med en økning på 0,6 prosent fra 2018. Dette tallet antas å ville stige til ca. 6 millioner innen 2040. Trenden viser også at det er sterkest befolkningsvekst i sentrale strøk.



Figur 2.7- Befolkningsvekst storbyer år 2040

Figuren tar utgangspunkt i middels (M) utvikling i alle nøkkelfaktorene knyttet til vekst. Følgende forutsetninger er lagt til grunn for nøkkelfaktorene:

- Fruktbarheten er på kort sikt 1,60 pr kvinne, og på lang sikt 1,76.
- Det innenlandske flyttemønsteret vi har sett siste 10 årene fortsetter. Dette vil medføre at befolkningsveksten hovedsakelig skjer i sentrale strøk, imens distriktskommuner får nedgang i folketallet. Dette er utelukkende positivt for Selvaag som har sitt fokusområde rundt storbyene.
- Netto innvandring er på mellom 17 000 og 20 000 pr år.

²³ (Hill & Jones, 2009)

- Levealderen økes frem til 2060 med syv år for menn og seks år for kvinner. Forventes en tydelig økning i den eldste aldersgruppen, grunnet store kull i etterkrigstiden.

Utvikling i alderssammensetning har betydning for etterspørselen etter spesifikke boliger. Selvaag sine tre boligkonsepter gjør at de er godt rustet til å imøtekomme kravene fra samtlige aldersgrupper. Figuren under viser alderssammensetningen i den største byen i Norge, dvs. Oslo, for 2018, samt prognose for 2040. Vi har utført lignende analyse for Bergen, Trondheim og Stavanger også, men viser grunnet begrensninger i oppgaven, kun for Oslo. Vi vil imidlertid kommentere fellestrekk.

OSLO		2018	Av totalen	2040	Av totalen	Endring 2018-2040
Menn	0-17 år	67 632	20 %	75 374	18 %	11,4 %
	18-49 år	178 199	53 %	198 955	49 %	11,6 %
	50-66 år	58 170	17 %	74 502	18 %	28,1 %
	67-79 år	24 613	7 %	40 659	10 %	65,2 %
	80-89 år	5 947	2 %	16 499	4 %	177,4 %
	90 år og eldre	1 245	0 %	3 940	1 %	216,5 %
SUM Menn		335 806	100 %	409 929	100 %	22,1 %
Kvinner	0-17 år	64 497	19 %	71 327	18 %	10,6 %
	18-49 år	174 937	52 %	193 596	48 %	10,7 %
	50-66 år	57 088	17 %	72 792	18 %	27,5 %
	67-79 år	27 432	8 %	41 463	10 %	51,1 %
	80-89 år	10 112	3 %	19 951	5 %	97,3 %
	90 år og eldre	3 597	1 %	6 456	2 %	79,5 %
SUM Kvinner		337 663	100 %	405 585	100 %	20,1 %
SUM Menn og Kvinner		673 469	100 %	815 514	100 %	21,1 %

Tabell 2.8- Befolkningsvekst aldersgrupper 2040

Fellesnevneren blant Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger er at det foreligger stor befolkningsvekst i de fleste aldersgruppene. Dette kommer av faktorer som høy nettoinnvandring til storbyene, fruktbarhet, samt økning i gjennomsnittlig levealder. Vi legger spesielt merke til en stor prosentvis økning blant de eldre, noe som er naturlig gitt eldrebølgen²⁴.

²⁴ (SSB, 2019)

2.3.3 Politiske forhold

Politiske forhold handler om hvordan og i hvilken grad offentlige myndigheter påvirker økonomien og forholdene i en bransje²⁵. Myndighetene kan blant annet ved lover og regler regulere: stabiliseringspolitikk, skattepolitikk, sosiale velferdsgoder, handelsreguleringer, arbeidsrett og miljølov.

Innenfor boligbransjen går myndighetenes boligpolitikk ut på å finne et optimalt forhold mellom tilbud og etterspørsel i markedet. For å oppnå dette, samt stabilisere norsk økonomi, har myndighetene en rekke tiltak de har satt i gang som f.eks. skattesubsidiering av boligkjøp, tariffavtaler, innføring av boliglånsforskrifter mv.

Selvaag opererer hovedsakelig innenfor Norge, men har også noe aktivitet i Sverige og Spania. Norge er spesielt preget av politisk stabilitet. Dette trekker i retning av forutsigbare politiske avgjørelser som ikke vil få markante konsekvenser for boligmarkedet fremover. Vi kan underbygge dette argumentet ved å vise til årlige rapporter over styringsindikatorer fra The World Bank Group²⁶. Rapporten viser at Norge er blant de landene som scorer høyest på blant annet politisk stabilitet, kvalitet på reguleringer samt lavt korrupsjonsnivå. Dette skaper et godt grunnlag for å drive virksomhet. Spesifikke politiske faktorer i Norge som får en effekt på boligbransjen er blant annet:

- Skattenivået for bedrifter i Norge, har stadig gått ned: fra 27 prosent i 2015 til 22 prosent i 2019 av alminnelig inntekt²⁷. Dette vil øke kontantstrømmen til selskapene, da ved positiv alminnelig inntekt, må mindre skatt betales. Imidlertid økes stadig skatt på personinntekt, ved økning av sats på hvert trinn, som medfører lavere betalingsevne.
- I utgangspunktet skal enhver eiendel verdsettes til markedsverdi, og inngå som en del av formuen. Formue som er over ett visst nivå, må skattlegges i Norge. Imidlertid har man unntaksregler når det kommer til bolig, som medfører lavere formuesverdier. Skatteetaten setter et skille mellom to ulike typer boliger: primærbolig og sekundærbolig. Formuesverdien av primærbolig skal settes til 25 prosent av boligverdien. Formuesverdien for sekundærbolig skal settes til 90 prosent av boligverdien²⁸.
- Boliglånsforskriften er en norsk forskrift som er med på å regulere kredittmuligheter²⁹. Forskriften skal bidra til en mer bærekraftig utvikling i boliglånsmarkedet. Forskriften ble fastsatt i 2015 som et svar på stadig økende vekst i husholdningens gjeld og i boligprisene, og

²⁵ (Professional Academy, 2019)

²⁶ (World Bank, 2019)

²⁷ (Skatteetaten, 2019)

²⁸ (Skatteetaten, 2019)

²⁹ (Regjeringen, 2016)

har siden den gang blitt oppdatert. Boliglånsforskriften gjelder for finansforetak, og stiller en rekke krav som blant annet³⁰:

- Lånekundens samlede gjeld skal ikke overstige fem ganger brutto inntekt i året
- Det skal kreves 15 prosent egenkapital ved kjøp av primærbolig
- Avdrag skal kreves for lån som overstiger 60 prosent av boligens verdi
- Rammelån kan ikke gis når lånerammen overstiger 60 prosent av boligens verdi
- Bankens mulighet for å gjøre unntak fra kravene opprettholdes til å gjelde maks 10 prosent av bankenes innvilgede lån

Høsten 2019 foreslår finanstilsynet ytterligere innstramminger, ved blant annet at lånekundens samlede gjeld ikke skal overstige mer enn 4,5 ganger brutto årsinntekt, fleksibilitetskvoten reduseres til 5 prosent, samt at den geografiske differensieringen av fleksibilitetskvoten og maksimal belåningsgrad for sekundærboliger oppheves.

2.3.4 Teknologiske forhold

Teknologiske faktorer knyttes mot innovasjoner innen teknologi som kan påvirke driften av selskapet og markedet³¹. Dette knyttes igjen til forskning og utvikling, som medfører teknologisk innovasjon og automatisering.

Teknologiske forbedringer har skjedd i eiendomsutviklingsbransjen. Tidligere ble det kun levert planker. Teknologien gjør at det i dag er mulig å produsere ferdige moduler som fører til redusert kostnader for bedriftene. Selvaag benytter seg av denne nyskapingen som har sin forankring i deres verdier.

Selvaag Bolig har stort fokus på kompetanse, og sier at de skal være «Norges ledende boligbygger, basert på en unik evne til å utvikle kompetanse», samt et «kreativt kraftsenter for nyskaping»³². Med dette menes at de skal utvikle og bruke kompetansen, til å være nytenkende innenfor boligutvikling. De skal fremme nye bygge løsninger og materialer, for å være kostnadseffektiv.

³⁰ (Nordea, 2018)

³¹ (Business-to-you, 18.09.2016)

³² (Selvaag Bolig ASA (a), 2019)

2.3.5 Miljømessig forhold

Miljømessige faktorer er faktorer som har blitt viktigere de siste årene. Økt fokus skyldes forhold som forurensningsmål, økende knapphet på råvarer og bærekraftig drift. Forurensingen i Norge skal ned³³. Infrastrukturen må tilpasse seg disse endringene. Dette vil blant annet føre til mindre trafikk på vegene som igjen fører til økt fokus på kollektivtransport. Dette må hensyntas av Selvaags nye boligprosjekter, da disse må være i nærhet av fremtidig kollektivløsninger.

I tillegg stiller forbrukerne stadig høyere krav til produktene de kjøper³⁴. Produktene bør tilfredsstill etiske retningslinjer. I boligbransjen er det krav om bruk av mer miljøvennlige materialer i boliger som bygges. Dette vil igjen øke kostnaden ved utbyggingen. Det er viktig å høre på hva markedet krever, og møte kravene for å kunne drive i lengden.

2.3.6 Lovmessige forhold

Det foreligger en rekke reguleringer knyttet til boligutviklingsbransjen som setter sine krav og som må følges. Et eksempel på dette er *forskrift om teknisk krav til byggverk* som ble utgitt i 2010, også kjent som «TEK 10»³⁵. Dette er omfattende krav som ble satt av myndighetene, og trekker opp grensen for det minimum av egenskaper et byggverk må ha for å kunne oppføres lovlig i Norge. Den setter ikke bare tekniske krav, men også krav knyttet til dokumentasjon, tomteutnyttelse, naturpåkjenninger, utearealer, installasjoner og mer. Dette utgjør en ekstra kostnad for bransjen.

Denne forskriften ble oppdatert i 2017, kjent som «TEK 17», og erstattet «TEK 10»³⁶. TEK 17 har som mål å gjøre det enklere og rimeligere å bygge boliger, og har fjernet en rekke krav.

³³ (Lovdata, 2018)

³⁴ (Svanemerket, 2018)

³⁵ (Direktoratet for byggkvalitet, 2011)

³⁶ (Direktoratet for byggkvalitet, 2017)

2.4 Komparative selskaper

Boligutviklingsmarkedet er preget av mange små aktører, som konkurrerer om små deler av markedet³⁷. Dette til motsetning til dagligvarebransjen, hvor det foreligger noen få store aktører som tar mye av omsetningen.

Ettersom eiendomsbransjen kan karakteriseres ulikt, samt aktørene i markedet er forskjellige, vil vi nå foreta en bransjeavgrensning for å øke relevansen av oppgaven:

- Avgrenses til å kun til gjelde boligutbygging i det nasjonale markedet
- Avgrenses til gjelde nye boliger, utelukker dermed brukte boliger
- Avgrenses til kun å gjelde leiligheter og utelukker dermed enmanns- og tomannsboliger
- Avgrenses til å gjelde selskaper som styrer hele verdikjeden som da omhandler prosessen fra kjøp av tomt til salg av bolig

Dette gjør at selskaper som Solon Eiendom, Selvaag Bolig, Veidekke Bolig AS (VB) og Opsahl Bolig anses som del av bransjen, og vil bli brukt i analyser fremover. Disse er å anse som store blant aktørene, men er fortsatt små total sett som følge av at de innehar liten del av markedets totale omsetning. De vil følgelig avvike fra det gjennomsnittlig selskap som kommer inn under bransjedefinisjonen, men velges grunnet økt tilgang på informasjon. Bransjen vil følgelig være ovennevnte selskap, og avvik mellom selskapene og det gjennomsnittlig selskap i bransjen vil bli kommentert hvor dette er aktuelt.

Selskapene presenteres under. Informasjonen er hentet utelukkende fra selskapenes hjemmesider samt årsrapporter.

2.4.1 Solon Eiendom

- Solon Eiendom ASA er et boligutviklingsselskap som ble stiftet i 1993. Selskapet er notert på Oslo børs og kan vise til et salgsvolum på 296 enheter og en omsetning på 924 millioner i 2018. Verdikjeden til Solon er utformet på samme måte som Selvaag, ved kjøp av entreprenør-, megler- og arkitekttjenester eksternt. Geografisk virksomhetsområde er i og rundt Stor-Oslo området. Selskapet benytter seg av faste samarbeidspartnere.

³⁷ (Boligprodusentene, 23.01.2019)

2.4.2 Veidekke Bolig

Veidekke bolig AS (VBA) er et datterselskap av det børsnoterte selskapet Veidekke ASA, som er en av Norges største boligutviklere. VBA utvikler, bygger og selger hovedsakelig leiligheter, men også rekkehus og småhus. Selskapet har sin aktivitet i geografisk tilknytning til de største byene i Norge. Selskapet har i 2018 hatt produksjon på fem prosjekter bestående av til sammen 340 enheter. På samme måte som Selvaag, styrer VBA hele verdikjeden og kjøper inn tjenester eksternt. Det som imidlertid skiller VBA fra resten av bransjen, er at de bruker selskaper innad i konsernet til entreprenørtjenester.

2.4.3 Opsahl Bolig

Opsahl bolig er et boligutviklingselskap lokalisert i Oslo. Selskapet fokuserer på hele verdikjeden, og foretar internt tjenester som kjøp av råtomt og opparbeidelse, markedsføring, og lignende ting. Eksternt benyttes tjenester som arkitekter, entreprenører og eiendomsmeglere. Selskapet har sitt hovedfokus satsingsområde i Oslo, og leverer produkter som leiligheter, enkelthus og tomannsboliger. Selskapet hadde en omsetning på 214 millioner i 2018, mot 205 millioner i 2017.

2.6 Hvordan skiller Selvaag seg fra de sammenlignbare selskapene

De fleste selskap som vi har klassifisert som sammenlignbare selskap, har like karakteristika. Dette som følge av vår snevre bransjedefinisjon, samt vårt utvalg av sammenlignbare selskap. Det som imidlertid skiller Selvaag fra sammenlignbare selskapene, er Selvaags boligkonsepter (bolig pluss samt til ulike aldersgrupper), samt unike evne til å kjøpe tomter i vekstområde, som senere har blitt svært attraktive og økt i pris. Tomtebanken til Selvaag er også stor i forhold til de sammenlignbare selskapene, som gjør at Selvaag har en gylden mulighet til å møte fremtidig etterspørsel i boligmarkedet. Videre skiller Selvaag seg ut ved at det er en stor aktør sett mot øvrige sammenlignbare selskap. Sammen med Solon er Selvaag børsnotert selskap. Det gjør det lettere å anskaffe frisk kapital i primærmarkedet ved behov.

3. Verdsettelsesteknikker

Når vi ønsker å sette en verdi på et selskap, herunder totalkapitalen og egenkapitalen til Selvaag Bolig ASA, må vi benytte oss av en verdsettelsesteknikk. Ifølge Damodaran (2012) skiller man hovedsakelig mellom tre ulike teknikker for å verdsette et selskap: fundamental verdsettelse, opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse. Videre er det innenfor fundamental - og komparativ verdsettelse ulike metoder og modeller. De ulike teknikkene bør ikke se på som utelukkende teknikker, men bør heller bli sett på som supplementer til de ulike teknikkene³⁸.

3.1 Fundamental Verdsettelse

Ved bruk av en fundamental verdivurdering kommer man frem til et verdianslag basert på en analyse av underliggende og fundamentale forhold gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og -krav³⁹. Den tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap forventer å generere fremover, og teknikken kalles gjerne diskontert kontantstrømmetode (DCF) og inntjeningsbasert tilnærming⁴⁰. Den vil basere seg på historisk informasjon, og prøve å lage prognoser for fremtiden. Dette da empiri viser at det i en del bransjer forekommer en normalisering av lønnsomheten over tid⁴¹.

Man kan verdsette egenkapitalen *direkte, såkalt egenkapitalmetoden*, eller *indirekte, såkalt selskapskapitalmetoden*⁴². Innenfor hver av disse metodene kan det benyttes ulike modeller for å komme frem til samme verdiestimat, gitt bruk av forutsetninger konsistent⁴³.

³⁸ (Knivsflå, F1. Verdivurdering med rekneskapsanalyse, 2019)

³⁹ (Knivsflå, F1. Verdivurdering med rekneskapsanalyse, 2019)

⁴⁰ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

⁴¹ (Kaldestad & Møller, 2016)

⁴² (Berk & DeMarzo, 2017)

⁴³ (Kaldestad & Møller, 2016).

3.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer en direkte verdsettelse av egenkapitalen. Med dette menes at man finner verdien av egenkapitalen, ved å se på direkte strømmer av verdier til egenkapitalen⁴⁴. Innenfor metoden vil man finne ulike modeller, som Netto betalt utbyttemodellen, fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Til tross for ulike tilnæringer, skal disse modellene gi det samme verdiestimatet dersom de brukes konsistens over tid⁴⁵.

- Netto betalt utbytte-/ Fri kontantstrømmodellen innebærer at verdien av egenkapitalen vil tilsvare nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen⁴⁶
- Superprofittmodellen innebærer at verdien av egenkapitalen vil være lik summen av bokført egenkapital i dag, med tillegg av nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen⁴⁷
- Superprofittvekstmodellen innebærer at verdien av egenkapitalen vil være lik den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat, med tillegg av nåverdien av fremtidig superprofittvekst til egenkapitalen⁴⁸

3.1.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden innebærer en indirekte verdsettelse av egenkapitalen. Her fastsettes verdien av egenkapitalen ved å først fastsette verdien av selskapskapitalen, igjennom et vektet og gjennomsnittlig avkastningskrav. Man vil deretter finne verdien av egenkapital ved å trekke fra verdien av gjelden⁴⁹.

Det finnes typisk tre mål på selskapskapitalen: totalkapitalen, sysselsatt kapital og netto driftskapital, men hvor totalkapitalmetoden anses utdatert.

Sysselsatt kapital knyttes mot kapitalen som er sysselsatt av eierne og långivere. Dette vil si egenkapital samt finansiell gjeld. Man finner her verdien fra drift og finansielle eiendeler, for deretter å trekke fra verdien av finansiell gjeld. Dette gir verdien av egenkapitalen.

⁴⁴ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

⁴⁵ (Kaldestad & Møller, 2016)

⁴⁶ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

⁴⁷ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

⁴⁸ (Palepu, Healy, & Peek, 2019).

⁴⁹ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

Netto driftskapital knyttes mot egenkapital og netto finansiell gjeld. Man finner her verdien av driften. Deretter vil man trekke ifra verdien av netto finansiell gjeld, som vil gi verdien av egenkapitalen.

Selskapskapitalmetoden har videre ulike modeller, hhv. Fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Ettersom disse er omtrent tilsvarende som nevnt under 3.1.1, repeteres ikke disse her.

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse går ut på at du finner verdien av en eiendel eller selskap, ved å sammenligne med verdien på en lignende eller samme type eiendel eller selskap⁵⁰. Det forutsetter altså at du har en tilnærmet lik eiendel å sammenligne mot. Videre må man huske på ulempene ved teknikken, blant annet at ressursfordelen i et selskap ikke blir reflektert. Dette er en enkel metode: den krever begrenset med ressurser i form av tid og informasjon. Teknikken skiller mellom to metoder, hhv. Multiplikatormodell og substansverdimodell⁵¹.

3.2.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen går ut på at vi finner et verdiestimat på egenkapitalen i et selskap, ved å sammenligne mot hva lignende selskaper omsettes for, justert for forskjeller mellom selskapene⁵². Man finner et forholdstall på det sammenlignbare selskapet basert på tall i regnskapet, som gir en multiplikator, som igjen brukes på selskapet vi ønsker å verdsette. Det kan være pris/bokført verdi, pris / salg, eller pris / EBITDA⁵³. Multiplene kan brukes til å vurdere om aksjekursen er for høy eller lav, eller den kan brukes til å sette en verdi på et ikke børsnotert selskap. Viktig at nevneren i multiplikatoren er positiv og konsistent med telleren⁵⁴. Med dette menes at hvis man velger aksjekurs pr aksje, må man velge egenkapital per aksje, og ikke total egenkapital. Utfordring ved multiplikatormodellen er å finne sammenlignbare selskaper til å gi et presist verdiestimat⁵⁵. Ulempen ved metoden er at hvis det sammenlignbare selskapet er overpriset, og prisen brukes i multiplene, vil det kunne skapes et urimelig verdiestimat.

⁵⁰ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

⁵¹ (Knivsflå, F23. Komparativ verdivurdering, 2019)

⁵² (Palepu, Healy, & Peek, 2019)

⁵³ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

⁵⁴ (Knivsflå, F23. Komparativ verdivurdering, 2019)

⁵⁵ (Palepu, Healy, & Peek, 2019)

3.2.2 Substansverdimodellen

Substansverdimodellen vil si at man finner verdien av et selskap ved å se hva de enkelte eiendelene kan selges for i det åpne markedet, og deretter trekke fra verdien av gjelden⁵⁶. Modellen forutsetter at det er et aktivt marked for eiendelen. Denne modellen har altså fokus på eiendeler som kan identifiseres, og kan dermed utelate viktig verdi i ikke identifiserbare eiendeler som synergier, ansattes kompetanse, rutiner og relasjoner med kunder og leverandører. Modellen passer dermed godt for eiendoms- og shipping selskap, hvor mye av verdiene ligger i identifiserbare eiendeler og ikke driften⁵⁷.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse gjøres som et supplement for fundamental verddivurdering. Dette er en utvidet fundamental verdsettelsesmodell, hvor du i tillegg til å finne en verdi av egenkapitalen i selskapet ved fundamental verdsettelse, prøver å sette en verdi på fleksibiliteten som foreligger⁵⁸. Fleksibiliteten vil typisk være verdien av en eller flere opsjoner. Opsjon vil si en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel innen eller på et gitt tidspunkt i fremtiden til en pris som er avtalt på forhånd⁵⁹. Man snakker om opsjoner knyttet til drift, og opsjoner knyttet til det finansielle, samt kan både ha kjøpsopsjoner eller salgsopsjoner. Et eksempel innen eiendomsutviklingsbransjen er at du har opsjon til å kjøpe et tomteareal⁶⁰. Fordelen med denne teknikken sett mot ren tradisjonell verdsettelsesmetode, er at du får satt en verdi på fleksibiliteten, herunder opsjonen, som også har en verdi.

⁵⁶ (Kaldestad & Møller, 2016)

⁵⁷ (Kaldestad & Møller, 2016)

⁵⁸ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

⁵⁹ (Knivsflå, F24. Opsjonsbasert = Supplement til fundamental verddivurdering, 2019)

⁶⁰ (Selvaag Bolig ASA (ÅRS 18), 2019)

3.4 Valg av verdsettelsesteknikk

Valg av verdsettelsesteknikk avhenger av selskapet, bransjen og fase i livssyklusen⁶¹. Selvaag Bolig er en etablert aktør på markedet og har rapportert stabile og gode resultater. Veksten har imidlertid vært meget høy de siste årene, noe vi forventer at skal gå ned i årene fremover. Basert på dette, mener vi at selskapets produkter er i slutten av modenhetsfasen.

Andre faktorer som må hensyntas er tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet på verdiesimatet. Offentlig informasjon kommer i form av ulike rapporteringer, børsmeldinger eller medieoppslag. Selvaag Bolig er et børsnotert selskap og det vil følgelig foreligge tilstrekkelig med tilgjengelig informasjon til å gjennomføre en fundamental verdsettelse.

Dette er et 30- studiepoengs fag og vi har om lag fire måneder til å gjennomføre oppgaven. Vi mener dermed at tiden ikke står i veien for valg av verdsettelsesteknikk.

En kombinasjon av fundamental og komparative metoder vil normalt gi det mest pålitelige estimatet og man bør dermed prøve å kombinere varianter av disse metodene⁶². Vi har basert på vurderingene gjort over, valgt å benytte oss av fundamental verddivurdering som hovedteknikk. Videre vil vi benytte oss av komparativ teknikk som supplement for å vurdere rimeligheten av verdiesimatet. Vi har valgt å ikke bruke opsjonsbasert teknikk da dette ikke tilfredsstillter kost-nytte betraktningen samt risiko for dobbeltrening av opsjoner.

Vi vil også være oppmerksom på at teknikkene er sensitive for inputs og forutsetninger og at små endringer kan gi store utsalg.

⁶¹ (Kaldestad & Møller, 2016)

⁶² (Kaldestad & Møller, 2016)

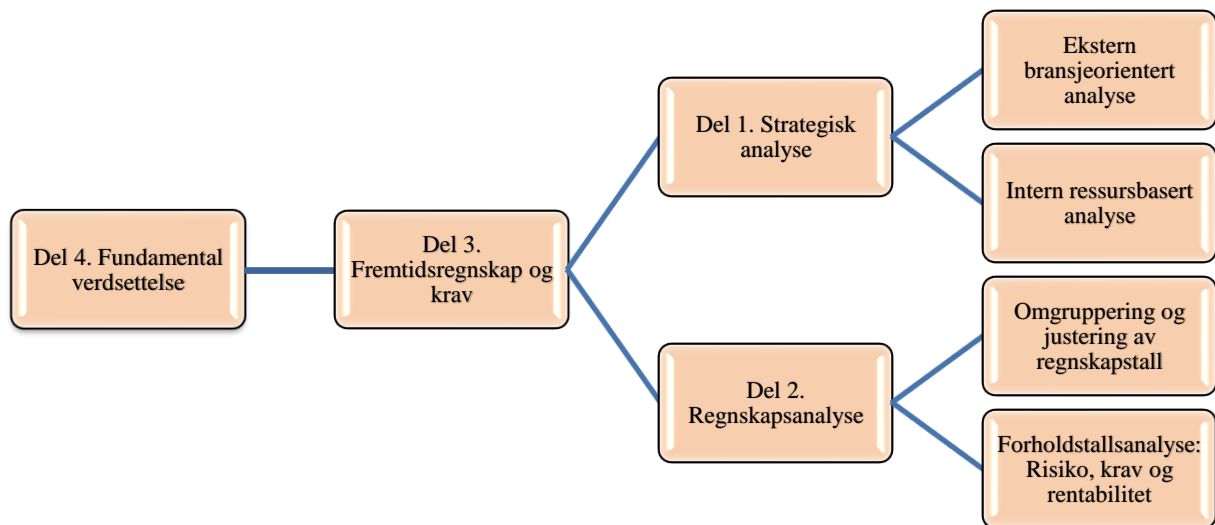
3.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse

I den fundamentale verdsettelsen, benyttes rammeverket presentert av Knivsflå. Dette er en systematisk tilnærming for å kunne foreta en god fundamental verdsettelse, og rammeverket samsvarer med blant annet Palepu mfl. (2019), og Damodaran (2012).

Del 1 vil bestå av strategisk analyse, dvs. kvalitativ analyse. Her vil målet være å kartlegge eksterne makro faktorer og bransje faktorer, samt interne selskaps faktorer. Formålet med dette vil være å få en forståelse av underliggende økonomiske forhold: hvordan de ulike forhold er i dag, og antas å være i fremtiden, samt påvirkning forholdene har på selskapets og bransjens inntjening og lønnsomhet. Man vil også se på ulikheter mellom selskapet og bransjen, for å kunne si noe om forskjeller i lønnsomhet og vekst. Man ønsker å se på styrker, svakheter, muligheter samt trusler som ligger i bransjen og selskapet (SWOT).

Del 2 vil bestå av regnskapsanalyse. Dette er en kvantitativ analyse, som har som formål å kunne sette tall på de underliggende økonomiske forholdene. Dette gjøres igjennom trailing, omgruppering, justering for målefeil samt analyse av ulike forholdstall om risiko og rentabilitet. Trailing innebærer at man utarbeider årsregnskap basert på fire siste kvartalsrapportene, hensyntatt vekst. Dette da man ønsker å bruke siste tilgjengelige informasjonen, da denne har stor verdi. Omgruppering gjøres for å få regnskapet mer investororientert. Justering av målefeil gjøres for at tallene bedre skal kunne reflektere underliggende økonomiske forhold, og oppstår grunnet måten regnskapssystemet er bygd opp på, og friheten den gir. Man foretar analyse av kortsiktig og langsiktig risiko, som vil resultere i en syntetisk rating. Til slutt vil man foreta en rentabilitetsanalyse. Innsikten fra del 1 og del 2, vil bli brukt til å fastsette et fremtidsregnskap og et fremtidskrav i del 3, før en foretar selve verdsettelsen til slutt i del 4. Vi vil benytte de ovennevnte metoder nevnt under 3.1, og deretter utføre en konvergensprosedyre som resulterer i et felles verdierestimert fra de ulike metodene og modellene. Det vil også foretas ulike simuleringer og sensitivitetsanalyser for å gjøre leseren oppmerksom på usikkerheten som ligger i verdierestimert.

Figuren under oppsummerer den systematiske trinnvise prosessen⁶³:



Figur 3.1 – Rammeverk Fundamental verdsettelse

⁶³ (Knivsflå, F1. Verdivurdering med rekneskapsanalyse, 2019)

4. Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for den strategiske analysen

Strategisk analyse er en kvalitativ analyse av selskapets underliggende økonomiske forhold. Dette gjøres ved å analysere Selvaag Bolig samt bransjen selskapet opererer innenfor. Formålet med strategisk analyse er å kartlegge strategisk prestasjon, strategisk posisjon og strategisk risiko samt legge grunnlag for fremtidsbudsjettering og utvikling av fremtidsregnskap⁶⁴. Dette vil bli gjenspeilet av de offentlige regnskapstallene. Imidlertid er regnskapsanalysen hovedsakelig tall, slik at strategisk analyse trengs for å forklare tallene. Utfordringen i offentlig regnskapstall blir å skille mellom korrekt regnskapsinformasjon og det vi kaller for støy, men dette analyseres i kapittel 5.

Strategisk fordel til selskapet knyttes mot superrentabilitet fra drift, dvs. avkastning over avkastningskravet⁶⁵.

Utrykkes matematisk:

$$= (ndr - ndk)$$

Denne kan dekomponeres ytterligere:

$$= (ndr_b - ndk) + (ndr - ndr_b)$$

- Første ledd av formelen knyttes mot ekstern bransjeorientert strategisk fordel. Med dette menes at bransjen har en rentabilitet større enn kravet. Dette kan komme i form av makroforhold og bransjeforhold, og analyseres ved en kombinasjon av PESTEL-analyse og Porters Five Forces.
- Andre ledd av formelen knyttes mot intern ressursbasert strategisk fordel. Med dette menes at selskapet vi analyserer, har en rentabilitet som er høyere enn rentabiliteten i bransjen. For at selskapet skal opprettholde en rentabilitet utover bransjen så må ressursene tilfredsstillere VRIO-rammeverket.

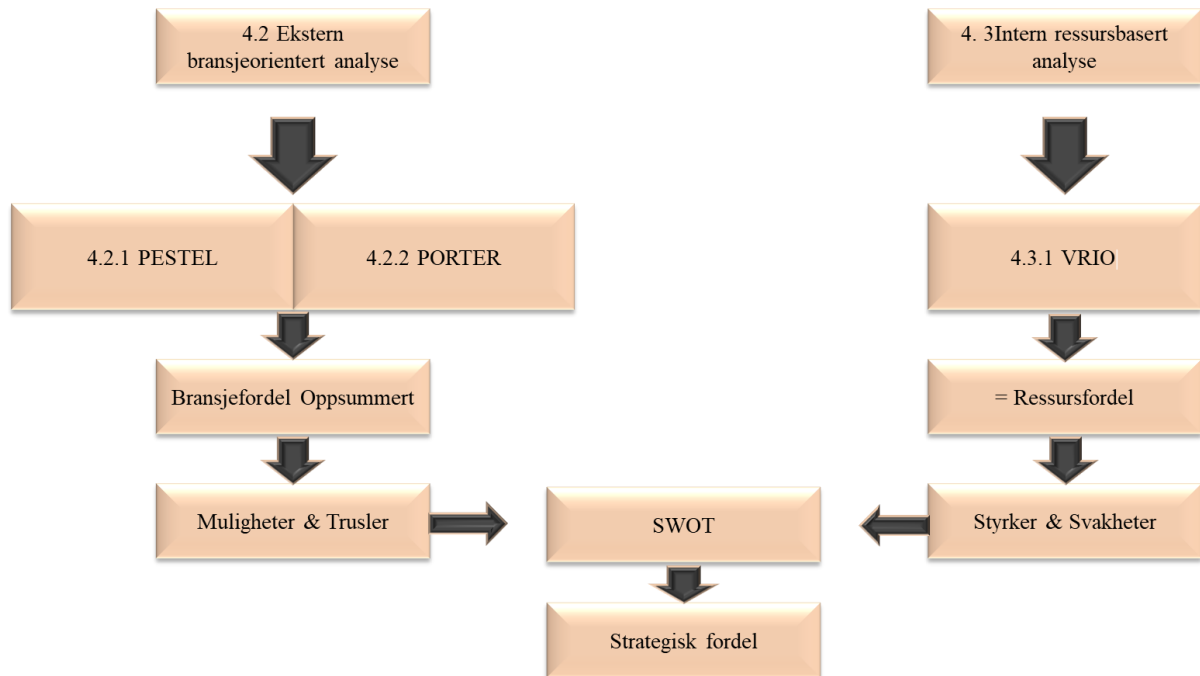
Vi vil til slutt i kapittelet oppsummere den interne og eksterne analysen i en SWOT-tabell. Denne vil gi oss en oversikt over interne styrker og svakheter samt eksterne muligheter og trusler. Nyttig litteratur for den strategiske analysen er blant annet Barney (2014), Hill and Jones (2010), og Porter

⁶⁴ (Palepu, Healy, & Peek, 2019)

⁶⁵ (Knivsflå, F2. Strategi, rekneskap og verdi, 2019)

(1979). Drøftelsene og analysene i dette kapittelet vil være basert på forhold presentert under kapittel 2.

Rammeverket kan oppsummeres følgende:



Figur 4.2 – Strategisk analyse

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

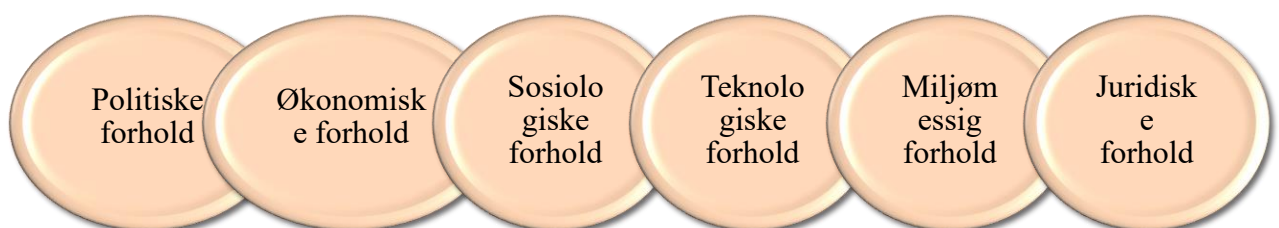
Det vil i dette kapittelet bli utført en ekstern bransjeorientert analyse. Man søker da å få kartlagt makroforholdene, og deres betydning på boligutviklingsbransjen, samt konkurranse intensiteten som foreligger i bransjen. Dette vil skape grunnlag for å si om det foreligger en bransjefordel eller bransjeulempe, samt forklare den kvantitative analysen under kapittel 8. Man søker altså å få kartlagt forhold som er felles for bransjen og påvirker bransjen som helhet⁶⁶. Den eksterne analysen vil bli utført ved hjelp av PESTEL-analysen og Porters Five Forces modell, og bygger på forhold identifisert i kapittel 2.

4.2.1 PESTEL-analyse

$$(ndr_b - ndk)$$

En PESTEL-analyse er et analyseverktøy som brukes for å vurdere, analysere og overvåke makrofaktorer som har påvirkning på en bransje⁶⁷. Man vurderer dagens makrofaktorer samt effekten av disse i fremtiden. Metoden ble utarbeidet av Harvard professor Francis Aguilar i 1967.

PESTEL er et akronym for inndelingen i seks hovedkategorier av makrofaktorer



Figur 4.3 – PESTEL

⁶⁶ (Knivsflå, F2. Strategi, rekneskap og verdi, 2019)

⁶⁷ (Hill & Jones, 2009)

Politiske faktorer

Politiske faktorer omhandler politisk stabilitet, skatteregler og -nivå, samt boliglånsforskriften. Vi ønsker å analysere disse forholdene under for å danne en forståelse for hvordan dette vi slå ut i boligbransjen.

Politisk stabilitet

Den politiske stabiliteten som foreligger i Norge, sikrer rettferdig og effektiv konkurranse i boligutviklingsbransjen. Det er heller ikke forhold, som tyder på at denne vil endre seg i fremtiden. Den er med på å sikre at selskapene i bransjen har likt utgangspunkt, og skaper effektiv prisdannelse i boligmarkedet. Prisene som dermed settes, vil være basert på en balanse mellom tilbud og etterspørsel, og skaper godt grunnlag for å drive virksomhet.

Skatt

Reduksjon av skattenivået er positivt for både selskaper og privatpersoner. Reduksjon av skatt på alminnelig inntekt, vil medføre økt resultat for selskaper, noe som kan gi flere lønnsomme bransjer på kort sikt.

Reduksjon i totalt skattenivå for privat personer vil også være positivt for boligutviklingsbransjen. Dette skjer ved at privat personer sitter igjen med mer penger. Dette vil altså øke betalingsevnen, og dermed betalingsviljen for privat personer. Økt betalingsvilje, medfører økt etterspørsel, og bidrar til økt lønnsomhet i boligutviklingsbransjen på kort sikt.

Lavere formuesverdi av primær- og sekundærboliger antas også å ha en positiv virkning på betalingsviljen og dermed etterspørselen etter boliger. Dette da loven gjør bolig til en attraktiv investering både for personer og selskaper som ønsker å eie boligen for utleie og verdistigning, men også for personer som ønsker å bo selv i boligen. Alternativ investering kan være i kontanter, som har full formuesverdi, og dermed medfører økte skatter. Graden av påvirkning grunnet skattefordeler knyttet til boligutviklingsbransjen settes til medium. Dette da den har direkte sammenheng med betalingsevnen og dermed betalingsviljen.

Boliglånsforskriften

Boliglånsforskriften er med på å sette en grense for hvem som kan ta opp lån, og hvor mye man kan låne ved å sette krav til utlånsbankene⁶⁸. Bolig koster mye penger, og finansieres ofte med fremmedkapital. Forskriften setter dermed en sperre på etterspørselen og betalingsevnen⁶⁹. Ytterligere innstramminger er foreslått av finanstilsynet for 2020, som vil medføre lavere betalingsevne og dermed etterspørsel. OBOS mener at en av tre boliglånsøkere vil bli rammet som følge av foreslåtte endringer⁷⁰. Ettersom boliglånsforskriften gjelder i utgangspunktet for alle privatpersoner, og setter strenge krav til utlån, anses graden av påvirkning på boligutviklingsbransjen som stor.

Argument:	Grad av påvirkning
Politisk stabilitet	Stor
Lavere skatt	Medium
Lavere formuesverdi	Medium
Boliglånsforskriften	Stor
Konklusjon politiske forhold	Stor

Tabell 4.4 – Politiske forhold Boligutviklingsbransjen

Økonomiske faktorer

Vi har i kapittel to identifisert bruttonasjonalproduktet som den viktigste økonomiske faktoren. Under bruttonasjonalprodukt finner du også faktorer som arbeidsledighet, lønnsvekst, styringsrente, konjunkturer og inflasjon som viktige faktorer. Vi vil her se nærmere på hvilken effekt disse økonomiske forholdene har på boligutviklingsbransjen.

⁶⁸ (Regjeringen, 2016)

⁶⁹ (Fretheim & Myrvåg, 2018)

⁷⁰ (Byggindustrien, 2019)

Bruttonasjonalprodukt

Historisk har konjunktorene i Norge variert siden finanskrisen, men har stort sett vært positive, dvs. oppgangskonjunkturer⁷¹. Bruttonasjonalprodukt i Norge var sterk i 2018, og er forventet å være sterk fremover med moderat oppgangskonjunktur. Moderat oppgangskonjunktur antas å være positivt for etterspørselen etter boliger, da befolkningen i Norge får bedre betalingsevne.

Boligutviklingsbransjen blir preget lavt-medium av de ulike konjunktorene. Dette som følge av at konjunkturer er med å bestemme økonomien til et lands befolkning, og dermed prisen og etterspørselen etter boliger. Likevel vil den ikke bli preget høyt, som følge av at bolig er et nødvendighetsgode, uansett økonomiske tider. De er også med på å bestemme faktorer som inflasjon, som setter pris på varer og tjenester boligutviklingsbransjen kjøper eksternt.

Lav arbeidsledighet og god lønnsvekst fremover skaper godt grunnlag for betalingsevnen til forbrukeren. Dette da antallet som ønsker å kjøpe bolig øker, samt betalingsevnen øker. Som følge av at flere har arbeid, sitter flere med høyere inntekter. Ved å vise til en høyere inntjening vil også bankene kunne tilby større lån, vil dette være utelukkende positivt for etterspørselen. Graden av påvirkning settes til medium. Dette da høyere arbeidsledighet medfører at flere personer må leie. Imidlertid har man gode støtteordninger i staten i form av lønnsstøtte og bostøtte, noe som er med på å opprettholde et visst nivå på etterspørselen.

Norges bank ønsker å stabilisere inflasjonen på 2 prosent fremover, noe som vil medføre moderat økning av prisen på varer og tjenester⁷². Dette gjøres blant annet ved å endre på styringsrenten, som sist ble satt til 1,50. Høyere inflasjon vil også medføre at varer og tjenester blir dyrere for privatpersoner, og reduserer betalingsevnen. Graden av påvirkning settes til lav-medium da det vil bli dyrere å kjøpe varer og tjenester eksternt, men vil også resultere i høyere salgspris for boligen.

For boligmarkedet vil ytterligere renteøkninger føre til lavere prisvekst i tiden fremover da etterspørselen etter bolig trolig vil bli noe redusert pga. dårligere kjøpekraft. Som vi ser av rentebanen i kapittel to, vil styringsrenta ikke endre seg mye fremover i tid, tross solid oppgang i norsk økonomi. Dette som følge av internasjonal vekst, usikkerhet rundt handelskrig mellom Kina og USA, usikkerhet rundt BREXIT, og inflasjon ligger på rundt Norges Banks mål.

Økning av styringsrente vil som utgangspunkt styrke norske valuta. Dette vil medføre sparte kostnader ved kjøp av moduler i utlandet, samt vil medføre at det blir dyrere for utenlandske

⁷¹ (SSB, 2019)

⁷² (Norges Bank, 2018)

investorer å investere i norske selskap. Imidlertid som følge av usikkerhet rundt internasjonal økonomi, har vi ikke sett forventet endring.

Økt styringsrente vil videre gi økt avkastning på selskapets frie likviditet. Høyere styringsrente vil også medføre at risikofri rente går opp, noe som medfører høyere avkastningskrav, og dermed lavere verdi på selskaper ved neddiskontering.

Argument	Grad av påvirkning
Moderat oppgangskonjunktur fremover	Lav-Medium
Lav arbeidsledighet og høy lønnsvekst	Medium
Lav inflasjon	Medium
Høyere styringsrente	Stor
Konklusjon økonomiske forhold	Medium

Tabell 4.5 – Økonomiske forhold Boligutviklingsbransjen

Sosiokulturelle faktorer:

Vi har i kapittel to identifisert faktorer som befolkningsstørrelse, befolkningsvekst, aldersfordeling og geografisk fordeling som viktige sosiokulturelle faktorer. Vi vil nå se nærmere på effekten disse har på boligutviklingsbransjen.

Befolkningsstørrelse, befolkningsvekst og geografiske forhold:

Befolkningsstørrelsen er antatt å være 6 millioner innen 2040, dvs. vekst på 13,2 prosent. Dette er positivt for boligutviklingsbransjen, da gitt antall personer pr husholdning er lik, vil medføre flere som trenger bolig. Det har i utgangspunktet foreligget en stor sentralisering de siste årene, hvor

mennesker flytter til byene. Dette har da vært utelukkende positivt for selskap som Solon Eiendom, Opsahl Bolig og Selvaag Bolig, da disse har sitt fokus utelukkende på disse områdene. Fremover er det imidlertid usikkert hvordan sentraliseringen vil være. Ettersom flere jobber blir etablert i byer og økt tilbud i byer, kan det tyde på at det vil foreligge sentralisering. Imidlertid har du politisk partier som Senterpartiet som jobber mot dette, samt en bevisstgjøring av at sentraliseringen skjer, kan ha en effekt. Det antas imidlertid at sentralisering vil foreligge i fremtiden også, noe som skaper økt etterspørsel i sentrale strøk.

Grad av påvirkning settes som høy. Dette som følge av at etterspørselen avhenger direkte av befolkningsstørrelse og befolkningsvekst.

Alderssammensetning:

Vi analyserer alderssammensetningen i Oslo fremover. Dette gjøres da dette er et område samtlige bransjeselskap har fokus på, antas å være noenlunde representativt for de andre store byene, samt som en forenkling som følge av at dette er en oppgave med begrenset med tid. Utviklingen i alderssammensetningene vil ha betydning for etterspørselen etter spesifikke boliger. Vi ser at i 2040 vil 18-49 år være den aldersgruppa som er størst i Oslo. Dette taler positivt for markedet, ettersom rapport utført av *Eiendom Norge* og *Norsk institutt for by- og regionforskning* viser at det er denne gruppen unge kjøpere, som utgjør en betydelig andel av ny-bolig kjøperne. Denne gruppen starter ofte med å leie sammen, for deretter å fullføre studier og komme i arbeidet. Dette er da tidspunktet man velger å kjøpe, ofte med finansiell støtte fra foreldrene. Videre ser vi størst prosentvis økning i de over 67 år. Dette kommer som følge av eldrebølgen. Disse har ofte vært klassifisert som en gruppe som selger gamle hus de tidligere har bodd i, for deretter å kjøpe seg en ny leilighet. Alt i alt, virker det ut som om fremtidig alderssammensetning skaper optimale forhold for bransjen for nye leiligheter. Som følge av nevnte forhold, anses grad av påvirkning som stor.

Argument	Grad av påvirkning
Befolkningsstørrelse, befolkningsvekst og geografisk fordeling	Stor
Alderssammensetning	Stor
Konklusjon sosiokulturelle forhold	Stor

Tabell 4.6 – Sosiokulturelle forhold Boligutviklingsbransjen

Teknologiske faktorer:

Som nevnt i kapittel to anser vi teknologiske forhold av begrenset viktighet for boligutviklingsbransjen. Dette som følge av at det er begrenset med teknologiske endringer som skjer innenfor boligutviklingsbransjen. Man har som nevnt hatt teknologisk utvikling i form av det kun ble tidligere levert planker, til i dag blir levert moduler. Det vil kunne tenkes at det kan foreligge store teknologiske forbedringer i fremtiden i form av f.eks. automatisering. Usikkerheten er dog såpass stor at spekulering er lite hensiktsmessig i denne sammenheng. Vi anser dermed de teknologiske faktorenes påvirkning på boligutviklingsbransjen som lav.

Argument	Grad av påvirkning
Teknologiske forbedringer	Lav
Teknologiske faktorer	Lav

Tabell 4.7 – Teknologiske forhold Boligutviklingsbransjen

Miljømessige faktorer:

I kapittel 2 nevner vi på at miljøfokus er stadig økende. Dette som følge av klimaendringene som skjer, samt stadig økende fokus på dette området i medier. Fremtiden forventes å bli likt, med skjerpede miljøkrav. Dette medfører økte krav til boliger, i form av utforming og bruk av materialer. Dette vil være et krav fra en del av forbrukerne, som vil medføre økte kostnader på boliger, men antas å kunne nøytraliseres ved økte priser ved salg av boligene. Leiligheter anses som mer miljøvennlige

enn hus, da personer pr kvadratmeter er høyere. Dette er positivt for bransjen. Det vil også kunne tenkes at folk blir mer bevisste på at nybygging forurenser mer enn å flytte i en eldre bolig, og at dette setter en demper på etterspørselen etter nye boliger. Dette i forhold til nybygging krever energi, materialer, avfall og bruk av naturressurser. Alt i alt, virker miljømessige faktorer å ha medium påvirkning på bransjen.

Argument	Grad av påvirkning
Strengere miljøkrav	Medium
Økt miljøfokus	Medium
Konklusjon fra miljømessige faktorer	Medium

Tabell 4.8 – Miljømessige forhold Boligutviklingsbransjen

Lovmessige faktorer:

Vi har i kapittel 2 nevnt på reguleringer knyttet til boligutviklingsbransjen. Disse reguleringene setter omfattende krav fra myndighetene, og må følges. Dette medfører en økt kostnad for bransjen, uten nødvendigvis at bransjen kan fakturere kundene for det. Fremover antas det å fortsette å være like reguleringer. Alt i alt, vil lovmessige faktorer ha medium påvirkning på bransjen.

Argument	Grad av påvirkning
Myndighetsreguleringer	Medium
Konklusjon fra lovmessige faktorer	Medium

Tabell 4.9 – Lovmessig forhold Boligutviklingsbransjen

Oppsummering analyse PESTEL

Grad av påvirkning	Lav	Middels	Stor
Politisk stabilitet			X
Lavere skatt		X	
Lavere formuesverdi		X	
Boliglånsforskriften			X
Konklusjon politiske faktorer			X
Moderat oppgangskonjunktur	X		
Lav arbeidsledighet og høy lønnsvekst		X	
Lav inflasjon		X	
Høyere styringsrente			X
Konklusjon økonomiske faktorer		X	
Befolkningsstørrelse, befolkningsvekst og geografisk fordeling			X
Alderssammensetning			X
Konklusjon sosiokulturelle faktorer			X
Teknologiske forbedringer	X		
Konklusjon teknologiske faktorer	X		
Miljøkrav		X	
Fokus på miljø		X	
Konklusjon miljømessige faktorer		X	
Myndighetsreguleringer		X	
Konklusjon lovmessige faktorer		X	

Tabell 4.10 – Oppsummering PESTEL

Som analysen over tyder på, er det mange forhold som har påvirkning på boligutviklingsbransjen. Graden av påvirkning vil være ulikt, og vil kunne slå inn på både inntektssiden og kostnadssiden til bransjen. Politisk stabilitet, sørger for et effektivt marked, og gode vilkår for videre virksomhet. Boliglånsforskriften vil være med på å begrense etterspørselen, ettersom mange trenger fremmedkapital for finansiering av boligen. Skattereglene legger godt til rette for etterspørselen etter boliger. Økonomiske faktorer har også mye å si for boligutviklingsbransjen. Forhold som moderat oppgangskonjunktur fremover, med lav arbeidsledighet og god lønnsvekst antas å være positivt for etterspørselen, imens forhold som høyere styringsrente antas å sette en stopper i det betalingsevnen blir dårligere. Sterk befolkningsvekst, sentralisering og optimal alderssammensetning vil skape godt grunnlag for etterspørselen etter leiligheter. Teknologiske faktorer antas å ha liten påvirkning på bransjen fremover, imens miljømessige og lovmessige faktorer antas å ha medium påvirkning, som følge av reguleringer knyttet til boligbygging, samt stadig økende fokus på miljøet.

PESTEL-analysen har hjulpet oss å identifisere viktige makrofaktorer og dens påvirkning på bransjen. Imidlertid er analysen mangelfull i form av full bransjeanalyse, og man må dermed supplere med andre typer analyser. Dette vil gjøres ved Porters Five Forces, som etter utført, gjør oss i stand til å si noe om bransjefordelen over analyseperioden og hvordan denne vil utvikle seg fremover.

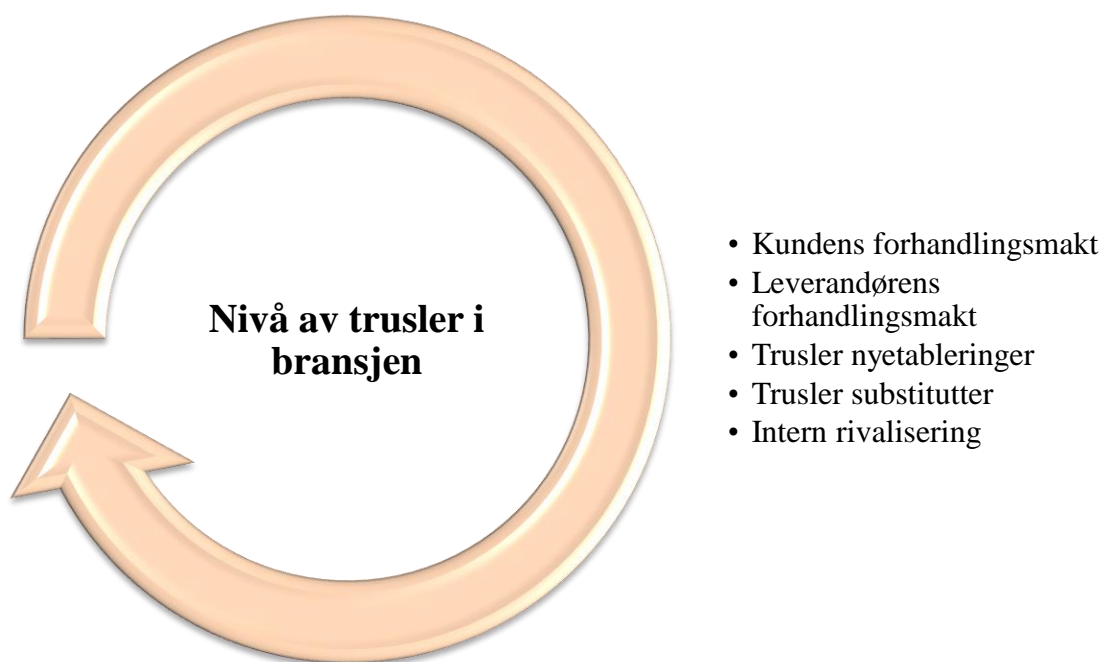
4.2.2 Porters femkraftsmodell

Skal et selskap øke i verdi bør det operere i en gunstig bransje eller kontrollere spesielle ressurser og inneha konkurransefortrinn. Vi ønsker med dette delkapittelet å analysere konkurransesituasjonen i boligutviklingsbransjen.

Porter sin modell er effektiv i den forstand at den kartlegger trusler som truer bransjen⁷³. Selvaag operer i et marked som er preget av fullkommen konkurranse der tilbud og etterspørsel styrer markedsf forholdene. Selv om modellen til Porter kartlegger bransjen som en enhet, innebærer ikke det at alle selskaper i bransjen genererer samme lønnsomhet. Bedrifter kan bruke sin kjernekompetanse, forretningsmodell eller nettverk for å oppnå et overskudd over bransjens gjennomsnitt.

Basert på vår gjennomgang av eksterne forhold i kapittel 2 ønsker vi nå å analysere konkurranseintensiteten i boligbransjen. Dette vil, kombinert med makroanalyse, kunne si om det foreligger en bransjefordel⁷⁴. Vi vil vekte de ulike momentene i Porter, for deretter å ende opp med en tabell som sier noe om strategisk fordel i dag og i fremtiden.

Oppsummert vises Porters five forces ved følgende figur:



Figur 4.11 – PORTER femkraftsmodell

⁷³ (Porter, 1979)

⁷⁴ (Knivsflå, F2. Strategi, rekneskap og verdi, 2019)

Konkurranseskrefter i boligutvikling bransjen

Potensielle inntrengere

Nyetableringer knyttes mot selskap som nylig har etablert seg i bransjen, eller truer med å starte opp i bransjen innen kort tid⁷⁵. Bransjer som generer en avkastning utover kravet vil alltid tiltrekke seg nye selskaper som ønsker å ta del i superrentabiliteten. Nye inntrengere vil følgelig føre til økt konkurranse og at bransjens overskudd blir redusert⁷⁶. Trusselen fra nyetableringer avhenger av bransjens barrierer. Dersom nytten ved å etablere seg er større enn kostnadene knyttet til oppstart vil bransjen bli større.

Bransjens barrierer kan komme i flere varianter. Vi vil nå liste opp faktorer som har størst påvirkning:

- **Kapitalbehov**

Eiendomsutviklingsbransjen karakteriseres for å være medium kapitalkrevende bransje.

Imens det vil være kapitalkrevende å bli like stor aktør som selskapene vi har klassifisert som bransjen, vil det ikke være like kapitalkrevende å etablere seg i bransjen som en mindre aktør. Det vil foreligge relativt høye tomte- og byggekostnader. Dette som følge av knapphet på tomter, og stadig økende etterspørsel etter entreprenørtjenester og lignende. Imidlertid har bransjen en lav-medium risikoprofil, noe som gjør at bankene er villig til å finansiere deler av kapitalbehovet.

- **Stordriftsfordeler**

Det vil foreligge stordriftsfordeler dersom kostnadene ved å produsere en ekstra enhet synker ved økt volum⁷⁷. Dette gir en fordel for aktører med store prosjekter som gir lave enhetskostnader. Nye og mindre aktører er dermed ikke konkurransedyktige i forhold til kostnadsnivå pr. enhet. Vi kan tenke oss at de store aktørene i bransjen har stordriftsfordeler ved at de kjøper store byggetjenester på anbud fra underleverandører. Dette medfører lave enhetskostnader per modul.

- **Distribusjonskanaler**

En etablert aktør har ofte gjennom flere år med samarbeid med faste underleverandører, opparbeidet seg gode relasjoner. Dette medfører ofte bedre avtaler. Nye aktører må ofte betale for en risikopremie knyttet til usikkerheten rundt oppgjør.

⁷⁵ (Barney J. , 2013)

⁷⁶ (Porter, 1979)

⁷⁷ (SNL, 2014)

- **Produktdifferensiering**

Selskaper som har opparbeidet seg en lojal kundebase og som har god kommunikasjon med markedet vil ofte ha et sterkt merkenavn. Dette er en tidkrevende prosess som nye aktører må bygge over tid. Boligbransjen er imidlertid karakterisert ved relativt standardiserte produkter og man kjøper bolig en sjelden gang. Dette medfører begrenset kundelojalitet.

- **Myndighetenes politikk**

Det er stor kamp om tomteareal i Norge. Verdien på en tomt som selges blir mye bestemt av attraktiviteten. Det som setter en stor brems for en ny aktør å etablere seg er at det kun åpnes for bygging av boliger og næringsseiendom på et begrenset antall plasser, samt at tomter er en begrenset ressurs. Det er den enkelte kommune som har ansvar for områdereguleringen som er styrt av bygningslov §12-2⁷⁸. Tomtebegrensning vil være en stor hindring for nye som ønsker å etablere seg, da de mest attraktive tomtene er tatt og de gjenværende har høye priser da etterspørselen er stor.

Oppsummering trussel nyetableringer

Oppsummert mener vi at trusselen fra potensielle inntrengere er medium. På den ene siden vil du ha lave inngangsbarrierer i form av lite kapital kreves for å etablere seg som en aktør. På den andre siden vil stordriftsfordeler, mangler på tomter samt gode avtaler med leverandører øke barrierene.

Trusler fra substitutter

Et substitutt i boligmarkedet er et produkt som kan tilfredsstille tilsvarende behov som det en bolig kan. Bransjer med få substitutter har større fleksibilitet til å bestemme priser og vilkår⁷⁹. For vår bransjedefinisjon betyr dette at brukte boliger og nye enmanns- og tomannsboliger anses som substitutter. For bransjen betyr dette at prisen på leiligheter påvirkes i stor grad av substituttene i markedet.

⁷⁸ (Lovdata, 2019)

⁷⁹ (Investopedia, 2019)

Oppsummering substitutter

Boligbransjen blir mindre lønnsom som følge av stort press fra substitutter. De siste årene har imidlertid nye leiligheter blitt svært populært, noe som medfører at presset fra substitutter er noe begrenset. I fremtiden antar vi imidlertid at presset vil øke, og påvirke lønnsomheten negativt. Trusselen fra substitutter anses dermed i dag som medium, og antas å bli høy i fremtiden.

Rivalisering blant etablerte aktører

En annen trussel som kan medføre økt konkurranse, og dermed redusere lønnsomhet i bransjen er rivalisering blant etablerte aktører. Intern rivalisering kan defineres som intensiteten i konkurransen blant selskapets direkte konkurrenter⁸⁰.

Bransjens konkurranseintensitet bestemmer av:

Kunde lojalitet, antall konkurrenter, hvor like produktene og tjenestene er, etterspørsel, kapitalstruktur og utgangsbarrierer.

Konsekvensen av at man kjøper bolig sjeldent er med på å skape lav kundelojalitet. Dette har sammenheng med at faktorer som pris, kvalitet og beliggenhet er avgjørende og overskygger lojaliteten til selskapets merkenavn. Dette fører til at Selvaag og deres konkurrenter sliter med å etablere en fast kundebase.

En bransje vil ha stor intern rivalisering når det er mange virksomheter som operer i samme bransje

⁸¹Ulempen ved å være mange aktører i en bransje som kjemper om de samme kundene, vil være at marginen i bransjen tynnes ut. Bedriftene er villig til å strekke seg lenger for å tiltrekke seg nye kunder. Det er noen få store, og mange små aktører. Dette medfører høy rivalisering.

Etterspørselen påvirker lønnsomheten, ref. kapittel 2. Er etterspørselen økende gir dette muligheter for ekspansjon uten å ta kunder fra konkurrentene. Derfor gir økt etterspørsel en mindre intensiv rivalisering, som kan øke lønnsomheten.

Utgangsbarrierer dreier seg om hvor enkelt en aktør kan gå ut av markedet. Det kan være økonomiske, strategiske og emosjonelle barrierer som hindrer en aktør å forlate et marked. Høye utgangsbarrierer gir en sterkere rivalisering siden aktørene blir låst i en situasjon der markedet er

⁸⁰ (Barney J. , 2013)

⁸¹ (Investopedia, 2019).

statisk eller fallende. I eiendomsbransjen anses utgangsbarrierene å være lave da aktiva er lett omsettelig.

Oppsummering rivalisering

I boligutviklingsbransjen foreligger det høy intern rivalisering. Dette som følge av mange aktører i bransjen. Det er i tillegg vanskelig å opparbeide seg en kundelojalitet, som gjør at salg vil i stor grad basere seg på faktorer som pris, kvalitet og beliggenhet, og ikke nødvendigvis lojalitet.

Utgangsbarrierene er imidlertid små. Dette som følge av lett omsettelige aktiva, som bidrar til å redusere den interne rivaliseringen. De siste årene er imidlertid intern rivaliseringen antatt å være noe begrenset som følge av høy etterspørsel etter nye leiligheter.

Kundenes forhandlingssituasjon

En kunde kan defineres som en person eller et selskap som kjøper en vare eller tjeneste. Kundenes forhandlingsmakt knyttes opp imot kundenes muligheter til å redusere prisene, øke servicen, samt øke kvaliteten på produktene og tjenestene som ytes. Det påvirkes av⁸²:

- Antall kunder
- Viktigheten av hver av kundene
- Verdien av produktet for kunde
- Offentlig tilgjengelig informasjon

Antall kunder vil avhenge av boligens beliggenhet, pris og kvalitet. Dersom boligen er høyt etterspurt vil dette føre til at kunden får mindre makt da tilbyderne har flere kjøpere å velge mellom.

En kunde vil være viktig dersom kunden står for en stor del av totalomsetningen for selskapet. Dette er ikke tilfellet i eiendomsbransjen.

Et sted å bo vil alltid bli sett på som et nødvendighetsgode. På grunn av variert tilbud i eiendomsbransjen vil kjøper ha mange produkter å velge mellom. Dette er med på å øke makten til kundene. På en annen side kan enkelte boliger kan ha en stor verdi, grunnet knapphet på lignende boliger.

⁸² (Barney J. , 2013)

Med dagens teknologiske løsninger i form av medier og internett, gjør at kunden har større mulighet for å sammenligne produkter i forhold til kvalitet og pris. Dette skaper transparens i boligbransjen, som er med på å gi kunden økt forhandlingsmakt.

Oppsummering kundens forhandlingsmakt

Det er mange kunder i boligbransjen som gjør at etterspørselen til deres produkter er relativt stor. Byttekostnadene for kunden er imidlertid lav. Dette som følge av likheter mellom boliger som tilbys av de ulike aktørene i bransjen. Enkelte boliger med eksklusiv beliggenhet vil imidlertid kunne gi aktørene økt makt, som følge av begrenset tilbud. Basert på dette, mener vi at kundens forhandlingsmakt er på medium nivå.

Leverandørenes forhandlingsmakt

En leverandør kan defineres som en person eller et selskap som leverer en vare eller tjeneste.

Leverandørenes forhandlingsmakt knyttes opp imot leverandørenes muligheter til å øke prisene, redusere servicen, samt redusere kvaliteten på produktene og tjenestene som ytes.

Graden av makt hos leverandørene avhenger av faktorer som⁸³:

- Antall leverandører
- Viktigheten av hver leverandør
- Verdien av produkter og tjenester som leveres
- Offentlig tilgjengelig informasjon

Leverandørenes makt vil være redusert i de tilfellene der det er mange tilbydere av samme produkt og tjeneste. Boligbransjen hovedleverandører er banker, arkitekter og entreprenører:

Banker – Her finnes det mange ulike aktører som tilbyr tomtelån, byggelån og vanlige lån. Lån er i utgangspunktet standardiserte som reduserer leverandørens forhandlingsmakt. Imidlertid vil gode relasjoner skape bedre avtaler som øker byttekostnaden.

⁸³ (Barney J. , 2013)

Arkitekter – Her finnes det mange ulike tilbydere av arkitekt tjenester. Verdien av arkitekt tjenesten, vil variere basert på ferdighetene, kreativiteten og kompetansen til arkitekten. Dette gjør at ved visse tilfeller vil leverandøren kunne ha mye makt, imens ved andre tilfeller ikke.

Entreprenører – Her finnes det mange tilbydere. Byggingen sendes ofte på anbud, som er med på å finne optimal pris for eiendomsutviklerne og presse prisene ned. Her foreligger det begrenset med leverandørmakt.

Oppsummering forhandlingsmakt

Bransjen bruker eksterne banker, arkitekter og entreprenører. Tilbydere av disse tjenestene er mange, noe som medfører lav leverandørmakt. I perioder med høy etterspørsel etter eksterne tjenester, vil maktforholdet endres.

Konklusjon

Vi har overfor analysert konkurranseforholdene i bransjen. Oppsummert kan det tyde på at det er en moderat trussel fra nyetablerere. Dette som følge av begrenset med kapitalbehov, stordriftsfordeler, standardiserte produkter samt begrensning i tilgjengelige attraktive tomter. Fremover antas det at trusselen vil øke som følge av lønnsomheten som ligger i bransjen. Når det kommer til substitutter, vil det i utgangspunktet være stor konkurranse mellom leiligheter, og en- og tomannsboliger, brukte og nye. Det har imidlertid de siste årene vært svært populært med nye leiligheter, slik av presset fra substitutter er noe begrenset. Dette er imidlertid antatt å øke i fremtiden. Den settes derfor til moderat over analyseperioden, og høy i fremtiden. Det foreligger standardiserte produkter og lav kundelojalitet, som i utgangspunktet medfører høy rivalisering. Imidlertid som følge av høy etterspørsel etter nye leiligheter over analyseperioden, settes rivaliseringen til et moderat nivå. Kundens forhandlingsmakt anses å være på et moderat nivå. Dette som følge av at det ofte er mange kunder, men også mange like boliger å velge mellom for kunden. Videre vil enkelte tomter som er attraktive, og sjeldne, medføre lavere kundemakt. Når det kommer til leverandørmakt, settes denne til et lavt nivå. Dette som følge av mange tilbydere av aktuelle tjenester. Diskusjonen over oppsummeres i en tabell nedenfor.

X = Tilsier situasjonen over analyseperioden

Y = Tilsier situasjonen fremover

Porters Five Forces	Lav	Moderat	Høy
Trusler fra inntrengere anses som		X	Y
Press fra substitutter anses som		X	Y
Rivalisering anses som		X	Y
Kundens forhandlingsposisjon anses som		X/Y	
Leverandørens forhandlingsposisjon anses som	X/Y		

4.2.3 Bransjefordel oppsummert

Oppsummering analyseperiode (X)

På bakgrunn av makroanalysen og analysen av konkurranseforholdene, kan vi oppsummere bransjefordelen til boligutviklingsbransjen.

Fra PESTEL-analysen fremgår det at makroforholdene legger godt til rette for en bransjefordel. Dette som følge av stor grad av positiv påvirkning av politiske-, økonomiske- og sosiokulturelle forhold. Spesielt kan man merke seg faktorer som politisk stabilitet, lav arbeidsledighet og høy lønnsvekst, boliglånsforskriften, styringsrenta, samt befolkningsstørrelse og vekst som viktige faktorer.

Konkurranseforholdene i bransjen, virker å legge til rette for en bransjefordel. Det har vært lavt press fra substitutter som følge av at etterspørselen har vært størst etter nye leiligheter. Rivaliseringen settes til moderat nivå, som følge av stort marked.

Basert på makro og PESTEL-analysen mener vi derfor at det kan ha foreligget en stor til svært stor bransjefordel de siste årene

Oppsummering fremtid (Y):

Basert på vår PESTEL-analysen mener vi at det er stor sannsynlighet for at fremtidig utslag av enkelte makrofaktorer vil føre til at etterspørselen etter boliger vil bli redusert. Dette begrunner vi med politisk uro internasjonalt, samt at styringsrenten vil trolig settes til et høyere nivå i fremtiden. Det foreligger i tillegg usikkerhet rundt ytterligere innstramning av boliglånsforskriften, og andre politiske tiltak som vil føre til at boligmarkedet stabiliserer seg.

Vi mener også at konkurranseforholdene i bransjen i form av trusler fra inntrengere, press fra substitutter og økt rivalisering vil tilspisse seg i fremtiden, og dermed skape en mindre lønnsom bransje.

Basert på ovennevnte analyser, mener vi det er klare signaler på at bransjefordelen vil gradvis bli borte i fremtiden.

4.3 Intern ressursbasert analyse

$$(ndr - ndr_b)$$

Vi har til nå kartlagt boligbransjens konkurranseintensitet samt makrofaktorer. Det neste vil dermed være å kartlegge eventuelle særegne styrker og svakheter SBO besitter, sammenlignet mot bransjen. Avvikene kalles ressursavvik, og er med på å bestemme lønnsomheten til SBO sett relativt mot bransjen⁸⁴. Det kan foreligge både en ressursfordel som gir opphav til økt lønnsomhet, eller en ressursulempe som gir lavere lønnsomhet enn bransjen. Vi har i kapittel 2.6 identifisert de ulike forholdene som skiller SBO fra de sammenlignbare selskapene i bransjen. Vi vil i dette kapitlet analysere disse forskjellene, for å avgjøre hvorvidt ulikhetene, eller ressursene utgjør en fordel eller ulempe, og hvorvidt den er midlertidig eller varig. Analyseverktøyet som brukes for dette er VRIO, og analysen utgjør et viktig bidrag til å sette ord på den kvantitative regnskapsanalysen, samt vurderingen av kontantstrøm i fremtiden.

4.3.1 VRIO

Hvert selskap har sine egne ressurser. Med ressurser menes innsatsfaktorer i et selskap som er med på å bidra til verdiskapning. Ressursavvik vil oppstå dersom et selskap kontrollerer ressurser som en annen aktør i bransjen ikke har. Ressursforskjellene analyseres igjennom VRIO rammeverket, for å avgjøre hvorvidt ressursen utgjør en fordel eller ulempe, midlertidig eller varig⁸⁵. VRIO er ifølge Barney (2013) akronym for:

- Value: Klarer selskapet å utnytte en mulighet eller nøytralisere en ekstern trussel med ressursen?
- Sjelden: Kontrolleres ressursen av få aktører i bransjen?
- Ikke-imiterbar: Er ressursen vanskelig å imitere, og vil det være store kostnader for et selskap å prøve å skaffe, utvikle eller kopiere ressursen?

⁸⁴ (Barney & Hesterley, 2011)

⁸⁵ (Barney J. , 2013)

- Organisasjon: Er selskapet organisert på en måte som gjør at de har mulighet til å utnytte ressursen?

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisasjon	Superrentabilitet	
Nei	Nei	Nei	Nei	$r < r$ bransjen	Strategisk ulempe
Ja	Nei	Nei		$r = r$ bransjen	Strategisk likevekt
Ja	Ja	Nei		$r > r$ bransjen kort sikt	Midlertidig strategisk fordel
Ja	Ja	Ja	Ja	$r > r$ bransjen lang sikt	Vedvarende strategisk fordel

Tabell 4.13 – VRIO rammeverket

- Materiell ressurs: Selvaag har en stor tomtebank som vil sikre et høyt aktivitetsnivå fremover. Tomtebanken skaper en fleksibilitet til å utvikle flere tusen boliger i urbane vekstområder rundt storbyene. En uavhengig verdivurdering estimert merverdien til tomtebanken til å være på ca. 1,6 milliarder kroner. Selvaag forventer at denne merverdien vil bli realisert gjennom utvikling av nye prosjekter de neste årene. Det er ingen tvil om at denne tomtebanken er verdifull. Vi velger dermed å konkludere med at tomtebanken utgjør en midlertidig strategisk fordel. Bakgrunnen for dette er at de andre sammenlignbare selskapene besitter en tomtebank, men at tomtebanken til Selvaag anses som mer verdifull grunnet tomtenes beliggenhet sett mot etterspørsel. De neste årene antas altså tomtebanken å være verdifull, men etter dette antas den strategiske midlertidig fordelen å gå bort som følge av økt konkurranse rundt innkjøp av attraktive tomteområder.
- Immaterielle ressurser: Selvaag Bolig har inngått forward kontrakter og opsjoner om fremtidige kjøp av tomter. Disse er ikke reflektert i regnskapet, da bokføring først skjer ved overtagelse. Avtalene gjelder for perioden 2019 til 2035 og forpliktelsene forventes å gi mellom 6700 og 8300 enheter, hvorav nærmere 90 prosent har beliggenhet i Stor-Oslo området. Kontraktene er verdifulle, men anses ikke som sjeldne eller vanskelig å imitere. Vi velger å kategorisere kontraktene som en strategisk likevekt.
- Humankapital: Selvaag har lang erfaring innen eiendomsutviklingsbransjen. Denne erfaringen skaper en unik kompetanse som brukes til effektiv drift, og forutse endringer og trender i markedet. Selvaag Bolig har i tillegg en variert og kompetanserik ledelse med spisskompetanse i ulike felter. Selskapet ansatte nylig Rolf Thorsen, som ny administrerende direktør. Han har bred erfaring innen bransjen, og har tidligere vunnet ti medaljer fra VM og OL fra sin idrettskarriere som roer. Dette vitner om et vinnerinstinkt som kommer til å prege Selvaags virksomhet og kultur fremover. Humankapitalen til Selvaag er verdifull, men vi kan dog ikke si at den er sjelden eller vanskelig å kopiere. Vi velger derfor å kategorisere denne ressursen som strategisk likevekt.

- **Organisasjon:** Måten Selvaag er organisert på gjør at de har fleksibilitet til å velge eksterne entreprenører og arkitekter som leverer kvalitetsprodukter til en lav pris. Dette gjelder også de øvrige bransjeselskapene med unntak av Veidekke Bolig. Imidlertid anses SBO å få til bedre avtaler som følge av lavere risiko knyttet til betaling, samt kjøp av større kvantum. Dette utgjør idag en midlertidig strategisk fordel, men er antatt å bli en strategisk likevekt i fremtiden. Dette grunnet mer transparent marked. **Boligkonsepter:** Selvaags boligkonsepter er tilpasset alle aldersgrupper. Spesielt er Bolig Pluss konseptet moderne og innovasjonsrikt. Basert på dataen vi har klart å skaffe, kan vi ikke se at de andre sammenlignbare selskapene kan matche boligkonseptene til Selvaag. Det som gjør konseptet unikt, er at det er tilpasset til alle aldersgrupper. Annet konsept SBO leverer er Bolig Pluss. Dette er idag sjeldent, og verdifullt, men er relativt enkelt å kopiere.

Vi har registrert at Selvaag er unik på enkelte områder. Disse forskjellene ønsker vi å oppsummere i en tabell:

O = Oppfyller kriteriet

X = Oppfyller ikke kriteriet

Ressurs		Verdifull	Sjelden	Ikke-kopierbar	Organisatorisk	Ressursfordel
Materiell	Tomtebank	o	o	x		Midlertidig strategisk fordel
Immateriell	Forwards og opsjoner	o	x	o	o	Strategisk likevekt
Human	Kompetanse	o	x	x	o	Strategisk likevekt
	CEO	o	x	x	o	Strategisk likevekt
Organisasjon	Kontrakter med entreprenører	o	o	x	o	Midlertidig strategisk fordel
	Boligkonsepter	o	o	x	o	Midlertidig strategisk fordel

Figur 4.14 – VRIO oppsummert

4.3.2 Ressursfordel oppsummert

Basert på en gjennomgang av VRIO-analysen mener vi at SBO har en lav til moderat strategisk ressursfordel. Dette skyldes hovedsakelig den attraktive tomtebanken, men også faktorer som gode fremskaffede entreprenørkontrakter samt at de leverer boliger til flere ulike aldersgrupper.

Fremover antas imidlertid ressursfordelen å forsvinne, og lønnsomheten i SBO vil stabilisere seg rundt lønnsomheten i bransjen. Dette som følge av økt konkurranse om attraktive tomter, økt konkurranse ved boligkonsepter samt mer transparent informasjon ved kontrakter med entreprenører.

4.4 SWOT

Man har i kapittel 4 foretatt en ekstern bransjeorientert analyse og en intern selskapsorientert analyse. Oppsummert skal disse kunne gi oss grunnlag for å si noe om den strategiske fordelene til SBO igjennom analyseperioden og fremover, og hvorvidt denne fordelene stammer fra felles bransjeforhold eller særegne selskapsforhold. Oppsummeringen og analysen for dette gjennomføres ved en SWOT-analyse. SWOT analyse er et akronym for⁸⁶:

- Strength (styrker)
- Weaknesses (svakheter)
- Opportunities (muligheter)
- Threats (trusler)

Styrker og svakheter vil ta utgangspunkt i selskaps-spesifikke forhold, dvs. forhold analysert ved VRIO analysen. Muligheter og trusler vil ta utgangspunkt i felles forhold i bransjen, dvs. forhold identifisert ved PESTEL og Porters five forces analysene⁸⁷. Ved å først håndtere styrker og svakheter i SBO, kan vi dermed si noe om hvordan SBO kommer til å bli påvirket av og kommer til å utnytte muligheter og trusler som foreligger. Man bruker tabeller under de ulike delene, hvor man i tillegg forsøker å kvantifisere effekten av de ulike forholdene.

- Med sannsynlighet av styrker og svakheter menes sannsynligheten for at beskrevet forhold også finnes i fremtiden. Med sannsynlighet ved muligheter og trusler, menes sannsynligheten for at beskrevet forhold inntreffer.
- Med grad av påvirkning menes i hvilken grad hendelsen antas å ville påvirke SBO's og boligutviklingsbransjens resultat

⁸⁶ (Investopedia, 2019)

⁸⁷ (Investopedia, 2019)

Styrker

Av SBO's styrker, ønsker vi først å trekke frem viktigheten av å velge og kjøpe attraktive tomtearealer. De siste årene har SBO vært meget sterke på å identifisere de beste tomteområdene, og få disse til en god pris. Fremover er dette imidlertid antatt enda høyere konkurranse rundt tomtene, slik at denne styrken antas å gradvis ville forsvinne. Videre ønsker vi å trekke frem at SBO har boliger som treffer alle aldersgrupper samt bolig pluss konseptet som styrker. Dette er imidlertid også styrker som antas å forsvinne i fremtiden.

Svakheter

Av Selvaags svakheter ønsker vi å trekke frem at de ikke har noen varige konkurransefortrinn. Dette vil gjøre at det blir vanskelig å levere bedre resultater enn bransjen på sikt. Selvaag har større egenkapitalprosent enn gjennomsnittsselskapet i bransjen. For selskapet er det at ofte dyrere å finansiere driften med egenkapital sammenlignet mot finansiell gjeld, da kapitalkostnaden ofte er større som følge av utbytter og utdeling. Over analyseperioden har Selvaags varebeholdning stått for 70 prosent av totalkapitalen. Dersom en boligboble skulle komme vil varebeholdningen kunne være utsatt for verditap som vil medføre nedskrivninger av store deler av totalkapitalen. Dette gjør at enkelte covenant krav til bankene kan være vanskelig å innfri.

Muligheter

Som vi ser av figuren under har vi identifisert fem muligheter. Dette er muligheter som kan ha positivt innvirkning på bransjens omsetning og marginer. Basert på prognoser utført av SSB er det en stor sannsynlighet for vekst i storbyene, som følge av en sentraliseringstrend, se kapittel 2. Dette vil ha stor betydning for bransjes selskaper som har sin aktivitet i og rundt storbyene.

Boligutviklingsbransjen er under utvikling i form av nye konsepter, der SBO har vist seg å være en av trendsetterne. Dette gjøres for å treffe et større marked, og øke lønnsomheten. Andre faktorer som er nevnt i figuren er lavere enhetskostnader, bedre avtaler med underleverandører og redusert kundemakt. Disse vil utgjøre en mulighet for bransjen, i form av bedre marginer. Marginene vil også bli bedre dersom dagens skattesats forsetter utviklingen som den har gjort siden 2013. Næringslivets hovedorganisasjon mener at det er nødvendig å sette ned selskapsskattesatsen til 20 prosent, for at norske bedrifter skal være konkurransedyktig⁸⁸.

⁸⁸ (NHO, 2018)

Trusler

Boligbransjen er preget av mange forhold som kan potensielt utgjøre en trussel. Vi har valgt å fokusere på de truslene som har størst sannsynlighet for å inntreffe, med størst påvirkning.

Innstramming av boliglånsforskriften vil føre til at færre for innvilget boliglån, og er dermed kritisk for etterspørselen av boliger. Finanstilsynet har i 2019 foreslått innstramning med virkning fra 1. Januar 2020. Dagens fokus på miljø øker stadig, vil dette også påføre til at boligutviklingsbransjen må tilpasse seg. Økte kostnader knytte til mer miljøvennlig materiale vil bli kompensert ved at prisene på bransjens produkter øker. Styringsrenten har økt med 0,75 prosentpoeng i løpet av 2019, der siste endring ble foretatt den 19.09. En endring av styringsrenten vil få stor effekt på boligbransjen, ved at det blir dyrere å ta opp lån. Sannsynligheten for ytterligere renteheving anses usannsynlig, grunnet blant annet turbulente internasjonale forhold. Begrenset tilgang på tomteareal anses som en trussel mot boligutviklingsbransjen. For de større aktørene som operer i bransjen, anses denne trusselen som lav på kort sikt grunnet opparbeidet tomtebanker. Andre faktorer som kan være med på å påvirke bransjens marginer er: økt konkurranse mot substitutter, sterkere intern konkurranse og økt leverandørmakt.

SWOT oppsummert



Figur 4.15 – SWOT oppsummert

4.5 Strategisk fordel oppsummert

(*ndr – ndk*)

Basert på en ekstern analyse gjennomført ved Porter og PESTEL samt en intern analyse gjennomført ved VRIO så har vi nå grunnlag for å sette ett nivå på den strategiske fordel. Vi vil oppsummere resultatet i tabell 4.16, hvor vi skiller mellom analyseperiode og perioden fremover (budsjettperioden). Basert på våre funn mener vi at Selvaag har hatt en strategisk fordel i analyseperioden. Dette har primært vært et resultat av optimale forhold i makrofaktorer i form av blant annet lav rente, gode forhold i norsk økonomi og høy kjøpekraft blant den norske befolkningen. I tillegg har det foreligget gode konkurranseforhold, i form av moderat rivalisering og moderat press fra substitutter. Dette har lagt til rette for en lønnsom bransje. Vi vet samtidig at høy lønnsomhet i et marked, gjør at markedet er svært attraktivt for nyetablerere. Dette medfører økt antall aktører i bransjen, og dermed økt konkurranse. Videre vil økt antall attraktive substitutter utgjøre en trussel for visse kundegrupper. Dette vil medføre lavere lønnsomhet i fremtiden.

Boligmarkedet i Norge og spesielt storbyene representert ved Oslo, har opplevd kraftig prisvekst og folk har kjøpt boliger som aldri før. For at en potensiell boligboble ikke skal oppstå må markedet være i balanse. En av tiltakene myndighetene kan iverksette for å begrense etterspørselen er innstramminger av boliglånsforskriften.

Ressursfordelen i analyseperioden har primært bestått av en attraktiv tomtebank, innovasjon representert ved boligkonsepter og gode avtaler med entreprenører. Økt konkurranse rundt kjøp av tomter, kopiering av boligkonsepter samt mer transparente entreprenøravtaler, gjør at vi predikerer tøffere forhold i fremtiden.

Basert på nevnte forhold, samt forhold diskutert under øvrig analyse i kapittel 4, mener vi at det er stor sannsynlighet for at den strategiske fordel til Selvaag vil avta i årene fremover. Dette som følge av at bransjefordelen går fra å være stor til å bli lav, samt at ressursfordelen går fra å være lav til å forsvinne.

	Våre forventninger	Analyseperiode	Budsjettperiode
+	Bransjefordel	Stor	Lav
+	Ressursfordel	Lav	Ingen
=	Strategisk fordel	Stor	Lav

Figur 4.16 – Strategisk analyse oppsummert

4.6 Strategisk vekstanalyse

Vekst er noe som er svært sentralt for de fleste selskaper. Det er ofte både et mål og en drivkraft. Vekst medfører økt verdi på selskapet, gitt at man klarer å skape superprofitt⁸⁹. Selskaper kan oppleve høy vekst i en periode, men veksten vil da kun være midlertidig: ingen virksomheter over tid kan vokse raskere enn økonomien totalt sett, dvs. mean reversion⁹⁰.

Vekst kan komme fra flere kilder: Ved å gå inn i nye markeder, vekst i eksisterende markeder, eller ved å kapre markedsandeler. Vi vil nå liste opp punkter som vi mener vil påvirke den strategiske veksten i fremtiden.

Forhold som tilsier stabil-økt vekst i fremtiden

- Prognosene for befolkningsvekst tilsier at etterspørselen etter nye leiligheter vil øke.

Forhold som tilsier lav vekst i fremtiden

- Økt antall av brukte boliger
- Som følge av fremtidig begrenset tilgjengelig tomteareal i storbyene kan boligutviklingselskaper bli tvunget til å satse i større grad rundt storbyene og i mindre byer. Som kjent er ikke etterspørselen etter nye boliger like stor i disse områdene.
- Som følge av redusert boligbygging på grunn av redusert areal vil dette øke trykket på allerede eksisterende brukte boliger i storbyene som følge av en sentraliseringstrend.
- Potensielt mettede markeder
- Som følge av at økt befolkningsvekst vil det også være behov for flere boliger. Dette fører også til at det vil bli produsert flere enmanns- og tomannsboliger.

Basert på dette, antar vi at det vil være lav vekst for både bransjen og SBO i fremtiden. Vi forutsetter at nedgangen i veksten vil være gradvis. Det kan tenkes at SBO begynner å satse på nye områder, f.eks. i mindre byer, men dette er lite trolig gitt selskapets strategi. Vi forventer tilnærmet lik vekst nedgang i SBO og bransjen, som følge av liten differensiering.

⁸⁹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

⁹⁰ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

5. Regnskapsanalyse

5.1 Praktiske valg

Før vi setter i gang med en kvantitativ analyse av Selvaag, må vi først bli enige om noen praktiske valg. Vi må velge et *analysenivå*, *analyseperiode* og *valg av komparative selskaper*. Teorien for å vurdere disse valgene vil være basert på Knivsflå (2019), Kaldestad & Møller (2016), samt Petersen mfl. (2017).

5.1.1 Praktiske valg

Valg av analysenivå

Et konsern vil kunne bestå av flere ulike forretningsområder. Valg av analysenivå henviser til om vi skal analysere hele virksomheten samlet eller om vi skal analysere hvert enkelt forretningsområde individuelt. Tilfeller hvor forretningsområdene er like eller tett integrert, bør forretningsområdene analyseres under ett⁹¹. Selvaag Bolig opererer innenfor kun et forretningsområde, dvs. eiendomsutvikling. Dette gjør at vi analyserer hele selskapet under ett, men skiller mellom områder som knyttes mot drift og områder som knyttes mot det finansielle. Ved drift, vil verdien ligge i fremtidig inntjening fra bruk av eiendelene⁹². Når det kommer til de komparative selskapene, vil man også her analysere selskapene som kun ett forretningsområde.

For Solon Eiendom vil vi analysere konsernregnskapet og for Veidekke Bolig og Opsahl Bolig vil vi analysere selskapsregnskapene. Dette da Veidekke Bolig og Opsahl Bolig har alle tomtene i et selskap, i motsetning til Solon Eiendom som har tomtene i ulike selskap.

Valg av analyseperiode

Valg av analyseperiode omhandler hvor mange år tilbake i tid man skal analysere virksomhetene. Denne vurderingen avhenger av hvorvidt driften i virksomheten har vært stabil, eller om driften har endret karakter over tid⁹³. Dersom virksomheten har vært stabil og drevet med det samme over tid, bør en velge en relativt lang analyseperiode. Dette vil da medføre fjerning av støy og unngåelse av for stor påvirkning av enkeltposter. Man bør også passe på at man får med de ulike konjunktorene, og påvirkningene disse har på selskapet og bransjen. Har virksomheten derimot endret seg mye, bør en velge en relativt kort periode da de eldre regnskapstallene blir lite representative for dagens- og

⁹¹ (Knivsflå, F3. Regnskapsanalyse ramme og trailing, 2019)

⁹² (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

⁹³ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

fremtidens virksomhet⁹⁴. Endringer kan komme som følge av f.eks. oppkjøp, oppstart og avvikling av et eller flere forretningsvirksomheter. Selvaag Bolig har vært stabil og drevet innenfor samme bransje i mange år. Dette tilsier en lang analyseperiode. Man bør også få med ulike konjunkturers betydning på bransjen. Ettersom man har opplevd ulike konjunkturer de siste årene, med lavkonjunktur i 2014, og moderat konjunkturoppgang de siste årene, velger vi en analyseperiode på 6 år, inkludert trailing året. Dette har også blitt vurdert som optimalt, ut fra et kost-nytte perspektiv.

Valg av komparative selskap

Til slutt må vi definere de komparative selskapene i bransjen. Dette er sentralt da dette vil senere bli brukt i regnskapsanalysen, som en målestokk for å se hvordan Selvaag Bolig gjør det relativt i forhold til bransjen. Komparative selskap er Solon Eiendom, Veidekke Bolig og Opsahl Bolig. Vi vil også inkludere Selvaag Bolig som en del av bransjen. For ytterligere informasjon om selskapene, se kapittel 2.

5.1.2 Rammeverk for regnskapsanalyse

Man har frem til nå foretatt en strategisk analyse, og fått en forståelse for selskapet og bransjen Selvaag operer innenfor. Denne innsikten skal brukes til å forstå regnskapsanalysen, fastsette avkastningskrav samt fastsette fremtidsregnskap.

Regnskapsanalysen er en kvantitativ analyse av underliggende økonomiske forhold⁹⁵. Den tar utgangspunkt i offentlig informasjon, i form av årsrapporter og kvartalsrapporter. Kvartalsrapporter brukes da man ønsker å få de nyeste og mest oppdaterte tallene, ved predikasjon av fremtiden.

Man ønsker å bruke historiske tall, for å kunne si noe om fremtidige tall. En historisk regnskapsanalyse vil kunne gi oss innsikt av risiko og superrentabilitet. Selv om historien ikke alltid gjentar seg, kan vi bruke innsikten fra den historiske regnskapsanalysen i kombinasjon med en overordnet forståelse av selskapet, til å lage et fremtidsregnskap⁹⁶.

⁹⁴ (Knivsflå, F3. Rekneskapsanalyse ramme og trailing, 2019)

⁹⁵ (Knivsflå, F3. Rekneskapsanalyse ramme og trailing, 2019)

⁹⁶ (Palepu, Healy, & Peek, 2019)

Steg 1: Trailing

Første steg innebærer å foreta trailing. Dette innebærer at man utarbeider forventet årsresultat basert på de siste kvartalsrapportene⁹⁷. Man vil her hensynta vekst, endringer, unormale poster og andre relevante faktorer for året. Man baserer seg på kvartalsrapporter, da årsregnskapet enda ikke er fastsatt. Dette gjøres da man ønsker å predikere fremtiden mest mulig nøyaktig, og det vil dermed være mest hensiktsmessig å basere seg på de nyeste og mest oppdaterte tallene. På tidspunktet vi foretar regnskapsanalysen, foreligger det kvartalsrapport for andre kvartal (Q2). Tredje Kvartal (Q3) rapporten blir ikke publisert før i november, noe som medfører at denne blir publisert for sent, mht. Innleveringsfristen. Q3 vil imidlertid bli hensyntatt ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet og fremtidskravet.

Steg 2: Omgruppering

Det andre steget vil være å foreta en omgruppering av regnskapstallene. Dette gjøres for analyseformål. Oppstillingsplanen etter IFRS og GRS grupperer eiendelene etter likviditet og gjeld etter forfallstidspunkt. Den er kreditororientert, og fokuserer på risiko⁹⁸. For verdsettelsesformål, er investororientert oppstilling mer relevant. Dette da denne skiller mellom driften og det finansielle, og skaper dermed muligheter for å sette en verdi på hver enkelt del. Det er driften som utgjør den primære drivkraften for verdiskapning⁹⁹.

Steg 3: Analyse og justering av målefeil

Det tredje steget av regnskapsanalysen omhandler analyse og justering av målefeil i regnskapstallene. Det handler om å vurdere hvorvidt rapporterte tall gir et godt bilde av underliggende forhold, og foreta justeringer for å gi bedre informasjon for økonomiske avgjørelser og kontroll¹⁰⁰. Målefeil oppstår som følge av hvordan regnskapsspråkene er bygd opp: bruk av historisk kost istedenfor virkelig verdi, samt fleksibiliteten og skjønnet regnskapsspråkene legger opp til.

Sammenhengen ved målefeil kan ses slik:

Målefeil = Rapporterte forhold - Virkelige økonomiske forhold

Steg 4: Forholdstallsanalyse – Risiko og rentabilitet

Det fjerde steget av regnskapsanalysen, handler om bruk av forholdstallsanalyse med fokus på risiko og rentabilitet, for å kartlegge de underliggende økonomiske forholdene. Risikoanalysen innebærer analyse av likviditet og soliditet. Disse risikoene vil bli oppsummert i en syntetisk rating, som vil bli

⁹⁷ (Knivsflå, F3. Rekneskapsanalyse ramme og trailing, 2019)

⁹⁸ (Knivsflå, F4. Omgruppering for analyse, 2019)

⁹⁹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

¹⁰⁰ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

brukt til å fastsette et avkastningskrav. Videre vil vi foreta ulike rentabilitetsanalyser, som sammenlignes mot avkastningskravet. Dette vil vise om det foreligger en superrentabilitet eller strategisk fordel. Man vil til slutt foreta en dekomponering, noe som gjør oss i stand til å tallfeste den eventuelle strategiske fordelene i kapittel 4, samt identifisere kildene.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

5.2.1 Offentlige regnskapstall

I de følgende avsnittene presenteres resultatregnskapet, balansen, og endring i egenkapital for Selvaag Bolig for perioden 2014-2018. Vi vil også senere presentere antatt årsregnskap for 2019. Ettersom denne ikke foreligger på nåværende tidspunkt, vil vi bruke de siste fire kvartalsrapportene, hensyntatt vekst, og foreta trailing for å utarbeide et årsregnskap. Dette da kvartalsrapportene viser siste tilgjengelig og oppdaterte tall. Ved å bruke disse tallene, vil verdien på verdsettelsen øke.

RESULTATREGNSKAP	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Driftsinntekter	2 887 604	3 191 585	2 923 966	3 165 042	3 267 505
Annen driftsinntekt	57 641	54 457	76 381	63 790	74 570
Sum driftsinntekter	2 945 245	3 246 042	3 000 347	3 228 832	3 342 075
Varekostnad/Prosjektkostnader	2 371 797	2 608 499	2 379 746	2 432 818	2 421 633
Lønnskostnader	82 868	97 059	109 361	120 354	142 498
Ordinære avskrivninger	21 205	24 085	20 061	4 084	3 707
Andre driftskostnader	132 586	120 389	121 851	114 313	125 553
Andel av resultat fra TS	- 32 404	- 8 326	7 104	-	- 101 796
Øvrige gevinster og tap	3 482	-	31 679	13 610	-
Sum driftskostnader	2 579 534	2 841 706	2 606 444	2 685 179	2 591 595
Driftsresultat	365 711	404 336	393 903	543 653	750 480
Finansinntekter	21 215	11 413	8 264	12 749	10 219
Finanskostnader	38 221	44 561	37 585	52 600	28 229
Finansresultat	- 17 006	- 33 148	- 29 321	- 39 851	- 18 010
Inntekt fra sysselsatt kapital	386 926	415 749	402 167	556 402	760 699
Resultat før skatt	348 705	371 188	364 582	503 802	732 470
Skattekostnad	94 175	91 828	63 694	102 653	165 626
Ordinært resultat	254 530	279 360	300 888	401 149	566 844
Minoritetsinteresser	- 1 169	-	-	-	-
Omregningsdifferanse	- 182	3 040	- 3 095	4 633	317
Sum resultatposter for IFRS-foretak	-	-	-	-	-
Total resultat	253 179	282 400	297 793	405 782	567 161

Tabell 5.1- Resultat regnskap til SBO i perioden 2014-2018

Som vi ser av resultatregnskapet til SBO, så er omsetningen relativt stabil. Den har økt med 13 prosent siden 2014, mens driftskostnadene er nesten uendret i den samme perioden. Effekten av dette har ført til at Selvaag har klart å presentere forbedrede driftsresultater.

Balansen	2013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Goodwill	434 482	415 575	397 175	383 376	383 376	383 376
Sum immaterielle midler	434 482	415 575	397 175	383 376	383 376	383 376
Vareige driftsmidler	4 914	17 395	20 314	10 867	11 428	8 565
Sum varige driftsmidler	4 914	17 395	20 314	10 867	11 428	8 565
Investering i TS	150 705	156 723	183 443	289 818	316 241	415 280
Lån til TS og felleskontrollert virksomhet	12 251	17 679	9 046	63 757	122 982	119 290
Andre langiktige fordringer	154 336	104 116	105 545	197 318	214 039	326 074
Sum finansielle anleggsmidler	317 292	278 518	298 034	550 893	653 262	860 644
Sum Anleggsmidler	756 688	711 488	715 523	945 136	1 048 066	1 252 585
Varelager	4 283 850	4 348 805	4 715 399	4 284 011	4 643 938	4 306 304
Kundefordringer	107 015	440 283	110 288	103 420	133 832	215 007
Andre kortsiktige fordringer	235 254	147 738	37 571	189 902	40 621	60 199
Kasse/Bank/Post	587 042	565 930	672 284	886 193	485 561	657 034
Sum Omløpsmidler	5 213 161	5 502 756	5 535 542	5 463 526	5 303 952	5 238 544
Sum Eiendeler	5 969 849	6 214 244	6 251 065	6 408 662	6 352 018	6 491 129
Egenkapital fordelt på aksjonærer i Selvaag	2 236 268	2 442 570	2 539 610	2 689 857	2 848 723	3 106 770
Minoritetsinteresser	22 718	14 728	9 582	9 315	9 419	9 366
Sum Egenkapital	2 258 986	2 457 298	2 549 192	2 699 172	2 858 142	3 116 136
Pensjonsforpliktelser	1 183	2 187	913	594	643	277
Utsatt skatt	154 097	205 355	158 837	84 486	83 537	93 011
Andre avsetninger for forpliktelser	92 578	92 578	92 578	75 073	60 373	60 373
Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld	10 269	8 627	9 869	6 938	8 349	3 225
Langsiktig rentebærende gjeld	2 116 176	1 752 401	1 846 715	2 038 660	1 836 823	1 795 798
Sum Langsiktig gjeld	2 374 303	2 061 148	2 108 912	2 205 751	1 989 725	1 952 684
Kortsiktig rentebærende gjeld	669 039	959 518	771 302	534 681	380 608	520 508
Leverandørgjeld	115 157	187 348	100 120	219 562	166 479	181 360
Betalbar skatt	2 255	41 391	138 722	83 343	103 782	158 110
Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld	550 109	507 541	582 817	666 153	853 282	562 331
Sum Kortsiktig gjeld	1 336 560	1 695 798	1 592 961	1 503 739	1 504 151	1 422 309
Sum Gjeld	3 710 863	3 756 946	3 701 873	3 709 490	3 493 876	3 374 993
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	5 969 849	6 214 244	6 251 065	6 408 662	6 352 018	6 491 129

Tabell 5.2- Totalbalansen til SBO i perioden 2014-2018

Vi vil kommentere tallene i balansen etter vi har gjennomført trailing for regnskapsåret 2019.

Endring i egenkapitalen vises under:

Oversikt over endring i egenkapitalen for majoriteten	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Egenkapital 01.01	2 236 268	2 442 569	2 539 609	2 689 857	2 848 724
Utbytte	- 46 878	- 178 155	- 135 961	- 197 820	- 351 341
Tilbakekjøp av aksjer		- 10 863	- 23 834	- 76 892	
Salg av aksjer til ansatte		1 887	11 982	27 900	42 174
Resultat etter skatt for perioden	253 362	281 131	301 155	401 045	566 939
Øvrige resultatелеmenter for perioden	- 182	3 040	- 3 095	4 633	275
Egenkapital 31.12	2 442 569	2 539 609	2 689 857	2 848 724	3 106 771

Tabell 5.3 – Endring egenkapital Selvaag 2014-2018

5.2.2 Trailing

Selvaag har utgitt to kvartalsrapporter (Q1 og Q2) så langt i 2019. Trailing er sterkt tilknyttet til ordet predikere, som er et mer allment begrep. Vi vil ved hjelp av tilgjengelig informasjon, prøve   predikere årsregnskapet for 2019.

Vi vil presentere trailing resultatregnskap for 2019 i tabell 5.4.

Vi bruker følgende formel for   trailing året: $Trailing: Q1_t + Q2_t + (1+g) \cdot (Q3_{-1} + Q4_{-1})$

Som vi ser av formelen er (Q1 og Q2) i trailing året (t) kjent tall. Vi har også regnskapstallene for (Q3 og Q4) i 2018 (-1). Ved   justere for vekst (g) i de to siste kvartalene kan vi lage trailing for resultatregnskapet 2019. Veksten kan uttrykkes slik:

$$g = (Q1_t + Q2_t) / (Q1_{t-1} + Q2_{t-1}) - 1$$

Trailing	Vekst	V.Faktor	2019 Q1-Q2	2018 Q1-Q2	2018 Q1-Q4	2019T Q1-Q4
Driftsinntekter	-0,09	0,91	1 104 759	1 212 849	3 267 505	2 976 303
Annen driftsinntekt	0,26	1,26	39 585	31 328	74 570	94 224
Varekostnad/Prosjektkostnader	-0,16	0,84	774 687	922 269	2 421 633	2 034 122
Lønnskostnader	-0,25	0,75	52 137	69 365	142 498	107 106
Ordinære avskrivninger (trukket fra avsk. Knyttet til leie)	-0,03	0,97	1 794	1 859	3 707	13 177
Andre driftskostnader	0,21	1,21	64 741	53 576	113 261	136 864
Normal driftsresultat fra egen virksomhet			250 985	197 108	660 976	779 257
Andel av resultat fra tilknyttet selskap	0,22	1,22	17 723	14 521	101 796	124 243
Driftsresultat			268 708	211 629	762 772	903 500
Normale finansinntekter	0,79	1,79	5 148	2 882	10 219	18 254
Normale finanskostnader (trukket fra renter knyttet til leie)	-0,10	0,90	13 369	14 784	28 229	43 362
Normalt finansresultat			- 8 221	- 11 902	- 18 010	- 25 108
Resultat før skatt			260 487	199 727	744 762	878 392
Skattekostnad på normale poster			61 315	46 464	165 626	172 405
Ordinært resultat	4		199 172	153 263	579 136	705 986
Andre finansielle resultatposter			2	- 2 955	317	2
Fullstendig �rsresultat			199 174	150 308	579 453	705 984

Tabell 5.4 – Trailing Selvaag 2019

Ved utarbeidelse av trailing skiller vi mellom normale og unormale poster. Normale poster er poster vi forventer vil gjenta seg årlig eller med et visst intervall. Unormale poster er poster i resultatregnskapet som oppstår en gang eller få ganger, og som ikke vil gjenta seg i fremtiden¹⁰¹. Ved trailing, vil vi kun foreta trailing for de normale postene, da unormale poster ikke antas å oppstå flere ganger ilt. året. Som vi ser av regnskapet over kunne vi ikke finne unormale poster for de to første kvartalene til SBO. Det presiseres at kvartalsrapportene kan være mangelfulle på dette området, men at dette er innebygd begrensning ved bruk av kvartalsrapporter.

Trailing andre driftskostnader og avskrivninger

Andre driftskostnader, avskrivninger og finanskostnader vil måtte trailes på en annen måte. Dette som følge av innføringen av IFRS 16 fra og med 2019, hvor man skal balanseføre leieavtaler, og det vil påløpe avskrivninger og rentekostnader, sett mot kun andre driftskostnader. I kvartalsrapportene for 2019 vil følgelig avskrivninger og renter vise en høyere verdi ved trailing sammenlignet mot 2018 kvartals- og årsrapportene. Dette samme gjelder ved at ADK vil i 2018 være for høy, og ikke representativt for 2019, samt avskrivninger og renter vil være for lav i 2018.

Problemet er løst ved at man for Q2 tallene i 2019 avskrivninger, har trukket fra antatte avskrivninger knyttet til bruksrett leieeiendel. Man har deretter foretatt trailing på vanlig måte, dvs. fire siste kvartalene hensyntatt vekst, og kommet frem til 2019T. Ettersom man faktisk vil ha økte avskrivninger i 2019 som følge av IFRS 16, er deretter antatte ekstra avskrivninger for hele året (9600) lagt til 2019T tallene. Ved denne måten vil man traile avskrivninger uten leieavtaler på vanlig måte med vekst, samtidig som man får hensyntatt IFRS 16.

Når det kommer til andre driftskostnader, vil disse i 2018 kvartalstallene og 2018 årsregnskapet inneholde kostnader knyttet til leie. Disse må justeres ut, ettersom dette vil gi feile tall i trailingen. Basert på estimatene kommet frem under justering for målefeil lenger nede i oppgaven, trekker vi fra avskrivninger og rentekostnader fra andre driftskostnader 2018 tallene. Dette gjelder både kvartalsrapportene og årsrapporten. Vi har nå andre driftskostnader uten leieavtaler. Vi foretar deretter trailing på vanlig måte, basert på siste fire kvartalsrapporter og vekst. Man legger her ikke til noen leiekostnader på 2019T tallene til slutt, ettersom disse vil bli reflektert under rentekostnader og avskrivninger.

¹⁰¹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Trailing finansposter

Finansposter er knyttet mot finansinntekter og finanskostnader. Finansinntekter vil i all hovedsak oppstå som følge av renteinntekt fra bankinnskudd og lån til tilknyttede selskap. Når vi analyserer utviklingen av bankinnskudd og lånet for de to første kvartalene for 2019 mot de to første 2018, er det en markant økning. Dette står også i stil med veksten i finansinntektene.

Finanskostnader vil i 2019 knytte seg hovedsakelig mot postene andre finanskostnader, renter på tomtelån og renter knyttet til leieforpliktelser.

Den største posten knyttet til finanskostnader gjelder renter knyttet til tomtelån. For å komme frem til riktig verdi, må vi foreta en del estimeringer. Det første vi beregner, er gjennomsnittlig kapital. Dette da det er gjelden i løpet av hele året som vil forrente seg, og ikke kun IB eller UB tall. Ettersom vi ikke vet UB, har vi brukt IB 2019 og Q2 2019 som en tilnærming, og kommer frem til en verdi på 1 356 millioner.

Videre må vi finne antatt rentekostnad. Denne har vi funnet ved å ta rentekostnader knyttet til tomtelånet, og delt på gjennomsnittlig kapital i 2018. Ettersom det har foreligget økning i styrerenta, og SBO ikke operer med fastrente lån, har vi lagt til 0,5 prosentpoeng som økning i renta fra 2018, dvs. en rentesats på 4,43 prosent.

Vi tar gjennomsnittlig kapital, og ganger med rentesatsen, og kommer frem til en påløpt rente på 60, 072 millioner.

Man har til nå kommet frem til påløpt renter. Imidlertid vil en del av disse rentene på tomtelån som følge av IFRS, aktiveres på varelager. Dette skjer ved regulering av prosjektet. Aktiveringsprosenten er usikker, men ved å se på de siste fem årene, kommer vi frem til en aktiveringssats på 43,6 prosent som virker rimelig. Vi velger derfor å kostnadsføre 56,4 prosent av påløpte renter for 2019, dvs. 33, 869 millioner.

Videre vil det foreligge andre finanskostnader, som har variert en del de siste årene. Det er ikke spesifisert ytterligere hva dette gjelder. Vi har imidlertid normalisert denne ved å ta gjennomsnittet fra de fem siste årene, og bruker gjennomsnittet som antatt verdi også i 2019, dvs. 6,801.

For leieforpliktelser, har man kommet frem til en årlig rentekostnad og en årlig avskrivning. Dette er forklart lenger ned i oppgaven, under justering for målefeil, og vil følgelig ikke repeteres igjen her. Rentekostnaden her er beregnet til å være 2 692.

Totalt blir dette 43 362 i finanskostnader i 2019

Trailing skattekostnad

En av utfordringene ved utarbeidelse av trailing regnskap, er beregning av skattekostnaden for trailing året. Vi kan dele skattekostnaden inn i tre deler:

- Skatt på driftsresultat
- Skatt på finansinntekter
- Skatt på finanskostnader

Bakgrunnen for splittelsen, er at driftsskattesatsen (DSS) vil i de fleste tilfeller avvike fra selskapskattesatsen (SSS). Forhold som fremførbart underskudd eller andre særskatter vil gjøre at forskjeller oppstår.

Formel for å beregne driftsskattesatsen (DSS):

$$dss = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{skatt} * \text{finansresultat}}{\text{Driftsresultat}}$$

Formel for å beregne driftsskattesatsen for trailingsåret (DSS_t):

$$dss_t = \frac{NSK_t - f_{iss} * (FI_t + UFR_t) + f_{kss} * FK_t}{DR_t}$$

Forkortelser av skattebegreper

Forkortelser skattebegreper

dss	Driftsskattesats
ndss	Normal driftsskattesats
NSK	Normal skattekostnad
fiss	Finansinntektsskattesats
fkss	Finanskostnadsskattesats
FI	Finansinntekter
UFR	Unormalt finansresultat
FK	Finanskostnad
DR	Driftsresultat

Ved å bruke formelen over har vi kommet frem til en driftsskattesats for regnskapsåret 2019 på 22,9 prosent. Denne driftsskattesatsen vil normalisere og bli benyttet til omgruppering senere i oppgaven.

Netto driftsskattesats	2018	2018	2019	2019
	Hele året	Q1-Q2	Q1-Q2	Hele året
Skattekostnaden 23% 2018 og 22% 2019	165 626	46 464	61 315	
Finansinntekt	10 219	2 882	5 148	
FISS(2/3)*SSS	15,3 %	15,3 %	15,3 %	
Finansinntektskatt	1 567	442	789	
Første ledd	164 059	46 022	60 526	
Finanskostnad	28 229	14 784	13 369	
FKSS	23 %	23 %	22 %	
Finansskattekostnad, andre ledd	6 493	3 400	2 941	
Driftsresultat	762 772	211 629	268 708	
Driftsskattesatsen	22,36 %	23,35 %	23,62 %	
Vekting	11,18 %		11,81 %	22,99 %
Skattekostnaden for 2019 blir:				
Sum driftsresultat				903 500
Driftsresultat etter skatt				724 354
Sum finansinntekter				18 254
Finansinntekter etter skatt				15 455
Finanskostnad				43 362
Finanskostnad etter skatt				33 822
Sum skattekostnad				172 405
Som er fordelt på:				
Skatt drift				179 146
Skattf.inntekt				2 799
Skattf.kostnad				- 9 540

Tabell 5.5 – Skattefordeling på kapitaler

5.2.3 Fullstendig regnskap for analyseperioden

Balansen	2013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Goodwill	434 482	415 575	397 175	383 376	383 376	383 376
Sum immaterielle midler	434 482	415 575	397 175	383 376	383 376	383 376
Vareige driftsmidler	4 914	17 395	20 314	10 867	11 428	8 565
Sum varige driftsmidler	4 914	17 395	20 314	10 867	11 428	8 565
Investering i TS	150 705	156 723	183 443	289 818	316 241	415 280
Lån til TS og felleskontrollert virksomhet	12 251	17 679	9 046	63 757	122 982	119 290
Andre langiktige fordringer	154 336	104 116	105 545	197 318	214 039	326 074
Sum finansielle anleggsmidler	317 292	278 518	298 034	550 893	653 262	860 644
Sum Anleggsmidler	756 688	711 488	715 523	945 136	1 048 066	1 252 585
Varelager	4 283 850	4 348 805	4 715 399	4 284 011	4 643 938	4 306 304
Kundefordringer	107 015	440 283	110 288	103 420	133 832	215 007
Andre kortsiktige fordringer	235 254	147 738	37 571	189 902	40 621	60 199
Kasse/Bank/Post	587 042	565 930	672 284	886 193	485 561	657 034
Sum Omløpsmidler	5 213 161	5 502 756	5 535 542	5 463 526	5 303 952	5 238 544
Sum Eiendeler	5 969 849	6 214 244	6 251 065	6 408 662	6 352 018	6 491 129
Egenkapital fordelt på aksjonærer i Selvaag	2 236 268	2 442 570	2 539 610	2 689 857	2 848 723	3 106 770
Minoritetsinteresser	22 718	14 728	9 582	9 315	9 419	9 366
Sum Egenkapital	2 258 986	2 457 298	2 549 192	2 699 172	2 858 142	3 116 136
Pensjonsforpliktelseser	1 183	2 187	913	594	643	277
Utsatt skatt	154 097	205 355	158 837	84 486	83 537	93 011
Andre avsetninger for forpliktelseser	92 578	92 578	92 578	75 073	60 373	60 373
Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld	10 269	8 627	9 869	6 938	8 349	3 225
Langsiktig rentebærende gjeld	2 116 176	1 752 401	1 846 715	2 038 660	1 836 823	1 795 798
Sum Langsiktig gjeld	2 374 303	2 061 148	2 108 912	2 205 751	1 989 725	1 952 684
Kortsiktig rentebærende gjeld	669 039	959 518	771 302	534 681	380 608	520 508
Leverandørgjeld	115 157	187 348	100 120	219 562	166 479	181 360
Betalbar skatt	2 255	41 391	138 722	83 343	103 782	158 110
Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld	550 109	507 541	582 817	666 153	853 282	562 331
Sum Kortsiktig gjeld	1 336 560	1 695 798	1 592 961	1 503 739	1 504 151	1 422 309
Sum Gjeld	3 710 863	3 756 946	3 701 873	3 709 490	3 493 876	3 374 993
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	5 969 849	6 214 244	6 251 065	6 408 662	6 352 018	6 491 129
RESULTATREGNSKAP						
		2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Driftsinntekter		2 887 604	3 191 585	2 923 966	3 165 042	3 267 505
Annen driftsinntekt		57 641	54 457	76 381	63 790	74 570
Sum driftsinntekter		2 945 245	3 246 042	3 000 347	3 228 832	3 342 075
Varekostnad/Prosjektkostnader		2 371 797	2 608 499	2 379 746	2 432 818	2 421 633
Lønnskostnader		82 868	97 059	109 361	120 354	142 498
Ordinære avskrivninger		21 205	24 085	20 061	4 084	3 707
Andre driftskostnader		132 586	120 389	121 851	114 313	125 553
Andel av resultat fra TS	-	32 404	- 8 326	7 104	-	101 796
Øvrige gevinster og tap		3 482	-	31 679	13 610	-
Sum driftskostnader		2 579 534	2 841 706	2 606 444	2 685 179	2 591 595
Driftsresultat		365 711	404 336	393 903	543 653	750 480
Finansinntekter		21 215	11 413	8 264	12 749	10 219
Finanskostnader		38 221	44 561	37 585	52 600	28 229
Finansresultat	-	17 006	- 33 148	- 29 321	- 39 851	- 18 010
Inntekt fra sysselsatt kapital		386 926	415 749	402 167	556 402	760 699
Resultat før skatt		348 705	371 188	364 582	503 802	732 470
Skattekostnad		94 175	91 828	63 694	102 653	165 626
Ordinært resultat		254 530	279 360	300 888	401 149	566 844
Minoritetsinteresser	-	1 169	-	-	-	-
Omregningsdifferanse	-	182	3 040	- 3 095	4 633	317
Sum resultatposter for IFRS-foretak						
Total resultat		253 179	282 400	297 793	405 782	567 161

Tabell 5.6 – Fullstendig regnskap

5.3 Omgruppering for analyse

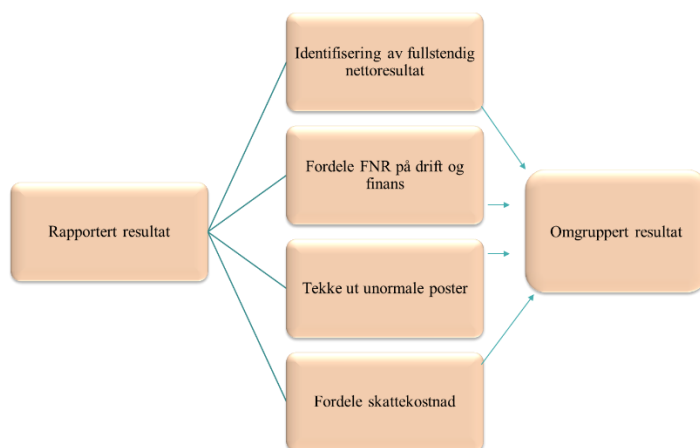
Vi vil i dette kapitlet omgruppere regnskapstallene for Selvaag til et mer investororientert perspektiv. Omgrupperingen er basert offentlig tilgjengelig informasjon. Målet med omgrupperingen er å øke fokuset på normal verdiskapning. Måten vi gjør dette på er å skille mellom resultat generert utelukkende fra driften og resultat generert fra finansielle aktiviteter, samt fordele eiendeler på drift og finans.

Driftsrelaterte poster anses som den primære drivkraften bak verdiskapning i et selskap, og vil derfor være avgjørende å skille ut disse postene, for å se hvorvidt det foreligger en strategisk fordel knyttet til drift¹⁰².

I de neste kapitlene vil vi normalisere og omgruppere resultatregnskapet og balansen for analyseperioden. Vi vil helt avslutningsvis presentere en kontantstrømanalyse for SBO.

Regnskapet kan omgrupperes inn i fire steg¹⁰³:

- Identifisering av fullstendig nettoresultat
- Fordele fullstendig nettoresultat slik at alle kapitalene i balansen får sitt resultat før skatt
- Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt
- Fordel skattekostnaden på alle resultatene



Figur 5.7 – Omgruppering av regnskap

¹⁰² (Penman, 2013)

¹⁰³ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

1. Identifisering av fullstendig nettoresultat

Første steg er å kartlegge det fullstendige nettoresultatet (FNR) til egenkapitalen. FNR kan uttrykkes på følgende måte¹⁰⁴:

$$\text{Fullstendig nett resultat} = \text{Rapportert resultat} + \text{annet fullstendig resultat} + \text{"dirty surplus"}$$

Annet fullstendig resultat (other comprehensive income) er inntekter og kostnader som ikke er en del av det rapporterte resultatet, men som inngår i totalresultatet.

Dirty Surplus er inntekter eller kostnader som føres direkte mot selskapets egenkapital, dvs. ikke over totalresultat¹⁰⁵. De bryter altså med kongruensprinsippet.

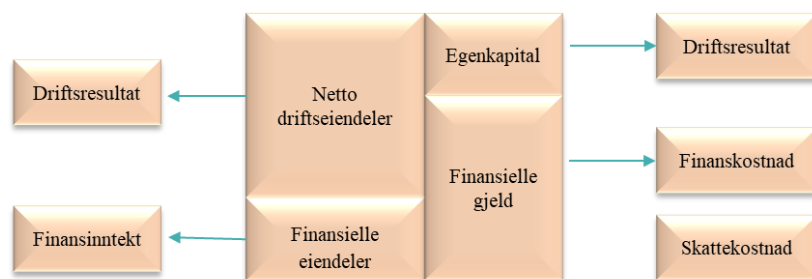
SBO har en omregningsdifferanse som har vi kategorisert som en del av deres driftsrelaterte OCI. Omregningsdifferansen oppstår som følge av endring i valutakurs. Valutaendringer er utenfor SBO sin kontroll, og anses som unormal post.

Vi har ikke klart å identifisere poster som er direkte ført mot egenkapitalen.

2. Fordeling av fullstendig nettoresultat

Som nevnt tidligere består balansen av forskjellige kapitaler. I del to må vi fordele FNR på de respektive kapitalene, med den hensikt å synliggjøre kildene til verdiskapningen i selskapet¹⁰⁶.

Figur 5.8 – Analytisk inndeling av kapitaler



Selvaag har allerede klassifisert det de mener er drift og det de mener er finansielt i sine årsrapporter. Utgangspunktet er at denne inndelingen er riktig, da de sitter med vesentlig mer informasjon enn det vi som eksterne analytikere gjør. Dette vil si f.eks. at driftsinntekter i regnskapet vil være knyttet til drift, med mindre vi spesifiserer annet.

¹⁰⁴ (Knivsfå, F4. Omgruppering for analyse, 2019)

¹⁰⁵ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

¹⁰⁶ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Vi har kommet over en endring vi ønsker å gjøre, og den knyttes til andre driftsinntekter. Andre driftsinntekter i regnskapet knyttes mot leieinntekter, serviceinntekter og «andre driftsinntekter». Imens vi vil anse leieinntekter og serviceinntekter som en del av kjernevirksomheten, velger vi å reklassifisere andre driftsinntekter fra drift til finansielt. Dette basert på en skjønnsmessig vurdering.

Videre foreligger det øvrige gevinst/tap i driftsresultatet til Selvaag. Vi har valgt å reklassifisere disse postene som finansielle.

3. Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt

Vi har tidligere under trailing forklart hva som menes med unormale og normale poster. Ettersom fremtidig inntjening og dagens lønnsomhet beregnes på en mer nøyaktig måte basert på normalt resultat, gjør dette at vi ønsker å fjerne støy, dvs. ikke gjentakende hendelser og -poster. Dette kan dreie seg om forhold som: spesielle poster, verdiendringer, endring av regnskaps policyer og regnskapsestimater. Ved at vi justerer for ikke gjentakende poster øker vi relevansen for regnskapet. Vi kan ikke justere for alt grunnet mangel på informasjon og kost- /nytte betraktning. Vi velger imidlertid å fokusere og normalisere de forhold vi mener er av størst betydning for regnskapet. Som analytiker må vi benytte oss av skjønn ved vurdering for hva som er unormalt. Hva som er unormalt, vil være forskjellig fra bransje til bransje. Etter en grundig gjennomgang av årsregnskapene for SBO, har vi kommet frem til følgende vurderinger knyttet til unormale poster:

Unormal drift:

Som nevnt tidligere, er driftsresultatet motoren til selskapets normale inntjening. Vi ønsker dermed å fjerne unormale poster. I de rapporterte årsregnskapene for SBO de siste fem årene har vi identifisert noen unormale driftsposter som vi finner det nødvendig å justere for. Dette er poster som er svært uforutsigbare, og er umulig å predikere, dvs. poster som størrelsen ikke kan beregnes for eller som vi antar ikke vil gjenta seg. Unormale poster for drift i analyseperioden har vært: nedskrivning av varelager, nedskrivning i resultatet til et tilknyttede selskap, og omregningsdifferanser (OCI). Disse er hensyntatt ved å reversere et tilsvarende beløp på tilhørende kostnads- eller inntektskonto.

Unormalt driftsresultat fremkommer altså ved å ta unormale driftsinntekter minus unormale driftskostnader. Man må hensynta skatt på unormalt driftsresultat, og unormal skatt på normalt driftsresultat. Videre vil man legge til driftsrelaterte annet fullstendigresultat, dirty surplus samt unormal skattekostnad. Skatterelatert informasjon diskuteres ved neste punkt.

Oppsummert følgende for Selvaag:

Unormalt netto driftsresultat	Forkortelser	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019t
+ Unormale driftsinntekter	udi						
- Unormale driftskostnader	udk	10 000	10 000	2 787	25 000		
= Unormalt driftsresultat før skatt	udr	- 10 000	- 10 000	- 2 787	- 25 000	-	-
- Skatt på unormalt driftsresultat	dss*udr	- 3 057	- 2 668	- 489	- 5 175	-	-
+ Driftsrelatert annet fullstendigresultat	darf	- 182	3 040	- 3 095	4 633	317	
+ Driftsrelatert dirtysurplus	ddsp						
- Unormalt driftsskatt på normalt driftsresultat	(dss-ndss)*dr	21 250	9 812	- 24 002	- 19 623	14 119	
- Unormal skattekostnad	usk	744	260	1 682	-	-	
= Unormalt netto driftsresultat	undr	-29 119	- 13 844	16 927	4 431	- 13 802	

Tabell 5.9 – Unormalt netto driftsresultat

Unormal finans:

Kvartalsrapportene til Selvaag for 2019 inneholder ingen informasjon om unormale finansposter. Vi har dog identifisert noen unormale finansposter gjennom analyseperioden. Unormale finansposter knyttes mot gevinst ved salg av eierandel i datterselskap, andre gevinster samt disagio og agio. Dette er poster som varierer betraktelig fra år til år. Basert på en skjønnsmessig vurdering, anser vi disse som unormale poster. I tillegg har selskapet posten andre finanskostnader som variere fra år til år. Denne har vi valgt å normalisere ved å se på gjennomsnittet de siste 5 årene (med unntak av 2017, da denne avviker vesentlig fra andre årene). Avviket fra gjennomsnittet det enkelte år, har blitt ført som unormale finanskostnader.

Unormalt finansresultat fremkommer ved å ta unormale finansinntekter og trekke fra unormale finanskostnader. Deretter fjerner vi skatt knyttet til unormalt finansresultat, for deretter å hensynte finansielt annen fullstendigresultat samt finansielt dirty surplus.

Unormalt netto finansresultat	Forkortelser	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019t
+ Unormale finansinntekter	ufi	3 079		31 679			
- Unormale finanskostnader	ufk	2 790	4 116	584	11 118	- 1 528	
= Unormalt finansresultat	ufr	290	- 4 116	31 096	- 11 118	1 528	
- Skatt på unormalt finansresultat	fiss*ufr	- 199	- 1 111	5 134	- 2 668	351	
+ Finansielt annen fullstendigresultat	farf						
+ Finansielt dirtysurplus	fdsp						
= Unormalt netto finansresultat	unfr	488	- 3 004	25 962	- 8 449	1 176	

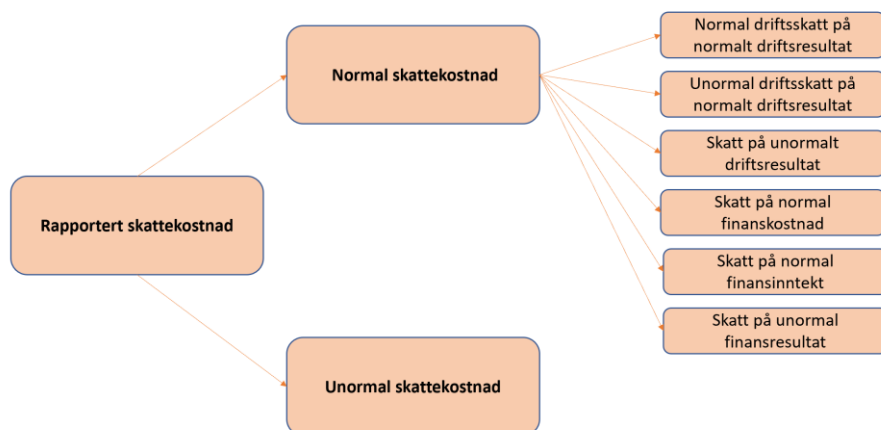
Tabell 5.10 – Unormalt netto finansresultat

Unormal skatt:

Vi har fjernet det vi anser som unormale skatteposter. Dette knyttes mot for lite avsatt skatt samt posten «andre poster». Andre poster er ikke spesifisert hva de gjelder, men ettersom de varierer fra år til år, og basert på skjønnsmessig vurdering, antar vi disse er unormale.

4. Fordeling av skattekostnaden

Siste del av analysen blir å fordele skattekostnaden på hhv. normal og unormal drift og normale og unormale finansposter. Oppsummert ved figur fordeles rapportert skattekostnad ved følgende modell¹⁰⁷:



Figur 5.11 – Fordeling skattekostnaden

Skatt på driftsresultatet

Som vi ser av figuren over må vi i første omgang beregne en normal driftsskatt (ndss) på det normale driftsresultatet. Vi har beregnet den normale driftsskattesatsen som et gjennomsnitt av driftsskattesatsen alle årene under analyseperioden.

Beregning av normal driftsskattesats:

Skattesatser	Forkortelser	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Selskapsskattesats	sss	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %
Finansinntektskattesats	fiss	18 %	18 %	17 %	16 %	15 %	15 %
Finanskostnadskattesats	fkss	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %
Driftsskattecostnad	dss	31 %	27 %	18 %	21 %	26 %	23 %
Normalisertdriftsskattesats	ndss	24,13 %	24,13 %	24,13 %	24,13 %	24,13 %	24,13 %
Unormal driftsskattesats		-6 %	-3 %	7 %	3 %	-2 %	1 %

Tabell 5.12 – Unormalt driftsskattesats

NDSS er beregnet til å være 24,13 prosent over analyseperioden.

Som nevnt over skal vi fordele den normale driftsskatten på det normale driftsresultatet.

¹⁰⁷ (Knivsfå, F4. Omgruppering for analyse, 2019)

RESULTATREGNSKAP	2014	2015	2016	2017	2018	2019t
Driftsinntekter	2 887 604	3 191 585	2 923 966	3 165 042	3 267 505	2 976 303
Sum driftskostnader	2 598 456	2 850 032	2 628 232	2 656 569	2 693 391	2 291 270
Normalt driftsresultat egen virksomhet	330 328	385 490	364 642	571 462	647 434	779 257
Driftsrelatert skattekostnad	79 716	93 028	87 996	137 907	156 241	179 146
Nettoresultat fra egen virksomhet	250 612	292 462	276 646	433 555	491 193	600 111

Tabell 5.13 – Fordeling normal driftsskatt på netto normalt driftsresultat egen virksomhet

Fordeling av normal driftsskatt på netto normalt driftsresultat

Det unormale driftsresultatet før skatt, må justeres for skatt på unormalt driftsresultat. Her bruker vi dss som skattesats. Det unormale netto driftsresultatet må også tillegges en unormal driftsskatt på normalt driftsresultat. Dette vil være differansen mellom ndss og dss på normalt driftsresultat. Videre tillegger vi unormalt skattekostnaden, dvs. for lite avsatt skatt samt andre poster.

Skatt på normalt finansresultat

Finansresultatet består av finanskostnader og finansinntekter. Skattesatsen benyttet på finanskostnadene er den samme som periodens selskapsskattesats. For finansinntektene har vi benyttet en annen sats, da det foreligger ulike regnskapsregler og skatteregler som gjør at denne satsen vil bli påvirket. Dette gjelder forhold som blant annet skatteloven §2-38, som sier at utbytte i utgangspunktet er skattefritt (men med 3 prosent beskatning hvis ikke utbytte kommer fra samme skattemessige konsern). Dette gjør at vi anvender en tommelfinger regel som utgjør 2/3 av selskapsskattesatsen¹⁰⁸.

Skatt er fordelt på det normale finansresultatet som vist på bildet under.

Netto finanskostnad	2014	2015	2016	2017	2018	2019t
+ Finansinntekter	34 597	21 933	15 737	13 550	11 469	18 254
- Skatt på finansinntekt	6 227	3 948	2 623	2 168	1 759	2 799
= Netto finansinntekt	28 370	17 985	13 114	11 382	9 710	15 455
- Finanskostnader	38 914	40 446	37 002	41 483	29 757	43 362
+ Skatt på finanskostnader	10 507	10 920	9 250	9 956	6 844	9 540
= Netto finanskostnad	- 37	- 11 540	- 14 637	- 20 145	- 13 202	- 18 367

Tabell 5.14 – Skattekostnaden beregnet på normalt finansresultat

Skatt på unormalt finansresultat

For å komme frem til unormalt netto finansresultat må vi trekke fra skatten på unormalt finansresultat. Denne skatten kan beregnes ved at man benytter de opprinnelig satsene til hhv. finansinntektsskattesats og finanskostnadsskattesats.

¹⁰⁸ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

Fordeling av skattekostnaden

Tabellen under viser en samlet oppsummering av den samlede skattefordelingen på de respektive resultatene i periode 2014-2019t. Vi har avstemt beregningene ved å sammenligne denne opp imot årets rapporterte skattekostnad.

Kontroll rapportert skattekostnad	2014	2 015	2016	2017	2018	2019
Driftsresultat	79 612	92 606	87 882	137 727	156 037	301 374
Finansinntekt	6 227	3 948	2 623	2 168	1 759	2 799
Finanskostnad	10 507	10 920	9 250	9 956	6 844	9 540
Unormalt driftsresultat	19 041	7 005	- 22 694	24 618	14 323	
Unormalt finansresultat	- 199	- 1 111	5 134	- 2 668	351	
Unormal skatt	744	260	1 682			
Total fordelt skattekostnad	93 431	92 088	62 012	102 653	165 626	294 633
Rapportert skattekostnad	93 431	92 088	62 012	102 653	165 626	294 633

Tabell 5.15- Fordeling av skattekostnaden

Omgruppert resultatregnskap

RESULTATREGNSKAP	2014	2015	2016	2017	2018	2019t
Driftsinntekter	2 887 604	3 191 585	2 923 966	3 165 042	3 267 505	2 976 303
Sum driftskostnader	2 598 456	2 850 032	2 628 232	2 656 569	2 693 391	2 291 270
= Normalt driftsresultat egen virksomhet	330 328	385 490	364 642	571 462	647 434	779 257
- Driftsrelatert skattekostnad	79 716	93 028	87 996	137 907	156 241	179 146
= Nettoresultat fra egen virksomhet	250 612	292 462	276 646	433 555	491 193	600 111
+ Andel av resultat fra TS	32 404	18 326	- 7 104	- 3 610	101 796	124 243
= Normalt driftsresultat	283 016	310 788	269 542	429 945	592 989	724 354
+ Finansinntekter	34 597	21 933	15 737	13 550	11 469	18 254
- Skatt på finansinntekt	6 227	3 948	2 623	2 168	1 759	2 799
= Netto finansinntekt	28 370	17 985	13 114	11 382	9 710	15 455
= Inntekt til sysselsatt kapital	311 386	328 774	282 656	441 327	602 700	739 809
- Finanskostnader	38 914	40 446	37 002	41 483	29 757	43 362
+ Skatt på finanskostnader	10 507	10 920	9 250	9 956	6 844	9 540
= Netto finanskostnad	28 407	29 525	27 751	31 527	22 913	33 822
= Årets totalresultat	282 979	299 248	254 905	409 800	579 787	705 986
- Netto minoritetsresultat	1 169	-	-	-	-	-
= Netto resultat til egenkapitalen	281 810	299 248	254 905	409 800	579 787	705 986
+ Unormalt netto driftsresultat	- 29 119	- 13 844	16 927	4 431	- 13 802	-2
+ Unormalt netto finansresultat	488	- 3 004	25 962	- 8 449	1 176	
- Unormalt netto minoritetsresultat						
= Fullstendig netto resultat til egenkapitalen	253 179	282 400	297 793	405 782	567 161	705 984

Tabell 5.16 – Omgruppert resultatregnskap for Selvaag i perioden 2014-2019T

Som vi ser av bunnlinjen har fullstendig netto resultat til egenkapitalen vokst hvert år siden 2014. Veksten var størst mellom perioden 2017 til 2018. Dette skyldes i sin helhet salg av ferdigstilte prosjekter. SBO har mål om vekst, men dette skal ikke gå utover selskapets likviditet og soliditet. Dette utsagnet stemmer godt med fordelingen av resultat til egenkapitalen samt selskapets balanse.

Omgruppert balanse

Regnskapet til Selvaag deler eiendelene inn i anleggsmidler og omløpsmidler, mens gjelden splittes inn i hhv. kortsiktig og langsiktig gjeld. SBO har fulgt oppstillingen som er anbefalt etter gjeldende regnskapsregler, utgitt av IFRS. For en kreditor er dette spesielt gunstig, men for en investor er ikke denne oppstillingen optimal. En investor er mest interessert i fremtidig inntjening, og ønsker å skille regnskapskonti mellom driftsrelaterte/operasjonelle og finansielle for å vurdere hva som knyttes mot drift og faktisk skaper verdi i virksomheten¹⁰⁹. Hvordan et selskap opererer er hva som gjør det unikt og vanskelig å kopiere. Vi trenger å skille mellom driftsrelatert og finansielt samt langsiktig og kortsiktig for å bedømme lønnsomhet, og kunne lage prognoser om fremtiden¹¹⁰. Finansielle gjeldsposter samt egenkapitalen sier noe om hvordan operasjonelle poster er finansiert, og vilkårene gitt ved finansiering er ofte lik i markedet. Det som er med på å avgjøre hva som skal klassifiseres operasjonelt beror på blant annet karakteristika ved selskapet og virksomhetsmodellen. Vi kategoriserer aktiva som finansiell dersom selskapet kan selge eiendelen uten at det vil påvirke driften. Det samme gjelder for passiva. Hva som skal kategoriseres som operasjonell eller finansiell blir bestemt av hva vi karakteriserer som kjernevirksomheten.

Omgrupperingen av balansen vil bestå av fire steg:

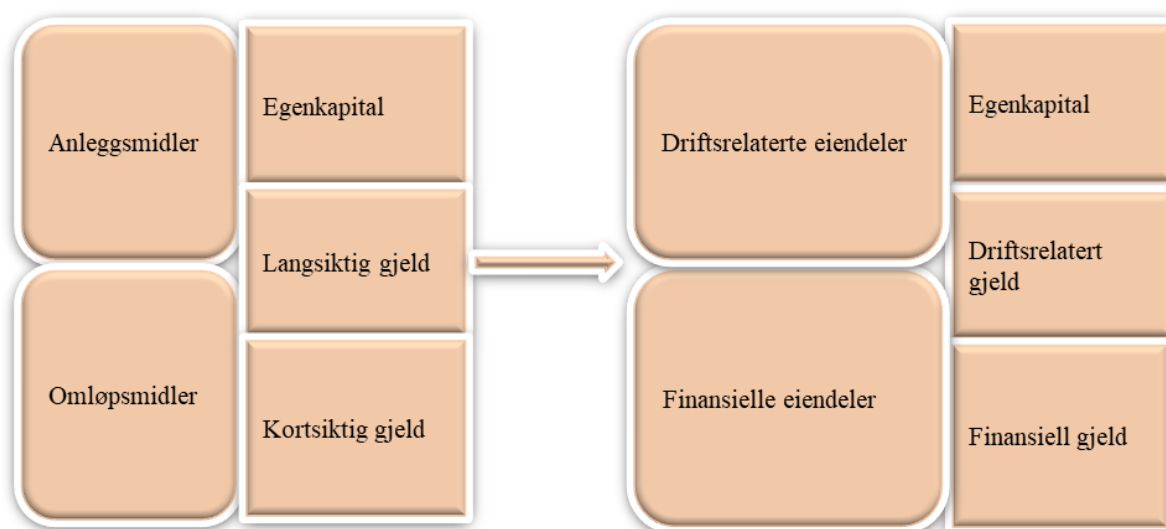
1. Avsatt utbytte vil bli definert som egenkapital og ikke gjeld etter IFRS
2. Redegjørelse av drifts- og finansrelaterede poster
3. Fra totalbalansen til sysselsatt kapital
4. Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

¹⁰⁹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

¹¹⁰ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Rapportert balanse

Omgruppert balanse



Figur 5.17 – Omgruppert resultatregnskap for Selvaag i perioden 2014-2019T

Investert kapital = (driftseiendeler - driftsrelatert gjeld) = Netto driftseiendeler

Netto finansiell gjeld = (finansielle eiendeler - finansiell gjeld)

1. Utbytte klassifisering etter IFRS

Avsatt utbytte skal behandles som et eget egenkapitalelement etter IFRS (Fardal, 2007). Selskapet har ikke avsatt utbytte i balansen i noen av årene.

2. Redegjørelse av drifts og gjeldsrelaterte poster

Omgruppert balanseregnskap	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Goodwill	415 575	397 175	383 376	383 376	383 376	383 376
Varige driftsmidler	17 395	20 314	10 867	11 428	8 565	6 710
Bruksretteiendeler leieavtaler						51 284
Investering i TS	156 723	183 443	289 818	316 241	415 280	393 503
Andre langsiktige fordringer	104 116	105 545	197 318	214 039	326 074	133 101
Langsiktig operasjonelle eiendeler	693 809	706 477	881 379	925 084	1 133 295	967 974
Varelager	4 348 805	4 715 399	4 284 011	4 643 938	4 306 304	4 801 230
Kundefordringer	440 283	110 288	103 420	133 832	215 007	434 154
Andre kortsiktige fordringer	147 738	37 571	189 902	40 621	60 199	71 705
Kortsiktig operasjonelle eiendeler	4 936 826	4 863 258	4 577 333	4 818 391	4 581 510	5 307 089
Operasjonelle eiendeler	5 630 635	5 569 735	5 458 712	5 743 475	5 714 805	6 275 063
Lån til Ts og felleskontrollert virksomhet	17 679	9 046	63 757	122 982	119 290	307 033
Kontanter og kontantekvivalenter	565 930	672 284	886 193	485 561	657 034	599 893
Kortsiktige finansielle eiendeler	565 930	672 284	886 193	485 561	657 034	599 893
Sum eiendeler	6 196 565	6 242 019	6 344 905	6 229 036	6 371 839	6 874 956

Tabell 5.18 – Omgruppert eiendeler

Operasjonelle eiendeler

Goodwill har oppstått som følge av en virksomhet sammenslutning i 2011. Vi velger derfor å klassifisere dette som langsiktig operasjonelt (LO), da dette er sterkt knyttet opp mot kjernevirksomheten. Varige driftsmidler består av maskiner og anlegg samt inventar og annet utstyr. Dette er nødvendig aktive for å drive operativt, og vi velger derfor å klassifisere dette som en del av kjernevirksomheten til SBO (LO). Investeringer i tilknyttede selskaper gjelder i sin helhet investeringer i selskaper som driver med boligutvikling, og dette er å anse som en del av kjernevirksomheten til SBO (LO). Når det kommer til andre langsiktig fordringer er dette fordringer knyttet til salg av tomt, selgerkreditter og andre lån og fordringer. Vi har ingen informasjon om hvorvidt disse fordringene er rentebærende eller ikke. Vi har skjønnsmessig konkludert med at disse fordringene er en del av langsiktig operasjonelle eiendelene for SBO (da vi forutsetter at disse ikke er rentebærende). Dersom fordringene er vanskelig å grupperes bør alle fordringene behandles som driftsrelaterte¹¹¹. Varelageret til SBO består av rå tomter, prosjekter under utvikling og ferdigutviklede prosjekter. Dette skal naturlig klassifiseres som en del av kjernevirksomheten til SBO. Siden varelageret er noe som konstant er under omløp blir dette en kortsiktig operasjonell eiendel. Kundefordringer og andre kortsiktige fordringer er fordringer som har oppstått som følge av den operative driften og er ikke rentebærende. Disse er derfor en del av de kortsiktige operasjonelle eiendelene.

Finansielle eiendeler

Basert på en skjønnsmessig vurdering har vi valgt å klassifisere lån til tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet som en del av de langsiktige finansielle eiendelene. Bakgrunnen for dette er at finansinntektene er for store til at de kun kan knyttes opp mot renter på bankinnskudd, og at det er naturlig at langsiktige lån til tilknyttede selskaper er rentebærende. Vi anser det heller ikke som normalt å gi slike lån som en del av drifta, noe som bygger opp under vår konklusjon om finansielt. Vi har valgt å klassifisere hele bankbeholdningen som kortsiktig finansielle eiendeler. Dette vil kunne gi noe støy ettersom selskapet trenger kontanter for løpende drift. Imidlertid er det ikke spesifisert i note, samt kontanter varierer betydelig fra år til år, og fra kvartalsrapport til kvartalsrapport. Kontanter er dermed satt til finansielt for å forhindre for mye støy.

¹¹¹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Omgruppert balanseregnskap	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Egenkapital fordelt på aksjonærer i Selvaag	2 442 570	2 539 610	2 689 857	2 848 723	3 106 770	3 078 844
Sum egenkapital	2 442 570	2 539 610	2 689 857	2 848 723	3 106 770	3 078 844
Minoritetsinteresser	14 728	9 582	9 315	9 419	9 366	7 866
Sum minoritet	14 728	9 582	9 315	9 419	9 366	7 866
Sum Egenkapital og minoritet	2 457 298	2 549 192	2 699 172	2 858 142	3 116 136	3 086 710
Utsatt skatt	205 355	158 837	84 486	83 537	93 011	93 564
Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld	8 627	9 869	6 938	8 349	3 225	2 862
Andre avsetninger for forpliktelsler	92 578	92 578	75 073	60 373	60 373	60 373
Sum langsiktig operasjonell gjeld	306 560	261 284	166 497	152 259	156 609	156 799
Leverandørgjeld	187 348	100 120	219 562	166 479	181 360	93 450
Betalbar skatt	41 391	138 722	83 343	103 782	158 110	127 197
Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld	507 541	582 817	666 153	853 282	562 331	713 643
Sum kortsiktig operasjonell gjeld	736 280	821 659	969 058	1 123 543	901 801	934 290
Sum operasjonell gjeld	1 042 840	1 082 943	1 135 555	1 275 802	1 058 410	1 091 089
Langsiktig rentebærende gjeld	1 752 401	1 846 715	2 038 660	1 836 823	1 795 798	1 932 672
Langsiktig leieforpliktelsler						31 062
Pensjonsforpliktelsler	2 187	913	594	643	277	379
Sum langsiktig finansiell gjeld	1 754 588	1 847 628	2 039 254	1 837 466	1 796 075	1 964 113
Kortsiktige leieforpliktelsler						7 765
Kortsiktig rentebærende gjeld	959 518	771 302	534 681	380 608	520 508	1 032 312
Sum kortsiktig finansiell gjeld	959 518	771 302	534 681	380 608	520 508	1 040 077
Sum finansiell gjeld	2 714 106	2 618 930	2 573 935	2 218 074	2 316 583	3 004 190
Sum gjeld	3 756 946	3 701 873	3 709 490	3 493 876	3 374 993	4 095 279

Tabell 5.19 – Omgruppert egenkapital og gjeld

Operasjonell gjeld

Utsatt skatt har oppstått som følge av forskjellige regnskapsmessig og skattemessig definisjoner og regler på gjeld og eiendeler, og inntekter og kostnader. Den er ikke rentebærende, og skal alltid behandles som operasjonell gjeld (OG). Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld, skal klassifiseres som operasjonelt, da denne gjelden ikke generer rentekostnader for selskapet. Andre avsetninger for forplikter er knyttet mot en avsetning for garasjeplasser på Lørenskog, som følge av oppføring av bygg. Vi har valg å klassifisere dette som operasjonelt, da avsetningen er knyttet opp mot en naturlig del av kjernevirksomheten. Leverandørgjeld er kortsiktig gjeld, som en naturlig del av virksomheten. Den er ikke rentebærende og klassifiseres som operasjonell. Betalbar skatt er skatt som har oppstått som følge av positivt skattemessig resultat for SBO. Det er en avsetning og anses alltid operasjonell. Annen kortsiktig ikke rentebærende gjeld har vi ingen informasjon om, men som hovedregel bør denne klassifiseres som operasjonell da denne ikke er rentebærende.

Finansiell gjeld

Langsiktig rentebærende gjeld er gjeld som SBO må betale en årlig rentekostnad på. Denne type gjeld skal klassifiseres som finansiell. Langsiktig leieforpliktelse er en post som nå har oppstått som følge av innføringen av IFRS 16 (var også under tidligere regnskapsstandard, men i begrenset omfang). Den nye regnskapsstandardene innebærer en balanseføring av en eiendel og gjeld. Denne gjelden generer bl. annet en rentekostnad, som resultatføres årlig. Vi har dermed valgt å klassifisere denne som finansiell

gjeld. Pensjonsforplikter kan diskuteres da denne oppstår som følge av lønn som knyttes mot drift. Samtidig vil denne være rentebærende som gjør at man bør klassifisere denne som finansiell. Vi velger ettersom den er rentebærende, å klassifisere den som finansiell. Kortsiktig leieforpliktelse, er den kortsiktige delen av leieforpliktelsene, som forfaller innen kort tid. Denne er rentebærende og klassifiseres som finansiell. Kortsiktig rentebærende gjeld er gjeld som det forfaller renter på, og vi har dermed valgt å klassifisere denne som finansiell.

3. Fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Som man ser av figuren under, består sysselsatt kapital av netto driftseiendeler pluss finansielle eiendeler. Dette er eiendeler som er innskutt av eierne og långiverne, og som skal skape avkastning.

Omgruppert og justert balanse	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019T
+ Langsiktig netto operasjonelle eiendeler	426 158	484 102	753 791	811 734	1 015 595	810 655
+ Kortsiktig netto operasjonelle eiendeler	4 200 546	4 041 599	3 608 275	3 694 848	3 679 709	4 372 799
= Netto driftsrelaterte eiendeler	4 626 704	4 525 701	4 362 066	4 506 582	4 695 304	5 183 454
+ Finansielle eiendeler	583 609	681 330	949 950	608 543	776 324	906 926
= Sysselsatte eiendeler	5 210 313	5 207 031	5 312 016	5 115 125	5 471 628	6 090 380
Egenkapital	2 457 298	2 549 192	2 699 172	2 858 142	3 116 136	3 086 125
Finansiell gjeld	2 753 015	2 657 839	2 612 844	2 256 983	2 355 492	3 004 255
Sysselsatt kapital	5 210 313	5 207 031	5 312 016	5 115 125	5 471 628	6 090 380

Tabell 5.20 – Omgruppert balanse fra total til sysselsatt kapital

4. Omgruppering fra sysselsatt til netto driftskapital

Bakgrunnen for at man velger å splitte opp i netto driftseiendeler, er at vi får en bedre oversikt over de eiendelenene som utelukkende er knyttet opp mot driften, for senere å kunne beregne bl. annet driftsrentabiliteten. Netto driftseiendeler er finansiert av netto driftskapital som består av netto finansiell gjeld og selskapets egenkapital.

Driftsrelatert arbeidskapital = Kortsiktig operasjonelle eiendeler – Kortsiktig operasjonell gjeld

Langsiktig netto operasjonelle eiendeler representerer netto investert kapital i selskapets infrastruktur:

Langsiktig netto operasjonelle eiendeler = langsiktig operasjonell eiendeler – langsiktig operasjonell gjeld

Driftsrelatert arbeidskapital representerer investeringer i selskapets løpende driftssyklus:

Driftsrelatert arbeidskapital = kortsiktig operasjonelle eiendeler – kortsiktig operasjonell gjeld

Netto finansiell gjeld er et bilde på selskapets gjeld etter man har trukket fra de finansielle eiendelenene:

Netto finansiell gjeld = finansiell gjeld – finansielle eiendeler

Omgruppert balanse fra sysselsatt kapital til netto driftskapital	2014	2015	2016	2017	2018	2019t
+ Langsiktig netto operasjonelle eiendeler	426 158	484 102	753 791	811 734	1 015 595	810 655
+ Kortsiktig netto operasjonelle eiendeler	4 200 546	4 041 599	3 608 275	3 694 848	3 679 709	4 372 799
= Netto operasjonelle eiendeler	4 626 704	4 525 701	4 362 066	4 506 582	4 695 304	5 183 454
+ Egenkapital	2 457 298	2 549 192	2 699 172	2 858 142	3 116 136	3 086 125
+ Netto finansiell gjeld	2 169 406	1 976 509	1 662 894	1 648 440	1 579 168	2 097 329
= Netti driftskapital	4 626 704	4 525 701	4 362 066	4 506 582	4 695 304	5 183 454

Tabell 5.21 – Omgruppert balanse fra sysselsatt til netto driftskapital

5.4 Analyse av målefeil og justering

I teorien skal finansregnskapet prøve å gjenspeile et selskaps underliggende økonomiske forhold. Imidlertid vil det kunne foreligge «målefeil» eller «målestøy» som gjør avbildningen uklar, upresis eller imperfekt¹¹².

Nødvendigheten av justering av regnskapstall for målefeil er imidlertid omdiskutert. Enkelte hevder at det absolutt er nødvendig med justering, da mekanismene som skal begrense ledelsens muligheter til å påvirke regnskapsdata er for dårlige¹¹³. Videre vil regnskapsspråket kunne bygge opp til manglende balanseføring, noe som medfører for høy lønnsomhet, og en systematisk feil ved framskrivning. Andre argumenterer for at det skaper mer støy. Dette da de som foretar justeringer ofte er eksterne personer, med mindre informasjon enn ledelsen som har utarbeidet regnskapet¹¹⁴.

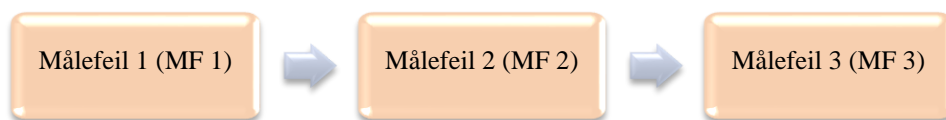
Vi vil i dette kapitlet ta å analysere og justere for målefeil vi tenker at kan foreligge. Dette gjøres for å øke påliteligheten og informasjonsverdien til regnskapet, noe som vil direkte påvirke våre økonomiske konklusjoner.

5.4.1 Tre typer målefeil

Målefeil er differansen mellom den rapporterte verdien i regnskapet og den virkelige økonomiske verdien¹¹⁵. Med andre ord, oppstår det når rapportert rentabilitet avviker fra virkelig rentabilitet, og målefeilen kan dermed oppsummeres ved følgende formel:

$$\text{Målefeil} = \text{ekr} - \text{ekk}$$

Knivsfå (2019) viser til tre ulike typer målefeil, hvor sammenhengen kan oppsummeres ved følgende figur:



Figur 5.22 – Oversikt over ulike målefeil

¹¹² (Knivsfå, F8. Justering av målefeil, 2019)

¹¹³ (Palepu, Healy, & Peek, 2019)

¹¹⁴ (Knivsfå, F8. Justering av målefeil, 2019)

¹¹⁵ (Knivsfå, F7. Målefeil, 2019)

MF 1 – Målefeil av type 1 er interessant fra et investorsperspektiv, da den gir uttrykk for selskapets strategiske fordel eller superrentabilitet¹¹⁶. Med dette menes hvilke egenkapital rentabilitet selskapet klarer å oppnå utover egenkapital avkastningskravet, og sier dermed noe om merverdier. Målefeilen oppstår som følge av bruk av kostmodellen istedenfor virkelig verdi modellen. International Financial Reporting Standard (IFRS) legger opp til mer bruk av virkelig verdi enn GRS, og målefeil 1 vil følgelig ofte ha færre feil av type 1 enn god norsk regnskapsskikk (GRS).

Målefeil 1 er en god og ønsket målefeil, og man foretar følgelig ingen justering for denne typen målefeil.

MF 2 – Målefeil av type 2 oppstår når egenkapitalrentabiliteten etter regnskapsreglene, avviker fra egenkapitalrentabiliteten med «god måling»¹¹⁷. Med andre ord, er dette feil som oppstår som følge av at regnskapsspråket tillater eller krever «dårlig måling». Det foreligger tre kilder til denne typen målefeil:

- 1) Målefeil pga. manglende innregning eller balanseføring
- 2) Målefeil pga. feil målemetode etter innregning
- 3) Målefeil pga. feilmåling etter innregning / feil periodisering

Målefeil pga. manglende innregning eller balanseføring er den kilden som ofte skaper mest målefeil. Dette ved at den undervurderer kapitalen, og dermed gir en for høy rentabilitet i fremtiden. Målefeil av type 2 er den målefeilen vi vil ha størst fokus på.

MF 3 – Målefeil av type 3 oppstår når rapportert egenkapitalrentabilitet avviker fra egenkapitalrentabiliteten etter regnskapsreglene. Det knyttes altså mot at virksomheten rapporterer noe annet enn det den ville gjort etter gjeldende regnskapsspråk, dvs. som følge av kreativ regnskapsføring og tilfeldige feil¹¹⁸. Det kan være ulike insentiver til å gjøre dette, f.eks. hente mer penger i kapitalmarkedet eller bonuser til ledelsen¹¹⁹. Denne type feil er ofte kostbar og vanskelig å avdekke.

¹¹⁶ (Knivsfå, F7. Målefeil, 2019)

¹¹⁷ (Knivsfå, F7. Målefeil, 2019)

¹¹⁸ (Knivsfå, F7. Målefeil, 2019)

¹¹⁹ (Palepu, Healy, & Peek, 2019)

5.4.2 Analyse av målefeil og justering

Selvaag Bolig har hatt ekstern revisor, PWC, og ren beretning igjennom hele analyseperioden. Dette, samt begrenset med informasjon, gjør at vi forutsetter få eller ingen målefeil av type 3, og vil dermed være målefeil av type 2 vi har størst fokus på. Det er flere justeringer som i prinsippet kan være aktuelle, men vi velger her å snakke om og justere for de viktigste. Vi vil først justere for operasjonell leie, samtidig som vi vil drøfte bruk av inntektsføring ved overlevering av boligen sett mot løpende inntektsføring. Vi velger å ikke utføre ytterligere justeringer i regnskapet, da det foreligger mangel på informasjon og i frykt for at mange justeringer kan skape mer støy enn nytte i regnskapstallene.

Vi ønsker å presisere at Selvaag Bolig har utarbeidet regnskap etter IFRS igjennom hele analyseperioden, slik at vi slipper målefeil knyttet til bruk av ulike regnskapsspråk.

Operasjonell leie:

Operasjonell leie er en av de største målefeilene du finner i Selvaag sitt regnskap, og som skaper støy. Igjennom analyseperioden, er det IAS 17 som har vært gjeldende for behandling av leieavtaler. Standarden skiller mellom finansielle- og operasjonelle leieavtaler, som har ulik regnskapsmessig behandling basert på klassifisering. Ved finansielle leieavtaler innregnes og balanseføres verdien av bruksretten som en eiendel med en tilsvarende forpliktelse i regnskapet. Dette vil senere medføre avskrivninger og rentekostnader i regnskapet. Ved operasjonelle leieavtaler, vil det imidlertid ikke bli innregning av eiendel eller forpliktelse i balansen, men kun at de årlige leieutgiftene kostnadsføres.

Vurderingen av hvorvidt leieavtalen er en finansiell- eller operasjonell leieavtale, baserer seg på subjektive vurderinger¹²⁰.

IAS 17 har blitt mye kritisert. Den har blitt kritisert for å ikke oppfylle primære regnskapsbrukernes behov. Dette da operasjonelle leieavtaler ikke har trengtes å balanseføres, noe som har medført at selskapets reelle gjeldsgrad ikke har blitt reflektert i regnskapet. Videre er skillet mellom operasjonelle- og finansielle leieavtaler basert på subjektive vurderinger, noe som har medført at avtaler har blitt strukturert på bestemte måter for å oppnå en bestemt regnskapsføring. Som svar på kritikken, og de negative sidene ved IAS 17, har IFRS 16 blitt introdusert.

IFRS 16 er den nye standarden for leieavtaler, og skal brukes for regnskap avlagt etter IFRS med virkning fra 1 januar 2019. Denne standarden fjerner skillet mellom finansielle- og operasjonelle leieavtaler, og medfører dermed at alle leieavtaler skal behandles likt. Dette medfører økt informasjonsverdi i regnskapet, samtidig som det skaper bedre sammenlignbarhet på tvers av ulike regnskap. Ved denne standarden, skal man ved alle leieavtaler, innregne en eiendel som representerer

¹²⁰ (Palepu, Healy, & Peek, 2019)

retten til bruk av den underliggende eiendelen i leieperioden, samt en forpliktelse til å betale leien i regnskapet. Det finnes unntak ved kortsiktige leieavtaler samt leie av eiendeler med lav verdi, men utdypes ikke ytterligere.

På bakgrunn av ovennevnte fakta, vil vi justere operasjonelle leieavtaler i regnskapet til Selvaag Bolig for analyseperioden. For 2019 vil det imidlertid ikke være nødvendig, da kvartalsrapportene er avlagt basert på IFRS 16. Vi vil balanseføre leieavtalene, og dermed skape et mer rettmessig bilde på selskapets økonomiske situasjon.

Ettersom Selvaag Bolig har avlagt kvartalsrapporter etter IFRS 16, vil det være naturlig å bruke disse estimatene på leieforpliktelser og leieeiendeler hvis de anses rimelige. Vi ser av kvartalsrapporten fra 2019 at det foreligger følgende leieforpliktelser:

Første kvartal 2019	Q1 2019
Bruksrett eiendeler leieavtaler	51 284
Langsiktige leieforpliktelser	41 204
Kortsiktige leieforpliktelser	9 821

Tabell 5.23 – Leieforpliktelser Selvaag Q1

Vi forutsetter videre at bruksrett eiendeler i Q1 er i steady state. Leieeiendeler, leieforpliktelser og utsatt skatt settes dermed opp til dette nivået for 2014-2018. For 2019T, vil vi også sette bruksrett eiendeler, leieforpliktelser og utsatt skatt knyttet til leieforpliktelser til Q1 nivået. Differansen går mot annen EK. Videre utgjør årlige avskrivninger på leieavtalene 9,6 millioner utifra oppgitt spesifisering i kvartalsrapporten. Vi trenger også å vite om leiekontraktens implisitte rente. Vi kjenner ikke leiekontraktens implisitte rente. Vi vet heller ikke nøyaktig tidligere års årlige leibeløp da dette ikke har vært spesifisert. Dette gjør at man må foreta en tilnærming, og bruke marginale lånerenta. Vi har sett på gjennomsnittlig tomtelån fra årene 2014 til 2018, og sammenlignet mot rentekostnader hvert enkelt år. Dette gir en årlig rente på 5,25 prosent.

Årlig rente Selvaag Bolig	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Rentekostnader	65 033	55 890	47 142	56 965	51 170	
Tomtelån	931 000	1 094 000	946 000	1 248 000	1 356 000	
Sum lån	931 000	1 094 000	946 000	1 248 000	1 356 000	
Gjennomsnittlig lån, IB + UB / 2	931 000	1 012 500	1 020 000	1 097 000	1 302 000	
Årlig rente	7,0 %	5,5 %	4,6 %	5,2 %	3,9 %	5,2 %

Tabell 5.24 – Renteberegning

Leieavtalene vil kunne oppsummeres slik:

Leieavtaler	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Inngående leierett	51 284	51 284	51 284	51 284	51 284	51 284
+ Ny leie	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600
- Avskrivning	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600
= Utgående leierett	51 284	51 284	51 284	51 284	51 284	51 284
Inngående leiekraft	51 284	51 284	51 284	51 284	51 284	51 284
+ Nye krav = leieutgift - leiekostnad	6 908	6 908	6 908	6 908	6 908	6 908
- Avdrag = avskrivningskomponent	6 908	6 908	6 908	6 908	6 908	6 908
Utgående leiekraft	51 284	51 284	51 284	51 284	51 284	51 284
Gjennomsnittlig leietid	5,34 år	5,34 år	5,34 år	5,34 år	5,34 år	5,34 år
Renter	5,25 %	5,25 %	5,25 %	5,25 %	5,25 %	5,25 %
Renteutgifter	2 692	2 692	2 692	2 692	2 692	2 692

Tabell 5.25 –Oppsummering leieavtale

Tabellene under viser hvilke effekt denne justeringen vil ha på hhv. Balansen og resultatet:

Virkning på balanse	2014	2015	2016	2017	2018
Driftseiendeler	51 284	51 284	51 284	51 284	51 284
Utsatt skatt (24,13%)	12 375	12 375	12 375	12 375	12 375
Netto driftseiendeler	38 909	38 909	38 909	38 909	38 909
Kortsiktig netto finansiell gjeld	7 782	7 782	7 782	7 782	7 782
Langsiktig netto finansiell gjeld	31 127	31 127	31 127	31 127	31 127
Netto finansiell gjeld	38 909	38 909	38 909	38 909	38 909

Virkning på resultat	2014	2015	2016	2017	2018
Avskrivninger	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600
Andre driftskostnader (fjerning av renter og avskrivninge -	12 292 -	12 292 -	12 292 -	12 292 -	12 292 -
Skatteeffekt	654	654	654	654	654
Netto driftsresultat	- 2 038 -	- 2 038 -	- 2 038 -	- 2 038 -	- 2 038 -
Finanskostnader	2 692	2 692	2 692	2 692	2 692
Skatteeffekt	654	654	654	654	654
Netto Finanskostnader	2 038	2 038	2 038	2 038	2 038
Fullstendig nettoresultat til EK	-	-	-	-	-

Tabell 5.26 –Effekt på balanse og resultat leieavtale

2019T vil allerede være utarbeidet etter IFRS 16, og det vil følgelig ikke være nødvendig å foreta ytterligere justeringer her. Eventuelle justeringer tas under trailing.

Inntektsføring ved overlevering av boligen:

Ved bruk av IFRS 15 i Norge og ved boligutvikling, vil inntektsføringen først skje ved ferdigstillelse, og overlevering av bolig til sluttbruker. Dette grunnet begrensningene som ligger i IFRS kombinert med dekningsalgsordning som følger av den norske bustadsoppføringslova. Kostnader for solgte og ikke solgte boliger vil da også bli oppført som et varelager i selskapets balanse, og kostnadsføring skjer først ved tidspunkt for inntektsføring, dvs. overlevering av boligen. Dette er samme metode som fullført kontrakts metode etter GRS. Imidlertid etter GRS, skal man, gitt at prosjektet ikke er i egen regi eller at det foreligger andre unntaksbestemmelse, benytte seg av løpende avregningsmetode, dvs. inntektsføring og kostnadsføring skjer løpende basert på fullføringsgraden.

Problemet med IFRS håndtering av dette, er at inntekter og kostnader kan bli resultatført alt innenfor et år og dermed bli for høye, til tross for at de er opptjent og pådratt over flere år. Dette er spesielt vanlig hvis man har en eller noen få prosjekter som drar seg over flere år. Hvert enkelt årsresultat kan dermed bli misvisende. Fordelen er at man slipper å beregne fullføringsgraden og foreta andre skjønsmessige beregninger. Inntektsføring ved et tidspunkt vil altså øke målefeil av type 2, samtidig som den reduserer muligheten for målefeil av type 3.

For et selskap som er i stor vekst, som avlegger regnskap etter IFRS og som utfører prosjekter over årsskifte, vil dette medføre stor effekt ved at inntektene og kostnadene tas for sent. Imidlertid for et selskap som er i steady state, som utfører ca. like mange prosjekter årlig, vil resultatføringen bli jevnet ut og bli riktig til tross for at man inntektsfører alt på en gang. Det vil heller ikke være noe problem for selskap som gjennomfører prosjekter kun innenfor hvert enkelt år. Det vil medføre effekt på balansen, i det selskapet etter GRS vil ha høyere bokført verdi på kundefordringer og ha større balanse, imens selskap etter IFRS vil ha høyere bokført verdi av varelager og mindre balanse (som følge av at fortjeneste på prosjekter senere treffer balansen etter IFRS). Selvaag Bolig har hatt relativt stabil drift de siste årene. Det har vært noe, men begrenset med vekst, basert på en skjønsmessig vurdering samt noe som reflekteres av driftsinntektene de siste årene. De har prosjekter som strekker seg over årsskifte. Imidlertid vil dette ha lite å si ettersom selskapet er i steady state, slik at det vil være begrenset med målefeil av type 2 knyttet til inntektsføringen.

5.5 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall

5.5.1 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for SBO

På bakgrunn av ovennevnte vurderinger, og justeringer, blir resultatet, balansen og kontantstrømmen til SBO presentert under. Vi ønsker å presisere at SBO har minoriteter, men at minoritetsinteressen er inntatt som del av egenkapitalen i det justerte regnskapet. Dette da minoritetsinteressen utgjør såpass liten del av den totale kapitalen, slik at utskilling ikke ville vært lønnsomt ut ifra et kost/nytte/støy perspektiv.

Resultatregnskap	2014	2015	2016	2017	2018	2019t	2019R
Driftsinntekter	2 887 604	3 191 585	2 923 966	3 165 042	3 267 505	2 976 303	3 702 331
+ Annen driftsinntekt	41 180	43 937	68 908	62 989	73 320	94 224	98 154
= Sum driftsinntekter	2 928 784	3 235 522	2 992 874	3 228 031	3 340 825	3 070 527	3 803 227
- Varekostnad/Prosjektkostnader	2 361 797	2 608 499	2 376 959	2 417 818	2 421 633	2 034 122	2 512 503
- Lønnskostnader	82 868	97 059	109 361	120 354	142 498	107 106	122 788
- Ordinære avskrivninger	30 805	33 685	29 661	13 684	13 307	13 177	13 224
- Andre drifts kostnader	120 294	108 097	109 559	102 021	113 261	136 864	144 816
- Øvrige gevinster og tap	-	-	-	-	-	-	-
Sum driftskostnader	2 595 764	2 847 340	2 625 540	2 653 877	2 690 699	2 291 270	2 793 330
= Normalt driftsresultat egen virksomhet	333 020	388 182	367 334	574 154	650 126	779 257	1 009 896
- Driftsrelatert skattekostnad	80 370	93 682	88 650	138 561	156 895	179 146	243 711
= Nettoresultat fra egen virksomhet	252 650	294 500	278 684	435 593	493 231	600 111	766 185
+ Andel av resultat fra TS	32 404	18 326	7 104	3 610	101 796	124 243	171 704
= Normalt driftsresultat	285 054	312 826	271 580	431 983	595 027	724 354	937 889
+ Finansinntekter	34 597	21 933	15 737	13 550	11 469	18 254	16 902
- Skatt på finansinntekt	6 227	3 948	2 623	2 168	1 759	2 799	2 479
= Netto finansinntekt	28 370	17 985	13 114	11 382	9 710	15 455	14 423
= Inntekt til sysselsatt kapital	313 424	330 812	284 694	443 365	604 738	739 809	952 312
- Finanskostnader	41 606	43 138	39 694	44 175	32 449	43 362	27 875
+ Skatt på finanskostnader	11 161	11 574	9 904	10 610	7 498	9 540	6 132
= Netto finanskostnad	30 445	31 563	29 789	33 565	24 951	33 822	21 742
= Årets totalresultat	282 979	299 248	254 905	409 800	579 787	705 986	930 569
= Netto resultat til egenkapitalen	282 979	299 248	254 905	409 800	579 787	705 986	930 569
+ Unormalt netto driftsresultat	- 29 119	- 13 844	16 927	4 431	- 13 802	2	- 8 623
+ Unormalt netto finansresultat	488	3 004	25 962	8 449	1 176	-	-
= Fullstendig netto resultat til egenkapitalen	254 348	282 400	297 793	405 782	567 161	705 984	921 946
+ Netto betalt utbytte	- 56 036	- 190 506	- 147 813	- 246 812	- 309 167	- 735 995	- 955 605
Endring i egenkapital	198 312	91 894	149 980	158 970	257 994	- 30 011	- 33 659

Tabell 5.27 – Normalisert og justert resultat for Selvaag i perioden 2014-2019T

Omgruppert og justert balanse (tall i NOK 1000):	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019T	2019R
Driftsrelaterte anleggsmidler	745 093	757 761	932 663	976 368	1 184 579	967 974	1 001 478
- Driftsrelatert langsiktig gjeld	318 935	273 659	178 872	164 634	168 984	157 319	157 921
= Netto driftsrelaterte anleggsmidler	426 158	484 102	753 791	811 734	1 015 595	810 655	843 557
+ Andre driftsrelaterte omløpsmidler	4 936 826	4 863 258	4 577 333	4 818 391	4 581 510	5 307 089	4 980 114
- Driftsrelatert kortsiktig gjeld	736 280	821 659	969 058	1 123 543	901 801	934 290	996 901
= Driftsrelatert arbeidskapital	4 200 546	4 041 599	3 608 275	3 694 848	3 679 709	4 372 799	3 983 213
= Netto driftsrelaterte eiendeler	4 626 704	4 525 701	4 362 066	4 506 582	4 695 304	5 183 454	4 826 770
Finansielle anleggsmidler	-	-	-	-	-	-	1
+ Finansielle omløpsmidler	583 609	681 330	949 950	608 543	776 324	906 926	796 185
= Finansielle eiendeler	583 609	681 330	949 950	608 543	776 324	906 926	796 186
= Sysselsatte eiendeler	5 210 313	5 207 031	5 312 016	5 115 125	5 471 628	6 090 380	5 622 956
Egenkapital	2 457 298	2 549 192	2 699 172	2 858 142	3 116 136	3 086 125	3 082 477
Finansiell gjeld	2 753 015	2 657 839	2 612 844	2 256 983	2 355 492	3 004 255	2 540 478
Sysselsatt kapital	5 210 313	5 207 031	5 312 016	5 115 125	5 471 628	6 090 380	5 622 955

Tabell 5.28 – Omgruppert og justert balanse sysselsatt kapital for Selvaag i perioden 2014-2019T

Omgruppert og justert balanse (tall i NOK 1000):	2013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	526 402	426 158	484 102	753 791	811 734	1 015 595	810 655
Driftsrelatert arbeidskapital	3 958 598	4 200 546	4 041 599	3 608 275	3 694 848	3 679 709	4 372 799
Netto driftseiendeler	4 485 000	4 626 704	4 525 701	4 362 066	4 506 582	4 695 304	5 183 454
Egenkapital	2 258 986	2 457 298	2 549 192	2 699 172	2 858 142	3 116 136	3 086 125
Netto finansiell gjeld	2 226 014	2 169 406	1 976 509	1 662 894	1 648 440	1 579 168	2 097 329
Netto driftskapital	4 485 000	4 626 704	4 525 701	4 362 066	4 506 582	4 695 304	5 183 454

Tabell 5.29 – Omgruppert og justert balanse netto driftskapital for Selvaag i perioden 2014-2019T

Kontantstrømoppstilling (tall i NOK 1000):	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsresultat	285 054	312 826	271 580	431 983	595 027	724 354
+ Unormalt netto driftsresultat	- 29 119	- 13 844	16 927	4 431	- 13 802	2
- Endring netto driftseiendeler	260 079	- 60 900	- 111 023	284 763	- 28 670	508 974
= Fri kontantstrøm fra drift	- 4 144	359 882	399 529	151 651	609 895	215 378
+ Netto finansinntekter	28 370	17 985	13 114	11 382	9 710	15 455
+ Unormalt netto finansresultat	488	- 3 004	25 962	- 8 449	1 176	-
- Endring finansielle eiendeler	- 15 684	97 721	268 620	- 341 407	167 781	130 602
= Fri kontantstrøm sysselsatt kapital	40 398	277 142	169 985	495 991	453 001	100 231
- Netto finanskostnader	30 445	31 563	29 789	33 565	24 951	33 822
+ Endring finansiell gjeld	46 083	- 55 073	7 617	- 215 614	- 118 883	669 587
= Fri kontantstrøm egenkapital / Netto betalt utbytte	56 036	190 506	147 813	246 812	309 167	735 995

Tabell 5.30 – Justert kontantstrømoppstilling for Selvaag i perioden 2014-2019T

5.5.2 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for bransjen

Vi foretar også omgruppering og justering av regnskapene til bransjeselskapene. Ved justering, brukes samme mønster som er benyttet for SBO. Vi foretar omgruppering og justering for å redusere støy og øke sammenlignbarheten mellom selskapene. Følgende presenteres omgrupperte og justerte tall for bransjen:

Resultat bransjen	2013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019T
SUM Driftsinntekter	3 527 138	4 004 246	4 448 168	4 035 509	4 654 922	4 951 486	5 352 447
Prosjektkostnader / varekostnader	2 821 290	3 250 258	3 592 914	3 230 149	3 577 472	3 639 777	3 799 491
Lønns- og personalkostnader	101 239	94 934	126 319	124 116	167 374	194 074	185 228
Avskrivninger	22 461	35 890	39 860	35 964	21 343	18 466	20 034
Andre driftskostnader	131 813	127 860	120 260	123 346	108 636	129 343	163 012
SUM Driftskostnader	3 076 803	3 508 942	3 879 353	3 513 575	3 874 825	3 981 660	4 167 764
Normalt driftsresultat egen virksomhet	450 335	495 304	568 815	521 934	780 097	969 826	1 184 682
Driftsrelatert skattekostnad (DSS)	126 094	124 092	139 532	127 465	191 461	239 133	280 362
Netto resultat fra egen virksomhet	324 241	371 212	429 283	394 469	588 636	730 693	904 320
Andel av resultat fra TS	10 933	32 404	18 326	7 104	3 610	101 796	124 243
Normalt driftsresultat	335 174	403 616	447 609	387 365	585 026	832 489	1 028 563
Finansinntekter	26 521	36 860	57 003	34 030	26 302	14 714	19 687
Skatt på finansinntekt	4 951	6 635	10 261	5 672	4 208	2 256	3 009
Netto finansinntekt	21 570	30 225	46 742	28 358	22 094	12 458	16 678
Resultat til sysselsatt kapital	356 745	433 841	494 352	415 723	607 119	844 947	1 045 241
Finanskostnad	83 393	47 159	54 042	102 563	88 422	72 682	154 012
Skatt på finanskostnader	23 350	12 660	14 518	25 622	21 229	16 752	33 883
Netto finanskostnad	60 043	34 499	39 523	76 941	67 192	55 930	120 130
Årets totalresultat (normalisert)	296 702	399 343	454 829	338 782	539 927	789 017	925 111
Netto minoritetsresultat	-	8 898	10 376	4 856	4 341	2 756	-
Nettoresultat til egenkapitalen	296 702	390 445	444 453	333 926	535 586	791 773	925 111
Unormalt netto driftsresultat	8 258	38 563	4 903	3 154	18 912	11 942	2
Unormalt netto finansresultat	-	488	3 004	13 071	150 676	860	-
Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	304 960	352 370	436 546	343 843	403 821	778 971	925 109
Netto betalt utbytte	-	168 281	283 683	69 540	178 884	280 171	483 279
Endring i egenkapital	304 960	184 089	152 863	413 383	224 937	498 800	441 830

Tabell 5.31 – Justert og normalisert bransjeregnskap i perioden 2014-2019T

Omgruppert balanse bransjen	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019T
Driftsrelaterte anleggsmidler	845 367	796 575	876 685	1 162 569	1 004 980	1 214 596	1 890 861
Driftsrelatert langsiktig gjeld	341 104	395 338	451 007	260 693	227 657	357 251	597 657
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	504 263	401 237	425 678	901 876	777 323	857 345	1 293 203
Driftsrelaterte omløpsmidler	6 106 018	6 272 374	6 332 236	6 422 669	7 593 805	8 230 096	9 725 853
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	1 017 761	1 003 971	1 092 654	1 257 837	1 440 324	1 308 705	1 363 990
Driftsrelatert arbeidskapital	5 088 257	5 268 403	5 239 582	5 164 832	6 153 481	6 921 391	8 361 863
Netto driftsrelaterte eiendeler	5 592 520	5 669 640	5 665 260	6 066 708	6 930 804	7 778 736	9 655 066
Finansielle anleggsmidler	5 605	608	7 255	141 522	4 803	2 076	235 092
Finansielle omløpsmidler	689 640	646 225	830 223	1 216 753	1 010 558	1 455 020	1 574 443
Finansielle eiendeler	695 245	646 833	837 478	1 358 275	1 015 361	1 457 096	1 809 535
Sysselsatte eiendeler	6 287 765	6 316 473	6 502 738	7 424 983	7 946 165	9 235 832	11 464 601
Egenkapital	2 476 917	2 661 006	2 813 869	3 227 252	3 452 189	3 950 989	4 392 819
Minoritetsinteresser	39 886	12 627	5 647	14 031	4 093	1 788	27 395
Finansiell gjeld	3 770 960	3 642 838	3 683 220	4 183 697	4 489 881	5 286 631	7 044 388
Sysselsatt kapital	6 287 765	6 316 473	6 502 738	7 424 983	7 946 165	9 235 832	11 464 601

Tabell 5.32 – Justert og normalisert sysselsatt kapital bransjeregnskap i perioden 2014-2019T

Omgruppert balanse bransjen	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019T
	504 263	401 237	425 678	901 876	777 323	857 345	1 293 203
Driftsrelatert arbeidskapital	5 088 257	5 268 403	5 239 582	5 164 832	6 153 481	6 921 391	8 361 863
Netto driftseiendeler	5 592 520	5 669 640	5 665 260	6 066 708	6 930 804	7 778 736	9 655 066
Egenkapital	2 476 917	2 661 006	2 813 869	3 227 252	3 452 189	3 950 989	4 392 819
Minoritetsinteresser	39 886	12 627	5 647	14 031	4 093	1 788	27 395
Netto finansiell gjeld	3 075 715	2 996 005	2 845 742	2 825 422	3 474 520	3 829 535	5 234 853
Netto driftskapital	5 592 520	5 669 640	5 665 260	6 066 708	6 930 804	7 778 736	9 655 066

Tabell 5.33 – Justert og normalisert netto driftskapital bransjeregnskap i perioden 2014-2019T

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

I de neste kapitlene vil vi ta å analysere og vurdere risikoen, avkastningskravet og superrentabiliteten til SBO. Dette er sentralt i en verdsettelse, og gjøres iht. Knivsflå sitt rammeverk¹²¹. Dette samsvarer også med annen verdsettelseslitteratur som Penman (2013), Palepu mfl. (2019) og Petersen mfl. (2017).

Rammeverket vises slik:



Tabell 5.34 – Rammeverk for forholdstallsanalyse

Vi vil fremover benytte oss av omgrupperte, normaliserte og justerte tall for SBO og bransjen, for å redusere støyen og få frem et mer riktig resultat.

¹²¹ (Knivsflå, F3. Rekneskapsanalyse ramme og trailing, 2019)

6. Analyse av risiko

Totalrisikoen til en investering eller portefølje måles med variansen til den realiserte avkastningen, og vil påvirke avkastningskravet som stilles til investeringen.

Totalrisikoen består i et investororientert perspektiv av både systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko er en felles risiko for markedet eller markedssegmentet, og kan ikke diversifiseres bort. Usystematisk risiko eller selskapsspesifikk risiko kan imidlertid diversifiseres bort ved å investere i ulike typer selskaper i ulike type bransjer¹²². Ettersom usystematisk risiko kan diversifiseres bort, er dette en risiko man i utgangspunktet skal se bort ifra. Dette gjelder imidlertid kun for store finansielle investorer. For mindre investorer og såkalte industrielle investorer, vil imidlertid også usystematisk risiko være noe man skal hensynta. Mindre investorer da de ofte har begrenset med kapital og dermed begrenset evne til å diversifisere seg. Industrielle investorer da disse ønsker i større grad å være objekt spesifikke og investere i kun enkelte aksjer. Den usystematiske risikoen kan altså være relevant også for store investorer, til tross for at finansteorien sier at denne typen risiko er irrelevant¹²³.

For kreditorer er risikoen knyttet mot at låntaker helt eller delvis misligholder avdrag på lån pluss avtale rentebetalinger, og dette medfører et tap ved konkurs eller gjeldsforhandlinger. Prisingen av kredittrisikoen knyttes altså mot sannsynligheten for tap x tapsprosenten ved konkurs. Kreditor har ikke mulighet til å diversifisere bort usystematisk risiko, grunnet manglende oppside og inntjening utover avdrag og renter. Dette gjør at all risiko knyttet til utlån anses som systematisk risiko for kreditorer, inkludert likviditets- og soliditetsrisikoer.

Risikoene vi skal analysere i dette kapitlet, gjennomføres igjennom en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse¹²⁴. Likviditetsanalyse er kortsiktig, og knyttes mot selskapets evne til å møte sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller. Soliditetsanalyse er langsiktig, og knyttes mot selskapets langsiktige finansielle helse samt deres mulighet til å betale all fremtidige forpliktelse. Likviditet er kritisk da mangle likviditet medfører¹²⁵:

- Begrenset handlingsrom for ledelsen
- Mister muligheter til lønnsomme investeringer
- Tvinger ledelsen til å avhende forretningsenheter
- Økte finanskostnader
- Føre til stopp i betalinger.
- I verste fall, konkurs.

¹²² (Brealey, Myers, & Allen, 2017)

¹²³ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

¹²⁴ (Knivsflå, F9. Kredittvurdering: syntetisk rating, 2019)

¹²⁵ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Vi ønsker i dette kapittelet å foreta ulike typer forholdstallsanalyser. Dette for å kunne si noe om de selskappsspesifikke risikoene, som vil gi informasjon til ulike interessenter, se drøftelsen over. Analysene vil dessuten skape grunnlag for syntetisk rating, som benyttes for å fastsette kredittrisikoen til selskapet. Sammen med dagens rentenivå og skattekrav, brukes kredittrisikoen av långivere til å fastsette rentenivå, og kredittrisikoen er følgelig en viktig del av avkastningskravet til selskapets finansielle gjeld¹²⁶.

I de kommende analysene vil vi benytte omgrupperte og normaliserte regnskapstall for Selvaag Bolig og bransjen presentert i kapittel 5. Dette gjøres for å få en mest mulig stabil, og fremtidsrettet sammenligning. Normaliserte tall vil også være mest hensiktsmessig ved konkursprediksjon og for prognoseformål¹²⁷. For Opsahl bolig og Veidekke bolig har vi kun årsrapport for 2013-2018, og ikke kvartalsrapporter. Her er trailingen foretatt basert på vekst de siste fem årene, samt skjønnsmessig vurdering og en rimelighetsvurdering av ulike sammenhenger. Vi har for disse to selskapene ikke kommet over noen målefeil. For Solon Eiendom har vi tatt utgangspunkt i kvartalsrapportene, og foretatt trailing på lik måte som for Selvaag Bolig. Her har vi justert for målefeil.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Formålet med en likviditetsanalyse er å avdekke selskapets evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller, normalt på et ett-års perspektiv¹²⁸. Likviditet kan være meget kritisk, og kan i verste fall ved mangel, medføre konkurs. Man ønsker altså å rette fokuset mot kortsiktig kredittrisiko, igjennom analyse av *gjeldsdekning i balansen*, *gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm* og *gjeldsdekning i fremtiden*¹²⁹.

¹²⁶ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

¹²⁷ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

¹²⁸ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

¹²⁹ (Knivsfå, F9. Kredittvurdering: syntetisk rating, 2019)

6.1.1 Gjeldsdekning i balansen

Likviditetsgrad

Likviditetsgrad er et mye benyttet nøkkeltall i praksis for å vurdere hvorvidt selskapet har likvide midler til å dekke den kortsiktige gjeld. Dette er imidlertid et omdiskutert nøkkeltall. Dette da den har en tendens til å gi inkonsistente signaler for selskaper som er i ferd med å gå konkurs¹³⁰. Vi har imidlertid ingen indikasjoner på konkurs for Selvaag Bolig eller andre bransjeselskap, og benytter oss derfor av nøkkeltallet.

Man skiller mellom likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Begge nøkkeltallene ser på hvorvidt omløpsmidler kan dekke den kortsiktige gjelden. Imidlertid antar likviditetsgrad 2 at varelageret ikke kan omsettes like kjapt, og utelukker dermed varelageret i sin beregning. Likviditetsgrad 1 anbefales av analytikere å være over 2, imens likviditetsgrad 2 anbefales å være over 1. Imidlertid er denne tommelfingerregelen misvisende¹³¹. Dette da omløpsmidler og kortsiktig gjeld vil alltid være en naturlig del av den daglige driften, og som realiserer seg selv igjennom løpende drift. Ved fortsatt drift, og positivt resultat, vil altså deler av den kortsiktige gjelden refinansiere seg selv igjennom løpende drift, imens enkelte omløpsmidler vil være bundet ved fortsatt drift. Annet problem er at man bruker bokførte verdier, og ved fortsatt drift problemer, vil bokført verdi ofte ikke være det beløpet man kan oppnå ved umiddelbart salg. Videre vil forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld variere betydelig fra bransje til bransje. Dette gjør at nøkkeltall som cash flow from operations to short-term financial debt ratio ofte er bedre egnet¹³².

Imidlertid ønsker vi å sette et tall på risikoen ved syntetisk rating samt det foreligger ikke usikkerhet rundt fortsatt drift, slik at vi fortsetter å benytte oss av likviditetsgradene. Vi hensyntar imidlertid utfordringene ved å sammenligne selskapets likviditetsgrad mot bransjen, foretar ekstra beregninger hvor vi mener det er nødvendig (bl. annet Ohlson og Altmans modell under kapittel 11) samt er obs på utfordringene ved fastsettelse av endelig avkastningskrav.

Likviditetsgrad 1 uttrykkes slik:

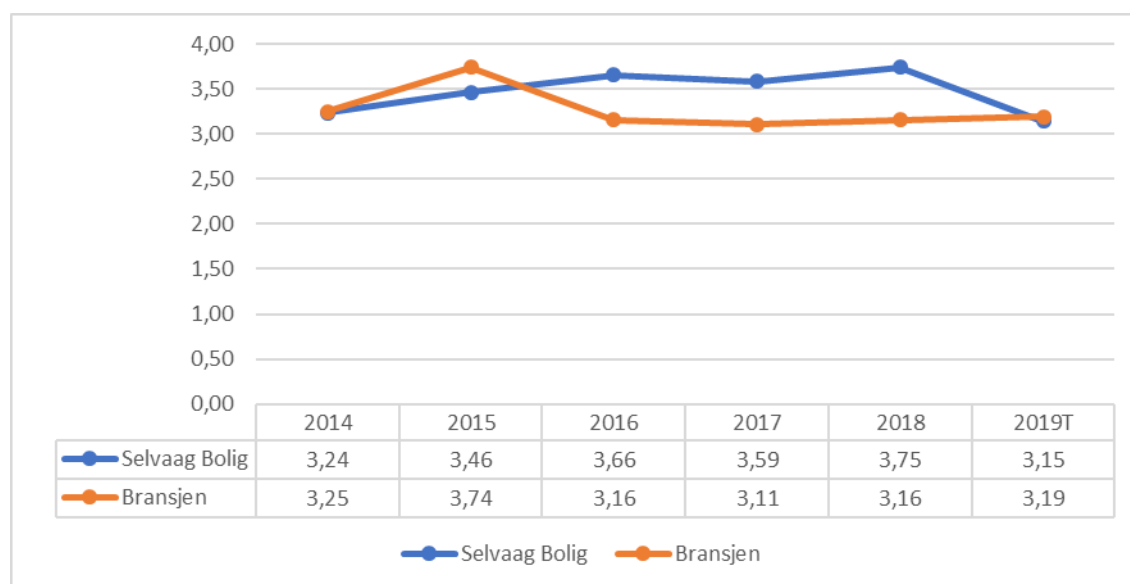
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

¹³⁰ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

¹³¹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

¹³² (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Ved å bruke bransjetallene samt tallene for Selvaag Bolig, kommer vi frem til følgende nøkkeltall:



Figur 6.1 – Likviditetsgrad 1 Selvaag og bransjen

Som vi ser, har både selskapet og bransjen en god likviditetsgrad igjennom hele analyseperioden hvis vi sammenligner mot den tradisjonelle tommelfingerregelen på 2. Dette har sammenheng med at boligutviklere har store varelager i form av blant annet tomter, som finansieres med langsiktige lån og ikke leverandørgjeld. En likviditetsgrad 1 som er over 1 tilsier i teorien at kortsiktig gjeld har 100 prosent dekning i selskapets omløpsmidler. Videre ser vi at likviditetsgraden ligger på et stabilt nivå de siste fem årene, noe som bekrefter lav risiko for ikke fortsatt drift.

Videre ser vi at SBO ligger på nivå med likviditeten i bransjen. Enkelte år har SBO høyere, imens andre år har bransjen høyere. Dette antas å skyldes enkelte tilfeldigheter samt at enkelte bransjeselskaper bruker løpende avregning, og vil således ha mindre kortsiktig gjeld i form av forskuddsbetalinger samt lavere varelager i balansen.

Likviditetsgrad 1 kan dekomponeres i *driftsrelatert likviditetsgrad* og *likviditetsgrad 2*. Driftsrelatert likviditetsgrad sier noe om forholdet mellom driftsrelaterte omløpsmidler sett mot kortsiktig driftsrelatert gjeld, imens likviditetsgrad 2 sier noe om finansielle omløpsmidler sett mot kortsiktig gjeld.

Likviditetsgrad 1	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt SBO	Bransjesnitt
Driftsrelatert likviditetsgrad	6,7	5,9	4,7	4,3	5,1	5,7	5,4	6,0
* Vekt KDG i forhold til KG	0,4	0,5	0,6	0,7	0,6	0,5	0,6	0,5
+ Likviditetsgrad 2	0,3	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4
Likviditetsgrad 1	3,2	3,5	3,7	3,6	3,7	3,1	3,5	3,3

Tabell 6.2 – Likviditetsgrad 1 dekomponert

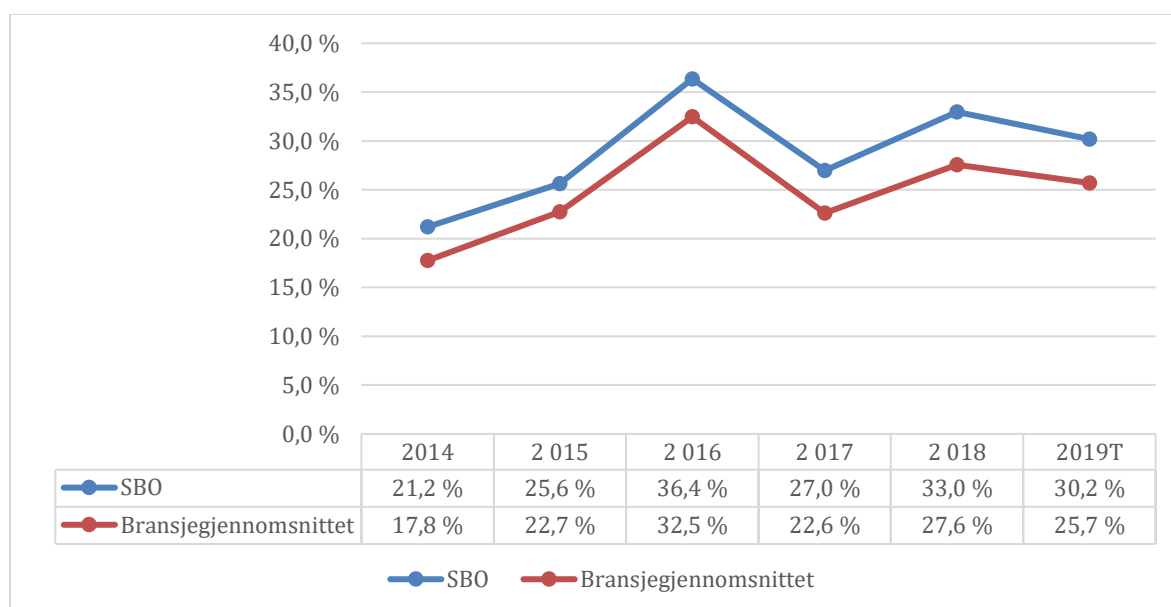
Vi legger merke til at SBO har lavere driftsrelatert likviditetsgrad enn bransjen, samtidig som SBO har høyere likviditetsgrad 2. Totalt sett gir dette en høyere likviditetsgrad 1 for SBO. Vi ser at driftsrelaterte omløpsmidler er mye høyere enn kortsiktig driftsrelatert gjeld, noe som er naturlig ettersom man har stort varelager som finansieres ved langsiktig gjeld. Likviditetsgrad 2 er noe lav, dvs. under 1. Imidlertid har man såpass høy driftsrelatert likviditetsgrad, samt en del av den kortsiktige gjelden knyttes mot forskuddsbetalinger, at dette anses ikke som et problem.

Finansiell gjeldsdekning

Neste nøkkeltallet vi ønsker å se på, er finansiell gjeldsdekning. Denne tar for seg også et mer langsiktig perspektiv, og ser på finansielle eiendeler mot finansiell gjeld¹³³. Desto høyere dette nøkkeltallet er, desto bedre. Ofte vil imidlertid denne være under 1, da finansiell gjeld er også med på å finansiere driften. Oppsummert finner man finansiell gjeldsdekning slik:

$$\text{Finansiell gjeldsdekning} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Hvis vi setter inn Selvaag Bolig sine tall og bransjens tall i formelen, får vi følgende dekningsgrad:



Figur 6.3 – Finansiell gjeldsdekning Selvaag og bransjen

¹³³ (Knivsfå, F9. Kredittvurdering: syntetisk rating, 2019)

Som vi ser, har SBO en jevnt høyere finansiell gjeldsdekning enn bransjen for øvrig, noe som er positivt for SBO. Både SBO og bransjen har en relativt god gjeldsdekningsgrad, noe som reduserer risikoen knyttet til likviditetsskvis. Resten av den finansielle gjelden må dekkes igjennom fremtidig positive resultater og drift. Det gjøres imidlertid oppmerksom på at deler av de finansielle eiendelene, herunder kontantene knyttes mot drift, og kan således ikke brukes til å dekke finansiell gjeld, samt at den finansielle gjeldsdekningen er noe lavere enn hva den ville vært hvis vi hadde brukt rapporterte tall. Dette som følge av balanseføringen av leieavtaler.

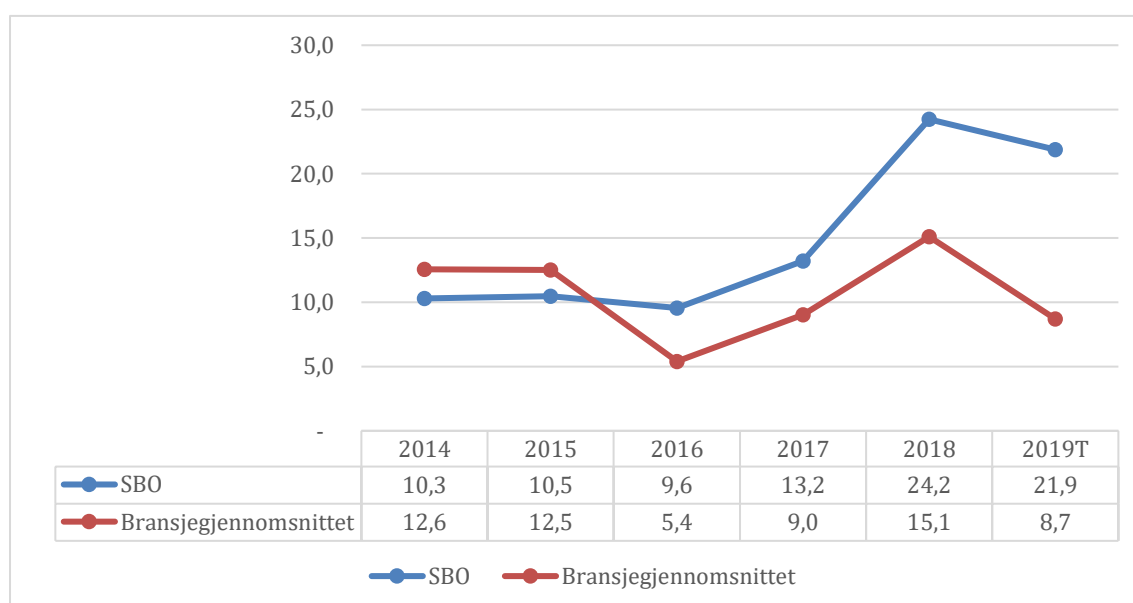
6.1.2 Gjeldsdekning gjennom nettoresultatet og kontantstrøm

Rentedekningsgrad:

Når man analyserer rentedekningsgraden, ser man på hvorvidt resultatet fra sysselsatt kapital klarer å dekke rente- og andre finanskostnader¹³⁴. Sysselsatt kapital knyttes mot både driftsrelaterte eiendeler og finansielle eiendeler, og man ser på total verdiskapning fra eiendeler i perioden. Disse bør minst dekke rente- og andre finanskostnader. Viktig å være oppmerksom på at man bør også kunne dekke avdrag på lån, samt kunne skape avkastning for eierne, noe som ikke kommer frem av rente- og andre finanskostnader. Oppsummert ved formel:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Ved å benytte Selvaag Bolig's og bransjens normaliserte tall, kommer vi frem til følgende:



Figur 6.4 – Rentedekningsgrad Selvaag og bransjen

¹³⁴ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Rentedekningsgraden viser hvor mange ganger nettoresultatet fra sysselsatte eiendeler klarer å dekke netto finanskostnader. Jo høyere tall, desto bedre er det. Som vi ser, har SBO lavere rentedekningsgrad enn bransjen i årene 2014-2015, mens for årene 2016-2019T er den en del høyere. Dette er positivt. I 2018 er den på hele 24,2, som er veldig bra, og tyder på at de sitter igjen med mye til å dekke avdrag og avkastning til eierne. Imidlertid viktig å huske på at enkelte av rentekostnadene aktiveres som del av varelageret, og vil således ikke komme frem som finanskostnad, men snarere varekostnad.

Kontantstrømanalyse

Gjeldsdekning vil skje igjennom det man allerede eier, herunder balansen, samt det man tjener inn, herunder resultatet. Det vil dermed være viktig å analysere kontantstrømmene for å kunne vurdere risikoer knyttet til selskapet. I kapittel 5 satt vi opp kontantstrøm oppstilling som viste endringer mot egenkapitalen. Oppstillingen er ikke så nyttig sett mot formålet, og vi setter dermed opp ett mer kreditororientert fremstilling:

Endring i likvide midler	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019T
Netto driftsresultat	285 054	312 826	271 580	431 983	595 027	724 354
+ Unormalt netto driftsresultat	- 29 119	- 13 844	16 927	4 431	- 13 802	2
- Endring netto driftseiendeler	260 079	- 60 900	- 111 023	284 763	- 28 670	508 974
= Fri kontantstrøm fra drift	- 4 144	359 882	399 529	151 651	609 895	215 378
- Netto finanskostnad	30 445	31 563	29 789	33 565	24 951	33 822
+ Endring i finansiell gjeld	46 083	- 55 073	7 617	- 215 614	- 118 883	669 587
= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	11 494	273 246	377 357	- 97 528	466 061	851 142
- Netto betalt utbytte	- 56 036	- 190 506	- 147 813	- 246 812	- 309 167	- 735 995
= Fri kontantstrøm til finansiell investering	- 44 542	82 740	229 544	- 344 340	156 894	115 147
+ Netto finansinntekter	28 370	17 985	13 114	11 382	9 710	15 455
+ Unormalt finansresultat	488	- 3 004	25 962	- 8 449	1 176	-
= Kontantstrøm til finansiell investering	- 15 684	97 721	268 620	- 341 407	167 781	130 602
+ Inngående finansielle eiendeler	599 293	583 609	681 330	949 950	608 543	776 324
= Utgående finansielle eiendeler	583 609	681 330	949 950	608 543	776 324	906 926
Fordelt på:						
Kontanter	565 930	672 284	886 193	485 561	657 034	599 893
Fordringer	17 679	9 046	63 757	122 982	119 290	307 033

Tabell 6.5 – Endring i likvide midler

Netto driftsresultatet er positivt i samtlige år i analyseperioden. Dette er positivt, da dette viser at selskapet har positiv inntjening. Endring netto driftseiendeler er i enkelte år negativ, imens den i enkelte år er positiv. Økning i netto driftseiendeler vil si at selskapet investerer i driftseiendeler, og det vil dermed medføre mindre likvider. Fri kontantstrøm fra drift er imidlertid positiv eller null i alle årene i analyseperioden, som vil si at man har kontanter fra drift som kan brukes til finansielle investeringer, betaling av avdrag, utbytte eller lignende.

Vi ser at endring i finansiell gjeld er både positiv og negativ i årene i analyseperioden. Dette er rimelig ettersom det er variert når selskapet investerer i nye tomteområder, og tar opp nye byggelån. Netto betalt utbytte er positiv hvert år. Dette medfører fire år med positiv kontantstrøm og to år med negativ

kontantstrøm til finansielle investeringer. Aggregert medfører dette at *finansielle eiendeler* øker i fire av årene, og reduseres i to av årene, noe som er positivt for selskapets likviditetssituasjon og risiko.

6.1.3 Gjeldsdekning i fremtiden

Vi har til nå foretatt en rekke analyser for å kartlegge risikoer knyttet til likviditet i selskapet. Dette er basert på historiske tall samt antatte tall for 2019 (trailing tall). For å få en helhetlig analyse ønsker vi også å foreta analyse av nær fremtid. Dette gjøres ved å se på likvide midler i dag med tillegg av likvide midler som vil komme i nær fremtid, og sammenligne mot krav som forfaller innen nær fremtid, vanligvis ett år. Formelbasert kan dette oppsummeres følgende:

$$\text{Rente – og avdragsdekning i } t + 1 = \frac{FE_t + FKS_{t+1}}{NFK_{t+1} + AVD_{t+1}}$$

hvor *FE* = Finansielle eiendeler, *FKS* = Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital, *NFK* = netto finanskostnad og *AVD* = avdrag

Ettersom vi tidligere ikke har avdekket likviditetsproblemer, ønsker vi å ta utgangspunkt i «et worst case» scenario, hvor *FKS* settes til 0. *FE* vil være det vi antar den vil være i UB trailing året. Avdragsdelen vil være basert på kortsiktig finansiell gjeld, inkludert neste års avdrag på langsiktig gjeld. Den vil også inkludere andre poster som ikke refinansierer seg selv igjennom drift, uten at vi har kommet over slike. *NFK* beregnes ved å benytte samme normaliserte rentesats som ved trailingen, samt baseres på rentebærende lån IB 2020 hensyntatt antatt avdragsdel 2020 betalt i midten av året.

Ved bruk av justerte regnskapstall, gir dette en dekningsgrad på 48,4 prosent. Dette vil si at uten noe inntjening, vil man kunne dekke 48,4 prosent av avdrag og renter som forfaller innen kort tid. Dette kan være et rødt flagg, da denne i utgangspunktet bør være på 100 prosent +. Imidlertid presiseres det at *FKS* har vært positiv de siste fem årene, at selskapet har ubrukte kredittfasiliteter på MNOK 500, samt at selskapet etter all sannsynlighet har mulighet til å øke likviditeten ved f.eks. obligasjonslån. Dette gjør at situasjonen ikke anses som kritisk.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Hensikten med å foreta soliditetsanalyse er å kartlegge hvorvidt selskapet har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap¹³⁵. Det vil dermed være naturlig å se på egenkapitalen, da denne er buffer mot fremtidig tap, samtidig som man vurderer hvorvidt selskapet har en sunn finansieringsstruktur og hvorvidt selskapet har en fornuftig kapitalbuffer for uforutsette hendelser. Vi deler soliditetsanalysen inn i tre deler: *analyse av egenkapitalprosent, analyse av lønnsomhet og analyse av kapitalstruktur*¹³⁶.

6.2.1 Egenkapitalandel

Det første vi vurderer under soliditetsanalysen, er egenkapitalandelen. Vi ser da egenkapitalen mot totalkapitalen. Den forteller oss noe om hvor stor andel av eiendeler som finansieres av egenkapitalen¹³⁷. Fremtidige tap i regnskapet vil også føres mot egenkapitalen, slik at egenkapitalen er en buffer mot fremtidige tap og eventuell konkurs¹³⁸. Man bør ha en egenkapital som kan stå imot tap som forventes over tid, sett mot selskapets risiko profil.

Det presiseres imidlertid at modellen har sine svakheter¹³⁹. På den ene siden benyttes bokførte verdier, og ikke reelle verdier av eiendeler. Dette gjør at reel eller markedsverdi av egenkapital kan ha betraktelig høyere verdi enn det som er oppført i regnskapet. Dette gjelder spesielt for varelageret, da disse er oppført til tomteknader med tillegg av byggekostnader, og antas å ha en mye høyere reel verdi. Videre vil modellen ha sin svakhet ved at ikke en bestemt prosent anses som et tilfredsstillende nivå på egenkapitalen for ethvert selskap og bransje. Dette da ulike selskaper og bransjer vil bli påvirket ulikt av konjunkturer. Enkelte bransjer vil ha stabile resultater og tap år etter år, f.eks. matvarebransjen, imens andre bransjer kan plutselig ha store nedskrivninger som medfører store tap, f.eks. shipping bransjen. Dette gjør at egenkapitalprosenten kan virke tilfredsstillende ut ifra prosentstørrelsen, selv om den egentlig ikke er det. Dette løses ved at vi sammenligner mot bransjen, historie samt foretar andre vurderinger hvor dette er relevant. Videre må man analysere hvilke eiendeler som er bokført, da enkelte eiendeler kan ha ingen verdi ved konkurs, f.eks. goodwill.

Vi velger å medta minoritetsinteresser som del av egenkapitalen, da også fremtidig tap vil falle på disse, samt at vi har hele konsernet som analyseobjekt. Det presiseres at vi bruker justerte regnskap, slik at reel gjeldsgrad, herunder leieavtaler, hensyntas.

¹³⁵ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

¹³⁶ (Knivsfå, F9. Kredittvurdering: syntetisk rating, 2019)

¹³⁷ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

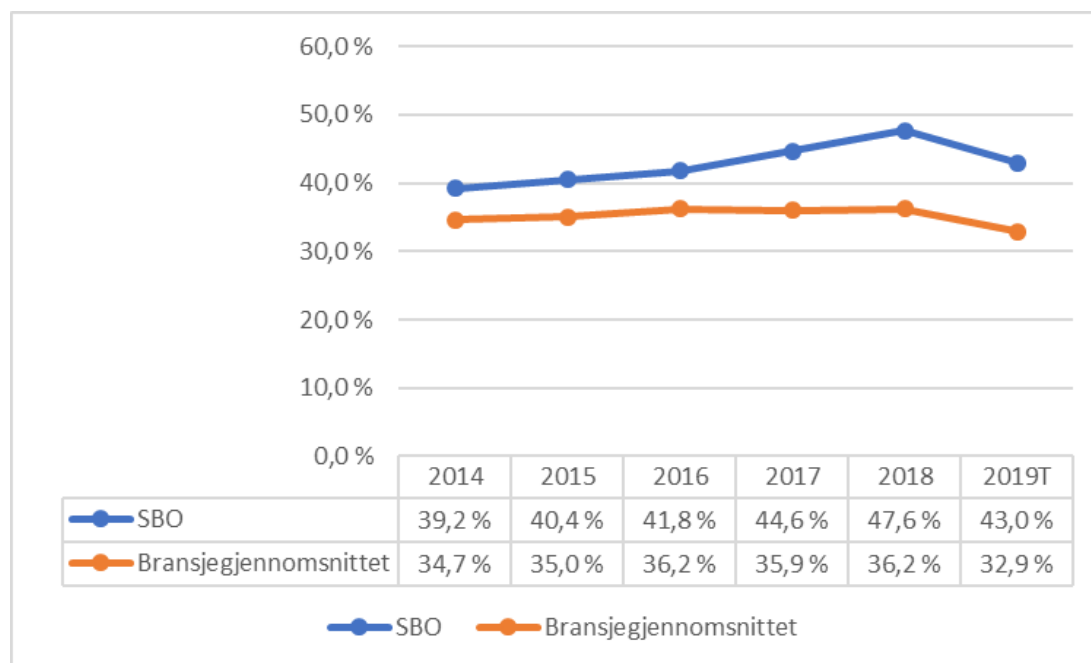
¹³⁸ (Knivsfå, F9. Kredittvurdering: syntetisk rating, 2019)

¹³⁹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Beregningen av egenkapitalen kan beregnes slik:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Bokført verdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital} + \text{gjeld}}$$

For SBO og bransjen får man dermed følgende resultat:



Figur 6.6 – Egenkapitalandel Selvaag og bransjen

Vi legger merke til at både SBO og bransjen har en relativt jevn egenkapital de siste årene. Vi vet fra analysen gjort under det strategiske delen, at bolig utviklingsbransjen blir påvirket av konjunkturer lavt-medium. Dette vil dermed føre til en antatt jevn lønnsomhet og ikke for store svingninger i egenkapitalen, noe som bekreftes av vår analyse over.

SBO har hatt en jevnt høyere egenkapitalandel enn bransjegjennomsnittet, noe som er positivt for SBO. Det negative med dette er at man muligens innehar en ekstra buffer som kunne bli brukt til å dele ut som utbytte, men dette går ikke videre innpå. Videre har SBO eiendeler med en antatt markedsverdi som er høyere enn bokført verdi. Vi har også benyttet reel gjeldsgrad. Selskapet har bokført en goodwill i balansen, som ved en eventuell konkurs, ikke har noe verdi. Imidlertid utgjør denne kun 5,3 prosent, dvs. utgjør kun en liten verdi av totale eiendeler.

Det kan være lurt å sammenligne egenkapitalen mot historiske tap ganger tre, for å se om egenkapitalen tåler det¹⁴⁰. Imidlertid har ikke SBO gått på noen tap de siste årene, slik at dette ikke lar seg gjøres.

Alt i alt, virker egenkapitalen til SBO å være solid.

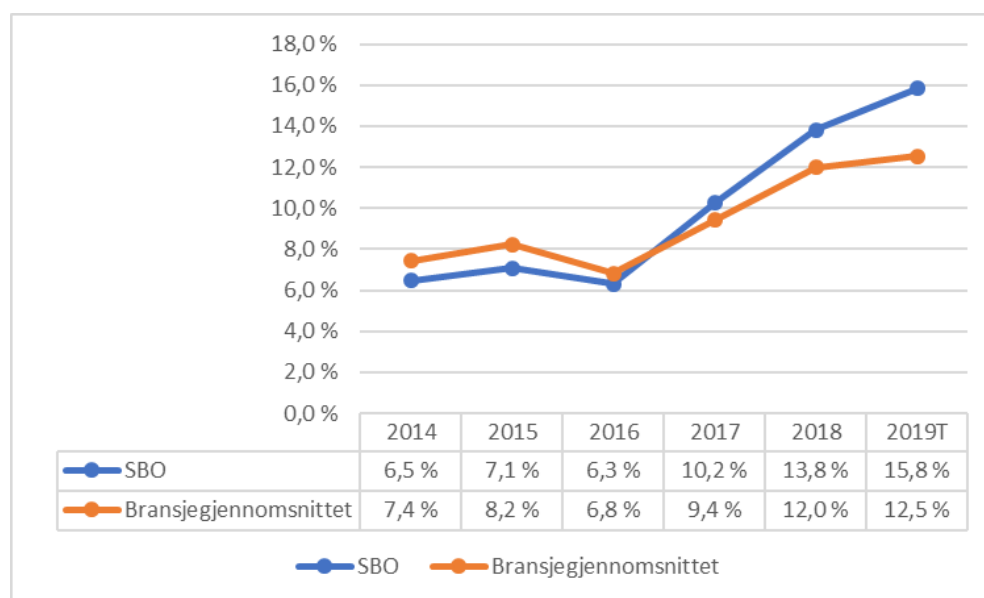
¹⁴⁰ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

6.2.2 Analyse av lønnsomhet

Man har til nå analysert egenkapitalen som en del av soliditetsanalysen. Videre er det viktig å ha god lønnsomhet for å overleve på lang sikt, og analyse av lønnsomhet er dermed sentralt under soliditetsanalysen¹⁴¹. For å analysere lønnsomhet, benyttes netto driftsrentabilitet som nøkkeltall. Denne vil være basert på normalisert, og justert regnskap, og nøkkeltallet kan uttrykkes følgende:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + ((\Delta NDE_t - NDR_t)/2)}$$

Dette gir følgende netto driftsrentabilitet for SBO og bransjen:



Figur 6.7 –Netto driftsrentabilitet Selvaag og bransjen

SBO tjener penger fra driften, og er lønnsom. SBO samt bransjen har hatt en økende netto driftsrentabilitet de siste årene. Videre har SBO høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen i de to siste årene, og dette er antatt å også gjelde i 2019. I fremtiden er imidlertid netto driftsrentabiliteten antatt å stabilisere seg rundt netto driftskravet som følge av at konkurransekraftene spiller inn. Viser for øvrig til ytterligere analyser av lønnsomheten under kapittel 8.

¹⁴¹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

6.2.2 Analyse av kapitalstruktur

Siste steg av soliditetsanalysen handler om å analysere kapitalstrukturen i selskapet. Man ønsker da å se hvordan de ulike eiendelene er finansiert, hhv. Med kortsiktig eller langsiktig kapital¹⁴². Analysen vil bli utført igjennom en statisk finansieringsanalyse, hvor eiendelene rangeres etter illikviditet og kapitalen rangeres etter hvor langsiktig den er. Egenkapitalfinansiering anses som minst risikabelt, da dette er kapital eierne har skutt inn, og i begrenset omfang kan kreve inn. Kortsiktig gjeld er det mest risikable, da dette er gjeld som forfaller innen kort tid og som må betales.

Tabellene under viser finansieringsmatrisen i prosent for hhv. SBO og bransjen. Matrisen er statisk, slik at den gjelder kun et tidspunkt. Valgt tidspunkt er 31.12.2018, da dette er sikre og endelige tall for bransjen og SBO, og skaper dermed mindre støy enn hva bruk av trailing året ville ha gjort.

SBO	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	100,0 %					18,1 %
FAM	100,0 %					0,0 %
DOM	42,2 %	3,7 %	39,9 %	14,3 %		70,0 %
FOM				31,9 %	68,1 %	11,9 %
TK	47,6 %	2,6 %	27,9 %	13,8 %	8,1 %	100 %

Tabell 6.8 – Kapitalstruktur Selvaag

Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	100 %						11 %
FAM	100 %						0 %
DOM	33 %	0 %	4 %	43 %	16 %	4 %	75 %
FOM						100 %	13 %
TK	36 %	0 %	3 %	32 %	12 %	16 %	100 %

Tabell 6.9 – Kapitalstruktur bransjen

Vi legger merke til at både bransjen og SBO har relativt lik finansieringsstruktur. For både bransjen og SBO foreligger det begrenset med driftsrelaterte anleggsmidler og finansielle anleggsmidler. Disse er imidlertid finansiert av egenkapitalen, noe som er bra. Driftsrelaterte omløpsmidler er for både bransjen og SBO finansiert med egenkapital, langsiktig gjeld samt kortsiktig driftsrelatert gjeld. For bransjen er også noe av de driftsrelaterte omløpsmidlene finansiert med kortsiktig finansiell gjeld. De finansielle omløpsmidlene er fullt ut finansiert med kortsiktig finansiell gjeld. Den generelle regelen er at anleggsmidler med tillegg av fast del /minste delen av arbeidskapitalen bør være finansiert med

¹⁴² (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

langsiktig gjeld, og resten med kortsiktig gjeld¹⁴³. Dette for å skape mest mulig fleksibilitet samt få avdragsprofiler som støtter forventede kontantstrømmer. Imidlertid det som gjør boligutvikling såpass spesielt er at tomter blir klassifisert som varelager og omløpsmidler, til tross for at de kan være tiltenkt bygging på et mer langsiktig perspektiv. Disse bør derfor også være finansiert med langsiktig kapital.

Alt i alt, virker finansieringen å være god og sunn i både bransjen og SBO. Det kan tyde på at enkelte eiendeler burde heller bli finansiert med kortsiktig gjeld, men basert på mangel av informasjon, kommenteres ikke dette ytterligere. Det har også lite å si på risikoen at omløpsmidler blir finansiert av langsiktig gjeld, men snarere på lønnsomheten.

¹⁴³ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

6.3 Oppsummering – Syntetisk rating

Avslutningsvis vil vi oppsummere de ulike analysene i kapittel 6.1 og 6.2 ved å sette en karakter på risikoen¹⁴⁴. Dette vil være skje igjennom syntetisk rating, og vil gi oss en indikator på sannsynligheten for konkurs. Karakteren som settes vil også få betydning for selskapets kredittrisikopremie, som fastsettes i kapittel 7. Den syntetiske ratinga vil altså gi et bilde av selskapets muligheter til å møte fremtidige forpliktelser.

Kredittrating kan også gjennomføres av eksterne kredittrating selskaper, som for eksempel Standard Poor og Moody. Man benytter seg av finansielle nøkkeltall, og benytter seg av en karakterskala fra AAA (best) til D (dårligst)¹⁴⁵. Vi vil ikke bruke eksterne kredittrating selskaper, men vil bruke samme karakterskala. Videre vil vi benytte oss av Knivsflå's sine forslag til forholdstall: *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet*¹⁴⁶. Vi vil videre benytte oss av skjønn og strategisk risikoanalyse, for å fastsette karakteren og risikoen endelig.

Syntetisk rating SBO	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019T	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	3,2405	3,4638	3,6568	3,5894	3,7465	3,1473	3,4740
	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	10,2948	10,4809	9,5570	13,2093	24,2375	21,8734	14,9421
	AA	AA	AA	AAA	AAA	AAA	AAA-
Egenkapitalprosent	0,3922	0,4045	0,4178	0,4464	0,4763	0,4297	0,4278
	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,0646	0,0708	0,0630	0,1024	0,1383	0,1583	0,0996
	BB	BB	BB	BBB	A	A	BBB-
Gjennomsnittsrating	A-	A-	A-	A	A+	A+	A

Tabell 6.10 – Oppsummering syntetisk rating Selvaag

Syntetisk rating Bransjen	2014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019T	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	3,2540	3,7447	3,1613	3,1107	3,1608	3,1922	3,2706
	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	12,5756	12,5079	5,4031	9,0355	15,1072	8,7009	10,5551
	AAA	AAA	AA	AA	AAA	AA	AAA-
Egenkapitalprosent	0,3465	0,3504	0,3624	0,3595	0,3623	0,3292	0,3517
	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Netto driftsrentabilitet	0,0743	0,0822	0,0683	0,0943	0,1200	0,1254	0,0941
	BB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB-
Gjennomsnittsrating	A-	A-	BBB	A-	A-	A-	A-

Tabell 6.11 – Oppsummering syntetisk rating bransjen

¹⁴⁴ (Knivsflå, F9. Kredittvurdering: syntetisk rating, 2019)

¹⁴⁵ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012).

¹⁴⁶ (Knivsflå, F9. Kredittvurdering: syntetisk rating, 2019)

Av tabellene ser vi at SBO får en syntetisk rating på A, imens bransjen får en syntetisk rating på A-. Karakteren A tilsvarer en konkurssannsynlighet på rundt 0,1 prosent. Dette er veldig lavt, og skylder selskapets risiko samt finansielle helse. Bransjen har omkring den samme konkurssannsynligheten, men med noen marginale forskjeller.

Vi vil videre utføre en subjektiv rimelighetsvurdering av ratinga til SBO ved forhold som ikke har blitt dekket av analysene under kapittel 6, men av forhold avdekket under kapittel 2 og kapittel 4.

Boligutviklingsbransjen er en bransje som er karakterisert av lav – medium risiko. Dette som følge av at boliger er et konsumgode alle trenger, og vil dermed bli begrenset påvirket av ulike konjunkturer. Dette gjør at etterspørselen alltid vil være der, samtidig som boliger alltid vil ha en verdi. Videre er selskapene som er inkludert som bransjen og SBO solide selskap som har holdt på i mange år, opparbeidet seg godt med kunnskap, god ledelse og har solid kapital. Ingen av selskapene har gått med underskudd innenfor boligutvikling de siste årene. Samtidig vil det alltid foreligge risiko ved å låne ut penger, ved at hendelser kan oppstå. Imidlertid er det begrenset omfang som ikke dekkes av forsikring eller at eierne skyter inn ytterligere kapital.

Basert på dette, mener vi at en konkurssannsynlighet på rundt 0,1 prosent virker rimelig, og at kreditt risikoen til SBO virker god. Den er litt lavere enn bransjen, men dette er marginalt. Vi ønsker å påpeke at ujusterte regnskapstall ga SBO en rating på A- og bransjen en rating på A-. Dette tilsier at de justerte tallene er rimelig å bruke. Videre presiseres det at beregningene gjort overfor er for det meste basert på historiske tall, og at det dermed er usikkert om samme kredittrisiko vil gjelde i fremtiden.

7. Historisk avkastningskrav

Vi vil i kapittel 7 beregne det historiske avkastningskravet. Før vi går dypere inn på begrepet, bør vi ha en forståelse rundt avkastning. Avkastning er et økonomisk begrep som blant annet brukes til å måle en virksomhets lønnsomhet. Avkastningskravet for en investering skal reflektere hvilken avkastning eierne og andre kapitalleverandører kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen med samme risiko som investeringen¹⁴⁷. Investorenes plassering i selskapet bør derfor bli kompensert for inflasjon, tidsverdien av penger og risiko¹⁴⁸.

Historisk avkastningskrav vil bli brukt som benchmark for beregning av strategisk fordel i kapittel 8, samt estimering av fremtidig krav i kapittel 10. Kravene vil også få en sentral rolle som neddiskonteringsrate i kapittel 11¹⁴⁹.

7.1 Avkastningskravet til total kapitalen

En virksomhet kan være finansiert av ulike finansieringskilder, som er assosiert med ulike typer risikoer, som igjen vil påvirke forventet avkastning. Dersom vi vektet finansieringskildene, basert på deres størrelse og forventede avkastning, har vi mulighet til å estimere avkastningskravet til total kapitalen¹⁵⁰. Finansieringskildene vil for Selvaag bestå av egenkapital og netto finansiell gjeld. Selvaags vektete gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC) kan defineres som følge¹⁵¹:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + NFG} + R_g(1 - s) \frac{NFG}{E + NFG}$$

E = markedsverdi egenkapital

NFG = Markedsverdi netto finansiell gjeld

R_e = Avkastningskravet til egenkapitalen

R_g (1-s) = Avkastningskravet til netto finansiell gjeld etter skatt

For å komme frem til en gjennomsnittlig kapitalkostnad, vil vi nå beregne avkastningskravet til egenkapitalen og avkastningskravet til netto finansiell gjeld.

¹⁴⁷ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

¹⁴⁸ (Penman, 2013)

¹⁴⁹ (Knivsfå, F10. Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet, 2019)

¹⁵⁰ (Kaldestad & Møller, 2016)

¹⁵¹ (Brealey, Myers, & Allen, 2017)

7.2 Avkastning til egenkapitalen

En anerkjent modell for å beregne kravet til egenkapitalen er ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM)¹⁵². Modellen estimerer et krav til egenkapitalen på følgende måte:

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f) \beta_i$$

R_f = risikofri rente
B = egenkapitalbata
R_m = avkastning på markedsportefølje
R_m - R_f = Markets risikopremie

Til tross for at kapitalverdimodellen er den mest utbredte modellen for å bestemme avkastningskravet, bygger modellen på en del forutsetninger, som ikke nødvendigvis samstemmer med det virkelige liv¹⁵³. CAPM har flere svakheter og begrensninger som kan føre til feil estimat av egenkapitalkravet. Svakheterne ved modellen er blant annet knyttet opp mot parameterne, der investorenes forventning spiller en stor rolle. Disse vil være subjektive og vil være variable over tid. F.eks. kan det være at det oppstår informasjonasymmetri i den virkelige verden, som forhindrer eksistensen av et perfekt kapitalmarked. Denne informasjonasymmetrien kan føre til at avkastningskravet til aksjen er ulikt innad i selskapet og eksternt hos investorer, og det kan også variere mellom investorer basert på informasjonen de har tilgang på.

Modellen har også et skjevt forhold til totalrisiko. Totalrisikoen består av en systematisk og en usystematisk risiko. Den systematiske risikoen er felles for hele markedet, mens den usystematiske risikoen gjelder for det enkelte selskap. Modellen forutsetter at den enkelte investor har en perfekt diversifisert portefølje, som gjør at den ikke hensyntar den usystematiske risikoen, da denne vil bli satt til null¹⁵⁴. Dette er en forutsetning som ofte ikke gjenspeiler virkeligheten. Vi vil derfor i oppgaven vår tillegge modellen en illikvidtetspremie (*ilp*). Dette vil bli forklart mer i detalj senere i kapittelet.

Vi vil nå redegjøre mer i detalj de enkelte komponentene som bygger opp kapitalverdimodellen, før vi fastsetter et endelig krav til egenkapitalen.

¹⁵² (Kaldestad & Møller, 2016)

¹⁵³ (Estudie, 2019)

¹⁵⁴ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

7.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten representerer en hypotetisk avkastning på et selskap som ikke har en risiko for konkurs eller mislighold¹⁵⁵. Denne teorien legger opp til at investeringer som inneholder en risiko, vil potensielt generere en større avkastning. For å finne en rente som tilsvarer den risikofrie renten, kan vi se på rentestatistikken for statsobligasjoner¹⁵⁶. Det vil også være en forskjell på kort og langsiktig rente. For at avkastningskravet skal gjenspeile virkeligheten best mulig, har det vist seg at den langsiktige renten på statsobligasjoner varierer mindre enn kort rente. Vi vil da oppnå en rente som korrelerer med durasjonen til kontantstrømmene for selskapet¹⁵⁷. Alternativt, kunne vi også ha benyttet en kort rente. Et mål på kort rente er NIBOR. NIBOR (Norwegian Interbank Offered Rate) er en samlebetegnelse på norsk pengemarkedsrente. Vi kan finne størrelsen på denne renten ved å se på hva renten mellom ulike banker ville vært for et usikret lån¹⁵⁸.

Resten av utredningen vil vi basere oss på en langsiktig rente ved hjelp av statsobligasjoner. Dette har sammenheng med at vi forutsetter at Selvaag har en lang levetid, med gode og stabile kontantstrømmer fremover. Renten som blir produsert ved statsobligasjoner er ikke helt uten risiko. Det vil alltid foreligge en sannsynlighet for at en stat vil kunne gå konkurs. Vil blir dermed nødt til å tillegge en kredittrisikopremie, som skal reflektere denne risikoen¹⁵⁹.

Risikofri rente	2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Rente statsobligasjoner	2,5 %	1,6 %	1,3 %	1,6 %	1,9 %	1,21 %	1,69 %
- Kredittrisikopremie bank (AA)	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
= Risikofri rente før skatt	1,9 %	1,0 %	0,7 %	1,0 %	1,3 %	0,6 %	1,1 %
- Skatt	0,5 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,1 %	0,2 %
= Risikofri rente etter skatt	1,4 %	0,7 %	0,5 %	0,8 %	1,0 %	0,5 %	0,9 %

Tabell 7.1 – Risikofri rente etter skatt

¹⁵⁵ (Kaldestad & Møller, 2016)

¹⁵⁶ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

¹⁵⁷ (Kaldestad & Møller, 2016)

¹⁵⁸ (Finans Norge, 2013)

¹⁵⁹ (Kaldestad & Møller, 2016)

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie tilsvarer en meravkastning som en investor forventer å generere sett opp imot den risikofrie renten. Altså markedets risikopremie representerer differansen mellom den risikofrie renten og markedets forventede avkastning¹⁶⁰. Det kan oppstå utfordringer knyttet til å estimere hva som er forventet, men det foreligger i praksis tre metoder som kan benyttes for å estimere markedets risikopremie. Vi kan ta utgangspunkt i historisk premie tillagt en justering for dagens inflasjonsnivå. Alternativt kan vi rette blikket fremover, og estimerer hva dagens aksjekurser impliserer¹⁶¹. Et tredje alternativ, er bruken av spørreundersøkelser for å finne et godt anslag på risikopremien.

For analyseperioden har vi valgt å bruke historisk risikopremie, da denne metoden også er mest brukt i praksis¹⁶². I prinsippet betyr dette at vi bør se hva som har vært realisert risikopremie i aksjemarkedet over analyseperioden for egenkapitalrentabiliteten (Knivsflå, F10. Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet, 2019). Ettersom vi har normalisert tallene, må vi også normalisere markedspremien. Siden normaliseringen av *ekr* ikke er helt perfekt, bør også *mrp* variere noe. Vi kan finne *mrp* ved følgende formel: $mrp = Rm - Rf * (1 - s)$, hvor *Rm* representerer markedsavkastningen.

Ved fastsettelse av en størrelse for markedsriskopremien, har vi valgt å basere oss på kalkulasjoner utført av Damodaran (2012) og Knivsflå (2019). De har beregnet *mrp* ved å dele opp risikopremien i to terminer (langsiktig og kortsiktig). Estimeringen tar utgangspunkt i gjennomsnittlig børsavkastning fra 1985 og frem til i dag, og børsavkastningen de siste fem årene. Deretter blir den kortsiktige terminen vektlagt med 33,3 prosent, mens den langsiktige blir vektet med 66,67 prosent.

Vi forutsetter at markedsriskopremien for 2018 også representerer markedsriskopremie for 2019. Price Water House (PWC) har også beregnet nivået på markedsriskopremien i det norske markedet, hvor deres estimat sammenfaller med vårt eget (PWC, 2019). Uansett metode har Damodaran, Knivsflå og PWC kommet frem til samme estimat. Vi vil dermed benytte 5,1 prosent videre i modellen.

Markedsrisikopremie	2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Kortsiktig perspektiv	0,042	0,043	0,042	0,042	0,041	0,041	0,042
* Vekting	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667
+ Langsiktig perspektiv	0,069	0,069	0,069	0,071	0,070	0,070	0,070
* Vekting	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Løpende risikopremie	0,051	0,052	0,051	0,052	0,051	0,051	0,051

Tabell 7.2 – Markedsrisikopremie

¹⁶⁰ (Kaldestad & Møller, 2016)

¹⁶¹ (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015)

¹⁶² (Kaldestad & Møller, 2016)

7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden

Egenkapitalbeta (β_{ek}) er et mål på aksjens risiko sett relativt til aksjemarkedet. Egenkapitalbetaen sier altså noe om hvor eksponert aksjen er for den generelle markedsrisikoen¹⁶³. Dersom $\beta=1$, innebærer dette at den enkelte aksje svinger i takt med aksjemarkedet. Vi kan beregne egenkapitalbetaen til Selvaag ved å se på historisk kursdata, eller ved å sammenligne SBO med markedet. En av utfordringene knyttet til sammenligning mot markedet, er at SBO er notert på Oslo Børs (OSEBX). Vi har valgt å estimere egenkapitalbetaen basert på historisk kursdata, og sammenligner denne med betaen produsert av analytikerne.

Vi vil ved hjelp av en regresjonsanalyse, estimere korrelasjonen i aksjekursen til Selvaag med svingningene på indeksen for OSEBX. Indeksen vil være representert av de største selskapene på børsen. Selvaag ble først notert på Oslo børs i 2012, noe som innebærer at vi ikke har data for tiden før børsnoteringen. For analyseperioden har vi tatt utgangspunkt i 60 observasjoner. Disse observasjonene representerer antall måneder bakover i tid og tilfredsstillende Kollers mfl. (2015) minimum, for beregning av rå beta. Bakgrunnen for at vi ikke har valgt flere observasjoner, er på grunn av støy i måletallene¹⁶⁴.

Dataen som vil bli brukt er hentet fra Oslo Børs (OSEBX).

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,11
R-kvadrat	1,29 %
Justert R-kvadrat	-0,41 %
Standardfeil	0,08
Observasjoner	60,0

Variansanalyse	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,00	0,00	0,76	38,71 %
Residualer	58	0,33	0,01		
Totalt	59	0,33			

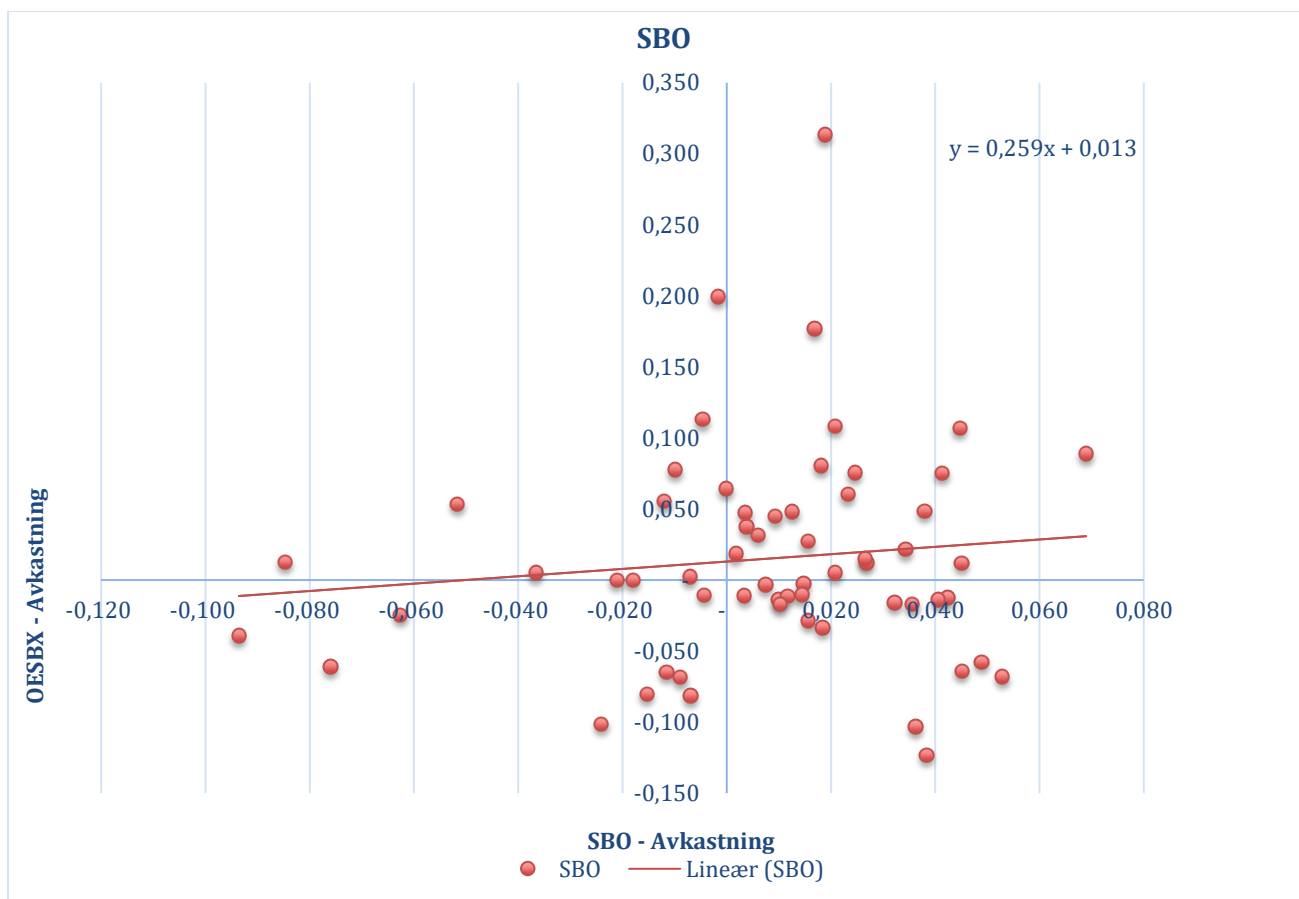
	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95%	Øverste 95%		
Skjæringspunkt	0,0130	0,01	1,31	0,20	-	0,01	0,03	-	0,01	0,03
OSEBX	0,2590	0,30	0,87	0,39	-	0,34	0,85	-	0,34	0,85

Tabell 7.3 – Utdata råbeta

Som det kommer frem av figuren over ligger estimert egenkapitalbeta til Selvaag på 0,259, noe som indikerer at SBO er mindre volatil enn indeksen til Oslo børs. Figuren har en R-kvadrat på 1,29 prosent, noe som uttrykker styrken på korrelasjonen. Signifikansnivået er relativt høyt, noe som indikerer at sannsynligheten for at samvariasjonen skyldes rene tilfeldigheter.

¹⁶³ (Kaldestad & Møller, 2016)

¹⁶⁴ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)



Figur 7.4 – Regresjonsligning

Som vi ser av den lineære sammenhengen over, uttrykker observasjonene at én prosent stigning på hovedindeksen til Oslo børs vil dette medføre at aksjen til SBO stiger med 0,259 prosent. For å komme frem til dette resultatet har vi brukt en logaritmisk/prosentvis endring i variablene som måler aksjekursens følsomhet i forhold til markedet.

Vi har valgt å sammenligne resultatet fra regresjonsanalysen med industribetaen utarbeidet av Damodaran for å finne et godt mål på estimert egenkapitalbeta. Damodaran sitt estimat er basert på langt flere virksomheter innenfor boligutviklingsbransjen, og estimatet er på 0,790¹⁶⁵. Denne avviker såpass mye fra vårt eget estimat at vi velger å vekte betaene med hhv (2/3 og 1/3). Vi ender opp med en vektet egenkapitalbeta på 0,433.

På lang sikt vil alltid egenkapitalbetaen gå mot en¹⁶⁶. Vi vil derfor ta høyde for denne justeringen. Vi benytter følgende formel for å normalisere egenkapitalbetaen.

$$\text{Justert } \beta = \beta \times \frac{2}{3} + 1 \times \frac{1}{3}$$

¹⁶⁵ (Damodaran, Betas by sector, 2019)

¹⁶⁶ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

Endelig normalisert egenkapitalbeta blir dermed 0,619.

Normalisert egenkapitalbeta for bransjen er utført på samme måte, slik at gjennomsnittlig estimert egenkapitalbeta for analyseperioden er konsistent. Det vi midlertidig oppstår en kravfordel, når vi vektet egenkapitalbetaen og betaen for netto finansiell gjeld for å finne nettodriftsbeta. Dette vil bli illustrert senere i kapitlet.

7.2.4 Illikviditetspremie

Størrelsen på illikviditetspremie vil avhenge av tre forhold: 1) Grad av markedssvikt, 2) Grad av aksjens innlåsning og 3) Selskaps-spesifikk risiko knyttet til den aktuelle virksomheten¹⁶⁷. Det er altså et ekstra krav vi stiller tilknyttet den enkelte aksje. Det foreligger ingen etablert teori for beregningen av denne størrelsen, slik at det vil bli benyttet skjønn ved fastsettelse. Selvaag ASA er et børsnotert selskap, noe som gjør det lettere å kjøpe og selge aksjen, sammenlignet mot et ikke-børsnotert selskap. Det vil likevel være en viss grad av innlåsning, samt viss grad av selskaps-spesifikk risiko, slik at illikviditetspremien settes til 0,5 prosent.

Årlig egenkapitalbeta

Til nå har vi regnet på den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen for Selvaag. Vi ønsker også å regne ut årlig egenkapitalbeta for analyseperioden. Den systematiske risikoen forblir konstant over analyseperioden. Det eneste som endrer seg er risikoforholdet mellom långiver og investor. Vi har tatt utgangspunkt i Modigliani-Miller (1985) sin første proposisjon for å estimere årlig egenkapitalbeta. Proposisjonen sier at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen¹⁶⁸. Dette betyr at betaen for netto driftskapital vil være konstant over analyseperioden, gitt at det ikke skjer drastiske endringer i form av finansiell krise¹⁶⁹. Selvaags finansielle situasjon har ikke endret seg dramatisk de siste fem årene. Dette innebærer at vi estimerer gjennomsnittlig driftsbeta gjennom vektig. Vi har benyttet følgende formel:

$$\beta_{ndk} = \beta_{ek} \frac{EK}{NDK} * \beta_{nfg} * \frac{NFG}{NDK}$$

¹⁶⁷ (Kaldestad & Møller, 2016)

¹⁶⁸ (Berk & DeMarzo, 2017)

¹⁶⁹ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

Basert på denne formelen kan vi implisitt regne ut egenkapitalbetaen. Netto driftsbeta (β_{ndk}) kan beregnes ved å vekte de gjennomsnittlige betaverdiene.

Netto driftsbeta		2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Egenkapitalbeta	β_{ek}	0,709	0,669	0,614	0,584	0,568	0,593	0,619
* Egenkapitalvekt	ek/ndk	0,502	0,533	0,580	0,610	0,627	0,600	0,575
+ Netto finansiell gjeldsbeta	β_{nfg}	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
* Netto finansiell gjeldsvekt	nfg/ndk	0,498	0,467	0,420	0,390	0,373	0,400	0,425
= Netto driftsbeta	β_{ndk}	0,357	0,357	0,357	0,357	0,357	0,357	0,357

Tabell 7.5 – Netto driftsbeta

Egenkapitalkrav

Miller & Modiglianis andre teori baserer seg på at kapitalkravene vil variere basert på kapitalkostnadene til de ulike kapitalene. Videre ser vi at desto høyere finansiell gearing, desto større finansiell risiko. Konsekvensen av dette medfører en høyere egenkapitalbeta og krav¹⁷⁰. På den andre siden vil selskapet som primært er finansiert ved egenkapital, få et lavere egenkapitalkrav. Denne sammenhengen kan vi lese av figuren under, ved at egenkapitalkravet er synkende i takt med redusert egenkapitalbeta som følge av høyere egenkapitalprosent over analyseperioden. Det er også verdt å merke seg at egenkapitalkravet gikk noe opp i 2017, som følge av økt rente på obligasjonslån. Vi har brukt følgende formel for å regne ut egenkapitalkravet.

$$EKK = r_f + \beta_{ek} * MRP + ILP$$

Egenkapitalkrav		2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Risikofri rente etter skatt	r_f	0,014	0,007	0,005	0,008	0,010	0,005	0,009
+ Justert EK-beta	β_{ek}	0,709	0,669	0,614	0,584	0,568	0,593	0,619
* Markedsrisiopremie	mrp	0,051	0,052	0,051	0,052	0,051	0,051	0,051
= Egenkapitalkrav	capm	0,050	0,042	0,037	0,038	0,039	0,035	0,040
+ Illikviditetspremie	ilp	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050
= Egenkapitalkrav	ek	0,055	0,047	0,042	0,043	0,044	0,040	0,045

Tabell 7.6 – Egenkapitalkrav

¹⁷⁰ (Brealey, Myers, & Allen, 2017)

7.3 Finansielle krav

Et selskap har to valg for å tilføre kapital til virksomheten: skyte inn kapital fra eierne og/eller låne kapital fra långivere. Begge kapitalinnskyterne påtar seg en tapsrisiko, men det er kun investoren som har mulighet for gevinst¹⁷¹. Ved konkurs er det kreditoren som først blir prioritert, men denne kompensasjonen er ikke stor nok til å dekke opp for manglende gevinstmulighet. Kreditoren vil kreve et risikopåslag utover den risikofrie renten. Dette påslaget vil være sterkt påvirket av selskapets kredittrisiko. Vi vil nå se nærmere på kravene for finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld, og hvordan dette gjør utslag på Selvaags avkastningskrav på netto driftskapital.

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav består av den risikofrie renten (R_f) og Selvaags kredittrisiko-premie (krp).

Kravet kan uttrykkes slik: $fgk = r_f + krp$

Den risikofrie renten er allerede estimert tidligere i kapitlet, og vil bli benyttet for beregningen av finansielt gjeldskrav.

Siste del av leddet av finansielt gjeldskrav

består av en kredittrisiko-premie. For

kredittrisiko-premien har vi valgt langsiktig krp

da mesteparten av gjelden er knyttet opp mot

langsiktig finansiell gjeld. Som vi ser av

figuren er den langsiktige risikoen større enn

den kortsiktige. Det vil derfor blir lagt på et

påslag. Vi tar utgangspunkt i den syntetiske

ratinga beregnet i kapittel 6.

Basert på dataene over, kan vi nå fastsette et

krav til finansiell gjeld som blir presentert i figuren under. Gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav etter

skatt blir på 1,9 prosent over analyseperioden. Estimert krav for 2019 er dog noe lavere og tilsier at

Selvaag kan låne penger for en rente på 1,4 prosent. Vi vil i kapittel 8 gjøre vurderinger om hvorvidt

dette kravet er realistisk.

Avkastningen på finansiell gjeld for Selvaag i analyseperioden blir:

Krav til finansiell gjeld		2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Syntetisk rating		A-	A-	A-	A	A+	A+	A
Risikofri rente etter skatt	r_f	0,014	0,007	0,005	0,008	0,010	0,005	0,008
Kredittrisiko-premie	krp	0,012	0,012	0,012	0,010	0,009	0,009	0,010
Finansielt gjeldskrav etter skatt	fgk	0,026	0,019	0,017	0,018	0,019	0,014	0,019

Tabell 7.7 – Finansielt gjeldskrav

Moody's	Standard & Poor
Aaa	AAA
Aa1	AA+
Aa2	AA
Aa3	AA-
A1	A+
A2	A
A3	A-
Baa1	BBB+
Baa2	BBB
Baa3	BBB-
Ba1	BB+
Ba2	BB
Ba3	BB-
B1	B+
B2	B
B3	B-
Caa	CCC
Ca	CCC
C	C
	D

Figur 7-7 Moody's og S&P (Knivsfå, 2018)

Rating	Kortsiktige lån	Langsiktige lån
AAA	0,002	0,006
AA	0,004	0,008
A	0,006	0,01
BBB	0,01	0,014
BB	0,027	0,031
B	0,04	0,044
CCC	0,079	0,083
CC	0,145	0,149
C	0,021	0,025
D	0,276	0,28

Figur 7-6 Kredittrisiko-premie (Knivsfå, 2018)

¹⁷¹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Finansiell gjeldsbeta

På bakgrunn av estimerte krav for analyseperioden, har vi mulighet til å beregne en finansiell gjeldsbeta for tilsvarende periode. Av begrepene under er det kun markedsrisikodelen som ikke er kommentert. Markedsrisikodelen (mrd) sier noe om hvor mye kredittrisikopremien varierer i forhold til markedsindeksen. Estimater er beregnet med utgangspunkt i en regresjon mellom avkastningen til SBO og hovedindeksen til OSEBX¹⁷². Videre er mrd til egenkapitalen justert med 1/3.

$$\beta_{fg} = \frac{krp * mrd_{fg * \frac{1}{3}}}{mrp}$$

Finansiell gjeldsbeta		2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Syntetisk rating		A-	A-	A-	A	A+	A+	A
Lang kredittrisikopremie	<i>krp</i>	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Markedsrisikopremie	<i>mrp</i>	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,1
Implisitt gjeldsbeta når mrd=1	<i>krp/mrp</i>	0,24	0,23	0,24	0,19	0,18	0,18	0,2
Markedsrisikodel EK	<i>mrd ek</i>	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,0
Justeringsfaktor til gjeld	<i>faktor</i>	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,3
Markedsrisikodel FG	<i>mrd fg</i>	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043
Finansiell gjeldsbeta	<i>β_{fg}</i>	0,0010	0,0010	0,0010	0,0008	0,0008	0,0008	0,0009

Tabell 7.8 – Finansielt gjeldsbeta

7.3.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

Selvaags eiendelsbalanse består av både operasjonelle og finansielle eiendeler, se kapittel 5. Det er dog kun en liten del som er av finansiell karakter og består av overskuddslikviditet og lån til tilknytt selskap. Bankinnskuddet og fordringen er utsatt for forskjellig risiko, der fordringen har en større tapsrisiko forbundet med seg. Vi vil derfor tildele disse eiendelene ulikt avkastningskrav. Kontantene er plassert i banken, og skal tildeles en rente som tilsvarer den risikofrie renten. Fordringen til tilknytt selskap skal i tillegg til risikofri renten tildeles en kredittrisikopremie. Basert på skjønn forutsetter vi at fordringen har en kredittrating BBB, kort kreditrisiko, illikvidtetspremie er null samt en beta som ikke varierer fra markedet for øvrig (beta=1).

Kravene kan uttrykkes på følgende måte¹⁷³:

Selvaag		2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Kontantkrav	kk	0,014	0,007	0,005	0,008	0,010	0,005	0,008
Kontantvekt	KON/FE	0,97	0,99	0,93	0,80	0,85	0,66	0,866
Fordringskrav	fk	0,024	0,017	0,015	0,018	0,020	0,015	0,018
Fordringsvekt	FOR/FE	0,03	0,01	0,07	0,20	0,15	0,34	0,134
Krav til finansielle eiendeler	fek	0,014	0,007	0,006	0,010	0,011	0,008	0,010

Tabell 7.9 – Krav til finansielle eiendeler

¹⁷² (Knivsfå, F10. Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet, 2019)

¹⁷³ (Knivsfå, F10. Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet, 2019)

Som vi ser av figuren over er det ikke et veldig stort skille mellom kravet til finansielle eiendeler og den risikofrie renten. Dette skyldes hovedsakelig at de finansielle eiendelene stort sett består av kontanter.

Finansiell eiendelsbeta

Vi skal nå beregne en vektet systematisk risiko til de finansielle eiendelene, som vi vet består av kontanter og fordringer. Den systematiske risikoen for kontanter er null, da denne risikoen er lik for alle som har plassert penger i samme bank. Betaen for investeringer settes til 1, men denne er uansett ikke relevant, da SBO ikke har investeringsaktiva i balansen. Betaen til fordringene er beregnet med utgangspunkt i gjennomsnittlig rating på børsen (BBB). Vi velger å benytte oss av følgende formel for å beregne den finansielle egenkapitalbetaen:

$$\beta_{FE} = \beta_{for} * \frac{For}{FE} + \beta_{inv} * \frac{Inv}{FE} + \beta_{kon} * \frac{Kon}{FE}$$

$$\beta_{for} = \frac{krp * mrd}{mrp}$$

Finansiell eiendelsbeta		2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Syntetisk rating		BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kredittrisikopremie	krp-lang	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140
Langtillegget	lang	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040
Kort kredittrisikopremie	krp-kort	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
Markedsrisikopremie	mrp	0,0510	0,0517	0,0510	0,0517	0,0507	0,0507	0,0511
Fordringsbeta når mrd= 1	krp/mrp	0,1961	0,1935	0,1961	0,1935	0,1974	0,1974	0,1957
Markedsrisikodel	mrd	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043
Fordringsbeta	β for	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008
Kontantbeta	β kon	-	-	-	-	-	-	-
Kontantvekt	KON/FE	0,96971	0,98672	0,93288	0,79791	0,84634	0,66146	0,86584
Fordringsbeta	β for	0,00084	0,00084	0,00084	0,00084	0,00084	0,00084	0,00084
Fordringsvekt	FOR/FE	0,03029	0,01328	0,06712	0,20209	0,15366	0,33854	0,13416
Investeringsbeta	β inv	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000
Investeringsvekt	INV/FE	-	-	-	-	-	-	-
Finansiell eiendelsbeta	β FE	0,00003	0,00001	0,00006	0,00017	0,00013	0,00028	0,00011

Tabell 7.10 – Finansiell eiendelsbeta

7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Kravet til netto finansiell gjeld vil estimeres med bakgrunn i tallene fra finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Vi vil benytte oss av følgende formel for utregningen:

$$nfgk = fgk * \frac{Fg}{NFG} - fek + \frac{Fe}{NFG}$$

Krav til netto finansiell gjeld		2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Finansielt gjeldskrav etter skatt	<i>fgk</i>	0,026	0,019	0,017	0,018	0,019	0,014	0,019
Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	<i>FG/NFG</i>	1,263	1,302	1,447	1,470	1,428	1,456	1,000
Finanselt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,014	0,007	0,006	0,010	0,011	0,008	0,010
Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	<i>FE/NFG</i>	0,263	0,302	0,447	0,470	0,428	0,456	1,000
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,029	0,023	0,023	0,022	0,022	0,016	0,009

Tabell 7.11 – Netto finansiell gjeldskrav

7.3.4 Netto finansiell gjeldsbeta

Vi har benyttet følgende formel ved beregning av beta for netto finansiell gjeldsbeta:

$$\beta_{nfg} = \beta_{fg} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{fe} * \frac{FE}{NFG}$$

		2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	<i>βfg</i>	0,0010	0,0010	0,0010	0,0008	0,0008	0,0008	0,0009
Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	<i>FG/NFG</i>	1,2690	1,3447	1,5713	1,3692	1,4916	1,4324	1,0000
Finansiell eiendelsbeta	<i>βfe</i>	0,0000	0,0000	0,0001	0,0002	0,0001	0,0003	0,0001
Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	<i>FE/NFG</i>	0,2690	0,3447	0,5713	0,3692	0,4916	0,4324	1,0000
Netto finansielt gjeldsbeta	<i>βnfg</i>	0,0013	0,0013	0,0015	0,0011	0,0011	0,0010	0,0008

Tabell 7.12 – Netto finansiell gjeldsbeta

7.4 Netto driftskrav

Vi beregner avkastningskravet til netto driftskapitalen ved å summere egenkapitalen (ek) og netto finansielt gjeldskrav (nfgk). Disse kapitalene blir vektet med sin andel i balansen. Metoden er utført etter weighted average cost of capital (WACC)¹⁷⁴. Kjernen i metoden er basert på at de ulike finansieringskildene har ulik risiko tilknyttet seg. Vi har brukt følgende formel ved utregning av netto driftskrav:

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + NFGK + \frac{NFG}{NDK}$$

		2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ek</i>	0,06	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05
* Egenkapitalvekt	<i>EK/NDK</i>	0,50	0,53	0,58	0,61	0,63	0,60	0,58
+ Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
* Netto finansiell gjeldsvekt	<i>NFG/NDK</i>	0,50	0,47	0,42	0,39	0,37	0,40	0,42
= Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,042	0,035	0,034	0,035	0,036	0,030	0,035

Tabell 7.13 – Netto driftskrav

¹⁷⁴ (Brealey, Myers, & Allen, 2017)

7.5 Oppsummering avkastningskrav

Tabell 7.14 – Oppsummering avkastningskrav

Selvaag		2014	2015	2016	2017	2018	2019t	Snitt
Egenkapitalkrav	ekk	0,055	0,047	0,042	0,043	0,044	0,040	0,045
Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,029	0,023	0,023	0,022	0,022	0,016	0,022
Netto driftskrav	ndk	0,042	0,035	0,034	0,035	0,036	0,030	0,035
Bransjen								
Egenkapitalkrav	ekk	0,051	0,043	0,038	0,046	0,045	0,046	0,045
Netto finansielt gjeldskrav	nefk	0,028	0,023	0,027	0,023	0,027	0,021	0,025
Netto driftskrav	ndk	0,039	0,033	0,033	0,033	0,036	0,031	0,034

Av våre beregninger fremgår det at egenkapitalkravet for SBO og bransjen er veldig like. Dette står i stil med den gjennomsnittlig normalisert egenkapitalbeta, som vi beregnet i delkapittel 7.2. Årlig egenkapitalbeta har ikke de store variasjonene, som følge av at selskapene har relativt lik kapitalstruktur og netto finansiell gjeldsbeta. Kravet til netto finansiell gjeld er noe lavere i Selvaag som følge av lavere kredittrisikopremie.

Over analyseperioden er netto driftskravet til Selvaag noe større enn for bransjen, som følge av at SBO har en mer solid egenkapital enn bransjen for øvrig. Kapitalkravene over vil bli benyttet i kapittel 8, for å beregne lønnsomheten til SBO.

8. Analyse av lønnsomhet

Lønnsomhet defineres som å ha en rentabilitet som er høyere enn kravet til investert kapital¹⁷⁵. For drift vil dette si å ha en driftsrentabilitet som er høyere enn driftskravet. Lønnsomhet er svært viktig da dette medfører økt avkastning til eierne i form av utbytte samt verdien på selskapet stiger. Selskapet kan ha positive resultater, men likevel ikke være lønnsomt hvis ikke rentabiliteten dekker kravet. Dette da kravet er å se på som en kapitalkostnad som må dekkes. Dette gjelder både krav fra gjeld og krav fra egenkapital. Lønnsomhet bidrar dessuten til økt økonomisk styrke og stabilitet, og bidrar til å opprettholde en sunn relasjon til kunder og leverandører¹⁷⁶. Man finner rentabiliteten ved å bruke følgende formel:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapitelen}}{\text{Investert kapital}}$$

Vi vil i dette kapitlet foreta en utvidet lønnsomhetsanalyse av Selvaag Bolig. Dette med hensyn på at vi skal lage prognoser for fremtidsregnskap i kapittel 9 og fastsette fremtidskrav i kapittel 10. Vi vil da ta utgangspunkt i egenkapitalrentabiliteten og se dette mot egenkapitalkravet beregnet i kapittel 7. Dette da dette forteller oss om det foreligger en strategisk eierfordel, dvs. superrentabilitet for eierne hvis rentabiliteten er over kravet¹⁷⁷. Denne rentabiliteten vil dekomponeres ytterligere i drift og finansiering, for å få en forståelse av kilden til fordelene. Vi vil ved disse analysene og dekomponeringen, også trekke linjer mot den kvalitative strategiske analysen gjort under kapittel 4. Vi vil benytte oss av omgrupperte og justerte tall fra kapittel 5 i lønnsomhetsanalysen. Dette for å kunne avdekke en normal strategisk fordel. Dette vil si strategiske fordeler som skyldes hendelser som antas å ville oppstå igjen, og ikke engangshendelser. For trailing året, vil vi også benytte oss av samme tall som er brukt i kapittel 6.

¹⁷⁵ (Knivslå, F11. Strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)

¹⁷⁶ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

¹⁷⁷ (Knivslå, F11. Strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)

8.1 Strategisk fordel

Det første vi ønsker å analysere for å vurdere lønnsomheten, er superrentabiliteten til egenkapitalen. Dette vil si at vi ønsker å analysere og vurdere rentabiliteten til egenkapitalen mot kravet til egenkapitalen¹⁷⁸. Rentabilitet utover kravet, medfører superrentabilitet, dvs. strategisk fordel¹⁷⁹. I fremtidsregnskapet er det vanlig at kontantstrømmen blir realisert ved slutten av året. Dette medfører at vi i dette kapittelet beregner rentabilitet på inngående kapital, justert for opptjent kapital i perioden. Dette innebærer at vi ved sammenligning mellom rentabilitet og krav, må benytte oss av ett etterskuddskrav.

Etterskuddsrentabiliteten kan fremstilles slik¹⁸⁰:

$$\text{Etterskuddsrentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + \frac{\Delta\text{Kapital} - \text{Normalisert nettoresultat}}{2}}$$

Dette vil gi oss følgende formel for egenkapitalrentabiliteten:

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK UB_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Ved bruk av omgrupperte og justerte tall får man følgende tall for SBO:

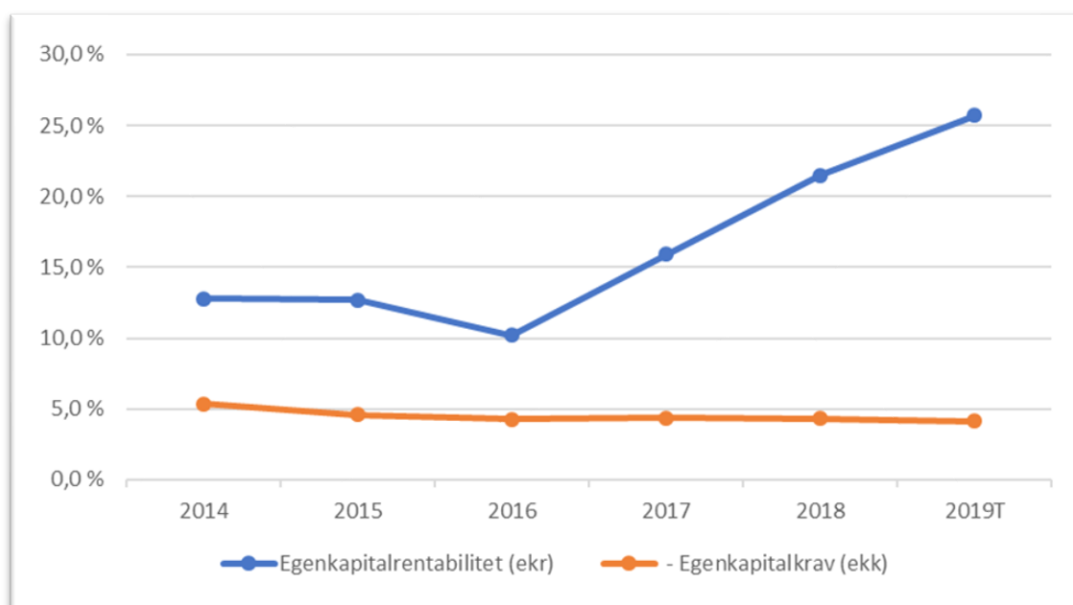
	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	12,8 %	12,7 %	10,2 %	15,9 %	21,5 %	25,7 %	16,5 %
- Egenkapitalkrav (ekkk)	5,5 %	4,7 %	4,2 %	4,3 %	4,4 %	4,0 %	4,5 %
= Strategisk eierfordel	7,2 %	8,1 %	6,0 %	11,6 %	17,1 %	21,7 %	12,0 %

Tabell 8.1 – Strategisk eierfordel

¹⁷⁸ (Knivsflå, F11. Strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)

¹⁷⁹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

¹⁸⁰ (Knivsflå, F11. Strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)



Figur 8.2 – Strategisk eierfordel

Over analyseperioden, har SBO hatt en gjennomsnittlig strategisk eierfordel på 12 prosent. Dette kommer som følge av svært gode år, de to siste årene. Med ujusterte tall, ville fordelene ha ligget på 9,8 prosent. Dette indikerer at de rapporterte tallene presenterer en undervurdert strategisk fordel, og vil føre til misvisende verdierestimat hvis justering ikke hensyntas.

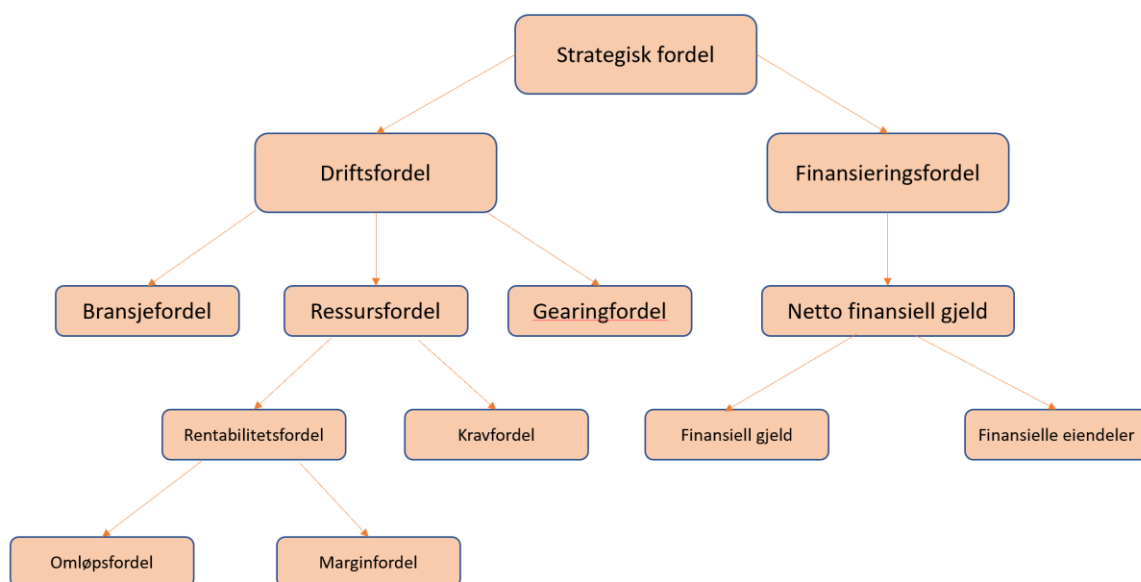
Vi ser at strategisk eierfordel har økt drastisk de siste årene, og forventes også å økes i 2019. Årsaken til den strategiske eierfordelen finner man ved å foreta en dekomponering av egenkapitalrentabiliteten. Man ser da på ulike kilder som er med på å skape egenkapitalrentabiliteten. Kildene kan knyttes mot driften og finansieringen av selskapet, hhv. Driftsfordel og finansieringsfordel. Driftsfordelen kan dekomponeres i strategisk driftsfordel (bransje- og ressursfordel) samt gearingfordel. Finansieringsfordelen kan knyttes mot finansielle eiendeler og/eller finansiell gjeld og minoriteten¹⁸¹. Ettersom minoriteten er av liten størrelse, inngår minoriteten og minoritetsresultatet som del av egenkapitalen og egenkapital resultatet.

Oppsummert ved formel fremkommer den strategiske fordelene slik:

$$EKR - EKK = (ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig) + [(nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig]$$

Oppsummert ved modell fremkommer den strategiske eierfordelen slik:

¹⁸¹ (Knivsfå, F11. Strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)



Figur 8.3 – Strategisk eierfordel dekomponert

Man vil i de neste kapitlene gå i dybden på de ulike kildene.

8.2 Driftsfordel

Driftsfordel knyttes mot driften. Den handler om rentabiliteten fra driften man oppnår over avkastningskravet, skalert opp med gearingen i selskapet. Driften er viktig å analysere, da det er driften som er det spesielle og unike ved ett selskap, og som skaper mye verdi¹⁸². Driftsfordelen kan deles opp i *en bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel*. Bransjefordel kombinert med ressursfordel utgjør det man kaller strategisk¹⁸³. Bransjefordelen knyttes mot felles gode forhold for bransjen. Dette som følge av makroforhold og/eller konkurranseforhold. Ressursfordel knyttes mot forhold som er spesielt ved et selskap, og dermed ikke er felles for bransjen. Bransje- og ressursfordelen kan forklare av den strategiske analysen. Gearingfordel knyttes mot skalering¹⁸⁴. Den handler om at hvis driften er lønnsom, dvs. rentabilitet over kravet, vil det være en fordel å finansiere driften ved bruk av netto finansiell gjeld.

Ved formel fremkommer driftsfordelen slik:

$$\text{Driftsfordel} = (ndr_B - ndk) + ((ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)) + (ndr - ndk) * (nfgg + mig)$$



¹⁸² (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

¹⁸³ driftsfordel (Knivslå, F12. Strategisk driftsanalyse, 2019)

¹⁸⁴ (Knivslå, F11. Strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)

Miller og Modiglianis første teori går ut på at netto driftskravet til Selvaag og netto driftskravet for bransjen bør være tilnærmet lik¹⁸⁵. Dette har sammenheng med at verdien på et selskap, ikke er avhengig av hvordan et selskap er finansiert samt at driften faktisk er tilnærmet lik¹⁸⁶. I utgangspunktet inneholder denne teorien svakheter, f.eks. vil det være fordeler for selskaper ved at gjeldsrenter kan trekkes fra på skatten.

Vi har valgt å hensynta svakhetene, ved å beregne et krav for Selvaag og et krav for bransjen. Over analyseperioden har Selvaag i gjennomsnitt en kravfordel på 0,1 prosent, noe som er svært lavt. Dette beviser at det er hold i teorien til Miller og Modigliani.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt
Bransjefordel drift	3,5 %	4,9 %	3,4 %	6,1 %	8,4 %	9,4 %	5,9 %
+ Ressursfordel drift	-1,3 %	-1,4 %	-0,7 %	0,7 %	1,8 %	3,3 %	0,4 %
= Strategisk fordel drift	2,3 %	3,5 %	2,7 %	6,7 %	10,2 %	12,7 %	6,4 %
+ Gearing fordel	2,3 %	3,2 %	2,2 %	4,4 %	6,2 %	8,5 %	4,5 %
= Driftsfordel	4,6 %	6,7 %	5,0 %	11,1 %	16,5 %	21,2 %	10,8 %

Tabell 8,4 – Driftsfordel

Vi vil nå foreta analyser av de ulike komponentene i driftsfordelen.

8.2.1 Bransjefordel

Bransjefordel handler om at man oppnår en rentabilitet i bransjen som er høyere enn kravet i bransjen (ndr_B-ndk). Dette knyttes mot forhold som er felles for det gjennomsnittlige selskap i bransjen, og ikke særegne selskapsforhold. Bransjefordelen kan øke i fremtiden hvis det foreligger muligheter, eller reduseres hvis det foreligger trusler i bransjen¹⁸⁷. Basert på vår strategiske analyse i kapittel 4, forventer vi en moderat til stor bransjefordel. Vi benytter oss av de justerte og omgrupperte bransjetallene, og kommer frem til følgende:

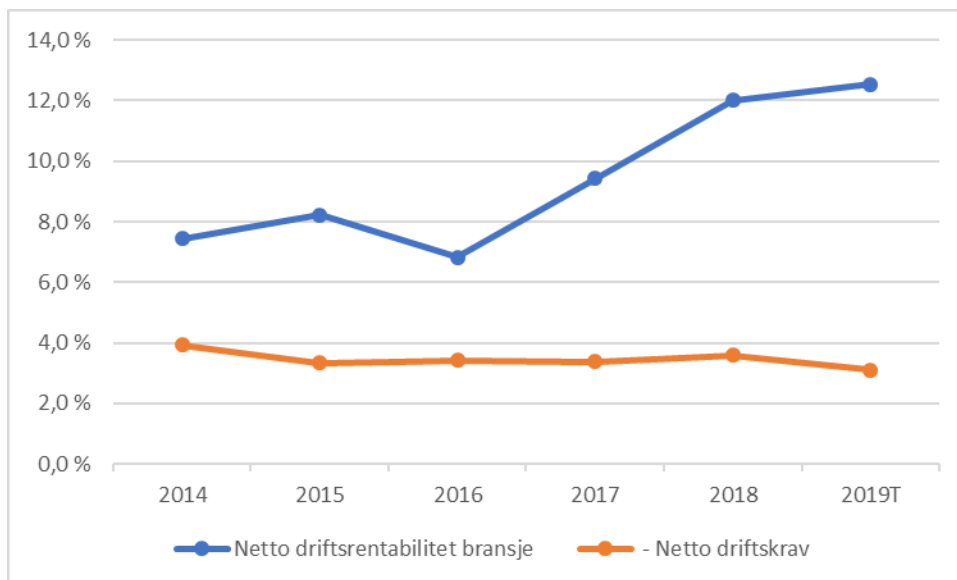
	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt
Netto driftsrentabilitet bransje	7,4 %	8,2 %	6,8 %	9,4 %	12,0 %	12,5 %	9,4 %
- Netto driftskrav	3,9 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,6 %	3,1 %	3,4 %
= Bransjefordel	3,5 %	4,9 %	3,5 %	6,1 %	8,4 %	9,4 %	6,0 %

Tabell 8.5 – Bransjefordel

¹⁸⁵ (Berk & DeMarzo, 2017)

¹⁸⁶ (Berk & DeMarzo, 2017)

¹⁸⁷ (Knivsflå, F11. Strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)



Figur 8.6 - Bransjefordel

Som vi ser av figuren og tabellen, har det foreligget en bransjefordel igjennom samtlige år i analyseperioden. Den har i gjennomsnitt ligget på 6 prosent, som tilsvarer en stor bransjefordel. Dette er også iht. vår strategiske analyse i kapittel 4.

Netto driftsrentabiliteten har økt vesentlig de siste årene. Dette skyldes primært forhold som bedrer avtaler med entreprenører samt høy etterspørsel etter leiligheter siste årene, som har vært med på å presse prisene på leiligheter oppover, uten at varekostnaden har økt tilsvarende.

I fremtiden antar vi moderat oppgangskonjunktur, lav arbeidsledighet og økt styringsrente. Imidlertid er etterspørselen etter nye leiligheter antatt å bli redusert, kombinert med økt antall aktører, økt press fra substitutter og økt rivalisering. Dette gjør at vi antar at netto driftsrentabiliteten til bransjen antas å bli kraftig redusert i fremtiden.

8.2.2 Ressursfordel

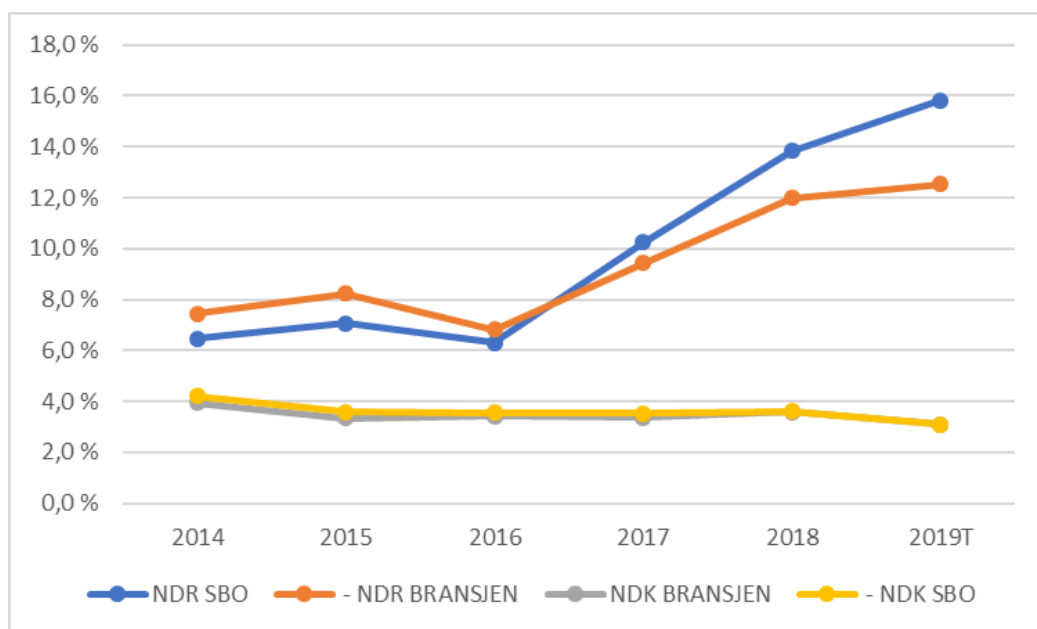
Ressursfordel eller selskapsfordel knyttes mot interne forhold eller ressurser i et selskap, som det gjennomsnittlige selskap i bransjen ikke har. Det knyttes mot at disse ressursene medfører at man oppnår en netto driftsrentabilitet i selskapet som er høyere enn netto driftsrentabiliteten i bransjen. Videre kan det knyttes mot at kravet til selskapets drift er lavere enn kravet til bransjen.

Ressursfordelen kan øke dersom selskapet har sterke sider eller reduseres dersom selskapet har svake sider internt¹⁸⁸. Basert på vår strategiske analyse i kapittel 4, forventer vi en lav ressursfordel. Vi benytter oss av de justerte og omgrupperte selskapstallene, og kommer frem til følgende:

¹⁸⁸ (Knivsfå, F12. Strategisk driftsanalyse, 2019)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt
NDR SBO	6,5 %	7,1 %	6,3 %	10,2 %	13,8 %	15,8 %	10,0 %
- NDR BRANSJEN	7,4 %	8,2 %	6,8 %	9,4 %	12,0 %	12,5 %	9,4 %
= Ressursfordel rentabilitet	-1,0 %	-1,1 %	-0,5 %	0,8 %	1,8 %	3,3 %	0,5 %
NDK BRANSJEN	3,9 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,6 %	3,1 %	3,4 %
- NDK SBO	4,2 %	3,5 %	3,4 %	3,5 %	3,6 %	3,0 %	3,5 %
= Ressursfordel krav	-0,3 %	-0,3 %	0,0 %	-0,1 %	0,0 %	0,1 %	-0,1 %
= Ressursfordel	-1,3 %	-1,4 %	-0,6 %	0,7 %	1,9 %	3,3 %	0,4 %

Tabell 8.7 – Ressursfordel



Figur 8.8 – Ressursfordel

Som vi ser, har SBO de siste tre årene hatt en netto driftsrentabilitet som er høyere enn bransjen, dvs. en ressursfordel. Den har stadig vært økende, og ressursfordel rentabilitet utgjør i 2019T 3,3 prosent. Kravet til driften i bransjen har generelt vært lavere enn kravet til driften i SBO, noe som er med på å redusere den totale ressursfordelen. Alt i alt, gjennomsnittet man en ressursfordel på 0,4 prosent over hele analyseperioden. Dette vil si en lav ressursfordel. Imidlertid har de de siste årene gått fra å være lav til moderat. Dette bekreftes av vår interne analyse i kapittel 4. Dette skyldes forhold som salg av mer attraktive boliger enn bransjen som gir en høyere pris, bedre entreprenøravtaler og at SBO når et større marked med sine boligkonsepter.

Videre forventer vi at ressursfordelen vil bli borte i fremtiden. Dette som følge av økt konkurranse rundt attraktive tomter, transparente avtaler med entreprenører samt kopiering av boligkonsepter. Kravfordelen antas å være lik 0, dvs. likt krav i SBO og bransjen.

Vi ønsker å få frem ytterligere informasjon om ressursfordelen. Dette kan gjøres ved bruk av DuPont-modellen¹⁸⁹. Denne dekomponerer netto driftsrentabilitet til et nivå hvor man ser på netto driftsmargin

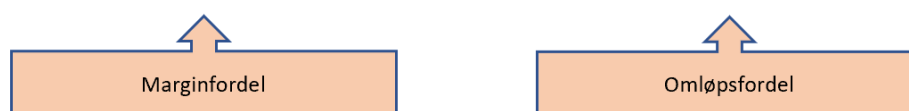
¹⁸⁹ (Penman, 2013)

samt omløpet til netto driftseiendeler separat. Netto driftsmargin er et mål på hvor mye av driftsinntekter man sitter igjen med, etter at relevante driftskostnader er trukket fra. Det er altså et lønnsomhetsmål. Omløpet til netto driftseiendeler måler hvor mye driftsinntekter hver krone investert i driften, klarer å generere. Det er altså et effektivitetsmål på kapitalutnyttelse¹⁹⁰. Sammenhengen vises ved følgende formel:

$$ndr = \frac{NDR}{NDE} = \frac{NDR}{DI} * \frac{DI}{NDE} = ndm * onde$$

Ettersom man ønsker å se sammenligne selskapet mot bransjen, foretar man ytterligere dekomponering:

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) * onde + ndm_B * (onde - onde_B)$$



Som følge av vår strategiske analyse under kapittel 4, forventer vi en liten margin fordel og en liten omløpsfordel.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt
Marginfordel	-0,2 %	-0,3 %	-0,4 %	0,6 %	0,8 %	2,9 %	0,6 %
+ Omløpsfordel	-0,7 %	-0,9 %	-0,2 %	0,2 %	1,1 %	0,4 %	0,0 %
= Ressursfordel rentabilitet	-1,0 %	-1,1 %	-0,5 %	0,8 %	1,8 %	3,3 %	0,5 %
+ Fordel knyttet mot krav	-0,3 %	-0,3 %	0,0 %	-0,1 %	0,0 %	0,1 %	-0,1 %
= Ressursfordel Drift	-1,3 %	-1,4 %	-0,6 %	0,7 %	1,9 %	3,3 %	0,4 %

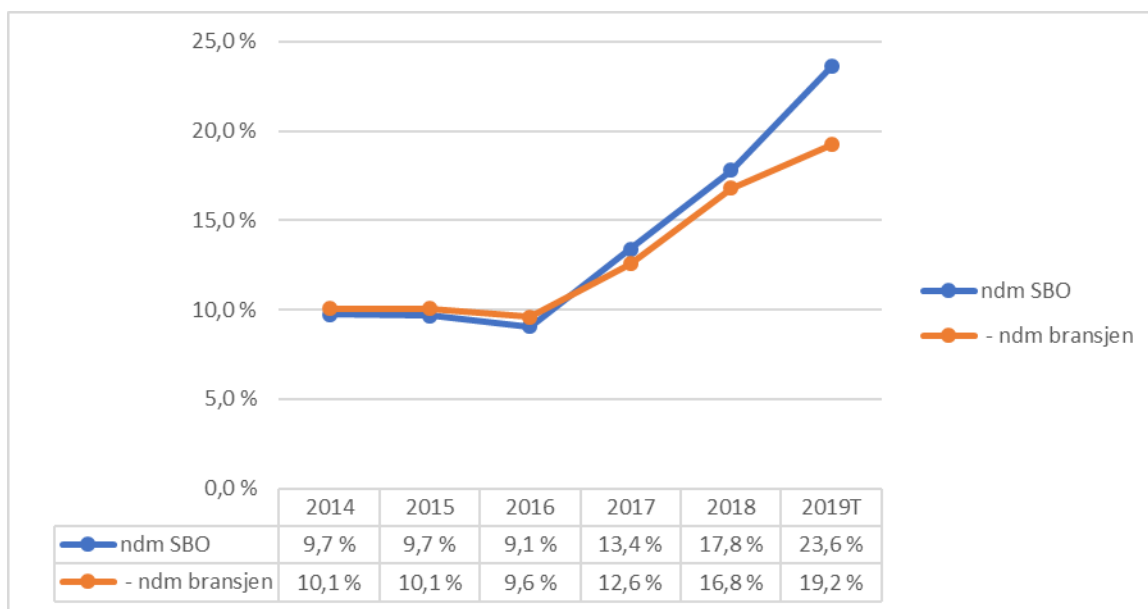
Tabell 8.9 – Ressursfordel drift

Som vi ser av tabellen, foreligger det en liten marginfordel og liten omløpsfordel. Fra 2014-2016 forelå det en ulempe knyttet mot drift, men SBO har klart å snu det, og har fra 2017 og utover en fordel. Omløpsfordelen har historisk vært størst, imens det er marginfordelen som er antatt å bli størst i 2019. Fremover antas det at marginfordelen og omløpsfordelen blir borte grunnet midlertidige strategiske fordeler, se kapittel 4. Vi ønsker nå å analysere kildene til marginfordelen og omløpsfordelen.

Marginfordel:

Det foreligger en marginfordel for SBO dersom SBO har en høyere driftsmargin enn bransjen, dvs. lavere driftskostnader per driftsinntektskrone. Du finner marginfordelen ved å ta netto driftsmarginen i selskapet, og trekke fra netto driftsmarginen i bransjen. Denne vekter du med omløpet til netto driftseiendeler i SBO. Vi analysere bransjen og SBO, og kommer frem til følgende netto driftsmarginer:

¹⁹⁰ (Knivsfå, F11. Strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)



Figur 8.10 – Marginfordel Selvaag

Som vi ser har SBO en lavere ndm enn bransjen fra 2014-2016, imens SBO fra 2017 og utover har en høyere ndm enn bransjen. Dette skaper i gjennomsnitt en vektet marginfordel på 0,6 prosent.

Marginfordelen er antatt å kun være midlertidig, og antas å bli null fremover.

For å få bedre innsikt i hvorfor marginfordel oppstår, foretas en common-size analyse. Denne vil sammenlignes mot bransjen for å se på hvilke områder SBO er forskjellig fra bransjen. Common-size analyse vil si at vi tar alle postene som inngår som en del av netto driftsresultatet, i prosent av inntektene¹⁹¹. Dette vil gi stor innsikt for både selskapet og for investor.

Common Size (SBO - Bransjen)	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt	Vekt onde	Vekta Fordel
Driftsinntekter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,717	0,000
- Varekostnader / Prosjektkostnader	-0,5 %	-0,2 %	-0,6 %	-2,0 %	-1,0 %	-4,7 %	-1,5 %	0,717	-0,011
- Lønns- og pensjonskostnader	0,5 %	0,2 %	0,6 %	0,1 %	0,3 %	0,0 %	0,3 %	0,717	0,002
- Andre driftskostnader	0,9 %	0,6 %	0,6 %	0,8 %	0,8 %	1,4 %	0,9 %	0,717	0,006
- Avskrivninger	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,717	0,001
= Driftsresultat fra egen virksomhet	-1,0 %	-0,8 %	-0,7 %	1,0 %	-0,1 %	3,2 %	0,3 %	0,717	0,002
- Driftsrelatert skattekostnad	-0,4 %	-0,2 %	-0,2 %	0,2 %	-0,1 %	0,6 %	0,0 %	0,717	0,000
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	-0,6 %	-0,5 %	-0,5 %	0,8 %	0,0 %	2,6 %	0,3 %	0,717	0,002
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,3 %	0,2 %	-0,1 %	0,0 %	1,0 %	1,7 %	0,5 %	0,717	0,004
= Netto driftsresultat	-0,3 %	-0,4 %	-0,5 %	0,8 %	1,0 %	4,4 %	0,8 %	0,717	0,006

Tabell 8.11 – Netto driftsresultat

Av tabellen ser vi at summen av den vektete marginfordelen blir på 0,6 prosent, noe som samsvarer med våre tidligere beregninger. Tabellen kan leses på følgende måte: Hvis prosenten er i minus vil dette si at det foreligger en fordel for SBO sett mot bransjen. Det vil da si at posten er i prosent av inntekter for SBO mindre enn hva posten er i prosent av inntekter for bransjen. Hvis den er positiv, er det omvendt, dvs. at det er en ulempe for SBO sett mot bransjen.

¹⁹¹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Tabellen viser at den største kostnadsfordelen ligger i varekostnader. Dette skyldes at SBO har solgt boliger til en høyere pris enn bransjen samt bedre entreprenøravtaler. Dette har vært gjennomførbart da Selvaag har hatt attraktiv tomteplassering samt at boligene har vært aktuell for flere aldersgrupper. Salg av mer attraktive boliger medfører igjen at man kan ta en høyere pris, uten at nødvendigvis varekostnaden øker tilsvarende.

Øvrige kostnadsposter som lønnskostnader, avskrivninger og andre driftskostnader utgjør en ulempe for SBO, og drar ned margin fordelene. Vekta utgjør dette en gjennomsnittlig ulempe på 0,9 prosent. Driftsrelatert skattekostnad utgjør enkelte år en fordel og enkelte år en ulempe, noe som bekreftes ved at det i gjennomsnitt vektet utgjør verken en fordel eller ulempe. Andel av nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet utgjør dessuten en fordel for SBO.

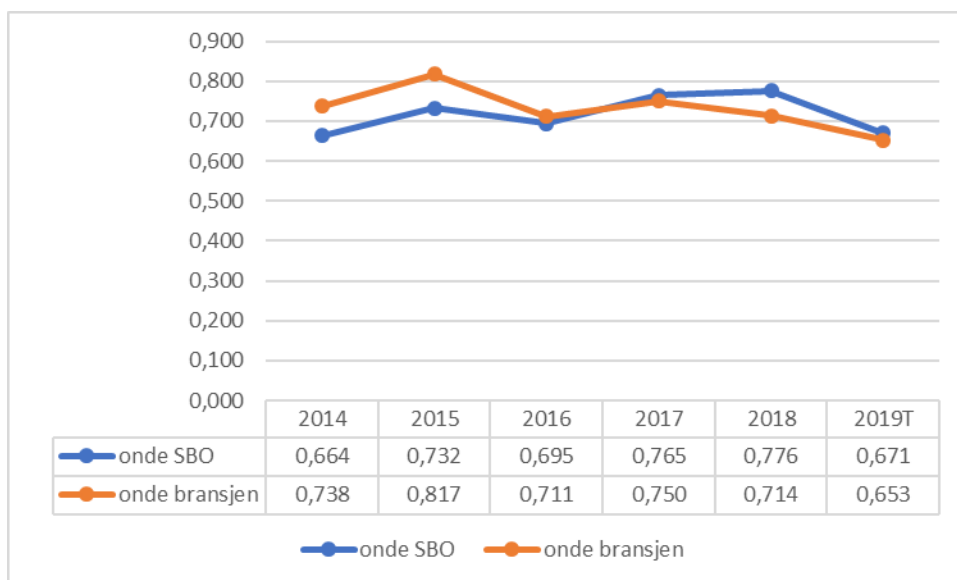
Det gjøres også oppmerksom på at det kan foreligge ulik praksis rundt aktivisering av lønnskostnader, avskrivninger og andre relaterte kostnader som varelager. Imens enkelte selskaper kan velge å kostnadsføre utgiftene som hhv. Lønnskostnader, avskrivninger e.l., kan andre selskaper velge å aktivere disse kostnadene som varelager, og senere føre de som varekostnad. Dette er en potensiell kilde til feil i marginanalysen, men er hensyntatt ved en helhetsvurdering.

Alt i alt, virker common size analysen å bekrefte våre antagelser fastsatt under den strategiske analysen og øvrige analyser, og medfører vektet en gjennomsnittlig marginfordel på 0,6 prosent.

Omløpsfordel:

Omløpsfordel oppstår når SBO har høyere driftsinntekt per krone investert i driften enn hva bransjen har, eller lavere bundet kapital per krone relativt til bransjen. Det er et effektivitetsmål¹⁹². Du finner omløpsfordelen ved å ta omløpet til netto driftseiendeler i SBO og trekke fra omløpet til netto driftseiendeler i bransjen. Denne vektet med bransjens netto driftsmargin. Vi analyserer bransjen og SBO, og kommer frem til følgende omløp til netto driftseiendeler:

¹⁹² (Penman, 2013)



Figur 8.12 – Omløpsfordel

Som vi ser av figuren, har onde til SBO vært lavere enn bransjen fra 2014 til 2016, imens fra 2017 til 2019T har den vært høyere. Differansen er ikke stor, og i gjennomsnitt medfører det noe høyere onde for bransjen enn SBO. Høyere onde vil si at hver krone investert i driften genererer mer inntekter, og er dermed positivt for selskapet.

Det foreligger altså de siste årene en liten omløpsfordel for SBO. Forventningen vår var akkurat det, som følge av at selskapet har fått tilgang til attraktiv tomtebank til en god pris, som gjør at balanseført verdi av tomter er lav.

Det gjøres imidlertid oppmerksom på at regnskapsføring etter GRS og IFRS rundt boligutvikling er ulikt, og medfører en målefeil som slår ut på onde. Dette ser man ved at to selskaper, et som avlegger regnskap etter IFRS og et som avlegger regnskap etter GRS, kan være helt like, men likevel ha forskjellig onde. Selskapet som avlegger regnskapet etter GRS, vil ha lavere onde som følge av større bokført balanse, herunder kundefordringer enn selskapet som avlegger regnskap etter IFRS. Ved vekst, antas dessuten onde å være lavere for selskap som avlegger regnskap etter IFRS, i det man forskyver inntektsføringen og kostnadsføringen. For mer informasjon, se kapittel 5 om målefeil. Vi finner det lite hensiktsmessig å foreta ytterligere analyser rundt omløpet til netto driftseiendeler. Dette som følge av begrensninger i tilgang på informasjon for både SBO og bransjen, samt at SBO og bransjen hovedsakelig opererer innenfor et segment.

8.2.3 Gearingfordel

Dersom det foreligger en strategisk fordel i driften, kan denne skaleres opp gjennom en relativ økning av gjeldsfinansiering sett mot egenkapital. Dette omtales som gearing¹⁹³. Økt gearing vil imidlertid ikke skape økt verdi på selskapet og heller ikke skape merverdier for eierne, ref. Miller-Modigliani teorem 1 om lik verdi på selskapet er uavhengig av finansiering og Miller Modigliani teorem 2 om at økt gjeldsgrad fører til økt avkastningskrav¹⁹⁴. Formelen for gearing ble presentert innledningsvis til kapittel 8.2. Ved bruk av omgrupperte og justerte tall får vi følgende gearingfordel i analyseperioden:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt
Strategisk fordel drift	2,2 %	3,5 %	2,9 %	6,8 %	10,3 %	12,8 %	6,4 %
* Gearing	0,99	0,88	0,73	0,64	0,60	0,67	0,75
= Gearingfordel	2,2 %	3,1 %	2,1 %	4,3 %	6,1 %	8,5 %	4,8 %

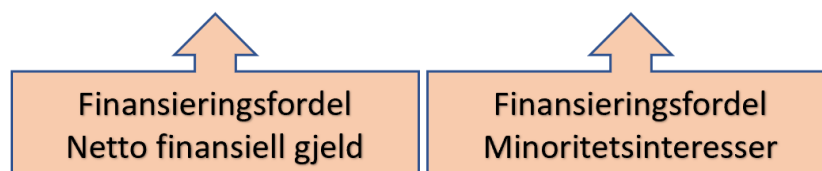
Tabell 8.13 – Gearingfordel

Som vi ser av tabellen, foreligger det en strategisk fordel drift, samt med positiv gearing, medfører en gearing fordel. Dette gjelder samtlige år i analyseperioden. Gearingfordelen har vært gradvis økende siden 2016, til tross for at gearingen har gått ned. Gearingen har gått ned som følge av økning i egenkapital og økning i finansielle eiendeler sett mot finansiell gjeld i analyseperioden. Fra 2017 til 2019T er den

8.3 Finansieringsfordel

Den andre kilden til strategisk eierfordel, ligger ved finansieringsfordel. Det er driftsfordel som vil være hovedgrunnen og den bærekraftige kilden til en strategisk eierfordel, imens finansieringen kan ha en mer kortsiktig forsterkingseffekt¹⁹⁵. Det vil foreligge en finansieringsfordel dersom kravet til netto finansiell gjeld er større enn rentabiliteten, og/ eller ved at kravet fra minoritetsinteressene er høyere enn rentabiliteten minoriteten får. Sammenhengen vises ved følgende formel:

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$



¹⁹³ (Penman, 2013)

¹⁹⁴ (Berk & DeMarzo, 2017) og (Penman, 2013)

¹⁹⁵ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld kan deles opp i finansieringsfordel finansiell gjeld og finansieringsfordel finansielle eiendeler.

Vi vil i de neste delkapitlene ta å dekomponere og analysere de ulike finansieringsfordelene. Vi vil benytte oss av kravene vi har kommet frem til under kapittel 7.

8.3.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Det vil utgjøre en fordel for eierne av SBO, dersom kravet til finansiell gjeld er høyere enn rentabiliteten. Med dette menes at det utgjør en fordel for selskapet hvis de har lånevilkår som gjør at de betaler en rente som er lavere enn det de måtte betalt for et tilsvarende lån i det generelle markedet gitt samme risiko. Dette vil imidlertid da utgjøre en ulempe for långiver. Vi benytter oss av følgende formel ved beregningen¹⁹⁶:

$$\text{Finansieringsfordel finansiell gjeld} = (fgk - fgr) * fgg$$

Fgr og fgg beregnes ved følgende formler:

$$fgr = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + \frac{(\Delta FG_t - NFK_t)}{2}}$$

$$fgg = \frac{FG_{t-1} + \frac{(\Delta FG_t - NFK_t)}{2}}{EK_{t-1} + \frac{(\Delta EK_t - NRE_t)}{2}}$$

Ved bruk av de ulike formlene og omgrupperte og justerte tall, får vi følgende:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt
Finansiell gjeldskrav	2,6 %	1,9 %	1,7 %	1,8 %	1,9 %	1,4 %	1,9 %
- Finansiell gjeldsrente	1,1 %	1,2 %	1,1 %	1,4 %	1,1 %	1,3 %	1,2 %
= Finansiell gjeldsrentefordel	1,5 %	0,7 %	0,6 %	0,4 %	0,8 %	0,1 %	0,7 %
* Finansiell gjeldsgrad	1,25	1,14	1,05	0,94	0,85	0,97	1,03
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	1,9 %	0,8 %	0,6 %	0,4 %	0,7 %	0,1 %	0,8 %

Tabell 8.14 – Finansieringsfordel finansiell gjeld

Vi ser av tabellen over at SBO har hatt en finansieringsfordel hvert av årene i analyseperioden. Denne har ligget i gjennomsnitt på 0,8 prosent. Fordelen skyldes at gjeldsrenten har vært under gjeldskravet, dvs. selskapet har bedre vilkår enn hva markedet generelt ville ha krevd gitt samme risiko. I fremtiden forventer vi at denne vil gå til null, se kapittel 9.

¹⁹⁶ (Knivsfå, F12. Strategisk driftsanalyse, 2019)

8.3.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Finansieringsfordel finansielle eiendeler knyttes mot at man klarer å oppnå en rentabilitet som er høyere enn kravet til finansielle eiendeler. Denne blir vektet med finansiell eiendelsgrad. Følgende formel viser beregningen av fordelene¹⁹⁷:

$$\text{Finansieringsfordel finansielle eiendeler} = (f_{er} - f_{ek}) * f_{eg}$$

For å finne f_{er} og f_{eg} brukes følgende formel:

$$f_{er} = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + \frac{(\Delta FE_t - NFI_t)}{2}}$$

$$f_{eg} = \frac{FE_{t-1} + \frac{(\Delta FE_t - NFI_t)}{2}}{EK_{t-1} + \frac{(\Delta EK_t - NRE_t)}{2}}$$

Formlene og de justerte tallene vil gi følgende finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	4,9 %	2,9 %	1,6 %	1,5 %	1,4 %	1,9 %	2,4 %
- Finansiell eiendelskrav	1,4 %	0,7 %	0,6 %	1,0 %	1,1 %	0,8 %	1,0 %
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	3,5 %	2,2 %	1,0 %	0,5 %	0,3 %	1,0 %	1,4 %
* Finansiell eiendelsgrad	0,26	0,26	0,32	0,30	0,25	0,30	0,28
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,9 %	0,6 %	0,3 %	0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,4 %

Tabell 8.15 – Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Det har foreligget en finansieringsfordel hvert av årene i analyseperioden. Denne har ligget i gjennomsnitt på 0,4 prosent vektet. Fordelen oppstår som følge av at rentabiliteten har vært høyere enn avkastningskravet man stiller til de finansielle eiendelene. I fremtiden er det naturlig å anta at denne vil være tilnærmet lik 0, se kapittel 9.

8.2.4 Finansieringsfordel minoritet

Den siste komponenten i finansieringsfordel er knyttet mot minoriteten. Det vil være en fordel for majoriteten hvis kravet minoriteten stiller, er høyere enn rentabiliteten de får. Med dette menes at minoriteten er med på å dele økonomiske tapet i datterselskapet, dvs. den negative super profitten. Det forventes at kravet og rentabiliteten til minoriteten vil være tilnærmet lik 0, ettersom majoriteten vil skvise minoriteten for eventuell merrentabilitet¹⁹⁸.

Imidlertid har vi valgt å medta minoriteten som del av majoritetens egenkapital, se kapittel 5. Dette gjør at det ikke vil være mulig å identifisere en fordel eller ulempe knyttet mot minoritetene.

¹⁹⁷ (Knivsfå, F12. Strategisk driftsanalyse, 2019)

¹⁹⁸ (Knivsfå, F11. Strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)

8.3.5 Oppsummering finansieringsfordel

Finansiering er vanligvis ikke en stor kilde til strategisk fordel. Imidlertid kan bruk av finansiering ha en stor driftseffekt gjennom gearingfordelen i drift¹⁹⁹. Vi har under hvert av delkapitlene kommet frem til ulike finansieringsfordeler. Dette vil gi følgende totale finansieringsfordel gjennom analyseperioden:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	1,9 %	0,8 %	0,6 %	0,4 %	0,7 %	0,1 %	0,8 %
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,9 %	0,6 %	0,3 %	0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,39 %
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	2,8 %	1,4 %	1,0 %	0,5 %	0,7 %	0,4 %	1,1 %
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
= Finansieringsfordel	2,8 %	1,4 %	1,0 %	0,5 %	0,7 %	0,4 %	1,1 %

Tabell 8.16 – Oppsummering finansieringsfordel

Som tabellen viser, har SBO hatt en gjennomsnittlig finansieringsfordel igjennom samtlige år i analyseperioden. Den har ikke vært stor, men er gjennomsnittlig på 1,1 prosent og er iht. vår forventning. Vi har inkludert minoritetsinteressene under majoritetens egenkapital, og således oppnår ingen ulempe eller fordel knyttet til minoriteten. Fremover er det antatt ingen finansieringsfordel, dvs. at rentabilitet NFG er lik kravet. Dette med hensyn på at konkurransen i finansmarkedet er stor, samt at netto finansiell gjeld er i prinsippet rapportert eller justert til virkelig verdi²⁰⁰.

¹⁹⁹ (Knivsfå, F11. Strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)

²⁰⁰ (Knivsfå, F11. Strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)

8.4 Oppsummering historisk superrentabilitet

Analysen av SBO viser at man har hatt en gjennomsnittlig strategisk fordel igjennom analyseperioden på 12 prosent.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt
Bransjefordel drift	3,5 %	4,9 %	3,5 %	6,1 %	8,4 %	9,4 %	6,0 %
+ Ressursfordel drift	-1,3 %	-1,4 %	-0,6 %	0,7 %	1,9 %	3,3 %	0,4 %
= Strategisk fordel drift	2,2 %	3,5 %	2,9 %	6,8 %	10,3 %	12,8 %	6,4 %
+ Gearing fordel	2,2 %	3,1 %	2,1 %	4,3 %	6,1 %	8,5 %	4,4 %
= Driftsfordel	4,5 %	6,6 %	5,1 %	11,1 %	16,4 %	21,3 %	10,8 %
+ Finansieringsfordel NFG	2,8 %	1,4 %	1,0 %	0,5 %	0,7 %	0,4 %	1,1 %
= Strategisk fordel	7,2 %	8,1 %	6,0 %	11,6 %	17,1 %	21,7 %	12,0 %

Tabell 8.17 – Oppsummering strategisk fordel

Tabellen over viser at det er en konsistens mellom den kvalitative analysen vi utførte under kapittel 4 og kvantitative analysen vi utførte i kapittel 8. I den strategiske analysen konkluderte vi med en stor strategisk fordel over analyseperioden. Dette ble knyttet hovedsakelig mot gode bransje- og makroforhold. Dette blir også reflektert av regnskapsanalysen, se tabell 8.14

Ved regnskapsanalysen, ser vi at den strategiske fordelten gjennomsnittet hele 12 prosent igjennom analyseperioden, hvorav 6,0 prosent kommer fra bransjefordel. Dette har sammenheng gode makroforhold i form av lav rente, gode forhold i norsk økonomi og høy kjøpekraft blant den norske befolkningen. I tillegg har det foreligget gode konkurranseforhold, i form av moderat rivalisering og moderat press fra substitutter.

Ressursfordelen har vært i gjennomsnitt på 0,4 prosent over analyseperioden. Den har steget godt de siste årene. Dette samsvarer med analysen utført i kapittel 4. Ressursfordelen stammer blant annet fra en varekostnadsfordel, som de har klart å opparbeide seg som følge av deres utnyttelse av tomtebanken. Selvaag har vært flinke til å anskaffe seg attraktive tomter til en rimelig pris, samtidig som at boligprisene har steget. Dette har ført til at tomtekostnaden har vært relativt lav ved salg. Vi forventer at det blir vanskelig å opprettholde ressursfordelen i fremtiden, da det vil bli vanskelig å anskaffe seg attraktive tomter som følge av økt konkurranse og press fra substitutter. Videre oppstår ressursfordelen som følge av ulike boligkonsepter samt gode entreprenørvtaler.

Selvaag har også en moderat-stor gearingfordel i drift for analyseperioden. Som vi har nevnt tidligere i kapitlet vil ikke gearingfordel skape merverdi for selskapet og eierne. Gearingfordel skyldes i sin helhet positiv strategisk driftsfordel, samt bruk av finansiell gjeld.

Selvaag har en finansieringsfordel knyttet mot netto finansiell gjeld. Dette knyttes mot både en fordel mot finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Ved de finansielle eiendelene oppnår de en rentabilitet

som er høyere enn kravet, imens ved den finansielle gjelden er renta som betales lavere enn kravet. Selskapet har altså klart å fremforhandle gode låneavtaler.

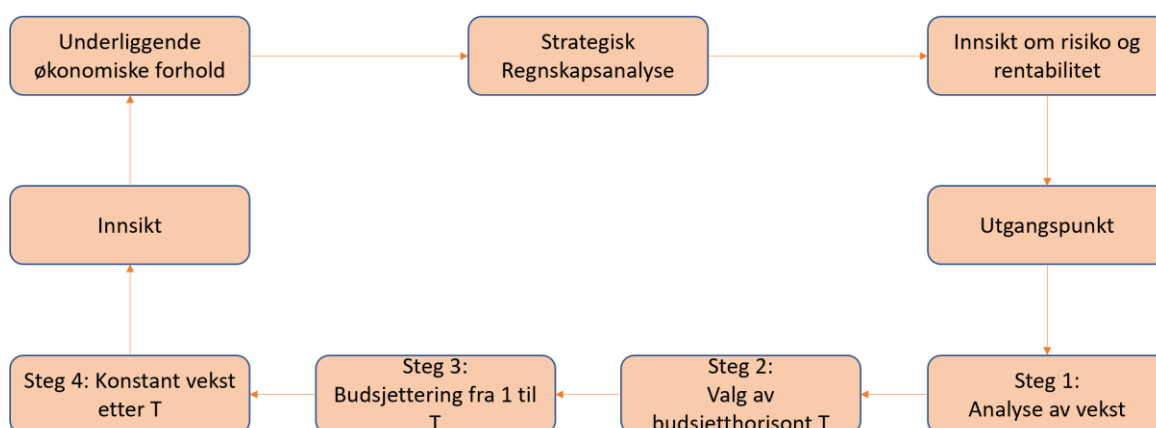
Vi vil benytte oss av innsikten fra både den strategiske analysen og regnskapsanalysen i kapitlene fremover. Innsikten vil være essensielt for blant annet fremtidsregnskap og -krav.

9. Fremtidsregnskap

For å komme frem til en verdi på egenkapitalen til Selvaag må vi foreta budsjettering og utarbeide fremtidsregnskap og -krav. Fremtidsregnskapene vil bestå av resultat, balanse og en konstanstrøm, som vil være forankret i den strategiske analysen og regnskapsanalysen utført tidligere i masteroppgaven. Vi vil i kapittel 10 fastsette fremtidskravet, før vi i kapittel 11 foretar selve verdivurderingen ved bruk av ulike metoder og modeller. Dette vil ved hjelp av konvergering og simulering, gi et endelig verdiestimat på selskapet. Budsjettering estimeres frem til år T, hvor det antas at selskapet oppnår en «steady state»-posisjon. Fra år T+1 og utover antas det konstant vekst.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Før man starter med budsjetteringen, presenteres rammeverket for utarbeidelse av fremtidsregnskap for å kunne vise oversikt over hele prosessen. Rammeverket illustreres som følger²⁰¹:



Figur 9.1 – Rammeverk fremtidsregnskap

Utgangspunktet vil som tidligere nevnt være den strategiske regnskapsanalysen foretatt i tidligere kapitler. Dette har gitt oss innsikt om risiko og rentabilitet historisk, men også gitt indikasjoner om fremtiden som lar oss kunne predikere et fremtidsregnskap. Budsjetteringen av fremtidsregnskapet skjer i fire steg. Steg 1 består av analyse av vekst. Vi vil her analysere resultatvekst ved driftsinntekter, kapitalvekst ved egenkapitalen, samt den langsiktige veksten i verdensøkonomien²⁰². Steg 2 innebærer valg av budsjettthorisont, dvs. året hvor selskapet når steady state. Med steady state, menes at alle budsjettdriverne er konstante²⁰³. Steg 3 består analyse og fastsettelse av vekst for

²⁰¹ (Knivsfå, F14. Framtidsregnskap: Ramme og driftsinntekter, 2019)

²⁰² (Penman, 2013)

²⁰³ (Knivsfå, F14. Framtidsregnskap: Ramme og driftsinntekter, 2019)

relevante budsjett drivere. Man vil her også foreta budsjetteringen av de enkelte budsjett driverne frem til horisont T. Steg 4 innebære å budsjettere drivernes konstante vekst for årene etter T. Dette vil skape grunnlag for å kunne lage fremtidsregnskap, som senere brukes til verdsettelse av egenkapitalen.

Vi ønsker å presisere at vi i fremtidsregnskapet benytter oss av omgruppert og justerte regnskapstall, da disse skaper best grunnlag²⁰⁴.

For SBO har vi ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet, hensyntatt Q3 tallene. Disse er oppdatert i bransjeregnskapet. Videre vil man bruke inngående kapital i blant annet vektingen, da man forutsetter at kontantstrømmer realiseres 31.12²⁰⁵.

9.2 Vekstanalyse og valg av budsjett horisont T

Den historiske veksten i et selskap, kan ofte gi nyttig informasjon om veksten fremover. Vi vil derfor starte med å foreta en analyse av generell vekst i driftsinntekter, generell vekst i egenkapital samt vekst i verdensøkonomien. Avslutningsvis fastsettes budsjett horisonten, T.

9.2.1 Resultatvekst

Den viktigste årsaken til resultatvekst, er vekst i driftsinntekter. Andre årsaken til resultatvekst, er kostnadskutt. Driftsinntektsveksten kan være ustabil, men antas imidlertid å være mer stabil enn resultatveksten og vil dermed analyseres²⁰⁶. Driftsinntektsveksten er dessuten en sentral budsjett driver for både driftsinntekter, netto driftsresultatet og netto driftseiendeler. Formelen for driftsinntektsvekst er:

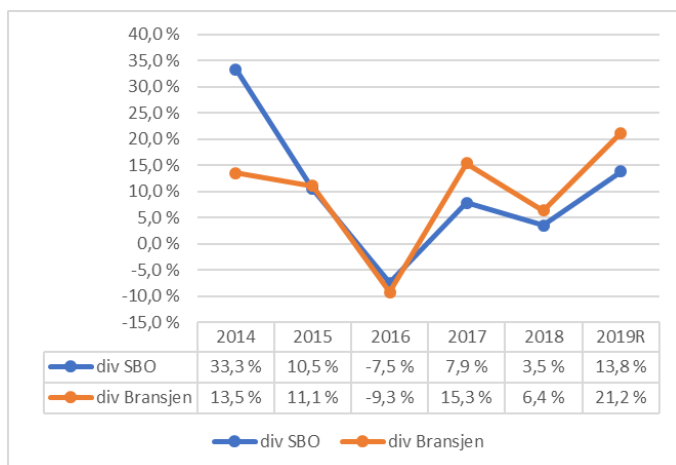
$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Ved bruk av formelen på SBO's og bransjen's omgrupperte og justerte regnskap for analyseperioden, får vi frem følgende driftsinntektsvekst:

²⁰⁴ (Penman, 2013)

²⁰⁵ (Palepu, Healy, & Peek, 2019)

²⁰⁶ (Knivsflå, F14. Framtidsregnskap: Ramme og driftsinntekter, 2019)



Figur 9.2 – Driftsinntektsvekst analyseperiode SBO og bransjen

Gjennomsnittsveksten ligger på 10, prosent for SBO og 9,7 prosent for bransjen. Dette vil altså si at SBO har hatt en gjennomsnittlig større vekst enn bransjen de siste seks årene. Dette skyldes hovedsakelig meget høy vekst i 2014.

Generelt ser vi at både SBO og bransjen har hatt en solid vekst i driftsinntektene de siste årene. Dette skyldes optimale bransje- og makroforhold, samt gode selskapsforhold, noe som fremkommer av vår strategiske analyse og regnskapsanalyse. Prisene på solgte enheter har vært gode med økt etterspørsel, noe som har resultert i høyere prosentvise inntekter, enn hva kostnader og netto driftseiendeler har prosentvis økt med.

Alt i alt, virker analyseperioden å være en meget god periode for både SBO og bransjen, og det er ikke antatt å fortsette med slike forhold også i fremtiden.

9.2.2 Kapitalvekst

Vi har i forrige delkapittel foretatt analyse av historisk inntektsvekst i analyseperioden, som er en sentral driver av resultatveksten. Resultatveksten henger nøye sammen med rentabiliteten, som også avhenger av kapitalen og kapitalveksten²⁰⁷. Vi vil dermed foreta en analyse av kapitalveksten, ved å se på endringer i egenkapitalen de siste årene. Endringer i egenkapitalen vil oppstå som følge av enten resultatet og egenkapitalrentabiliteten, eller netto utbetalt utbytte, som består av utbytte og kapitalinnskudd/uttak.

²⁰⁷ (Knivsfå, F14. Framtidsrekneskap: Ramme og driftsinntekter, 2019)

Egenkapitalveksten kan ved formel vises slik²⁰⁸:

$$ekv = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_{t-1}} = \frac{NRE_t - NBU_t}{EK_{t-1}} = (1 - eku) \times ekr,$$

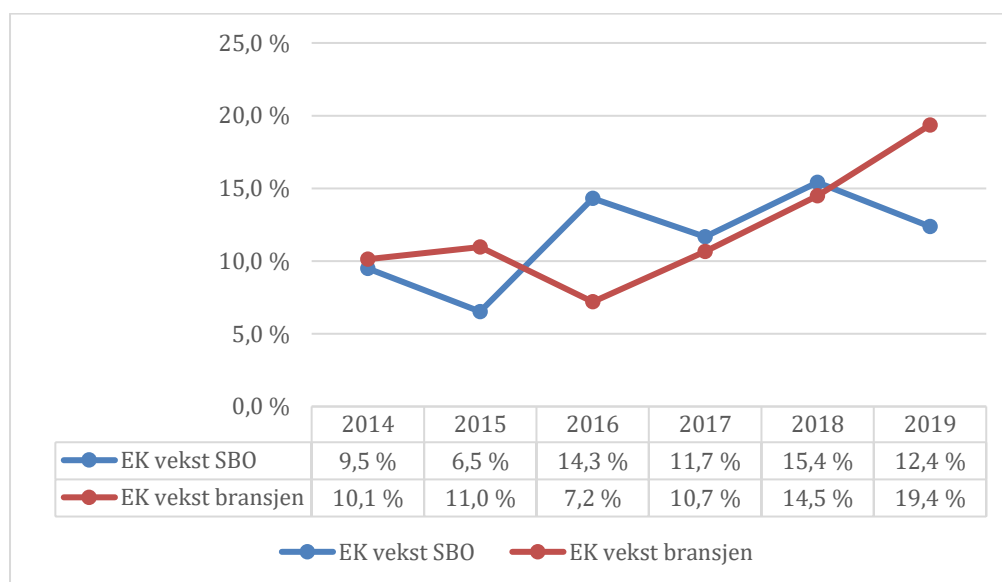
$$\text{hvor } eku = \frac{NBU_t}{NRE_t}$$

der ekv =egenkapitalvekst, EK =egenkapital, NRE =nettoresultat til egenkapital, NBU =netto betalt utbytte, eku =tilbakeholdsgrad og ekr =egenkapitalrentabilitet

Som vi kan se øker egenkapitalen ved positiv egenkapitalrentabilitet og kapitalinnskudd, og reduseres igjennom utdelinger²⁰⁹. Vi bruker ovennevnte formel, og beregner egenkapital veksten for SBO. Vi presiserer at vi ønsker å normalisere utdelingsforholdet, og bruker derfor medianen av samtlige observasjoner av utdelingsforholdet i analyseperioden. Vi bruker også omgrupperte og justerte regnskapstall, slik at beregnet EK vekst vil ikke samsvare med ujustert EK vekst:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019R	Snitt	Bransje
ekr SBO	12,8 %	12,7 %	10,2 %	15,9 %	21,5 %	35,3 %	18,1 %	20,0 %
* Median NBU / NRE	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,39
EK vekst SBO	5,2 %	5,2 %	4,2 %	6,5 %	8,8 %	14,4 %	7,4 %	12,1 %

Tabell 9.3 – Egenkapitalvekst Selvaag



Figur 9.4 – Egenkapitalvekst Selvaag og bransjen

²⁰⁸ (Knivslå, F14. Framtidsrekneskap: Ramme og driftsinntekter, 2019)

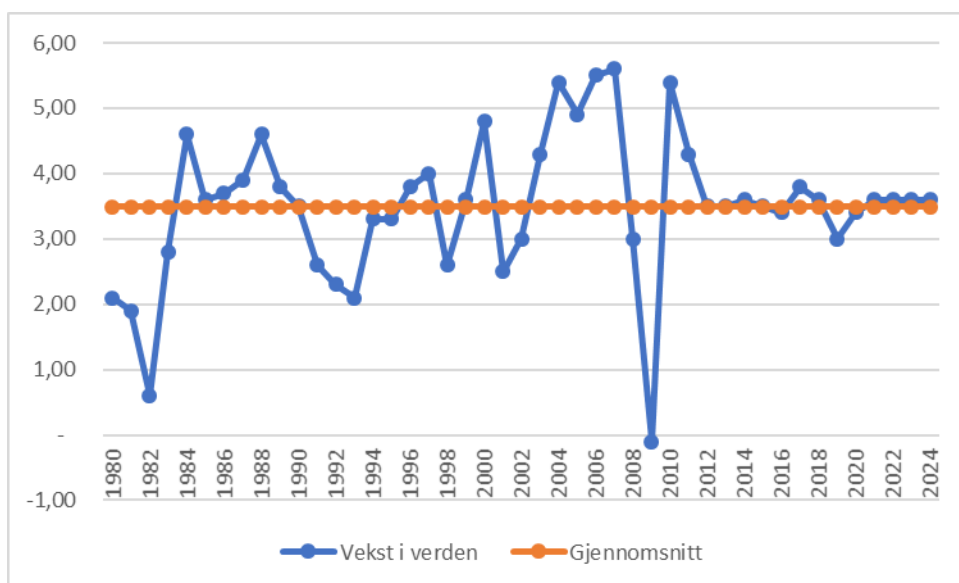
²⁰⁹ (Knivslå, F14. Framtidsrekneskap: Ramme og driftsinntekter, 2019)

Som vi ser av tabellen over, har SBO i gjennomsnitt en egenkapitalrentabilitet på 18,1 prosent de siste seks årene, mot bransjen som gjennomsnittet på 20 prosent. SBO's ekr er altså noe lavere, men er antatt å gå mot bransjens ekr i fremtiden, da vi antar at det i fremtiden ikke vil foreligge en selskapsfordel eller selskapsulempe. Forventet ekr for bransjen og SBO er dessuten antatt å gå ned, se strategisk regnskapsanalyse. Utdelingsforholdet er relativt høyt med 0,59 for SBO og 0,39 for bransjen, men grunnet høy ekr i SBO, vokser likevel egenkapitalen en del i løpet av analyseperioden.

9.2.3 Langsiktig vekst i verdensøkonomien

På lang sikt, vil ingen virksomheter kunne vokse raskere enn den økonomiske veksten samlet.

Veksten forventes dermed å være tilbakevendende til gjennomsnittet, såkalt «mean reversion»²¹⁰. Vi fastsetter dermed den økonomiske veksten, ved først å se på realveksten:



Figur 9.5 – Realvekst verdensøkonomien 1980 – 2024

Figuren over viser realveksten i verdensøkonomien fra 1980 frem til i dag, med prognose for de neste tre årene. Disse dataene er innhentet fra IMF, og viser en gjennomsnittlig vekst på 3,5 prosent²¹¹.

Videre må vi fastsette den forventede globale inflasjonen, for å kunne beregne den nominelle veksten, herunder den økonomiske veksten samlet. IMF forteller om en global inflasjon på 3,4 i 2019. Dette mener vi likevel er for høyt. Norske regjering har fastsatt et inflasjonsmål på 2 prosent over tid, noe som vi mener er representativt for den forventede globale inflasjonen. Dette vil medføre at den nominelle veksten på langsiktig antas å ville ligge på 5,5 prosent.

²¹⁰ (Knivsfå, F14. Framtidsrekneskap: Ramme og driftsinntekter, 2019)

²¹¹ (IMF, 2019)

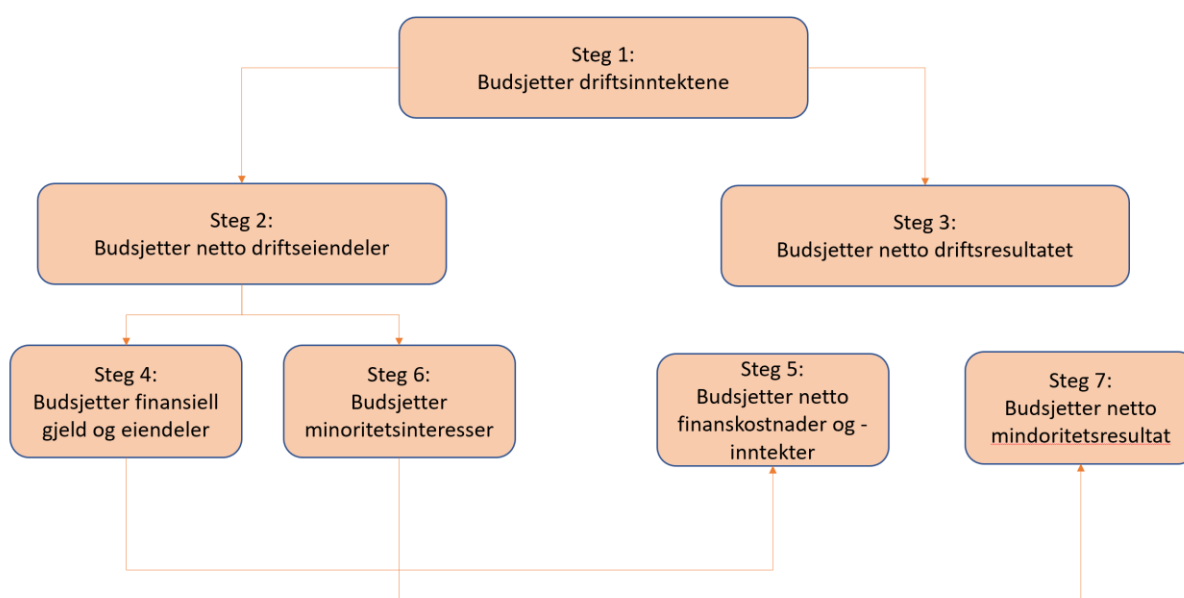
9.2.4 Valg av budsjettthorison t

Ved budsjettering av fremtidsregnskap, skiller man mellom to ulike periode: periode med variabel vekst (fra år 0 til år T), og periode med konstant vekst (steady state). I den eksplisitte budsjettperioden, vil veksten på de ulike budsjettdriverne kunne variere fra år til år, imens i steady state settes de ulike budsjettdriverne til en konstant vekst.

For å kunne vurdere optimal budsjettthorison t, må man vurdere både selskapsforhold, og makro- og bransjeforhold. Det avhenger av forhold som tid til steady state, samt kvaliteten på regnskapsføringen²¹². En syklisk bransje med høyt vekstpotensial bør ha en lengre budsjettthorison t enn bransjer med lav vekst²¹³. SBO og bransjen har opplevd en stor vekst de siste årene i analyseperioden. Denne veksten har hovedsakelig skyldes høy etterspørsel, noe som har medført økt ndm og redusert ONDE. Den høye veksten er imidlertid antatt å ha nådd sitt toppunkt, og det antas at veksten vil gå gradvis ned mot veksten i økonomien generelt i løpet av noen år. Videre brukes det begrenset med verdibasert regnskapsføring, noe som tilsier en lengre budsjettthorison t. Basert på dette, velger vi en mellomlang budsjettperiode, og setter budsjettthorison t til år 7. Dette vil gi en budsjettperiode fra 2020 til 2026, og steady state fra 2026 og utover.

9.3 Budsjettering fra 0 til T+1

For å foreta budsjetteringen av de ulike balansepostene og resultatpostene, benytter vi oss av Knivsfå sin modell:



²¹² (Knivsfå, F14. Framtidsrekskap: Ramme og driftsinntekter, 2019)

²¹³ (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015)

Figur 9.6 – Rammeverk budsjettering

Modellen viser 7 steg, hvorav de to siste stegene utelukkes da vi legger til minoritetsinteressene som en del av egenkapitalen. Dette da disse antas å utgjøre en uvesentlig del av totalkapitalen, samt at eventuell fordeling mellom EK og minoritet antas å skape mer støy. Vi vil benytte oss av inngående kapitaler, og estimere et hoved budsjett punkt, T. Mellom 2019 trailing regnskapet og budsjett punktet T, 2026, vil vi benytte oss av en lineær utvikling²¹⁴. Vi mener dette er tilstrekkelig da den eksplisitte perioden er såpass kort, samt vi finner ikke store nok begrunnelser for hvorfor veksten bør avvike vesentlig fra lineær utvikling innenfor hvert enkelt år. Vi hensyntar imidlertid usikkerheten ved å innta et ekstra år og ekstra variabler som usikre som del av senere simulering og sensitivitetsanalyse.

9.3.1 Driftsinntekter

Det første steget går ut på å budsjettere driftsinntekter. Dette gjøres ved å foreta en budsjettering av driftsinntektsveksten²¹⁵:

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

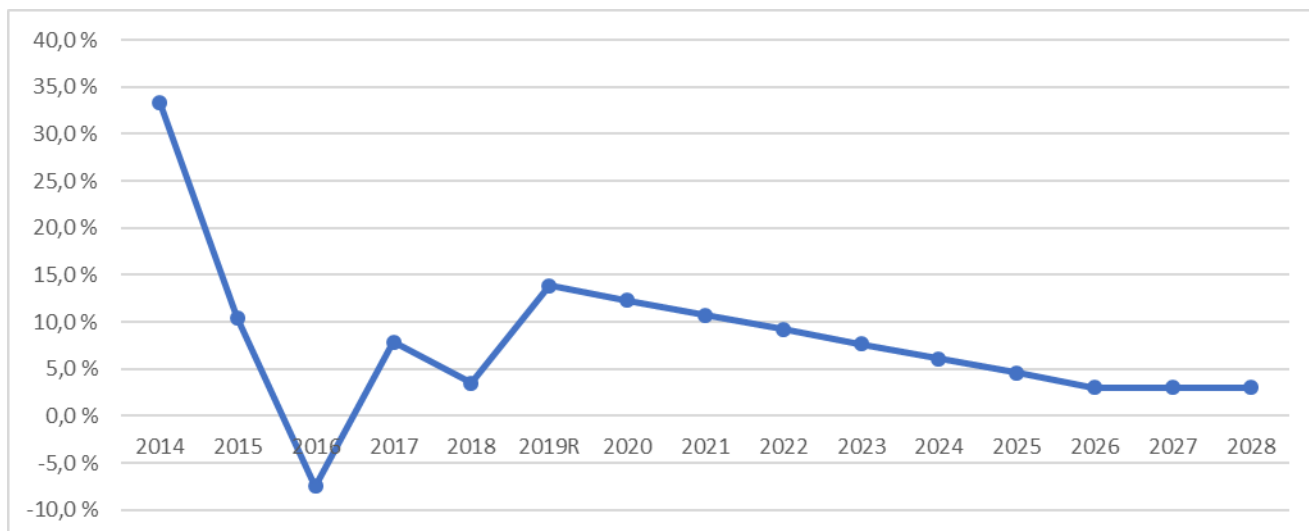
Ettersom veksten i driftsinntekter på lang sikt ikke kan være større enn den generelle økonomiske forventede veksten på 5,5 prosent, må vi fastsette en vekst i steady state lavere enn dette. Vi setter denne skjønnsmessig til 3 prosent da vi ikke forventer en like stor vekst i SBO's driftsinntekter som økonomien samlet. Med lineær utvikling mellom 2019 trailing regnskapet og 2026, vil man få følgende driftsinntektsvekst i fremtiden:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019R	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	6 T 2025	T+1 2026	T+2 2027	2028	2029
DIV SBO	33,3 %	10,5 %	-7,5 %	7,9 %	3,5 %	13,8 %	12,3 %	10,7 %	9,2 %	7,6 %	6,1 %	4,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %

Tabell 9.7 – Driftsinntektsvekst Selvaag 2014-2028

²¹⁴ (Knivsfå, F14. Framtidsrekneskap: Ramme og driftsinntekter, 2019)

²¹⁵ (Knivsfå, F14. Framtidsrekneskap: Ramme og driftsinntekter, 2019)



Figur 9.8 – Driftsinntektsvekst Selvaag 2014-2028

Som vi ser, vil man få en nedgang i inntektsveksten fra 13,8 prosent i 2019 trailingen, til 3 prosent i 2026. Utviklingen virker rimelig, og stemmer overens med vår strategiske regnskapsanalyse i blant annet kapittel 4.6. Dette med hensyn på at befolkningsveksten i storbyene vil tilsi god etterspørsel fremover, men at forhold som mettede markeder, økt antall substitutter, og begrenset attraktivt tomteareal vil begrense veksten i fremtiden. Dette antas å skje gradvis, da SBO pr i dag har en stor attraktiv tomtebank, samt metning av markeder er en gradvis prosess. Vi har for øvrig ingen indikasjoner på at SBO vil ekspandere til nye markeder, til f.eks. mindre sentrale byer, som ville kunne øke veksten. Bolig pluss konseptet kan tenkes å kunne ha noe høyere vekst. Imidlertid antas effekten å være såpass liten på den totale omsetningen, at veksten her settes lik veksten i boligutviklingen.

9.3.2 Netto driftseiendeler

Steg 2 består i å budsjettere netto driftseiendeler. For å budsjettere denne, vil man benytte seg av driftsinntekter regnet ut i forrige delkapittel, og omløpet til netto driftseiendeler (ONDE)²¹⁶. Formel for budsjetteringen er følgende:

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t}$$

Onde for 2020 fastsettes indirekte ved å se på netto driftseiendeler i 2019 trailing regnskapet, og driftsinntekter 2020. Dette gir en onde på 0,8848 i 2020. For budsjettorisonnten T tar vi utgangspunkt i bransjegjennomsnittet de siste fem årene, da vi ikke forventer at SBO vil skille seg fra øvrige selskap

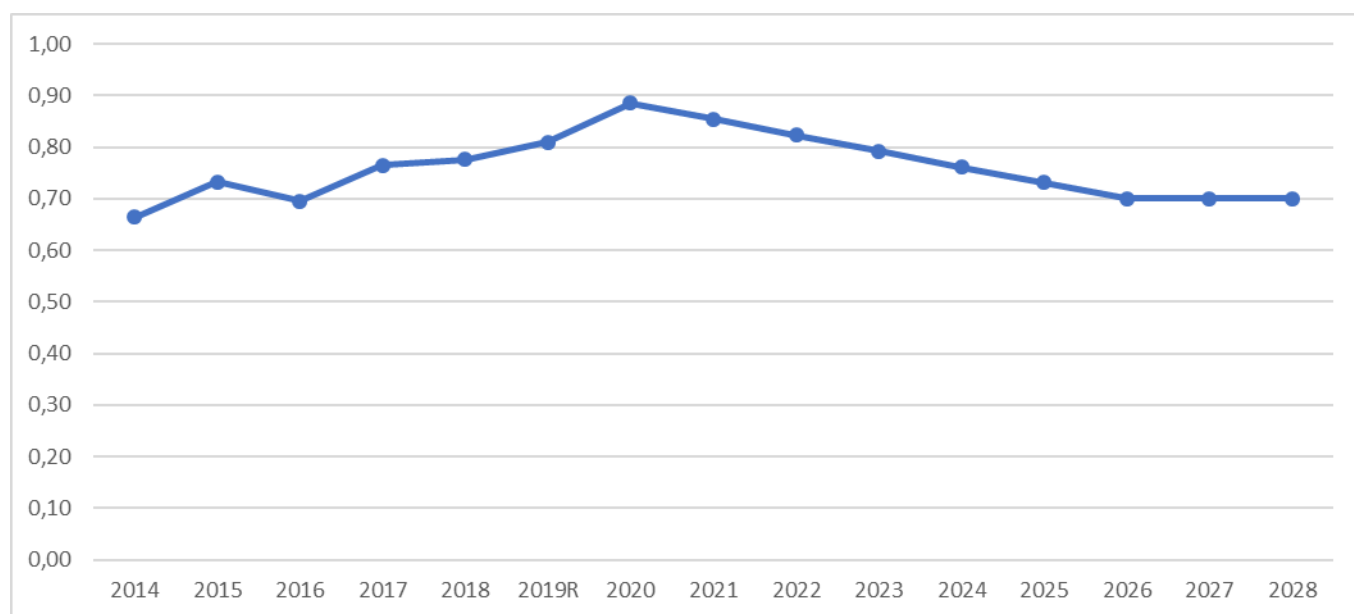
²¹⁶ (Penman, 2013)

i bransjen. Denne ligger på 0,7497. Imidlertid vet vi at de siste årene har etterspørselen etter boliger gått veldig opp, noe som har medført økt pris og økt driftsinntekter. Dette har medført en kunstig høy onde og god ndm. Onde settes dermed skjønsmessig litt lavere, til 0,7.

Utviklingen i onde for SBO over analyseperiode og budsjettperioden ser du av tabellen og figuren under:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019R	1	2	3	4	5	6 T	T+1	T+2	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028						
Onde SB	0,66	0,73	0,69	0,77	0,78	0,81	0,88	0,85	0,82	0,79	0,76	0,73	0,70	0,70	

Tabell 9.9 – Onde Selvaag 2014-2028



Figur 9.10 – Onde Selvaag 2014-2028

Man har nå funnet ut onde og driftsinntekter. Med sammenhengen mellom onde, driftsinntekter og netto driftseiendeler, gjør dette oss i stand til å beregne netto driftseiendeler:

	2019R	1	2	3	4	5	6 T	T+1	T+2	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
DI (t+1)	4 270 728	4 729 555	5 164 429	5 559 308	5 898 281	6 166 577	6 351 574	6 542 122	6 738 385	6 940 537
/ onde (t+1)	0,88	0,85	0,82	0,79	0,76	0,73	0,70	0,70	0,70	0,70
= NDE (t)	4 826 770	5 538 118	6 273 600	7 015 783	7 744 591	8 438 118	9 073 678	9 345 888	9 626 265	9 915 052

Tabell 9.11 – Netto driftseiendeler Selvaag 2019-2028

Som vi kan se av tabellen over, øker netto driftsrelaterte eiendeler igjennom budsjettperioden. Dette som følge av nedgang i onde samt økning i driftsinntekter.

9.3.3 Netto driftsresultat

Steg 3 består av å beregne netto driftsresultatet. Dette vil vi kunne gjøre ved hjelp av driftsinntekter og netto driftsmargin (ndm):

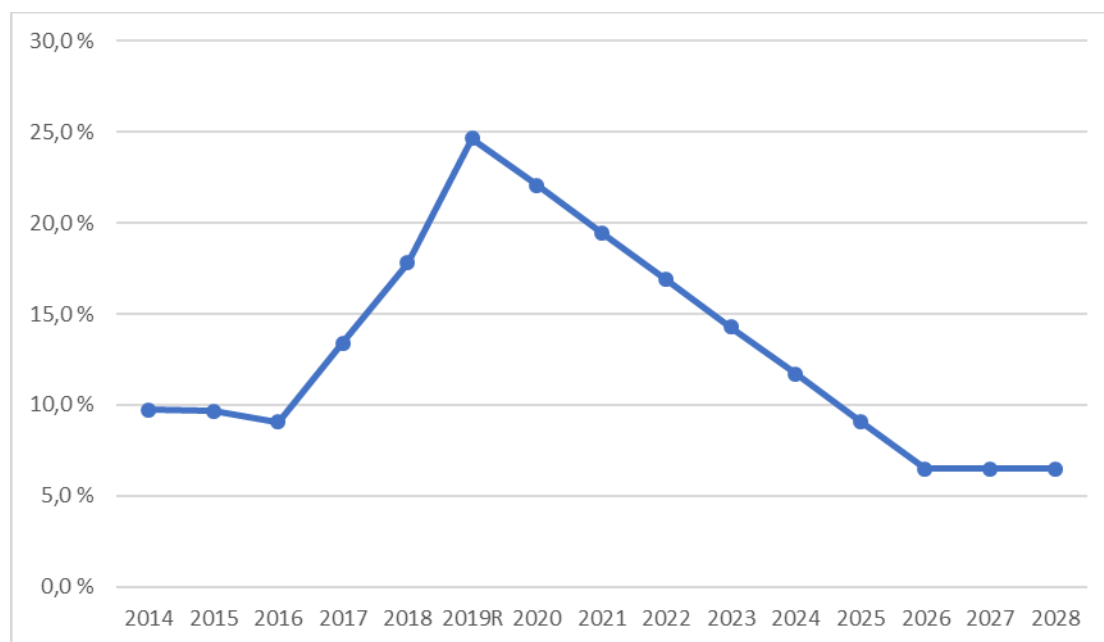
$$NDR_t = DI_t \times ndm_t$$

NDM for SBO og bransjen har vært meget god igjennom analyseperioden. SBO gjennomsnitt er ndm på 14,1 prosent imens bransjen gjennomsnitt er ndm på 13,1 prosent. Det har altså foreligget en marginfordel, og som vi vet fra den strategiske analysen, er denne antatt å bli borte i fremtiden. Dette som følge av begrenset med differensiering. Vi mener imidlertid at en ndm på 13,1 prosent som er gjennomsnittet i bransjen, er for høyt for steady state. Dette som følge av at boligutviklingsbransjen har vært meget lukrativ i analyseperioden, som har medført høyere priser på nye boliger og dermed driftsinntekter, uten at kostnader har økt tilsvarende prosentvis. Fremover er imidlertid økt konkurranse, mettede markeder, samt begrensninger i attraktive tomter antatt å ta ned ndm i bransjen og SBO, og føre til at rentabiliteten fra driften blir liggende rundt kravet. Dette vet vi fra den strategiske analysen i kapittel 4. Ndm settes derfor til 6,5 prosent i steady state.

Med ndm på 6,5 prosent i budsjett horisonten T, og lineær utvikling fra dagens ndm, får man følgende utvikling i ndm:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019R	1	2	3	4	5	6 T	T+1	T+2
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028					
NDM SBO	9,7 %	9,7 %	9,1 %	13,4 %	17,8 %	24,7 %	22,1 %	19,5 %	16,9 %	14,3 %	11,7 %	9,1 %	6,5 %	6,5 %

Tabell 9.12 – Netto driftsmargin Selvaag 2014-2028



Figur 9.13 – Netto driftsmargin Selvaag 2014-2028

Basert på en skjønnsmessig vurdering, virker også den lineære utviklingen av ndm å være rimelig.

Dette mhp. at redusering av ndm er en gradvis prosess.

Ved bruk av budsjettert ndm og di, kan vi nå finne netto driftsresultatet i budsjettperioden:

	2019R	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	6 2025	T 2026	T+1 2027	T+2 2028
DI	3 803 227	4 270 728	4 729 555	5 164 429	5 559 308	5 898 281	6 166 577	6 351 574	6 542 122	6 738 385
* ndm	24,7 %	22,1 %	19,5 %	16,9 %	14,3 %	11,7 %	9,1 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
= NDR	937 889	942 380	920 924	871 619	794 036	689 431	560 809	412 852	425 238	437 995

Tabell 9.14 – Netto driftsresultat Selvaag 2019-2028

Netto driftsresultatet er antatt å gå ned fra 2020. Dette som følge av lavere ndm og lavere inntektsvekst.

9.3.4 Finansiell gjeld og finansielle eiendeler

Steg 4 består av å budsjettere finansielle eiendeler og finansiell gjeld, som til sammen utgjør netto finansiell gjeld. Kapitalstrukturen, herunder EK og NFG antas å være relativt stabil over tid²¹⁷.

Virksomheter ønsker ofte å optimalisere kapitalstrukturen. Dette gjøres ved å legge nfgd lik bransjen, lik tidsvekta gjennomsnitt for selskapet eller lik en vanlig kapitalstruktur i selskap i markedet. Vi vil benytte stabiliteten og optimaliseringen videre i budsjetteringen av finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

For å beregne finansiell gjeld, benytter man seg av finansiell gjeldsdel:

$$FG_t = fgd_t \times NDE_t$$

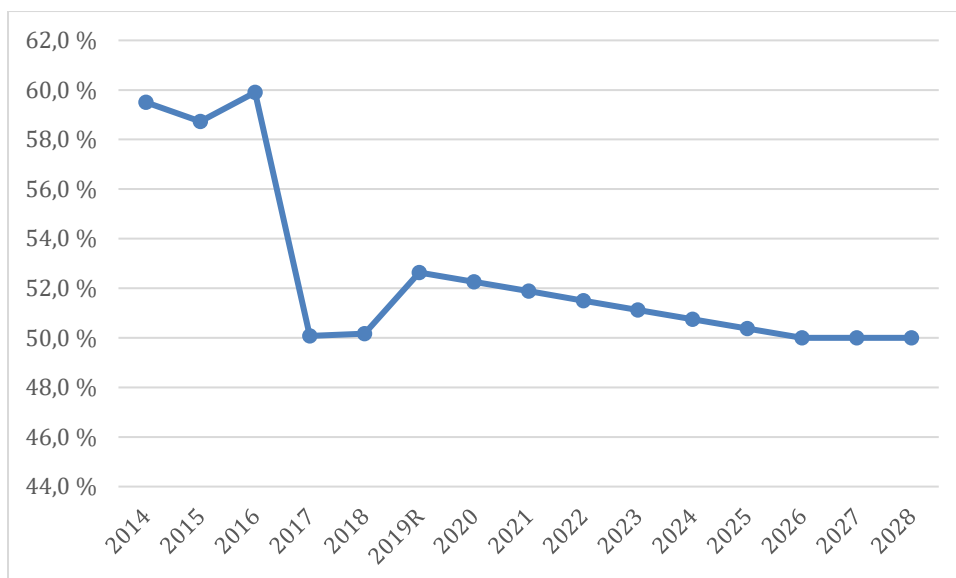
Finansiell gjeldsdel måler hvor stor andel finansiell gjeld er i forhold til netto driftsrelaterede eiendeler. SBO har en gjeldsdel på 55,2 prosent, imens bransjen har en gjeldsdel på 67 prosent i gjennomsnitt de siste 6 årene. Vi mener at både SBO og bransjen enda ikke har oppnådd optimalisert kapitalstruktur, og antar at optimalt nivå er lik gjennomsnittlig nivå på Oslo børs på 50 prosent²¹⁸. 50 prosent fgd settes derfor i budsjettpunktet T, og det forutsettes lineær utvikling:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019R	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	6 2025	T 2026	T+1 2027	T+2 2028
Finansiell gjeldsdel	59,5 %	58,7 %	59,9 %	50,1 %	50,2 %	52,6 %	52,3 %	51,9 %	51,5 %	51,1 %	50,8 %	50,4 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %

Tabell 9.15 – Finansiell gjeldsdel 2014-2028

²¹⁷ (Knivsfå, F15. Framtidsrekneskap: Andre budsjettdriverarar, 2019)

²¹⁸ (Knivsfå, F15. Framtidsrekneskap: Andre budsjettdriverarar, 2019)



Figur 9.16 – Finansiell gjeldsdel 2014-2028

For å budsjettere finansielle eiendeler, benytter man seg av finansiell eiendelsdel (fed):

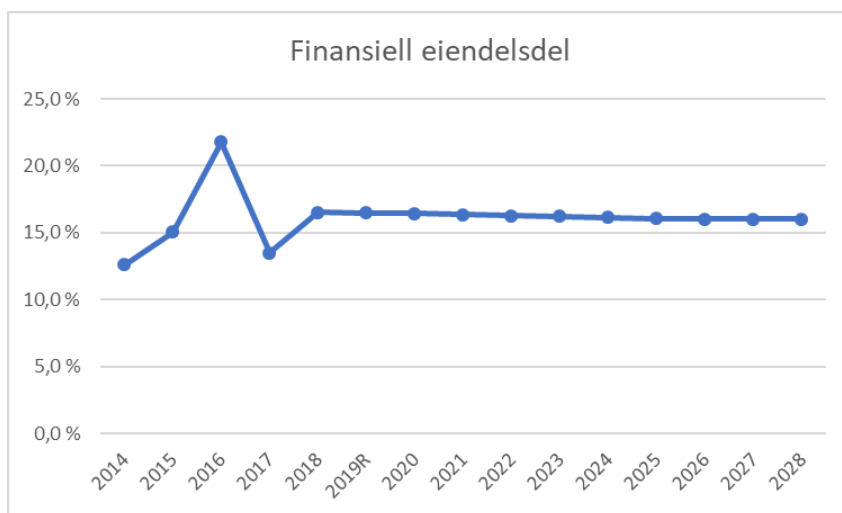
$$FE_t = fed_t \times NDE_t$$

Finansiell eiendelsdel måler hvor stor andel finansielle eiendeler er i prosent av netto driftsrelaterte eiendeler. For SBO utgjør denne 16 prosent i gjennomsnitt de siste seks årene, imens for bransjen utgjør denne 16,7 prosent. Typisk eiendelsdel på Oslo børs er på 20 prosent, noe som antas for høyt i steady state gitt karakteristikk ved boligutviklingsbransjen²¹⁹. Vi mener at SBO i gjennomsnitt har truffet et optimalt fed nivå ved effektiv kapitalstyring, og velger å konvergere fra dagens nivå til 16 prosent i steady state:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019R	1	2	3	4	5	6	T	T+1	T+2
Finansiell eiendelsdel	12,6 %	15,1 %	21,8 %	13,5 %	16,5 %	16,5 %	16,4 %	16,4 %	16,3 %	16,2 %	16,1 %	16,1 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %

Tabell 9.17 – Finansiell eiendelsdel 2019-2028

²¹⁹ (Knivsfå, F15. Framtidsrekneskap: Andre budsjettdriverar, 2019)



Figur 9.18 – Finansiell eiendelsdel 2019-2028

Avslutningsvis benytter vi oss av fgd, fed og NDE til å komme frem til netto finansiell gjeld i hvert av årene i budsjettperioden:

	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	6 2025	T 2026	T+1 2027	T+2 2028
fgd	52,3 %	51,9 %	51,5 %	51,1 %	50,8 %	50,4 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
* NDE	5 538 118	6 273 600	7 015 783	7 744 591	8 438 118	9 073 678	9 345 888	9 626 265	9 915 052
= FG	2 894 051	3 254 792	3 613 452	3 959 690	4 282 540	4 570 970	4 672 944	4 813 132	4 957 526
fed	16,4 %	16,4 %	16,3 %	16,2 %	16,1 %	16,1 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %
* NDE	5 538 118	6 273 600	7 015 783	7 744 591	8 438 118	9 073 678	9 345 888	9 626 265	9 915 052
= FE	909 606	1 025 966	1 142 378	1 255 571	1 362 037	1 458 207	1 495 342	1 540 202	1 586 408
NFG = FG - FE	1 984 445	2 228 826	2 471 075	2 704 120	2 920 502	3 112 763	3 177 602	3 272 930	3 371 118

Tabell 9.19 – Netto finansiell gjeld 2019-2028

9.3.5 Netto finanskostnad og netto finansinntekt

Steg 5 består av å budsjettere netto finanskostnader og netto finansinntekter.

For å komme frem til netto finanskostnader, benytter vi oss av finansiell gjeld, samt antatt finansiell gjeldsrente (fgr):

$$NFK_t = fgr_t \times FG_{t-1}$$

I kapittel 8 kom vi frem til at det forelå en liten finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld (i gjennomsnitt, 0,75). Dette tyder på at den finansielle gjelden er litt overvurdert i balansen.

Finansieringsfordelen antas å bli 0 i fremtiden, dvs. fgk = fgr, da det forutsettes at kapitalmarkedet er velfungerende samt balanseført nfg er tilnærmet lik virkelig verdi i fremtiden²²⁰. Man kunne brukt lineær tilpasning også her, men mener at det vil være mer riktig å la forutsetningen om fgk = fgr allerede gjelde fra 2020.

²²⁰ (Palepu, Healy, & Peek, 2019)

Fgk blir beregnet i kapittel 10, og ved å benytte disse forutsetningene og satsene, kommer man frem til følgende netto finanskostnad:

	1	2	3	4	5	6	T	T+1	T+2
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
fg (t-1)	2 540 478	2 894 051	3 254 792	3 613 452	3 959 690	4 282 540	4 570 970	4 672 944	4 813 132
fgr = fgk (t)	1,6 %	1,8 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %	2,7 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
NFK (t)	40 698	52 498	65 941	80 868	97 011	113 999	131 367	134 298	138 327

Tabell 9.20 – Netto finanskostnad Selvaag 2019-2028

For å komme frem til netto finansinntekter, benytter vi oss av finansielle eiendeler, samt antatt finansiell eiendelsrentabilitet (fer):

$$NFI_t = fer_t \times FE_{t-1}$$

I kapittel 8, kom vi frem til at det forelå en liten finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler (i gjennomsnitt, 0,39). Dette tyder på at finansielle eiendeler er litt undervurdert i balansen.

Finansieringsfordelen antas å være 0 i fremtiden, dvs. fer = fek, da det ikke er rimelig å anta at man i lengden får en avkastning fra finansielle eiendeler som er større enn kravet. Ved bruk av finansielt eiendelskrav beregnet i kapittel 10, samt finansielle eiendeler, får man da følgende netto finansielle inntekter:

	1	2	3	4	5	6	T	T+1	T+2
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
fe (t-1)	796 185	909 606	1 025 966	1 142 378	1 255 571	1 362 037	1 458 207	1 495 342	1 540 202
fer = fek (t)	0,7 %	0,9 %	1,2 %	1,4 %	1,6 %	1,8 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
NFI (t)	5 861	8 624	11 903	15 675	19 890	24 464	29 282	30 028	30 929

Tabell 9.21 – Netto finansinntekt Selvaag 2019-2028

9.4 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm

Det vil nå utarbeides et fullstendig fremtidsregnskap og fri kontantstrøm, basert på beregningene foretatt i tidligere delkapitler. Fremtidsregnskapet og den frie kontantstrømmen, sammen med fremtidskravet beregnet i kapittel 10, vil skape grunnlag for å kunne foreta en fundamental verdsettelse i kapittel 11.

9.4.1 Fremtidsresultat

Nedenfor vises fremtidsresultatet. Driftskostnader fremkommer som differansen mellom driftsinntekter og netto driftsresultat. Driftsrelatert skatt vil dermed som en forenkling være en del av driftskostnader. Netto betalt utbytte fremkommer av fri kontantstrøm til EK fremvist i delkapittel

9.4.3

	0	1	2	3	4	5	6	T	T+1	T+2
	2019R	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Resultatregnskap:										
Driftsinntekter	3 803 227	4 270 728	4 729 555	5 164 429	5 559 308	5 898 281	6 166 577	6 351 574	6 542 122	6 738 385
- Driftskostnader	2 865 338	3 328 349	3 808 631	4 292 811	4 765 271	5 208 851	5 605 768	5 938 722	6 116 884	6 300 390
= Netto driftsresultat	937 889	942 380	920 924	871 619	794 036	689 431	560 809	412 852	425 238	437 995
+ Netto finansinntekt	14 423	5 861	8 624	11 903	15 675	19 890	24 464	29 282	30 028	30 929
= Nettoreultat til sysselsatt kapital	952 312	948 241	929 548	883 521	809 711	709 321	585 273	442 135	455 266	468 924
- Netto finanskostnad	21 742	40 698	52 498	65 941	80 868	97 011	113 999	131 367	134 298	138 327
= Netto resultat til egenkapital	930 569	907 543	877 051	817 580	728 843	612 310	471 274	310 767	320 968	330 597
+ Unormalt netto driftsresultat	- 8 623	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoreultat til egenkapital	921 946	907 543	877 051	817 580	728 843	612 310	471 274	310 767	320 968	330 597
+ Netto betalt utbytte	- 955 605	- 436 346	- 385 950	- 317 646	- 233 080	- 135 165	- 27 974	- 103 396	- 135 919	- 139 997
= Endring i egenkapital	- 33 659	471 196	491 101	499 934	495 763	477 144	443 300	207 371	185 049	190 600

Tabell 9.22 – Fremtidsresultat Selvaag 2019-2028

9.4.2 Fremtidsbalanse

Nedenfor vises fremtidsbalansen. Egenkapitalen fremkommer som en residual post mellom sysselsatte eiendeler og finansiell gjeld.

	0	1	2	3	4	5	6	T	T+1	T+2
	2019R	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Budsjetert balanse:										
Netto driftseiendeler	4 826 770	5 538 118	6 273 600	7 015 783	7 744 591	8 438 118	9 073 678	9 345 888	9 626 265	9 915 052
Finansielle eiendeler	796 185	909 606	1 025 966	1 142 378	1 255 571	1 362 037	1 458 207	1 495 342	1 540 202	1 586 408
Sysselsatte eiendeler	5 622 955	6 447 724	7 299 566	8 158 160	9 000 161	9 800 155	10 531 885	10 841 230	11 166 467	11 501 461
Egenkapital	3 082 477	3 553 673	4 044 774	4 544 708	5 040 471	5 517 615	5 960 915	6 168 286	6 353 335	6 543 935
Finansiell gjeld	2 540 478	2 894 051	3 254 792	3 613 452	3 959 690	4 282 540	4 570 970	4 672 944	4 813 132	4 957 526
Sysselsatt kapital	5 622 955	6 447 724	7 299 566	8 158 160	9 000 161	9 800 155	10 531 885	10 841 230	11 166 467	11 501 461

Tabell 9.23 – Fremtidsbalanse Selvaag 2019-2028

9.4.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Nedenfor vises den fremtidige frie kontantstrømmen. Denne beregnes ved å ta utgangspunkt i det fremtidige resultatet fra 9.4.1 og fremtidsbalansen fra 9.4.2. Man viser fri kontantstrøm knyttet til drift, sysselsatt kapital og egenkapital / netto betalt utbytte:

	0	1	2	3	4	5	6	T	T+1	T+2
Kontantstrømoppstilling:	2019R	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftsresultat	937 889	942 380	920 924	871 619	794 036	689 431	560 809	412 852	425 238	437 995
+ Unormalt netto driftsresultat	- 8 623	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring netto driftseiendeler	131 466	711 348	735 482	742 183	728 808	693 527	635 560	272 210	280 377	288 788
= Fri kontantstrøm fra drift	797 800	231 031	185 442	129 436	65 228	- 4 096	- 74 751	140 642	144 861	149 207
+ Netto finansinntekter	14 423	5 861	8 624	11 903	15 675	19 890	24 464	29 282	30 028	30 929
+ Unormalt netto finansresultat	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring finansielle eiendeler	19 861	113 421	116 361	116 411	113 193	106 467	96 170	37 135	44 860	46 206
= Fri kontantstrøm sysselsatt kapital	792 362	123 472	77 706	24 927	- 32 290	- 90 673	- 146 457	132 790	130 029	133 930
- Netto finanskostnader	21 742	40 698	52 498	65 941	80 868	97 011	113 999	131 367	134 298	138 327
+ Endring finansiell gjeld	184 986	353 573	360 742	358 660	346 238	322 849	288 430	101 974	140 188	144 394
= Fri kontantstrøm egenkapital / NBU	955 605	436 346	385 950	317 646	233 080	135 165	27 974	103 396	135 919	139 997

Tabell 9.24 – Fremtidig fri kontantstrøm Selvaag 2019-2028

10. Fremtidskrav

I dette kapitlet vil vi beregne fremtidskrav, som har sin forankring i beregningen av avkastningskravene fra kapittel 7. Framtidskravene er kalkulert ved å ta utgangspunkt i inngående kapitaler. Dette er gjort for å skape konsistens med fremtidige kontantstrømmer som forventes å bli realisert på slutten av kalenderåret. Mye av teorien som er grunnlaget for våre estimater, er allerede godt dekket tidligere i oppgaven. Vi vil derfor ikke gå i detalj på hver enkelt teori og vurdering.

I følgende delkapittel vil vi beregne fremtidskrav for:

- Egenkapital
- Finansielle eiendeler
- Finansiell gjeld
- Netto finansiell gjeld
- Netto driftskapital

10.1 Egenkapitalkrav

Kravet for egenkapitalen er utarbeidet ved å benytte kapitalverdimodellen, tillagt en illikvidtetspremie. For nærmere beskrivelse av modellen, se kapittel 7. I det kommende delkapittelet vil vi kort gi en oversikt over komponentene som er grunnlaget for egenkapitalkravet i budsjettperioden.

10.1.1 Risikofri rente

Når vi skal beregne en risikofri rente for vår budsjettperiode, har vi valgt å bruke en gjennomsnittlig månedlig NIBOR-rente fra 1997-2018, samt dagens statsobligasjoner med langsiktig perspektiv. Det antas at den risikofrie renten er tilbakevendende til gjennomsnittet i steady state²²¹. Dette gjør at vi må utarbeide et estimat på langsiktig rente. Vi har tatt utgangspunkt i Knivsflå sin formel for estimert langsiktig rente²²².

NIBOR-renten er vektet med $\frac{3}{4}$ og statsobligasjonene med $\frac{1}{4}$

²²¹ (Kaldestad & Møller, 2016)

²²² (Knivsflå, F16. Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse, 2019)

Som vi ser av tabellen under får vi et estimat på den langsiktige renten på 3 prosent, som utgjør normalsatsen i steady state (2026).

	3/4 *	Gjennomsnittlig 3-måned NIBOR 97-18	0,30 %
+	1/4 *	10-årslig statsobligasjonsrente	2,70 %
=		Estimert langsiktig rente	3 %

Tabell 10.1 – Estimert langsiktig rente

Vi forutsetter at normalrenten fra første år i budsjettperioden vil ha en lineær utvikling frem til 2026. Kredittrisikopremien er konstant, der vi har brukt en AA-rating som svarer til rating benyttet i analyseperioden. Til slutt trekker vi fra skatten som vi har fastsatt til å være 22 prosent i fremtiden. Skatten er satt likt for hele budsjettperioden, da vi forventer lavt/stabilt skattenivå fremover.

Risikofri rente etter skatt	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
Normalrenten	1,4 %	1,6 %	1,9 %	2,2 %	2,5 %	2,7 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
- Kredittrisikopremie bank AA	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %
= Risikofri rente før skatt	0,77 %	1,04 %	1,32 %	1,59 %	1,86 %	2,13 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %
- Skatt	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %
= Risikofri rente etter skatt	0,60 %	0,81 %	1,03 %	1,24 %	1,45 %	1,66 %	1,87 %	1,87 %	1,87 %

Tabell 10.2 – Risikofri rente etter skatt for perioden 2020-2028

Selskapsskattesatsen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
Selskapsskattesatsen	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %

Tabell 10.3 – Selskapsskattesatsen 2020-2028

10.1.2 Egenkapitalbeta

Som tidligere forklart i kapittel 7 er egenkapitalbetaen (β_{ek}) et mål på aksjens risiko sett relativt til aksjemarkedet. Egenkapitalbetaen sier altså noe om hvor eksponert aksjen er for den generelle markedsrisikoen²²³. Dersom $\beta=1$ innebærer dette at den enkelte aksje svinger i takt med aksjemarkedet.

I kapittel 7 konkluderte vi med at bedriftens verdi er uavhengig av hvordan den er finansiert. Vi har valgt å bygge videre på denne teorien ved utarbeidelse av betaverdier for budsjettperioden. Dette gjør at betaen til netto driftskapital for budsjettperioden holdes på samme nivå som i analyseperioden.

Dette gjør at vi regner ut betaverdien for egenkapitalen, ved å først regne ut betaen for netto finansiell gjeld, for deretter å vekte egenkapitalen og nettofinansiell gjeld på netto driftskapital. Beregningen av netto finansiell gjeld blir utarbeides senere i kapitlet.

²²³ (Kaldestad & Møller, 2016)

Netto driftsbeta		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
+ Egenkapitalbeta	β_{EK}	0,558	0,555	0,553	0,550	0,547	0,545	0,542	0,540	0,540
* Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,639	0,642	0,645	0,648	0,651	0,654	0,657	0,660	0,660
+ Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
* Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,361	0,358	0,355	0,352	0,349	0,346	0,343	0,340	0,340
= Netto driftsbeta	β_{NDK}	0,357	0,357	0,357	0,357	0,357	0,357	0,357	0,357	0,357

Tabell 10.4 – Netto driftsbeta 2020-2028

10.1.3 Markeds risikopremie

Markeds risikopremie representerer differansen mellom den risikofrie renten og markedets forventede avkastning. Denne anses å være lik i fremtiden som den er i dag. Vi har valgt å fastsette denne konstant over budsjettperioden med en sats på 5,1 prosent.

10.1.4 Illikviditetspremie

Som vi forklarte i kapittel 7.24 vil illikviditetspremien avhenge av tre forhold: 1) Grad av markedssvikt, 2) Grad av aksjens innlåsning og 3) Selskapsspesifikk risiko knyttet til den aktuelle virksomheten²²⁴. Det er altså et ekstra krav vi stiller tilknyttet den enkelte aksje. Det foreligger ingen etablert teori for beregningen av denne størrelsen, slik at det vil bli benyttet skjønn ved fastsettelse. Selvaag ASA er et børsnotert selskap, noe som gjør det lettere å kjøpe og selge aksjen, sammenlignet mot et ikke-børsnotert selskap. Det vil likevel være en viss grad av innlåsning, samt viss grad av selskapsspesifikk risiko, slik at illikviditetspremien settes til 0,5 prosent også for budsjettperioden.

²²⁴ (Kaldestad & Møller, 2016)

10.1.5 Framtidig egenkapitalkrav

Bakgrunnen for at vi regner ut et framtidskrav for egenkapitalen er at denne brukes for å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen samt beregne fremtidig superrentabilitet. Vi har valgt å ikke beregne et eget krav for minoriteten, da minoriteten anses som del av majoritetens egenkapital og således inngår i majoritetens krav. Illikviditetspremien holdes konstant over budsjettperioden. Følgende formel er brukt for å beregne egenkapitalkravet:

$$EKK = r_f + \beta_{ek} * MRP + ILP$$

Egenkapitalkrav		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
Risikofri rente etter skatt	r_f	0,006	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,019	0,019
+ Justert EK-beta	β_{ek}	0,558	0,555	0,553	0,550	0,547	0,545	0,542	0,540	0,540
* Markedsrisiopremie	mrp	0,05100	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
= Egenkapitalkrav	capm	0,034	0,036	0,038	0,040	0,042	0,044	0,046	0,046	0,046
+ Illikviditetspremie	ilp	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Egenkapitalkrav	ekk	0,039	0,041	0,043	0,045	0,047	0,049	0,051	0,051	0,051

Tabell 10.5 – Egenkapitalkrav 2020-2028

10.2 Finansielle krav

Vi har benyttet samme fremgangsmåte ved utarbeidelse av fremtidige finansielle krav som tidligere vist i kapittel 7. Før vi kan regne ut kravet for netto finansiell gjeld, må vi først regne ut kravet for finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

10.2.1 Syntetisk rating

Vi har benyttet oss av samme fremgangsmåte som ble benyttet i kapittel 6 for beregning av syntetisk rating. Som vi ser av figuren under tar den utgangspunkt i likviditetsgrad, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. For likviditetsgraden har vi valgt en konstant utvikling som svarer til størrelsen beregnet for 2019. Dette er en konservativ fremgangsmåte, men vi mener det likevel er passende basert på en helthetsvurdering av fremtiden. Videre har vi brukt tallmateriale fra fremtidsregnskapet som grunnlag for utarbeidelse av rentedekningsgraden og netto driftsrentabilitet. For egenkapitalprosenten blir denne beregnet ved å benytte følgende formel:

$$\text{egenkapitalprosent} = \frac{EK}{SSK} * \text{Gjennomsnittlig} \frac{ssk}{tk}$$

Formelen blir anvendt fordi vi mangler informasjon om størrelsen på fremtidig totalkapital. Egenkapitalprosenten for budsjettperioden finner vi ved å dividere egenkapitalen med sysselsatt kapital, for deretter å multiplisere leddet med gjennomsnittlig sysselsatt kapital/totalkapitalen for analyseperioden.

Beregningene gir oss følgende syntetisk rating:

Syntetisk rating	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Likviditetsgrad 1	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27
Rentedekningsgrad	39,5	35,2	30,9	26,5	22,2	17,9	13,6	13,6	13,6
Egenkapitalprosent	45,6 %	45,9 %	46,1 %	46,4 %	46,6 %	46,8 %	47,1 %	47,1 %	47,1 %
Netto driftsrentabilitet	19,5 %	15,2 %	12,9 %	10,7 %	8,5 %	6,5 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A

Tabell 10.6 : Syntetisk rating 2020-2028

Basert på en helhetsvurdering av selskapet mener vi at en A-rating passende for Selvaag. Dette begrunner vi med at Selvaag er et solid selskap med god kapitalstruktur, og forventet positiv inntjening. Videre er eiendomsutviklingsbransjen en bransje med begrenset med risiko.

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Det fremtidige kravet til finansiell gjeld består av den risikofrie renten tillagt en kredittrisikopremie. Basert på fremtidsregnskapet utarbeidet i kapittel 9, har vi regnet ut ulike nøkkeltall som gir grunnlaget for vurderingen av kredittrisikopremien, se tabell 10.6. Den risikofrie renten er beregnet i tabell 10.2.

$$fkg = r_f * (1 - s) + krp_{fg}$$

Finansielt gjeld:		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
Risikofri rente etter skatt	r_f	0,006	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,019	0,019
+ Kredittrisikopremie	krp_A	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	fgk	0,016	0,018	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,029	0,029

Tabell 10.7 – Finansielt gjeldskrav 2020-2028

Som vi ser av tabellen over er kravet til finansiell gjeld på 2,9 prosent i steady state (2026). Økningen fra 2019 skyldes i sin helhet økning i den risikofrie renten.

Den finansielle gjeldsbetaen beregnes på akkurat samme måte som i kapittel 7:

Finansiell gjeldsbeta		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
Syntetisk rating		A	A	A	A	A	A	A	A	A
Lang kredittisikopremie	<i>krp</i>	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
/ Markedsrisikopremie	<i>mrp</i>	0,0510	0,0510	0,0510	0,0510	0,0510	0,0510	0,0510	0,0510	0,0510
= Implisitt gjeldsbeta når $mrd=1$	<i>krp/mrp</i>	0,1961	0,1961	0,1961	0,1961	0,1961	0,1961	0,1961	0,1961	0,1961
Markedsrisikodel EK	<i>mrd ek</i>	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043	0,0043
* Justeringsfaktor til gjeld	<i>faktor</i>	0,3300	0,3300	0,3300	0,3300	0,3300	0,3300	0,3300	0,3300	0,3300
= Markedsrisikodel FG	<i>mrd fg</i>	0,0014	0,0014	0,0014	0,0014	0,0014	0,0014	0,0014	0,0014	0,0014
= Finansiell gjeldsbeta	<i>βfg</i>	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008

Tabell 10.8 – Finansiell gjeldsbeta 2020-2028

10.2.3 Finansielt eiendelskav og beta

Kravet for finansiell eiendel er beregnet på samme måte som i kapittel 6. Vi har benyttet følgende formel for beregning av fremtidskravet:

$$fek = kk * \frac{KON}{FE} + fk \frac{FOR}{FE} + ik * \frac{INV}{FE}$$

Kravet for kontanter $KK = r_f * (1 - s)$

Kravet for fordringer $FK = r_f * (1 - s) + krp_{for}$

Kravet for investeringer: $Ik = r_f * (1 - s) + krp_{for} + mrp * ilp_{inv}$

Som vi ser av tabellen under består mesteparten av de finansielle eiendelene av kontanter. Selvaag har ingen finansielle investeringer av vesentlig verdi i analyseperioden, og forventer ikke annet i budsjettperioden. Vi har fastsatt de ulike vektene av kontanter, fordringer og investeringer konstant for budsjettperioden, med utgangspunkt i gjennomsnittet for analyseperioden. Vi mener at dette er det beste anslaget for hvordan forholdet vil være i fremtiden. Ved beregning av de ulike kravene har vi brukt samme rammeverk som ble benyttet i kapittel 7.

Finansiell eiendelskrav		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
Kontantkrav	<i>kk</i>	0,006	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,019	0,019
* Kontantvekt	KON/FE	0,866	0,866	0,866	0,866	0,866	0,866	0,866	0,866	0,866
+ Fordringskrav	<i>fk</i>	0,016	0,018	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,029	0,029
* Fordringsvekt	FOR/FE	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134
+ Investeringskrav	<i>ik</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* Investeringsvekt	INV/FE	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Finansiell eiendelskrav	<i>fek</i>	0,0074	0,009	0,012	0,014	0,016	0,018	0,020	0,020	0,020

Tabell 10.9 – Finansiell eiendelskrav 2020-2028

Av tabellen over ser vi at kravet for de finansielle eiendelene øker fra 0,7 prosent til 2 prosent i steady state. Dette skyldes i all hovedsak utviklingen i kontantkravet, som følger den risikofrie renten.

Den finansielle eiendelsbetaen beregnes på akkurat samme måte som i kapittel 7:

Beta finansielle eiendeler		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
Kontantbeta	β kon	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* Kontantvekt	KON/FE	0,866	0,866	0,866	0,866	0,866	0,866	0,866	0,866	0,866
+ Fordringsbeta	β for	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
* Fordringsvekt	FOR/FE	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134
+ Investeringsbeta	β inv	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	INV/FE	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Beta finansielle eiendeler	β fe	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001

Tabell 10.10 – Beta finansielle eiendeler 2020-2028

10.2.4 Netto finansiell gjeldskrav og beta

Framtidskravet til netto finansiell gjeld beregnes ved å vekte kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler med deres respektive kapital. Kravet til netto finansiell gjeld øker i takt med budsjettperioden. Dette skyldes primært at kravet til finansiell gjeld øker som følge av utviklingen i den risikofrie renten, samt økning i den finansielle gjeldsvekten som følge av høyere økning i finansiell gjeld enn finansielle eiendeler.

Vi har benyttet følgende formel for å beregne kravet til NFG:

$$nfgk = fgk \times \frac{FG}{NFG} - fek \times \frac{FE}{NFG}$$

Netto finansielt gjeldskrav		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,016	0,018	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,029	0,029
* Finansielt gjeldsvekt	FG/NFG	1,456	1,458	1,460	1,462	1,464	1,466	1,468	1,471	1,471
+ Finansielt eiendelskrav	fek	0,007	0,009	0,012	0,014	0,016	0,018	0,020	0,020	0,020
* Finansielt eiendelsvekt	FE/NFG	0,456	0,458	0,460	0,462	0,464	0,466	0,468	0,471	0,471
= Netto finansielt gjeldskrav	NFGK	0,020	0,022	0,024	0,026	0,029	0,031	0,033	0,033	0,033

Tabell 10.11 – Netto finansielt gjeldskrav 2020-2028

10.3 Netto driftskrav

Kravet til netto driftskapital kan vi nå regne ut ved å vekte hhv. egenkapitalkravet og netto finansiell gjeldskravet med deres respektive kapitaler. Som vi ser av figuren under stiger netto driftskravet med 0,2 prosent hvert år i budsjettperioden. Utviklingen kan i stor grad forklares ved økningen av den risikofrie renten. Kravet til netto driftskapital vil bli anvendt ved neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer i neste kapittel samt beregning av superrentabilitet. Det er også verdt å merke seg at kravet til egenkapitalen er lavere enn kravet til netto driftskapital.

Vi har brukt følgende formel for å beregne kravet til netto driftskapital:

$$ndk = ekk \times \frac{VEK}{NDK} + nfgk \times \frac{NFG}{NDK}$$

Netto driftskrav		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
Egenkapitalkrav	ekk	0,039	0,041	0,043	0,045	0,047	0,049	0,051	0,051	0,051
* Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,639	0,642	0,645	0,648	0,651	0,654	0,657	0,660	0,660
+ Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,020	0,022	0,024	0,026	0,029	0,031	0,033	0,033	0,033
* Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,361	0,358	0,355	0,352	0,349	0,346	0,343	0,340	0,340
= Netto driftskrav	ndk	0,032	0,035	0,037	0,039	0,041	0,043	0,045	0,045	0,045

Tabell 10.12 – Netto driftskrav 2020-2028

Netto finansiell gjeldsbeta		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
Finansiell gjeldsbeta		0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008
* Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld		1,456	1,458	1,460	1,462	1,464	1,466	1,468	1,471	1,471
+ Finansiell eiendelsbeta		0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001
* Finansiell eiendeler/netto finansiell gjeld		0,456	0,458	0,460	0,462	0,464	0,466	0,468	0,471	0,471
= Netto finansiell gjeldsbeta		0,00117	0,00117	0,00117	0,00117	0,00117	0,00117	0,00118	0,00118	0,00118

Tabell 10.13 – Netto finansiell gjeldsbeta 2020-2028

10.4 Analyse av budsjettperioden - strategisk fordel

Vi skal nå ta å analysere Selvaags fremtidige strategiske fordel. Dette vil være basert på fremtidsregnskapet fra kapittel 9 og fremtidskravene utarbeidet i dette kapittelet.

Vi har tidligere konkludert med at Selvaag har hatt en stor strategisk fordel i driften, men at denne vil gå mot lav i steady state. Dette har vi begrunnet med at Selvaag har vært inne i en veldig god periode, som følge av gode makroforhold og bransjeforhold og god utnyttelse av deres tomtebank.

Vi forventer at tiden fremover vil begrense Selvaag strategiske fordel, som følge at myndighetene må balansere et marked der prisene har steget unormalt mye. Vi forventer at renten vil øke, og at dette vil begrense etterspørselen etter boliger, som igjen presser marginene for Selvaag nedover. Vi forventer også økt konkurranse som følge av press fra substitutter samt nyetablerere. Vi ser for oss at Selvaags ressursfordel i analyseperioden vil forsvinne relativt raskt inn i budsjettperioden. Dette som følge av det blir vanskelig å anskaffe seg attraktive tomter i fremtiden, samt vanskelig å anskaffe gode entreprenøravtaler. Alt dette akkumulert fører til at den strategiske fordel vil bli gradvis redusert fra 2020 til 2026, se tabell 10.11

Gearingfordelen vil også gradvis forsvinne, som følge av strategisk fordel i drift reduseres samt lavere finansiell gjeldsdel.

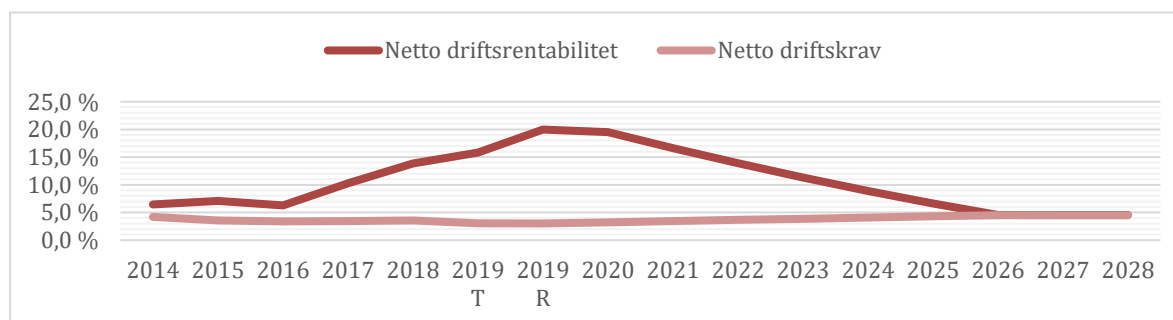
Over analyseperioden hadde Selvaag en finansieringsfordel på 1,1 prosent. Som nevnt i kapittel 8 antar vi ingen finansieringsfordel i fremtiden. Det betyr at vi setter rentabiliteten lik kravet.

Bakgrunnen for denne vurderingen skyldes i korte trekk at fordelene vil bli nøytralisert av den sterke konkurransen i finansmarkedet.

Strategisk fordel	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T+1	T+2
+ Netto driftsrentabilitet	19,5 %	16,6 %	13,9 %	11,3 %	8,9 %	6,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %
- Netto driftskrav	3,2 %	3,5 %	3,7 %	3,9 %	4,1 %	4,3 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
= Strategisk fordel drift	16,3 %	13,2 %	10,2 %	7,4 %	4,8 %	2,4 %	0,05 %	0,05 %	0,05 %
+ Gearingfordel drift	9,2 %	7,4 %	5,6 %	4,0 %	2,6 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
= Driftsfordel	25,5 %	20,5 %	15,9 %	11,5 %	7,4 %	3,6 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
+ Finansieringsfordel NFG	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
= Strategisk fordel	25,5 %	20,5 %	15,9 %	11,5 %	7,4 %	3,6 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %

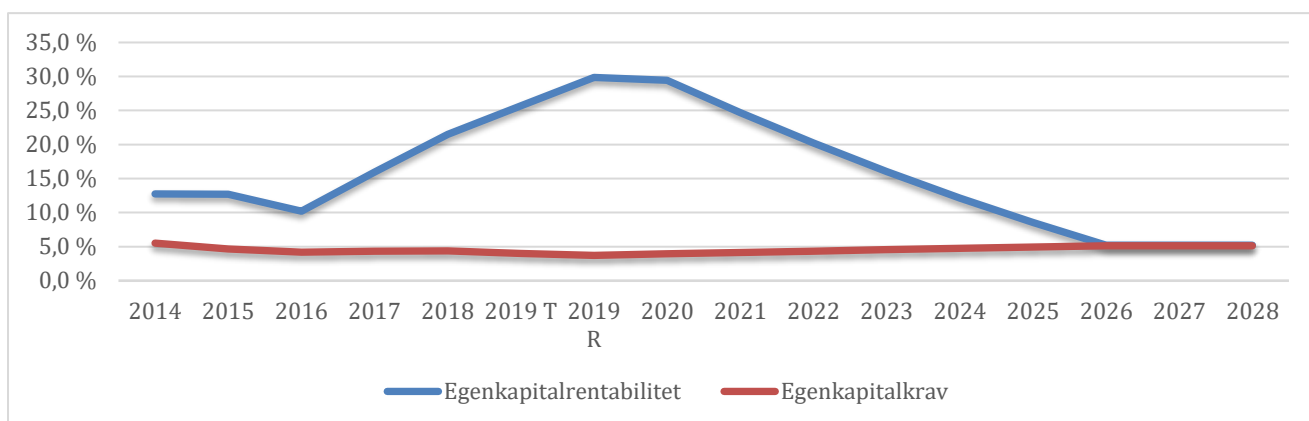
Tabell 10.14 – Strategisk fordel 2020-2028

Som vi ser av figuren 10.12 under vil netto driftsrentabilitet nærme seg netto driftskravet over budsjettperioden. Netto driftskravet vil holde seg stabilt på 4,5 prosent, noe som vi gir en lav strategisk fordel i steady state.



Figur 10.15: Fremtidig superrentabilitet

Den strategiske eierfordelen kan oppsummert, vises ved følgende modell:

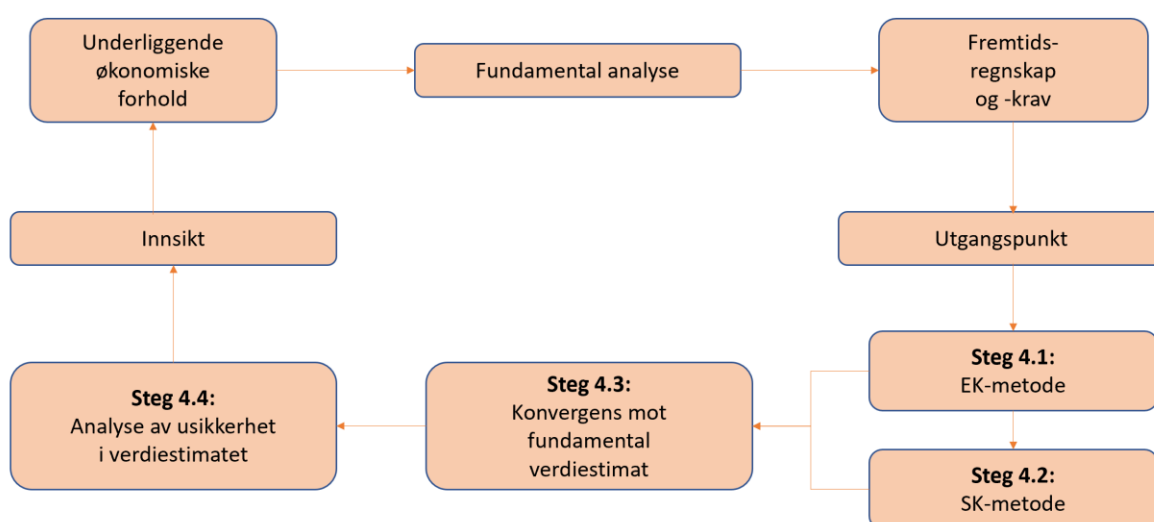


Figur 10.16– Estimert strategisk eierfordel 2020-2028

11. Fundamental verdsettelse

Vi bestemte i kapittel 3, at vi ville benytte oss av fundamental verdsettelse som hovedteknikk for verdivurderingen av SBO. Teknikken medførte at man startet med en strategisk regnskapsanalyse, som ga oss innsikt i underliggende økonomiske forhold ved selskapet. Dette var med på igjen å kunne fastsette et fremtidsregnskap og fremtidskrav, som vil bli benyttet i dette kapitlet for å foreta verdsettelsen av SBO.

For å foreta selve verdsettelsen av SBO, vil vi benytte oss rammeverket presentert av Knivsfå²²⁵. Dette samsvarer med annen verdsettelsesteori, som bl. Annet Penman (2013), Petersen mfl. (2017) og Damodaran (2012), samt finansteori ved bl. annet Berk & DeMarzo (2017).



Figur 11.1 – Rammeverket for fundamental verdsettelse

Vi vil benytte oss av ulike metoder, og innenfor hver metode, ulike modeller. Disse er introdusert i kapittel 3, men vil ytterligere utdypes og brukes i dette kapitelet. Som følge av at man ikke bruker virkelig verdi i vektingen, men budsjetterte vekter, vil man få ulik verdi etter metodene. Dette løses ved konvergering. Siste steget i fundamental verdsettelse består av å analysere usikkerheten som ligger i verdiestimatet. Man vil da benytte seg av Crystal Ball.

²²⁵ (Knivsfå, F17. Fundamental verdivurdering: Eigenkapitalmetoden, 2019)

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte gjennom å foreta en neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen²²⁶. Neddiskonteringen benytter seg da av et egenkapitalkrav. Man har fire ulike modeller: Fri kontantstrøm-modellen, netto utbytte-modellen, superprofitt-modellen, og superprofittvekst-modellen²²⁷. Hver av modellene tar utgangspunkt i ulike tall, men skal komme frem til samme verdiestimat gitt at man benytter samme forutsetninger²²⁸. Netto utbytte-modellen og fri kontantstrøm-modellen er lik, ettersom teknikken og verdiene som brukes er like etter modellene.

11.1.1 Fri kontantstrøm-modellen

Etter fri kontantstrøm-modellen finner du verdien av egenkapitalen ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen²²⁹. Man vil da benytte seg av egenkapitalkravet som neddiskonteringsfaktor. For å beregne verdien av kontantstrømmer fra steady state og utover, benyttes Gordons vekst formel. Man forutsetter da en kontant vekst på 3 prosent hvert år. Ved formel fremkommer egenkapitalverdien slik²³⁰:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}$$

Hvor VEK = virkelig verdi av egenkapitalen, FKE = fri kontantstrøm til egenkapitalen, ekv = egenkapitalkravet, t = år, T = budsjett horisont og ekv = egenkapitalveksten.

Ved å bruke ovennevnte formel og verdier beregnet i kapittel 9 og 10, får man følgende verdiestimat

FKE- / NBU-modellen	0 2019	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	6 T 2025	T+1 2026	T+2 2027	T+2 2028
FKE/NBU		436 346	385 950	317 646	233 080	135 165	27 974	103 396	135 919	139 997
/ Diskonteringsfaktor		1,0395	1,0826	1,1296	1,1809	1,2369	1,2980	1,3647	1,4347	1,5082
= Nåverdi fra 1 til T	1 461 467	419 778	356 516	281 205	197 375	109 278	21 552	75 764	94 738	92 821
+ + Horisontverdi fra T+1	4 682 581									
= Verdien av EK	6 144 048									
* NOK 1000	1 000									
/ Antall aksjer	93 765 688									
= Verdi praksis	65,53									

Tabell 11.2 – Fri kontantstrøm ved egenkapitalmetoden

²²⁶ (Kaldestad & Møller, 2016)

²²⁷ (Knivsflå, F17. Fundamental verdivurdering: Egenkapitalmetoden, 2019).

²²⁸ (Gjesdal, 2012)

²²⁹ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

²³⁰ (Knivsflå, F17. Fundamental verdivurdering: Egenkapitalmetoden, 2019)

11.1.2 Superprofitt-modellen

Ved bruk av superprofitt-modellen, beregnes verdien av egenkapitalen ved å ta balanseført verdi av egenkapitalen og tillegge nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital²³¹. Man vil også ved denne modellen benytte Gordons vekstformel for å fastslå horisontverdien. Ved formel, fremkommer egenkapitalverdien slik²³²:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

Hvor Superprofitt til egenkapitalen (SPE) er: $SPE_t = EK_{t-1} * (ekr_t - ekk_t)$

Ved å bruke ovennevnte formel og verdier beregnet i kapittel 9 og 10, får man følgende verdiesestimater:

SPE-modellen	0 2019	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	6 T 2025	T+1 2026	T+2 2027	T+2 2028
Balanseført EK	3 082 477									
+ Superprofitt til EK		785 878	729 736	641 873	522 388	373 310	198 670	4 394	4 724	4 866
- Diskonteringsfaktor		1,0395	1,0826	1,1296	1,1809	1,2369	1,2980	1,3647	1,4347	1,5082
= NV fra 1 til T	2 898 812	756 038	674 083	568 237	442 364	301 812	153 058	3 220	3 293	3 226
+ Horisont verdi fra T+1	162 759									
= Verdien av EK	6 144 048									
* NOK 1000	1 000									
/ Antall aksjer	93 765 688									
= Verdi pr aksje	65,53									

Tabell 11.3 – Superprofitt ved egenkapitalmetoden

11.1.3 Superprofittvekstmodellen

Den siste modellen er superprofittvekstmodellen. Denne beregner verdien av egenkapitalen ved å ta kapitalisert verdi av neste års nettoresultat til egenkapitalen tillagt kapitalisert nåverdi av fremtidig vekst i superprofitt til egenkapitalen²³³. Superprofittveksten justeres i tillegg for eventuelle endringer i diskonteringsrenta. Ved formel, finner man EK-verdien slik²³⁴:

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekv} + \frac{1}{ekv} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)}$$

Hvor: $NRE =$ Netto resultat til egenkapital, og $\Delta SPE =$ Vekst i superprofitt til egenkapitalen

²³¹ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

²³² (Knivsfå, F17. Fundamental verdivurdering: Egenkapitalmetoden, 2019)

²³³ (Palepu, Healy, & Peek, 2019)

²³⁴ (Knivsfå, F17. Fundamental verdivurdering: Egenkapitalmetoden, 2019)

Ved å bruke ovennevnte formel og verdier beregnet i kapittel 9 og 10, får man følgende verdiestimat:

ΔSPE-modellen	0	1	2	3	4	5	6 T	T+1	T+2	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nettoresultat i år 1		907 543								
Kapitalisert verdi	22 993 475									
Superprofittvekst til EK		-	57 534	90 305	122 463	151 911	176 520	194 326	277	87
/ Diskonteringsfaktor		1,0395	1,0826	1,1296	1,1809	1,2369	1,2980	1,3647	1,4347	1,5082
= NV fra 2020 til T+1	- 668 041	-	55 349	83 418	108 414	128 639	142 712	149 711	203	64
+ Kapitalisert verdi	- 16 925 463									
Horisontverdi fra T+1	3 001									
+ Kapitalsiert verdi	76 036									
= Verdien av EK	6 144 048									
* NOK 1000	1 000									
/ Antall aksjer	93 765 688									
= Verdi pr aksje	65,53									

Tabell 11.4 – Superprofitt vekst ved egenkapitalmetoden

11.2 Selskapskapitalmetoden

Ved bruk av selskapskapitalmetoden, finner vi verdien av egenkapitalen indirekte. Dette gjøres ved at vi først beregner verdien på hele selskapet, dvs. selskapskapitalen, for deretter å trekke ut verdien av gjelden²³⁵. Man har som nevnt i kapittel 3, tre ulike mål på selskapskapitalen: hhv. totalkapital, syselsattkapital samt netto driftskapital. Vi finner det mest hensiktsmessig å benytte oss av netto driftskapital som mål, og EK verdien kommer da frem følgende:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0$$

Hvor VEK = virkelig verdi av egenkapital, $VNDK$ = virkelig verdi av netto driftskapital og $VNFG$ = virkelig verdi av netto finansiell gjeld

Man benytter de samme tre modellene som benyttes under egenkapitalmetoden, hhv: Fri kontantstrøm-modellen, superprofitt-modellen, og superprofittvekst-modellen. Hver modell skal også her gi likt verdiestimat, gitt like forutsetninger. Man bruker her netto driftskravet for å neddiskontere verdier. Virkelig verdi av netto finansiell gjeld settes lik balanseført verdi, ettersom vi forutsetter at rentabiliteten er lik kravet.

²³⁵ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

11.2.1 Fri kontantstrøm fra drift-modellen

Ved bruk av fri kontantstrøm fra drift-modellen, finner vi verdien av netto driftskapital ved å neddiskontere fremtidig kontantstrøm fra drift med netto driftskrav²³⁶. Formelmessig følgende²³⁷:

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Hvor FKD = fri kontantstrøm fra drift, ndk = netto driftskrav og ndv = netto driftsvekst

Etter man har funnet verdien av netto driftskapitalen, trekker man fra verdien av netto finansiell gjeld.

Ved å bruke ovennevnte formel og verdier beregnet i kapittel 9 og 10, får man følgende verdiesimat:

FKD-modellen	0 2019	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	6 T 2025	2026	T+1 2027	T+2 2028
FKD		231 031	185 442	129 436	65 228	- 4 096	- 74 751	140 642	144 861	149 207
/ Diskonteringsfaktor		1,0324	1,0681	1,1072	1,1500	1,1970	1,2484	1,3046	1,3633	1,4246
= NV fra 1 til T+1	615 531	223 776	173 625	116 906	56 718	- 3 422	- 59 879	107 808	106 261	104 736
+ Horisontverdi fra T+1	7 405 540									
= Verdien av NDK	8 021 071									
- Netto finansiell gjeld	1 744 293									
= Verdien av EK	6 276 778									
* NOK 1000	1 000									
/ Antall aksjer	93 765 688									
= Verdi praksje	66,94									

Tabell 11.5 – Fri kontantstrøm ved selskapskapitalmetoden

11.2.2 Superprofitt fra drift-modellen

Ved bruk av superprofitt fra drift-modellen, beregnes verdien av netto driftskapital ved å summere balanseført verdi av netto driftskapital med nåverdien av fremtidig superprofitt fra drift. Også her benyttes Gordons vekstformel for beregning av horisontverdien. Man ser fremgangsmåten ved følgende formel²³⁸:

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Hvor superprofitt fra drift (SPD) fremkommer slik: $SPD_t = NDK_{t-1} * (ndr_t - ndk_t)$

Etter man har funnet verdien av netto driftskapitalen, trekker man fra verdien av netto finansiell gjeld.

²³⁶ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

²³⁷ (Knivsfå, F18. SK - metoden og verdikonvergens, 2019)

²³⁸ (Knivsfå, F18. SK - metoden og verdikonvergens, 2019)

Ved å bruke ovennevnte formel og verdier beregnet i kapittel 9 og 10, får man følgende verdiestimat:

	0	1	2	3	4	5	6 T	T+1	T+2	
SPD-modellen	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Balanseført NDK	4 826 770									
Superprofitt fra NDK		785 878	729 736	641 873	522 388	373 310	198 670	4 394	4 724	4 866
/ Diskonteringsfaktor		1,0324	1,0681	1,1072	1,1500	1,1970	1,2484	1,3046	1,3633	1,4246
= NV fra 1 til T	2 952 784	761 198	683 231	579 738	454 231	311 873	159 145	3 368	3 465	3 416
+ Horisontverdi fra T+1	241 517									
= Verdien av NDK	8 021 071									
- Netto finansiell gjeld	1 744 293									
= Verdien EK	6 276 778									
* NOK 1000	1 000									
/ Antall aksjer	93 765 688									
= Verdi praksje	66,94									

Tabell 11.6 – Superprofitt ved selskapskapitalmetoden

11.2.3 Superprofittvekst fra drift-modellen

Ved bruk av denne modellen, beregner man verdien av netto driftskapital ved å ta kapitalisert verdi av neste års netto driftsresultat tillagt kapitalisert nåverdi av fremtidig vekst i superprofit fra drift.

Superprofitveksten justeres i tillegg for eventuelle endringer i diskonteringsrenta. Ved formel, finner man netto driftskapital-verdien slik²³⁹:

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)} \right)$$

Hvor NDR = netto driftsresultat og ΔSPD = superprofittvekst fra drift

Etter man har funnet verdien av netto driftskapitalen, trekker man fra verdien av netto finansiell gjeld.

Ved å bruke ovennevnte formel og verdier beregnet i kapittel 9 og 10, får man følgende verdiestimat:

	0	1	2	3	4	5	6	T	T+1	T+2
ASPD-modellen	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nettoreultat fra NDE		942 380								
Kapitalisert verdi	29 064 642									
Superprofittvekst NDK		-	57 623	90 461	122 652	152 089	176 638	194 329	273	83
/ Diskonteringsfaktor		1,0324	1,0681	1,1072	1,1500	1,1970	1,2484	1,3046	1,3633	1,4246
= NV fra 2 til T+1	- 686 561	-	55 814	84 696	110 779	132 246	147 568	155 667	209	61
+ Kapitalisert verdi	- 21 174 740									
Horisontverdi fra T+2	4 253									
+ Kapitalisert verdi	131 169									
= Verdien av NDK	8 021 071									
- Netto finansiell gjeld	1 744 293									
= Verdien av EK	6 276 778									
* NOK 1000	1 000									
/ Antall aksjer	93 765 688									
= Verdi praksje	66,94									

Tabell 11.7 – Superprofitt vekst ved selskapskapitalmetoden

²³⁹ (Knivsflå, F18. SK - metoden og verdikonvergens, 2019)

Oppsummert gir de ulike metodene og modellene følgende verdier (verdi pr aksje):

	FK-modell	SP-modell	Δ SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metoden	65,53	65,53	65,53	65,53
NDK-metoden	66,94	66,94	66,94	66,94
Gjennomsnitt	66,23	66,23	66,23	66,23

Tabell 11.8 – Oppsummering egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden

Som vi ser, gir hver av modellene lik verdi innenfor hver av de ulike metodene.

Metodene gir også ulike egenkapital verdier, noe som er iht. forventning gitt bruk av budsjeterte vekter. Vi vil derfor i neste kapittel foreta konvergering, for å komme frem til et felles verdiesimat på egenkapitalen.

11.3 Konvergens mot et felles verdiesimat

Som nevnt i forrige delkapittel, ga de ulike verdivurderingsmetodene ulike verdier på egenkapitalen. Årsaken til dette var bruk av budsjeterte vekter og ikke virkelig verdi. For å løse dette, vil vi benytte oss av en konvergeringsprosess som sekvensielt justerer vektene mot virkelig verdi. Dette vil medføre at de ulike metodene gir tilnærmet lik verdi på egenkapitalen.

Konvergeringsprosessen består av følgende steg²⁴⁰:

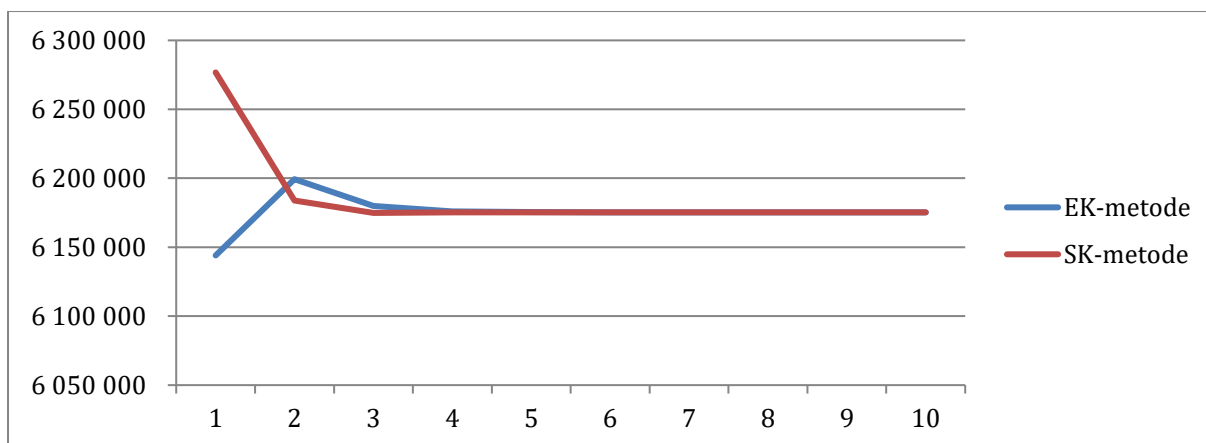
- 1) Benytt gjennomsnittlig egenkapitalverdi beregnet i forrige delkapittel, til å beregne nye verdivektene. Disse vil bli benyttet til å beregne nye krav.
- 2) Beregn et nytt verdiesimat på egenkapitalen etter de ulike metodene basert på oppdaterte krav og oppdaterte vekter.
- 3) Utfør punkt 1 og punkt 2 helt til forskjellen mellom egenkapitalverdien etter de ulike metodene er marginal.

Vi utfører konvergeringen for SBO, og kommer frem til følgende resultat:

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EK-metode	6 144 048	6 199 361	6 179 984	6 176 035	6 175 442	6 175 344	6 175 328	6 175 326	6 175 325	6 175 325
SK-metode	6 276 778	6 183 931	6 174 877	6 175 337	6 175 324	6 175 325	6 175 325	6 175 325	6 175 325	6 175 325
Gjennomsnitt	6 210 413	6 191 646	6 177 431	6 175 686	6 175 383	6 175 335	6 175 327	6 175 325	6 175 325	6 175 325
Avvik i %	2,1372 %	-0,2492 %	-0,0827 %	-0,0113 %	-0,0019 %	-0,0003 %	-0,0001 %	0,0000 %	0,0000 %	0,0000 %

Tabell 11.9 – Konvergens mot et felles verdiesimat

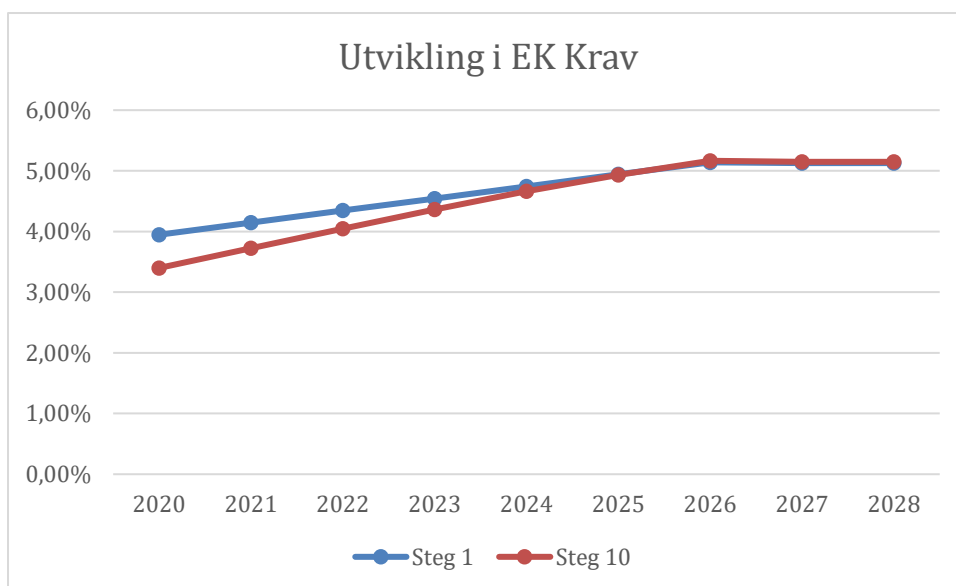
²⁴⁰ (Knivsfå, F18. SK - metoden og verdikonvergens, 2019)



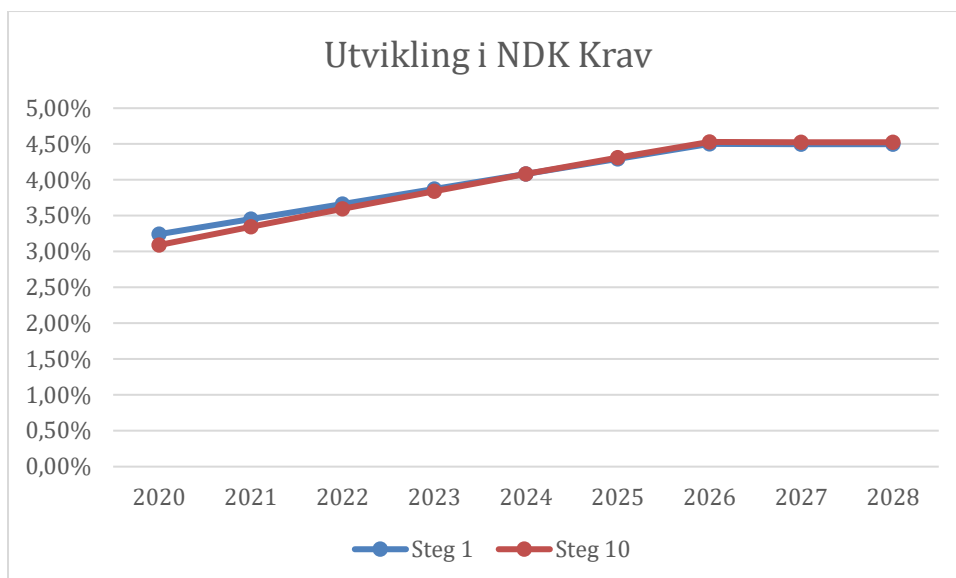
Figur 11.10 – Konvergens mot et felles verdiestimat

Vi har utført konvergeringen 10 ganger for å sikre at avvikene mellom de ulike metodene blir minst mulig, og dermed sikre et riktig felles verdiestimat. Avviket mellom metodene er i steg 1 på 2,1 prosent, imens ved steg 10 er den marginal. Vi ser av tabellen og figuren at verdi estimatet er i steg 10 på nok 6 175 325, som gir en verdi pr aksje på kr 65,81.

Årsaken til nye verdier i de ulike stegene er som tidligere nevnt pga. oppdaterte vektorer og dermed krav. Utviklingen i kravene er illustrert nedenfor, ved å se hva egenkapital- og nettodriftskapital kravet var i steg 1, og hva de blir i steg 10:



Figur 11.11 – Utvikling i egenkapitalkravet



Figur 11.12 – Utvikling i nettodriftskravet

11.3.1 Vurdering av verdiestimatet

Konvergeringsprosessen i forrige delkapittel medførte at vi kom frem til et felles verdiestimat på tnok 6 175 325. Som en del av rimelighetsvurderingen av estimatet, ser vi nå på ulike forholdstall som inkluderer relativ prising. Man vil foreta ytterligere rimelighetsvurderinger og analyser av multipler i kapittel 12.

Tilnærmingen som velges er fremoverskuende, og vi benytter oss dermed av 2019 trailling regnskapet (med oppdaterte Q3 tall).

Vi vil i dette kapitlet se spesielt på pris / bokført verdi (P/B) -forholdet og pris / resultat (P/E) -forholdet:

$$\frac{P}{B} = \frac{6\,175\,325}{3\,082\,477} = 2,00$$

$$\frac{P}{E} = \frac{6\,175\,325}{930\,569} = 6,64$$

Et P/B forhold på over 1, indikerer at selskapet er i stand til å skape merverdier utover bokført verdi på selskapets eiendeler²⁴¹. Årsaken til P/B forhold på 2, er grunnet varelageret blir vurdert til kost pris for tomter, og påløpte kostnader for prosjekter. Dette antas å avvike vesentlig fra virkelig verdi.

²⁴¹ (Kaldestad & Møller, 2016)

Når det kommer til P/E- forholdet, ligger denne på 6,64 mot et konsensus på 10,77²⁴².

Avviket er lite, og skyldes ulike skjønnsmessige vurderinger og forutsetninger.

Det normale P/E forholdet er gitt ved 1/avkastningskrav²⁴³.

Dette medfører at:

$$\frac{P}{E} = 6,64 < \frac{P}{E} = \frac{1}{0,0371} = 26,95$$

Som vi ser, er beregnet P/E lavere enn det normale P/E nivået. Dette vil si at superprofittveksten er fallende, noe som er konsistent med fallende strategisk fordel i budsjettperioden²⁴⁴.

Alt i alt, virker det foreløpige verdiestimatet på kr 65,81 pr aksje å være et rimelig estimat.

11.4 Analyse av usikkerhet

Vi har i delkapittel 11.3 presentert et verdiestimat. Dette verdiestimatet fremkommer basert på fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskravet i kapittel 10. I disse kapitlene, måtte man foreta en rekke subjektive vurderinger og antagelser om budsjett- og verdidrivere²⁴⁵. Dette var basert på beste skjønn, og er således beste estimat. Imidlertid er det ikke sikkert at faktisk utvikling i budsjett- og verdidriverne, blir som vi har antatt. Det foreligger altså estimatusikkerhet. Denne usikkerheten vil analyseres og presenteres igjennom Crystal ball. Man vil da foreta simulering- og sensitivitetsanalyser, for å undersøke hvordan verdiestimatet endres når man endrer viktige budsjett drivere.

11.4.1 Simuleringsanalyse

Som nevnt tidligere, foreligger det usikkerhet rundt verdiestimatet. Dette da verdiestimatet fremkommer basert på antatt utvikling i budsjett- og verdidrivere, og ikke faktisk utvikling. Fremvisningen av denne usikkerheten løses ved simuleringsanalyse, ved å gjøre kritiske budsjett- og verdidrivere til stokastiske eller usikre variabler²⁴⁶.

Simuleringsanalyse antas å gi det mest komplette bildet av risikoen knyttet til et verdiestimat. Dette da simuleringen baserer seg på at hver enkelt input i modellen har sin egen individuelle sannsynlighetsfordeling²⁴⁷.

Simuleringsanalysen vil utføres ved hjelp av verktøyet Crystall Ball i Excel, og vi vil benytte verdiestimatet fremkommet i forrige delkapittel.

²⁴² (DN Investor, 2019)

²⁴³ (Penman, 2013)

²⁴⁴ (Penman, 2013)

²⁴⁵ (Knivsflå, F19. Uvisse i verdiestimatet, 2019)

²⁴⁶ (Knivsflå, F19. Uvisse i verdiestimatet, 2019)

²⁴⁷ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

Kritiske budsjett- og verdidrivere

Føre man kan foreta selve simuleringen, må man gjøre budsjett- og verdidrivere til stokastiske. Det foreligger en rekke budsjett- og verdidrivere som kan gi utslag på verdiestimatet over tid, og i teorien kan vi gjøre alle disse til stokastiske. I praksis blir det imidlertid problematisk å definere sannsynlighetsfordeling for hver av disse variablene²⁴⁸, slik at man foretar kun et utvalg. Utvalget er basert på skjønn, og det tas de variablene som antas å være mest usikre og ha størst innvirkning på verdiestimatet.

Ettersom vi antar at det er driften som har størst betydning for verdien på selskapet, og ikke finansieringen, blir det naturlig at det er budsjett- og verdidrivere for driften som har størst fokus og gjøres stokastiske. Variablene som velges for simuleringen er *driftsinntektsveksten*, *netto driftsmargin* og *omløpet til netto driftseiendeler*.

Vi velger også å gjøre enkelte variabler knyttet til avkastningskravet for stokastiske. Vi velger også her de variablene vi antar er mest usikre og har størst betydning på verdiestimatet. Dette gjelder *markedets risikopremie*, *egenkapitalbeta*, og *langsiktig risikofirente*. Til slutt velges *finansiell gjeldsdel* å gjøres stokastisk.

Vi må videre definere standardavviket, samt sannsynlighetsfordelingen for de ulike variablene. Dette vil være basert på data fra analyseperioden, samt basert på en skjønnsmessig vurdering.

Videre er det viktig å sjekke for korrelasjoner mellom ulike drivere²⁴⁹. Med dette menes at endring av en av driverne, påvirker en annen driver. Det kan foreligge korrelert trekning, som vil si at utfallet fra en av trekningene, påvirker utfallet til en annen trekning. Dette kan være problematisk, og kan håndteres på to måter²⁵⁰: 1) Man kan velge å kun benytte en av de to korrelerte driverne, og dermed unngå korrelert trekning. 2) Man kan velge å benytte begge de korrelerte driverne, men bygge korrelasjonen inn i modellen. Vi har valgt sistnevnte metode.

Driftsinntektsvekst

På kort sikt settes standardavviket for driftsinntektsveksten til 5 prosent. Denne er fastsatt basert på skjønn, og er lavere enn standardavviket i analyseperioden. Den settes med den begrunnelsen at vi antar mer stabilitet i driftsinntektsveksten fremover, enn det som har vært i analyseperioden. På mellom lang sikt, er usikkerheten større enn på kort sikt, og settes til kortsiktig standardavvik skallert opp med 1,5.

²⁴⁸ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

²⁴⁹ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

²⁵⁰ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

På lang sikt har vi forutsatt en vekst på 3 prosent. Usikkerheten antas å være mindre på lang sikt, da økonomisk teori gir oss innsikt som avgrenser usikkerheten²⁵¹. Ettersom den langsiktige veksten ikke kan overstige den forventede veksten i verdensøkonomien på lang sikt, settes en øvre og nedre grense på 1,1 prosent. Oppsummert i tabell:

Driftsinntektsveksten		Forventet driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2	2021	10,74 %		0,05 Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2024	6,10 %		0,075 Normalfordelt
Budsjettpunkt T, steady state	2026	3,00 %		T[1,9%;4,1%] Symmetrisk trekantfordeling

Tabell 11.13 – Driftsinntektsvekst simulering

Når det kommer til korrelasjoner, er det naturlig å anta en korrelasjon mellom driftsinntektsvekst og markedsrisikopremien. Årsaken til dette, er at når det foreligger høy økonomisk vekst vil alternativ kostnaden for kapitalbruk være høy, og dermed også avkastningskravet være høyt²⁵². Vi setter korrelasjon til 0,2.

$$\text{Korrelasjon div, mrp} = 0,2$$

Netto driftsmargin

Likt som ved driftsinntektsveksten, antar vi stabilitet i netto driftsmarginen fremover sett mot våre estimater. Dette gjør at standardavviket på kort sikt, settes lavere enn standardavviket i analyseperioden, samt på mellom lang sikt, skalleres den opp med 1,5x kort sikt.

I steady state er usikkerheten mindre, og det settes dermed lavere avvik i en symmetrisk trekantfordeling.

Oppsummert i tabell:

Netto driftsmargin		Forventet netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2	2020	19,47 %		0,006 Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2024	11,69 %		0,009 Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2026	6,5 %		T[6,4%;6,6%] Symmetrisk trekantfordeling

Tabell 11.14 – Netto driftsmargin simulering

Denne driveren vil også inneha naturlige korrelasjoner. Selskaper med høy NDM, tenderer å ha lav ONDE²⁵³. I analyseperioden er denne positiv. Vi mener imidlertid at dette kun er engangstilfellet da det har vært svært god periode, hvor driftsinntekter har steget, uten at kostnader og NDE har steget tilsvarende. Dette har medført høyere ONDE og NDM, som ser ut som positiv korrelasjon. Dette antas imidlertid ikke å være tilfellet, og settes skjønnsmessig til -0,2.

$$\text{Korrelasjon NDM, ONDE} = -0,2$$

²⁵¹ (Knivsfå, F19. Uvisse i verdiestimatet, 2019)

²⁵² (Knivsfå, F19. Uvisse i verdiestimatet, 2019)

²⁵³ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Det er også naturlig å anta korrelasjon mellom NDM og finansiell gjeldsdel, da selskaper med høy NDM ofte tar en høy finansiell risiko, og dermed høy finansiell gjeldsdel²⁵⁴. Denne settes lavere enn i analyseperioden, og settes skjønnsmessig til 0,2

$$\text{Korrelasjon NDM, FGD} = 0,2$$

Omløpet til netto driftseiendeler

Likt som ved driftsinntektsveksten og netto driftsmarginen, antar vi mer stabilitet i også ONDE fremover. Standardavviket settes dermed enn i analyseperioden. Den settes kort siktig til 0,05 imens den skalleres ved mellom lang sikt opp med 1,5, da usikkerheten er noe større. På lang sikt settes grensen til 0,1.

Oppsummert i tabell:

ONDE	År	Forventet ONDE	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2	2021	85,40 %	0,050	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2024	76,20 %	0,080	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2026	70,0 %	T[0,69;0,71]	Symmetrisk trekantfordeling

Tabell 11.15 – ONDE simulering

Vi antar ikke ytterligere vesentlige korrelasjoner enn korrelasjonen nevnt under NDM med ONDE.

Øvrige risikofaktorer:

For øvrige risikofaktorer har vi fastsatt standardavviket og sannsynlighetsfordeling også basert på skjønn, historiske data, samt bransje data. Egenkapitalbetaen og markedsrisikopremien er gjort til variabler med påvirkning for samtlige år i budsjettperioden, imens langsiktig risikofri rente og langsiktig finansiell gjeldsdel er gjort til usikre variabler for budsjettthorisonen T og utover.

Dette gir oss følgende:

Andre kritiske risikofaktorer	Forventet verdi	Standard avvik	Sannsynlighetsfordeling
Egenkapitalbeta	62 %	0,005	Normal fordelt
Markedets risikopremie	5 %	T[0,0505;0,0515]	Symmetrisk trekantfordeling
Langsiktig risikofri rente	3 %	T[0,025;0,035]	Symmetrisk trekantfordeling
Langsiktig finansiell gjeldsdel	50 %	T[0,40;0,60]	Symmetrisk trekantfordeling

Tabell 11.16 – Andre kritiske risikofaktorer simulert

Forventer heller ikke her noen vesentlig ytterligere korrelasjoner mellom ulike driverne.

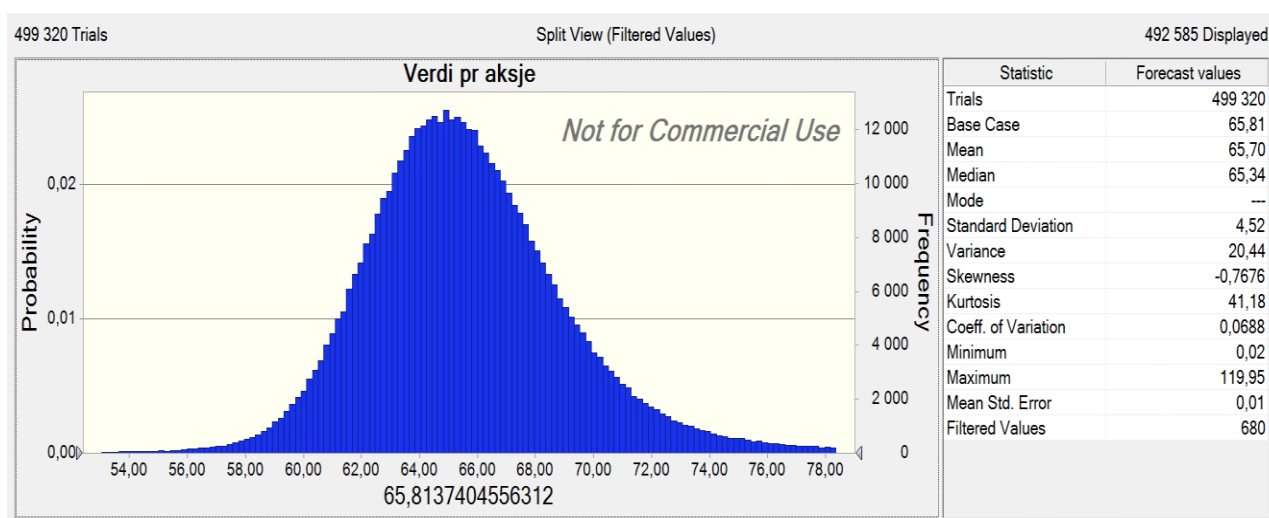
Neste steg vil da være å foreta selve simuleringen.

²⁵⁴ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Simuleringsanalyse:

Vi foretar nå en simuleringsanalyse ved hjelp av Crystall Ball i Excel. Dette vil være en Monte Carlo-simulering, hvor vi velger å foreta 500 000 treknings. Dette da for få treknings kan medføre et feilaktig resultat. Vi forutsetter at simuleringen kun inkluderer verdiestimer mellom 0 og 120. Dette gjør at ekstremverdier og urealistiske scenarier utelukkes. 0 settes basert på at dette er et aksjeselskap, hvor eierne har begrenset med ansvar. 120 settes basert på beste skjønn. Simuleringen vil gi oss et bilde av usikkerheten som foreligger, men vil ikke vise hvorvidt forutsetningene tatt for simuleringen er rimelige.

Dette gir oss følgende simuleringsresultat:



Figur 11.17 – Monte Carlo simulering

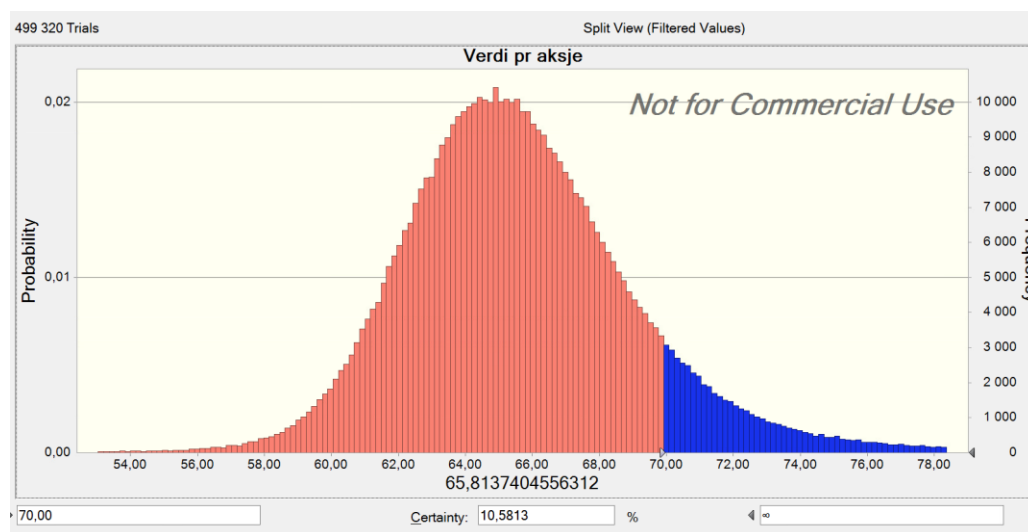
Av figuren, ser vi at vi nå har fått en fordeling rundt verdiestimatet. Denne sier noe om både forventet verdi, men også om aksjens potensielle verdi intervall. De fleste av utfallene er sentrert rundt vårt opprinnelige verdiestimat, dvs. foreligger en tett fordeling rundt verdiestimatet samt foreligger begrenset med variasjon på verdiestimatet. Dette bekreftes av «Coefficient of variation» på 6,9 prosent, som forteller noe om forholdet mellom standardavviket og verdiestimatet²⁵⁵. Såpass liten varians vil slå ut i senere oppside og nedside analyser. Vi ser at simuleringen viser et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 65,70 pr aksje, noe som er tilnærmet opprinnelig verdiestimat, samt fordeling etter utfallene tyder på at det er stor sannsynlighet for at verdi pr aksje ligger tilnærmet opprinnelig verdiestimat.

Videre legger vi merke til at simuleringen gir null utfall av 0 verdier, dvs. ingen konkurssannsynlighet. Dette vil bli hensyntatt i delkapittel 11.4.3.

²⁵⁵ (Knivsfå, F19. Uvisse i verdiestimatet, 2019)

Oppsidepotensial og nedsiderisiko:

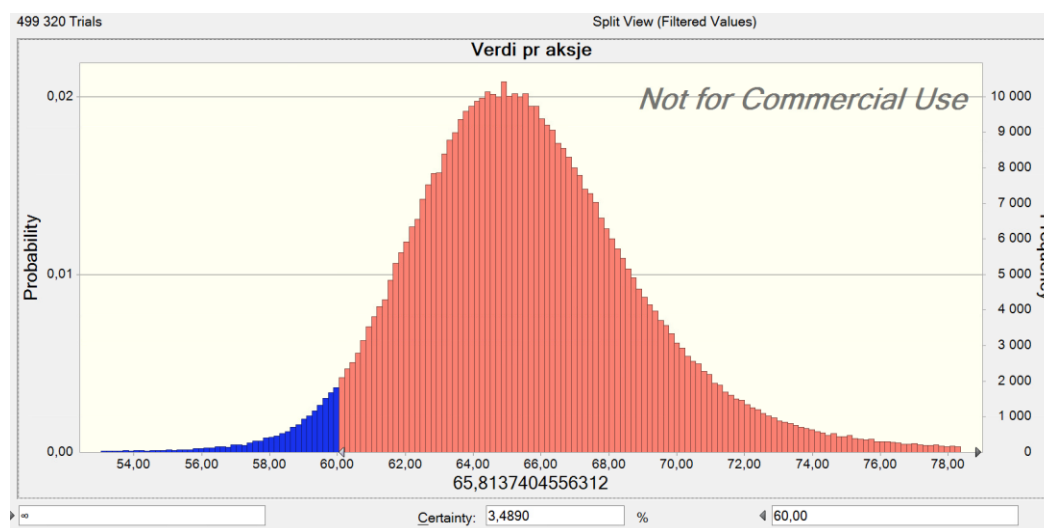
Det neste vi ønsker å se på, er sannsynligheten for at verdiesimatet vil ligge over eller under ett gitt nivå. Denne grensen settes til kr 70 for oppsiden. Dette vil si at når vi analyserer oppsidepotensialet, ønsker vi å se på sannsynligheten for at verdien pr. aksje er større enn kr 70. Vi legger inn denne forutsetningen i Monte Carlo, og får følgende figur:



Figur 11.18 – Oppsiderisiko

Det blå feltet indikerer utfallene med verdier over kr 70 pr. aksje. Som vi ser, er det 10,6 prosent sannsynlighet for at verdien pr. aksje er over kr 70.

Nivået for nedsiderisiko settes til kr 60 pr aksje. Dette vil si vi ønsker å se risikoen for at verdien pr. aksje er lavere enn kr 60. Vi legger forutsetningen inn i Monte Carlo, og får frem følgende resultat:



Figur 11.19 – Nedsiderisiko

Her utgjør blå felt de utfallene hvor verdien pr aksje er lavere enn kr 60. Som vi ser, er sannsynligheten for dette meget lav, kun 3,5 prosent.

Som vi ser av Monte Carlo figurene, er vi relativt sikre på at verdien pr aksje ligger rundt den verdien vi opprinnelig har kommet frem til. Vi forventer altså at sannsynligheten for store avvik er lav.

11.4.2 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse vil si å synliggjøre usikkerheten som ligger i verdiestimatet, gjennom å endre kritiske budsjett og verdidrivere, og illustrere hvordan dette slår ut på verdiestimatet²⁵⁶.

Sensitivitetsanalyse kan utføres i Crystal Ball, og man skiller mellom to ulike analyser: 1) Vanlig sensitivitetsanalyse innenfor de spesifiserte forutsetningene. 2) Variasjonsanalyse, dvs. analyse av hvor mye påvirkning de ulike budsjettdriverne har på variansen i verdiestimatet²⁵⁷.

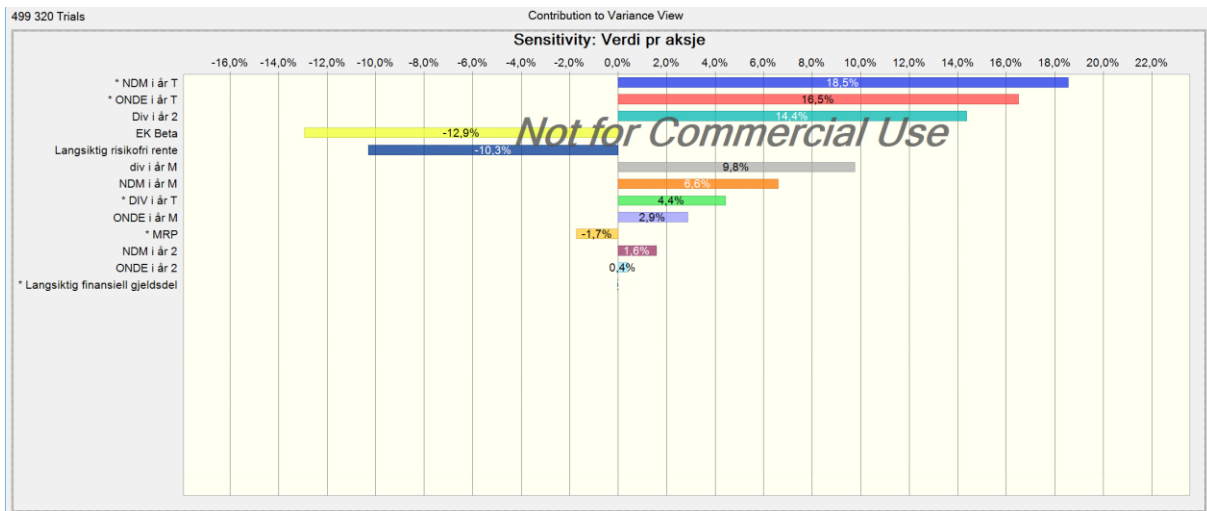
Vi foretar variasjonsanalyse i Crystall Ball, og får følgende resultat:

Antagelse	Variasjon i verdiestimatet
NDM i år T	18,56 %
ONDE i år T	16,50 %
DIV i år 2	14,36 %
EK Beta	12,92 %
Langsiktig risikofri rente	10,29 %
DIV i år M	9,76 %
NDM i år M	6,59 %
DIV i år T	4,43 %
ONDE i år M	2,87 %
MRP	1,72 %
NDM i år 2	1,57 %
ONDE i år 2	0,40 %
Langsiktig finansiell gjeldsdel	0,03 %

Tabell 11.20 – Variasjon i verdiestimatet

²⁵⁶ (Knivsfå, F19. Uvisse i verdiestimatet, 2019)

²⁵⁷ (Knivsfå, F19. Uvisse i verdiestimatet, 2019)



Figur 11.21 – Variasjon i verdiestimatet

NDM og ONDE:

Som vi ser av figuren over, har NDM og ONDE en del å si på variasjonen i verdiestimatet. Imens ONDE og NDM i år 2 har lite å si, har NDM og ONDE i år T størst påvirkning på variasjonen i verdiestimatet av alle kritiske faktorene. NDM står for hele 18,5 prosent, imens ONDE står for 16,50 prosent. Dette er naturlig, ettersom disse to variablene utgjør netto driftsrentabilitet, dvs. de bestemmer avkastningen fra driften. Forutsatt likt avkastningskrav, medfører høyere netto driftsrentabilitet økt lønnsomhet. Videre er det naturlig at det er steady state året, ettersom dette påvirker flere år.

Driftsinntektsvekst:

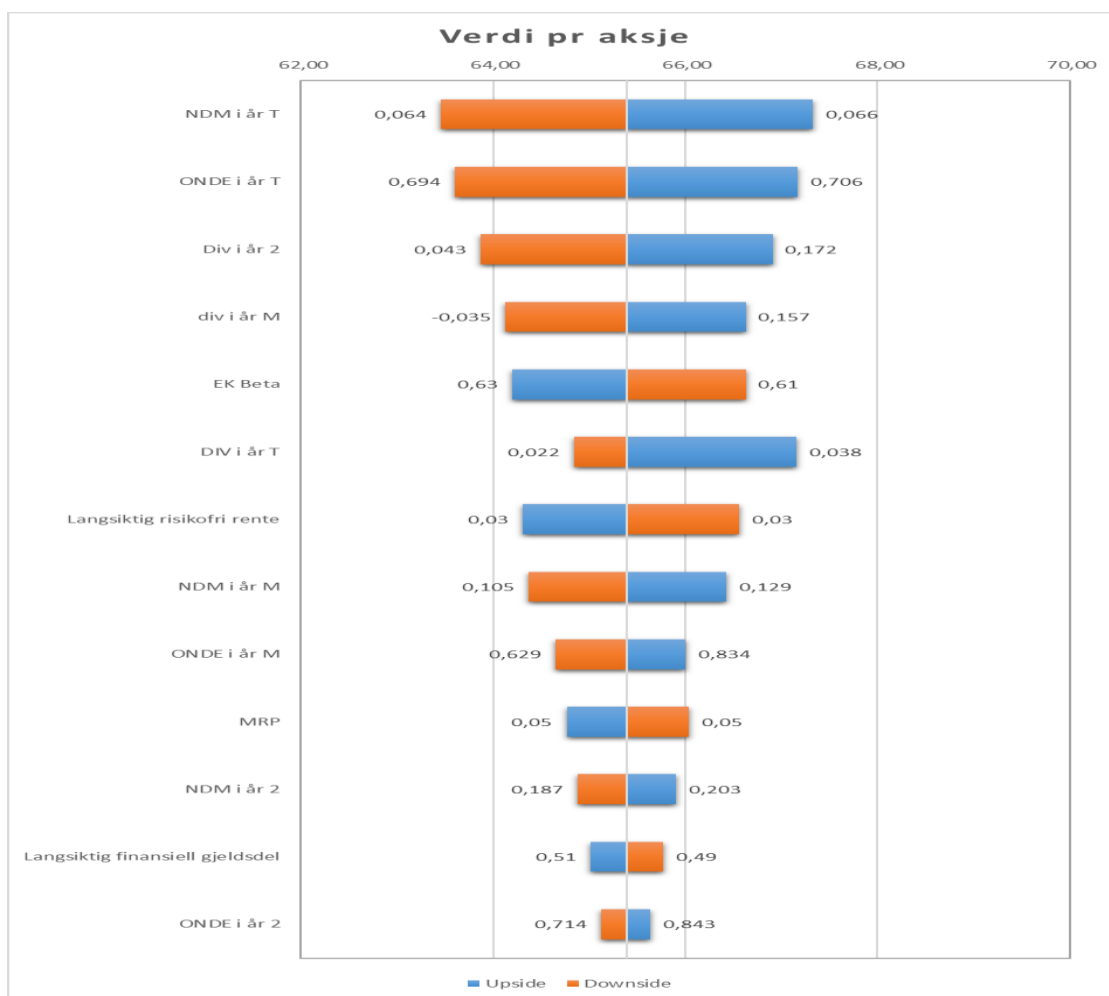
Driftsinntektsveksten har også en del å si på variasjonen i verdiestimatet. Dette er også naturlig, ettersom driftsinntekter påvirker størrelsen på netto driftsresultatet. Vi ser at år 2 driftsinntektsveksten har mest å si. Dette er naturlig ettersom denne er såpass stor, og endring i denne påvirker størrelsen på driftsinntektsveksten de neste årene også vesentlig.

Øvrige risikofaktorer:

De øvrige risikofaktorene påvirker variansen i verdiestimatet mer eller mindre. Som vi ser, er alle disse i minus, noe som er naturlig, ettersom ved økning av disse, har de negativ påvirkning på verdiestimatet. Vi ser at EK-betaen og langsiktig rente har mye å si. Dette er naturlig, basert på standardavvikene vi har fastsatt, samt det faktum at de har stor påvirkning på EK kravet. Langsiktig rente har for øvrig også påvirkning på NFG kravet.

MRP har noe å si variansen, mens langsiktig finansiell gjeldsdel har lite å si.

Vi vil nå foreta en tornado analyse med Crystall Ball.



Figur 11.22 –Tornado diagram

Figuren viser hvordan endring (oppside og nedside) i de kritiske budsjettdriverne, slår ut på endelig verdiestimat. Dette er da basert på forutsetninger vi har tatt, bl. annet standardavvik. Vi ser f.eks at hvis ndm i år T blir 6,6 prosent, samt alle øvrige faktorer utenom korelasjoner forblir uendret, vil dette medføre en pris pr. aksje på ca. kr 67,4. Dette er da oppsiden for ndm. Tilsvarende ser vi at hvis ndm reduseres til 6,4 prosent i år T, medfører dette en verdi pr. aksje på ca. kr 63,6. Dette er da nedsiden til ndm.

11.4.3 Konkurssansynlighet

Konkurssansynligheten kan hensyntas ved to måter: 1) bygge eventuell konkurs inn i forventa fremtidsregnskap, eller 2) lage fremtidsregnskap under forutsetning om fortsatt drift, og håndtere konkursscenarioet separat²⁵⁸. Vi utarbeidet i kapittel 9 og 10 fremtidsregnskap og fremtidskrav. Fremtidskravet hensyntar delvis konkurssansynligheten igjennom den syntetiske ratinga. Imidlertid er dette en meget enkel modell, som hensyntar få nøkkeltall og hvor nøkkeltallene som tidligere nevnt kan være missvissende. Videre ser vi av simuleringen tidligere i kapitlet, at simuleringen gir 0 utfall med verdier på kr 0, til tross for 500 000 trekninger. Det antas derfor ikke å være tilstrekkelig å hensynta konkurrrisikoen med kun den syntetiske ratinga. Vi ønsker følgelig å utføre ytterligere analyser for å bekrefte korrekt konkurssansynlighet samt til slutt justere verdiestimatet ytterligere for konkurrrisiko. Vi har ekstra fokus på dette området da man har en tendens til å undervurdere konkurrrisikoen i praksis²⁵⁹.

Som nevnt innledningsvis, ønsker vi å utføre ytterligere analyser for å bekrefte konkurssansynligheten for Selvaag Bolig. Dette kan gjøres på mange måter, ved f.eks. bruk av finansielle nøkkeltall, statistiske modeller og kredittrating. Ettersom vi tidligere i oppgaven har benyttet finansielle nøkkeltall, ønsker vi nå å benytte statistiske modeller.

Vi har benyttet litteratur hentet fra Petersen mfl. (2017) for å si noe om de statistiske modellene. Litteraturen legger vekt på at statistiske modellene ikke kan erstatte hardt arbeid og analytiske egenskaper, men brukes som et supplement. Det finnes flere statistiske modeller. Vi har valgt å benytte multiple discriminant analysis og logit analysis.

Multiple discriminant analysis

Altman's Z-score er en multiple discriminant analysis som bruker flere nøkkeltall i kombinasjon, i en regresjonsmodell²⁶⁰. Analysen prøver å plukke ut de nøkkeltallene og koeffisientene som samlet sett i kombinasjon gir best konkurspredikasjon. Disse vil da være basert på statistikk om konkurs, og selskapet vil bli plassert i en gruppe basert på score. En score under 1.81 indikerer en høy konkurrrisiko og dersom nøkkeltallet overstiger 2,99 har selskapet en lav sannsynlighet for å gå konkurs. Dersom scoren faller mellom 1.81-2.99 befinner selskapet seg i en grå sone, hvor det da er behov for ytterligere analyser. Formelen ble først publisert av Professor Edward Altman i 1968, og ble senere oppdatert i 2012.

²⁵⁸ (Knivsfå, F19. Uvisse i verdiestimatet, 2019)

²⁵⁹ (Knivsfå, F19. Uvisse i verdiestimatet, 2019)

²⁶⁰ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Vi har valgt å bruke Altman's Z-score for å si noe om konkurssansynlighet for Selvaag Bolig. Vår forventning er at konkurssansynligheten er lav da tidligere beregnet kredittrisikopremie er lav.

Altman Z-score	2 015	2 016	2 017	2 018	2019R
Omløpsmidler-kortsitg gjeld/Sum Eiendeler	0,75	0,75	0,73	0,72	0,71
EK/Sum eiendeler	0,57	0,58	0,62	0,67	0,64
Driftsres/sum eiendeler	0,16	0,14	0,22	0,30	0,46
Markedsverdi EK/sum gjeld	0,30	0,40	0,62	0,56	0,96
Salgsinntekt/sum eiendeler	0,51	0,46	0,50	0,51	0,56
Z-Score	2,29	2,34	2,71	2,75	3,32

$$1,2 * \frac{OM - KG}{Sum\ eiendeler} + 1,4 * \frac{Egenkapital}{Sum\ eiendeler} + 3,3 * \frac{Driftsresultat}{Sum\ eiendeler} + 1 * \frac{Salginntekter}{Sum\ eiendeler} + 0,6 * \frac{Markedsverdi\ egenkapital}{Sum\ gjeld} = Z\ score$$

Tabell 11.23 – Altman Z-score

Som vi ser av tabellen over har Selvaag Bolig en sterkt Z-score over analyseperioden, med en gradvis positiv utvikling fra 2015. Utviklingen er positiv som følge av gode resultater, og positiv utvikling i markedsverdien av egenkapitalen. Z-scoren stemmer også meget godt med kredittrisikopremien vi beregnet tidligere i oppgaven. Basert på vårt fremtidsregnskap forventer vi at Z-scoren vil holde seg på et stabilt nivå fremover.

Logit analysis

En annen statistiske modell som er mye brukt i praksis er Ohlson (1980) regresjonsmodell. På samme måte som Altman bruker Ohlson en rekke vekta variabler i kombinasjon, for å si noe om konkurssansynligheten²⁶¹. Ohlson modell skiller seg ut ved at den fastsetter en prosentvis sannsynlighetsstørrelse for konkursen. En av fordelene med Ohlson sin modell er at den er bedre i stand til å varsle en konkurssansynlighet i en tidligere fase, sammenlignet mot Altman.

²⁶¹ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Ohlson O- score	2 015	2 016	2 017	2 018	2019R
	- 1,32	- 1,32	- 1,32	- 1,32	1,32
(sum eiendeler/BNP)*LN	4,50	4,49	4,48	4,47	4,47
(sum gjeld/total eiendeler)	3,59	3,51	3,34	3,16	3,29
(omløpsmidler-kortsiktig gjeld)/total eiendeler	0,89	0,89	0,87	0,86	0,85
(kortsiktig gjeld/omløpsmidler)	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
(ordinært res/sum eiendeler)	0,11	0,11	0,15	0,21	0,32
(kontantstrøm drift/sum gjeld)	0,17	0,16	0,11	0,17	0,29
(endring res/res t/res t-1)	0,03	0,01	0,08	0,09	0,07
Ohlson O-score	- 3,40	- 3,45	- 3,66	- 3,93	4,00
Sannsynligheten for konkurs	3,24 %	3,08 %	2,51 %	1,92 %	1,79 %

$$Y = -1,32 - 0,407 (BNP) + 6,03 * \frac{\text{Total gjeld}}{\text{Sum eiendeler}} - 1,43 * \frac{OM - KG}{\text{Sum eiendeler}} + 0,076 * \frac{\text{Kortsiktig gjeld}}{\text{Omløpsmidler}}$$

$$- 2,37 * \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Sum eiendeler}} - 1,33 * \frac{\text{Funds from operation}}{\text{Sum eiendeler}} - 0,521 * \frac{\text{Endring netto resultat}}{\text{Netto res T} + \text{Netto res T} -}$$

Tabell 11.24 – Ohlson O-score

Resultatet av regresjonen viser at sannsynligheten for konkurs er lav over analyseperioden. Vi forventer også at Ohlson sin modell vil vise en lav sannsynlighet for konkurs i fremtiden.

Konklusjon om konkurssannsynligheten ved bruk av statistiske modeller

Som nevnt tidligere var våre forventninger at konkurssannsynligheten hadde vært lav, og dette blir også bekreftet av våre funn ved Altman og Ohlson. Vi har ikke klart å benytte metoden for vårt fremtidsregnskap, da modellene krever informasjon om nivået på bruttonasjonalprodukt og markedsverdien av egenkapitalen i fremtiden. Vi har på en annen side ingen indikatorer som skulle tilsa at konkurssannsynligheten skal utvikle seg negativt i fremtiden. Dette er basert på prognoser om fremtiden om Selvaag Bolig, samt prognoser utført av SSB.

Fundamental verdi på egenkapitalen ble beregnet i tidligere delkapittel til tnok 6 175 325.

Som tidligere nevnt, ønsker vi å justere verdiestimatet for konkurrrisikoen. Dette gjøres ved formel til Knivsflå²⁶². Dette virker også rimelig mhp. ytterligere analyser vi har gjort rundt konkurrrisikoen for Selvaag Bolig. Formelen kan fremvises slik:

$$VEK = (1 - p) \times FVEK + p \times LVEK$$

Hvor VEK = virkelig verdi av egenkapitalen, p = sannsynligheten for konkurs, FVEK = fundamental verdi av egenkapitalen, og LVEK = likvidasjonsverdi av egenkapitalen

²⁶² (Knivsflå, F19. Uvisse i verdiestimatet, 2019)

Likvidasjonsverdien i denne modellen henviser til verdien man sitter igjen med ved en eventuell fremtvingen avvikling, som f.eks. konkurs. Selvaag Bolig er et norsk aksjeselskap, og da gjelder norsk konkurslov. Denne sier at for at noen skal gå konkurs, må man være insolvent, dvs. ilikvid og insuffisient²⁶³. Ilikvid innebærer at man ikke klarer å betale sine forpliktelser etterhvert som de forfaller. Insuffisient knyttes mot at total verdien av skylderens eiendeler er lavere enn all gjelden man er ansvarlig for²⁶⁴. Dette vil dermed si at ved fremtvingen konkurs, vil selskapets egenkapital være tilnærmet null, dvs. likviditetsverdien av egenkapitalen settes til kr 0. Likviditetsverdien kan ikke være minus ettersom man har begrenset med ansvar ved et aksjeselskap.

Vi har fremkommet til en konkurssansynlighet på 0,1 prosent fra den sytente ratinga. Videre har vi fra Altmans modell en lav sannsynlighet for konkurs, og Ohlson's modell en konkurssansynlighet på 1,8 prosent. For å hensynta alle forholdene, settes p , konkurssansynligheten, her til 1 prosent. Med Knivsflå sin modell, gir dette følgende verdi på egenkapitalen:

$$\begin{aligned}VEK &= (1 - p) \times FVEK + p \times LVEK \\VEK &= (1 - 0,01) \times 6\,175\,325 + 0,01 \times 0 \\VEK &= \text{tnok } 6\,113\,571\end{aligned}$$

Altså etter justeringen for undervurdert konkurrrisiko, kommer man frem til en total verdi på egenkapitalen på tnok 6 113 571. Dette tilsvarer en verdi på kr 65,20 pr. aksje.

²⁶³ (Lovdata, 1986)

²⁶⁴ (Konkursrådet, 2012)

11.5 Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet

Basert på utarbeidet fremtidsregnskap i kapittel 9, og fremtidskrav i kapittel 10, har dette gitt oss grunnlag til å foreta en verdsettelse av SBO. Dette har blitt gjort ved bruk av ulike modeller innenfor hhv. egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Vi har benyttet budsjeterte vekter, som har medført ulik verdi på selskapet etter egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Dette har blitt løst ved en konvergeringsprosess, som har sørget for et felles verdiestimat. Verdiestimatet etter konvergeringen ligger på totalt nok 6 175 325 for hele egenkapitalen, eller på kr 65,81 pr. aksje. Prisen er kontrollert mot ulike multipler, som viser en fallende strategisk fordel i budsjettperioden samt merverdier ved selskapets eiendeler.

Det foreligger usikkerhet ved verdiestimatet. Dette er analysert og vurdert igjennom en simuleringsanalyse og sensitivitetsanalyse med Crystal Ball. Simuleringen viste at variansen på verdiestimatet var begrenset, med en fordeling tett opp til opprinnelig verdiestimat. Med dette menes at det er stor sannsynlighet for at verdien på aksjen er tilnærmet det vi opprinnelig beregnet. Det ble til slutt foretatt en sensitivitetsanalyse, som viste at verdiestimatet er særlig sensitiv for endringer i NDM i år T, ONDE i år T, samt div i år 2.

Ettersom man har en tendens til å undervurdere konkurrisikoen, har vi hensyntatt dette ved å justere verdiestimatet. Man har da sett på sannsynligheten for konkurs, virkelig verdi på egenkapitalen, samt likvidasjonsverdien, og kommet frem til et nytt verdiestimat på nok 6 113 571 for hele egenkapitalen eller på kr 65,20 pr. aksje. Endring fra opprinnelig verdiestimat er relativ liten, som skyldes lav konkurrisiko.

12. Supplerende verdsettelsesteknikker

Formålet med dette kapittelet er å kvalitetssikre verdiestimatet vi kom frem til i kapittel 11, ved å bruke supplerende verdsettelsesteknikker. Som forklart i kapittel 3 kan vi også benytte oss av opsjonsbasert og komparativ verdsettelse for å verdsette egenkapitalen til Selvaag²⁶⁵. Opsjonsbasert metode tilfører lav verdi i bransjer som anses som stabile og modne²⁶⁶. Historisk sett har boligbransjen vært en stabil bransje. Vi har derfor valgt å benytte oss av komparative verdsettelse som supplement.

En komparativ verdsettelse går ut på finne verdien av egenkapitalen til SBO, ved å sammenligne SBO's verdier mot lignende selskaper. Som nevnt i kapittel 3.2 kan vi kan benytte oss av en multiplikatormodell og/eller substansverdimodell. For å kvalitetssikre verdiestimatet mest mulig, benytter vi oss av både multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Vi vil starte med å kort utdype multiplikatormodellen, før vi foretar en vurdering av ulike type multipler som er best egnet for vårt tilfelle. Deretter vil vi komme frem til et estimat på egenkapitalen til Selvaag, som er med på å øke presisjonen for vårt verdiestimat i kapittel 11. Avslutningsvis i kapittelet vil vi presentere og benytte oss av substansverdimodellen.

12.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen er den meste brukte formen for verdsettelse i praksis²⁶⁷. Dette har sammenheng med at metoden er enkel å utforme samt lite komplisert sammenlignet med fundamental verdsettelse. Fordelene ved bruk av multiplikatormodellen er at verdien som blir beregnet, ikke beveger seg langt unna markedsprisen på børsen²⁶⁸.

Innenfor multiplikatormodellen kan vi velge å benytte oss av egenkapitalmetoden og/eller selskapskapitalmetoden. På samme måte som for fundamental verdsettelse kan vi fastsette en verdi på egenkapitalen direkte eller indirekte. Vi har utelukkende valgt å benytte oss av selskapskapitalmetoden, da denne metoden ikke justerer for ulik kapitalstruktur innad i selskapene.

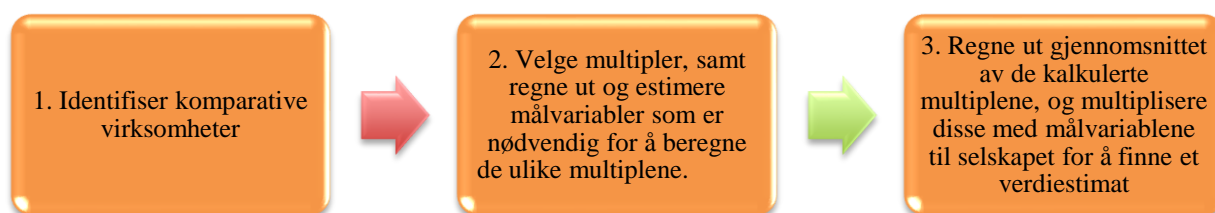
²⁶⁵ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

²⁶⁶ (Kaldestad & Møller, 2016)

²⁶⁷ (Kaldestad & Møller, 2016)

²⁶⁸ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

Vi har valgt å benytte oss av rammeverket til Penman (2013) ved utforming av multiplikatormodellen:



Figur 12.1- Steg i multiplikatormodellen

12.1.1 Komparative selskaper

For å kunne følge stegene i multiplikatormodellen må vi benytte oss av børsnoterte komparative selskaper²⁶⁹. Dette innebærer at vi erstatter eiendomsutviklingselskapene Opsahl Bolig og Veidekke Bolig da disse ikke er notert på børsen. Vi har valg å sammenligne mot Entra, Norwegian Property (NP) og Solon Eiendom. Entra og NP er eiendomsselskaper som har sin kjernevirksomhet innen drift, utleie og kjøp/salg av næringseiendom.

De ulike selskapene vil være preget av ulik kjernevirksomhet. Som følge av dette vil multiplene kunne gi store utslag. Entra og NP har mange utleieeiendommer, som etter IAS 40 føres til virkelig verdi med verdiendringer over normalt resultat. Dette medfører store balanseverdier, samt store resultatforskjeller fra år til år. SBO og Solon driver hovedsakelig med eiendomsutvikling, hvor tomtene og prosjektene føres som varelager, og til kostpris. Dette gjør at det vil være store avvik mellom virkelig verdi av varelageret samt bokført verdi, men med mer stabile resultater.

Det presiseres at enkelte av multiplene vil bli påvirket av regnskapsfleksibiliteten som foreligger i form av valg av regnskapsprinsipp, avskrivningsplan, aktivering eller kostnadsføring ol.. De fleste multiplene vil også ignorere forskjeller i risikoer mellom selskapene.

12.1.2 Valg av multipler

Vi kan dele multipler inn i tre hovedkategorier:

- *Resultat/kontantstrømorientert multipler*
- *Balanseorientert multipler*
- *Ikke-finansielle multipler*

²⁶⁹ (Kaldestad & Møller, 2016)

I praksis er det stor variasjon ved bruken av multiplene. Relevansen av multiplene vil være avhengig av type selskap og bransjeforhold²⁷⁰. For at vi skal kunne komme frem til en verdi av egenkapitalen som vi anses som mest pålitelig, har valget falt på en kombinasjon av resultat og balanseorienterte multipler over. Valget har falt på følgende multipler:

- *Markedsverdi egenkapital/Netto driftskapital (EV/NDK)*
- *Markedsverdi egenkapital/netto driftsresultat (EV/NDR)*
- *Markedsverdi egenkapital/resultat før skatt, finansposter, avskrivninger og nedskrivninger (EV/EBITDA)*
- *Markedsverdi egenkapital/driftsinntekter (EV/DI)*

Pris/Bok- multiplikator (EV/NDK)

Denne balanseorienterte multiplene tar for seg selskapets verdiskapning ved å se på forholdet mellom markedsverdien til netto driftskapital og balanseorientert netto driftskapital²⁷¹. Måten vi kan tolke dette nøkkeltallet på er slik: dersom multiplikatoren viser en verdi større enn 1 forventer markedet at selskapet klarer å skape merverdier utover bokførte verdier. En verdi mellom 0-1 betyr at selskapet ikke er i stand til å generere merverdier for eierne.

P/B ved selskapskapitalmetoden kan uttrykkes slik:

$$\frac{EV}{NDK} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Balanseført netto driftskapital}}$$

Pris/Fortjeneste- multiplikator (EV/NDR)

Dette er en resultat- og kontantstrømorientert multiplene som uttrykker forholdet mellom markedsverdien av netto driftskapital og selskapets resultat fra drift. Dette er en multiplene som er mye brukt i praksis som følge av at den ser på underliggende drift, og resultatet ofte gir en indikasjon på fremtidig inntjening. Multiplene har sine begrensninger ved at den blir påvirket av finansieringsstrukturen til selskapet. F.eks. kan to selskaper som skaper lik verdi fra drift, få ulikt estimat dersom gjeldsgraden deres er forskjellig.

P/E ved selskapskapitalmetoden kan uttrykkes slik:

$$\frac{EV}{NDR} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

²⁷⁰ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

²⁷¹ (Damodaran, Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, 2012)

Pris/EBITDA

Dette er en resultat- og kontantstrømorientert multiplum som ser på forholdet mellom markedsverdien av netto driftskapital og den underliggende inntjeningen til selskapet. Fordelen med å bruke EBITDA sammenlignet mot netto driftsresultat er at avskrivninger og nedskrivninger ikke medtas. Dette gjør at valg av avskrivningsplan, og nedskrivningsvurderinger ikke påvirker multiplumet²⁷². Ulempen er at den ignorerer forskjeller i risikoer og fremtidige investeringsbehov.

P/EBITDA ved selskapskapitalmetoden kan uttrykkes slik:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Driftsresultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Pris/Driftsinntekter (EV/DI)

Dette er en resultat- og kontantstrømorientert multiplum som ser på forholdet mellom verdien av netto driftskapital og driftsinntekter. Den vil si noe om effektiviteten som foreligger, gitt at konstansstrukturen er kjent. Multiplumet gjør det også mulig å sammenligne selskaper som går med underskudd²⁷³. Ulempen ved metoden er at den ikke hensyntar at det kan foreligge ulik driftsmargin, og dermed ulik driftsrentabilitet. Den hensyntar heller ikke at selskaper kan ha ulike inntektsføringsprinsipper.

P/DI ved selskapskapitalmetoden kan uttrykkes slik:

$$\frac{EV}{DI} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Driftsinntekter}}$$

12.1.3 Beregning av multipler og verdiestimat

Ved beregning av multiplene vil vi som utgangspunkt basere oss på bokførte og resultatførte verdier, da vi ikke har omgruppert og normalisert regnskapene for Entra og NP. For å øke sammenligningsgrunnlaget, vil vi derfor også basere oss på bokførte og resultatførte verdier for Selvaag og Solon.

Ettersom vi ønsker å benytte selskapskapitalmetoden, blir vi imidlertid tvunget til å foreta en grov omgruppering av regnskapet.

Før vi går i gang med kalkuleringen av multiplene, må vi finne markedsverdien på netto driftskapital.

²⁷² (Kaldestad & Møller, 2016)

²⁷³ (Kaldestad & Møller, 2016)

Vi kan finne markedsverdien av NDK ved å ta utgangspunkt i markedsverdien på egenkapitalen, for deretter å justere for netto finansiell gjeld. Vi forutsetter at balanseført netto finansiell gjeld tilsvarer virkelig verdi av netto finansiell gjeld.

Markedsverdien for egenkapitalen kan beregnes ved å multiplisere utestående aksjer med aksjekursen.

Vi har valgt å benytte aksjekursen pr. 14.11.2019

Verdi netto driftskapital	Selvaag	Solon	Entra	Norwegian Property
Aksjekurs pr. 14.11.2019	53	34	138	13
Utestående aksjer	93 765 688	59 349 333	182 132 055	499 875 596
Børsverdi egenkapital	5 007 087 739	2 017 877 322	25 134 223 590	6 298 432 510
Balanseført netto finansiell gjeld	1 744 478 000	2 288 000 000	18 877 000 000	4 894 900 000
Verdiestimert netto driftskapital	6 751 565 739	4 305 877 322	44 011 223 590	11 193 332 510

Tabell 12.2: Verdiestimert netto driftskapital

Vi har nå beregnet verdien av netto driftskapital, som vil bli brukt i de ulike multiplene.

Regnskapstallene som er benyttet for å regne ut de ulike multiplene er oppført i tabellen under.

Resultatpostene for alle selskapene under er i grove trekk normalisert. Av tallene under er det verdt å nevne at EBITDA for Entra og NP er lavere enn netto driftsresultatet. Dette skyldes at selskapene har urealisert gevinst på investeringseiendommene som inngår som del av driftsresultatet men ikke EBIDTA.

Regnskapstallene under er hentet fra Q3, og foretatt en grov trailing for å få regnskapstallene for 2019.

	Selvaag	Solon	Entra	Norwegian Property
Driftsinntekter	3 702 000 000	1 516 175 000	769 333 333	250 000 000
EBITDA	1 023 000 000	210 932 000	707 000 000	199 000 000
Netto driftsresultat	1 009 000 000	210 332 000	1 165 000 000	410 000 000
Egenkapital	3 082 000 000	1 063 000 000	23 555 000 000	7 867 300 000
Netto finansiell gjeld	1 744 478 000	2 288 000 000	18 877 000 000	4 894 900 000
Netto driftskapital	4 826 178 000	3 378 000 000	42 430 000 000	12 762 100 000

Tabell 12.3: Bokførte verdier

Multipler	Selvaag	Solon	Entra	Norwegian Property	Snitt
EV/NDK	1,4	1,3	1,0	0,9	1,1
EV/NDR	6,7	20,5	37,8	27,3	23,1
EV/EBITDA	6,6	20,4	62,3	56,2	36,4
EV/DI	1,8	2,8	57,2	44,8	26,7

Tabell 12.4: Utslag multipler

Som vi ser av tabellen over har alle selskapene et relativt likt forhold mellom EV/NDK, og et samlet gjennomsnitt på 1.1. Dette betyr at markedet har forventninger om at alle selskapene klarer å skape en merverdi for netto driftskapitalen, med unntak av Norwegian Property. For multiplene EV/NDR og EV/EBITDA varierer det også mye mellom SBO og Solon. Dette har sammenheng med at SBO har levert bedre resultater.

Den siste multiplene gir klart mest utslag, der kjernevirksomheten er avgjørende. For Entra og NP blir inntektene realisert i form av leieinntekter, mens SBO og Solon genererer driftsinntekter ved salg av boliger.

Vi vil benytte oss av gjennomsnittsverdier ved beregning av verdiestimatet pr. aksje for SBO i resten av oppgaven.

12.2 Verdiestimat ved bruk av multipler

Vi vil beregne verdiestimatet av egenkapitalen, ved å multiplisere netto driftskapital med multiplene beregnet over. Deretter trekker vi fra netto finansiell gjeld og dividerer på utestående aksjer, for å finne verdi pr aksje.

Verdiestimat ved bruk av komparativ verdsettelse	Selvaag	Solon	Entra	Norwegian Property
Verdiestimat NNK	6 751 565 739	4 305 877 322	44 011 223 590	11 193 332 510
/ Bokført verdi NDK	4 826 178 000	3 378 000 000	42 430 000 000	12 762 100 000
= EV/NDK Multiplikator	1,399	1,27	1,04	0,88
Gjennomsnitt	1,147			
Bokført netto driftskapital SBO	4 826 178 000			
* EV/NDK gj. multiplikator	1,147			
= Verdi NDK	5 535 592 205			
- NFG	1 744 478 000			
= Verdiestimat egenkapital	3 791 114 205			
/ Utestående aksjer	93 765 688			
= Verdi pr. aksje	40			
Kun Solon	1,34			
NDK-NFG	4 707 227 072			
P. aksje	50			

Tabell 12.5: EV/NDK

Verdiestimat ved bruk av komparativ verdsettelse	Selvaag	Solon	Entra	Norwegian Property
Verdiestimat NNK	6 751 565 739	4 305 877 322	44 011 223 590	11 193 332 510
/ Netto driftsresultat	1 009 000 000	210 332 000	1 165 000 000	410 000 000
= EV/NDR-Multipler	7	20	38	27
Gjennomsnitt	23			
Netto driftsresultat SBO	1 009 000 000			
* EV/NDR-Multiplikator	23			
= Verdi NDK	23 268 004 577			
- NFG	1 744 478 000			
= Verdiestimat EK	21 523 526 577			
/ Utestående aksjer	93 765 688			
= Verdi pr. aksje	230			
Kun Solon	14			
NDK-NFG	11 959 334 408			
P. aksje	128			

Tabell 12.6: EV/NDR

Verdiestimat ved bruk av komparativ verdsettelse	Selvaag	Solon	Entra	Norwegian Property
Verdiestimat NDK	6 751 565 739	4 305 877 322	44 011 223 590	11 193 332 510
/ EBITDA	1 023 000 000	210 932 000	707 000 000	199 000 000
= EV/EBITDA	7	20	62	56
Gjennomsnitt	36			
EBITDA SBO	1 023 000 000			
* EV/EBITDA- multiplikator	36			
= VERDI NDK	37 214 674 367			
- NFG	1 744 478 000			
= Verdiestimat EK	35 470 196 367			
/ Utestående aksjer	93 765 688			
= Verdiestimat per aksje	378			
Kun Solon	14			
NDK-NFG	12 072 851 198			
P. aksje	129			

Tabell 12.7: EV/EBITDA

Verdiestimat ved bruk av komparativ verdsettelse	Selvaag	Solon	Entra	Norwegian Property
Verdiestimat NDK	6 751 565 739	4 305 877 322	44 011 223 590	11 193 332 510
/ Driftsinntekter	3 702 000 000	1 516 175 000	769 333 333	250 000 000
= EV/DI multiplikator	1,82	2,84	57,21	44,77
Gjennomsnitt	27			
DI SBO	3 702 000 000			
*EV/DI-Multiplikator	27			
= Verdi NDK	98 699 036 280			
- NFG	1 744 478 000			
= Verdiestimat NDK	96 954 558 280			
/ Utestående aksjer	93 765 688			
= Verdi pr. aksje	1 034			
Kun Solon	2,332			
NDK - NFG	8 632 550 013			
Pris per aksje	73			

Tabell 12.8: EV/DI

Prisen pr. aksje varierer stort for de ulike multiplene. Dette gjør at det blir vanskelig å tolke estimatene. Variasjonen når alle selskapene er inkludert er kr 40 – kr 1035 pr aksje, og når kun Solon er inkludert er variasjonen fra kr 50 – kr 129. Formålet med dette kapitlet var å kvalitetssikre verdiestimatet vi beregnet i forrige kapittel, og vi finner det derfor hensiktsmessig å vekte multiplene. Vi har valgt å vektlegge resultat- og balanse multiplene likt, for deretter å fordelene driftsinntektene proporsjonalt. Dette mener vi gir en god indikator på verdiestimat ved bruk av multiplikatormodellen.

Som vi ser av tabell 12.9 blir verdiestimat hhv. kr 258,2 for alle selskapene og kr 87,6 for Solon. Begge verdiestimatene er høyere enn verdiestimatet vi fikk ved den fundamentale verdivurderingen. Vi ønsker å benytte verdiestimatet vi fikk når vi kun inkluderte Solon, som en justering av verdien fremkommet ved bruk av fundamental verdivurdering. Dette vil gjøres i endelig konklusjon i siste kapittel.

Oppsummeringer	Alle selskapene	Solon	Vekting
EV/NDK	40,0	50,0	45,0 %
EV/NDR	230,0	128,0	22,5 %
EV/EBITDA	378,0	129,0	22,5 %
EV/DI	1034,0	73,0	10,0 %
Verdiestimat	258,2	87,6	100 %

Tabell 12.9: Endelig verdiestimat ved multiplikatormodellen

12.3 Substansverdimodellen

Substansverdimodellen vil som tidligere nevnt i kapittel 3, si at man finner verdien av et selskap ved å se på hva de enkelte eiendelene kan selges for i det åpne markedet, og deretter trekke fra verdien av gjelden. Igjennom den fundamentale verdsettelsen har vi beregnet verdien av å drifte selskapet selv, dvs. bruksverdi. Substansverdimodellen vil se på verdien ved å ikke drifte selv, men selge alle eiendelene, dvs. salgsverdi. Ulikhetene mellom bruksverdien og salgsverdien oppstår grunnet at selskapet og markedet klarer å anvende eiendelene på ulike måter. Hvis substansverdien er høyere enn den fundamentale verdsettelsen, tilsier dette at det mest lønnsomme er å selge eiendelen, og avvikle driften²⁷⁴. Modellen forutsetter at det foreligger et aktivt marked for eiendelene, og salgsprisen vil bli påvirket av konjunkturer og lignende.

Man skiller mellom to ulike priser man kan oppnå i markedet²⁷⁵:

- Prisen man oppnår når man har tid til å selge eiendelene separat i et velordnet marked, og gjøre opp gjelden på vanlige måte. Man kan da vente til det er høykonjunktur eller vanlig marked for salg av eiendelene. Dette kalles markedsverdi, og det vil være denne verdien vi senere vil beregne.
- Prisen man oppnår når man må selge eiendelen kjapt, og gjøre opp gjelden umiddelbart. Da ofte salg av eiendeler til en lavere verdi enn markedsverdi pga. tidsbegrensning. Dette kalles også likvidasjonsverdi. Denne prisen vil ikke bli beregnet, ettersom dette virker meget usannsynlig.

Vi baserer oss på konsernregnskapet til Selvaag Bolig, og ser på Q3 rapporten. Ettersom dette er et supplement til den fundamentale verdsettelsen, forklarer og drøfter vi ikke alle vurderingene som er tatt rundt hver enkelt eiendel. Vi vil imidlertid drøfte de eiendelene som er av størst betydning og hvor det har foreligget mest usikkerhet. Vi vil ta utgangspunkt i å verdsette eiendelene og gjelden til markedsverdi. Ved mangel på denne, vil vi fastsette en verdi basert på bokført verdi. Vi vil da

²⁷⁴ (Kaldestad & Møller, 2016)

²⁷⁵ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

hensynta valgt avskrivningsmetode, hva statistikk sier om bokført verdi sett mot virkelig verdi av slike eiendeler, samt hva litteraturer, som f.eks Petersen (2017) sier om denne verdien.

Goodwill har oppstått som følge av en virksomhetssammenslutning i 2011, og antas å ha en verdi lik null.

Varelageret til Selvaag Bolig består av tomter, prosjekter under utvikling samt ferdigstilte enheter. Tomter antas å være lettsolgte, attraktive og det ble foretatt en verdivurdering i høsten 2019 på tomtene, hvor disse ble verdsatt til 3,4 MRD²⁷⁶. Tomtene settes til denne verdien. Videre er en del av varelageret knyttet mot påbegynte prosjekter, hvor deler av leilighetene allerede er solgt. Ettersom det foreligger såpass mange konkurrenter i boligutviklingsmarkedet, foreligger begrensninger på tomtearealer samt boligmarkedet er populært om dagen, antas det å være stor etterspørsel etter å fortsette med prosjektene til SBO. Påbegynte prosjekter samt ferdigstille enheter settes dermed til bokført verdi.

Investeringer i tilknyttede selskaper og felles kontrollerte ordninger føres etter egenkapitalmetoden, og settes til bokført verdi. Dette er antatt å reflektere markedsverdien.

Skattemessig overskudd som følge av salgene antas å være tilnærmet lik null, og vil følgelig ikke utløse betalbar skatt. Dette som følge av skattereglene som foreligger (bl. Annet fritaksmetoden ved salg av aksjer), samt det er antatt at skattemessige verdier ligger mer eller mindre likt som markedsverdiene på enkelte eiendeler. Unntaket er ved blant annet tomter, hvor det foreligger en regnskapsmessig gevinst. Tomtene er organisert i egne aksjeselskaper, og antas å ville bli solgt som aksjeselskap istedenfor som en tomt. Dette gjøres for skatteoptimalisering, og gjør at man slipper gevinstbeskatning (fritaksmetoden).

Øvrige eiendeler antas å bli gjort opp mer eller mindre til bokført verdi.

Utsatt skatt er antatt å ikke utgjøre en forpliktelse, og dermed ikke ha en verdi. Dette som følge av at denne knyttes mot tomter og påbegynte prosjekter, som er organisert i egne selskaper. Selskapene vil bli solgt snarere enn hver enkelt eiendel, som gjør at det ikke vil bli utløst gevinstbeskatning. Videre vil man ikke hensynta slik utsatt skatt ved verdsettelse²⁷⁷.

Leieavtalene knyttes mot leie av biler samt leie av kontorlokaler, og forutsettes at disse er avtalt iht. markedsvilkår samt ikke kan sies opp med umiddelbar virkning. Det forutsettes derfor at leieavtalene, dvs. leieretten og leieforpliktelsen overføres til andre aktører. Leieretten settes til antatt salgsverdi på tilsvarende rett i markedet. Leieforpliktelsen settes til nåverdien av fremtidige leieutbetalinger.

²⁷⁶ (Romerikes Blad, 2019)

²⁷⁷ (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

De øvrige leieforpliktelsene, antas mer eller mindre å bli gjort opp til bokført verdi.

Ved bruk av substansverdimodellen, kommer vi frem til en verdi på tnok 4 171 001 for hele egenkapitalen eller kr 44,48 pr aksje. Dette viser at man forventer høyere verdi og høyere lønnsomhet ved drift enn ved å selge alle eiendelene, og ikke fortsette. Dette er imidlertid ulogisk ettersom dette antyder at det foreligger vesentlige fordeler knyttet til drift, noe vi ikke har klart å identifisere, jfr. kapittel 4. Estimater på substansverdien er svært usikkert og dermed trolig for lavt. Vi vil følgelig ikke hensynta substansverdien i det endelige verdiestimatet.

13. Samlet oppsummering

13.1 Oppsummering

Hovedformålet med denne masterutredningen har vært å fastsette en verdi på Selvaags egenkapital pr. 31.12.2019. Vi har benyttet oss av fundamental verdsettelse som hovedteknikk, og komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodeller og substanverdimodellen som supplement.

I den strategiske analysen gikk vi i dybden på selskapet ved å se på underliggende interne forhold, men også bransjeforhold ved å se på makro- og konkurranseforhold. Analysene gjorde oss i stand til å vurdere faktorer som har størst innvirkning på bransjen og selskapet. Vi kom raskt frem til gode bransjeforhold, noe som tydet på en lønnsom bransje. Dette med bakgrunn i at det har vært en stor etterspørsel etter nye leiligheter, som følge av folks preferanser og som følge av høy kjøpekraft. Den høye kjøpekraften stammer fra blant annet historisk lav rente, samt gode forhold i norsk økonomi. Videre har det kun vært moderat press fra substitutter og konkurrenter.

Vi foretok også en intern selskapsanalyse, og analyserte forskjeller mellom Selvaag Bolig og bransjen. Her kom det frem at Selvaag Bolig så ut til å ha en svært attraktiv tomtebank, flere ulike boligkonsepter samt en stor evne til å fremskaffe gode entreprenørvtaler.

Selvaags regnskapstall ble omgruppert, normalisert og justert for målefeil for å øke relevansen og påliteligheten til tallene. Disse ble i kapittel 6 brukt til å foreta en vurdering av risikoer ved å blant annet se på likviditet og soliditet. Som følge av gode resultater over tid og solid kapitalstruktur har Selvaag en veldig lav konkurrisiko. Dette er også bekreftet av to statistiske modeller, hhv. Altman og Ohlson i kapittel 11. Innsikten fra dette kapittelet, ble brukt til å fastsette avkastningskravet i kapittel 7.

Innsikten fra kapittel 6, kombinert med en rekke andre beregninger og verdier, ble brukt til å fastsette avkastningskravet til de ulike kapitalene. Blant annet fant vi ut at Selvaag er lite sensitiv for endringer i markedet, og innehar en normalisert egenkapitalbeta på 0,619. Egenkapitalkravet ble i gjennomsnitt beregnet til 4,5 prosent, imens netto driftskravet ble beregnet til 3,5 prosent.

I lønnsomhetskapitelet kom vi frem til en strategisk fordel på 12 prosent over analyseperioden. Av strategiske fordelen på 12 prosent, er hele 10,8 prosent knyttet mot drift. Her er bransjefordelen stor (6 prosent) og ressursfordelen liten (0,4 prosent). Gearingeffekten fører til en skalering av strategisk fordel drift, og utgjør 4,4 prosent i gjennomsnitt.

Den beregnede strategiske fordelen stod i stil med våre forventninger, basert på den strategiske analysen.

Overgangen fra historiske tall til utarbeidelse av fremtidsregnskapet, var preget av store skjønnsmessige vurderinger. Vi hadde fokus på å være nøytrale, og brukte også beste skjønn i våre vurderinger. Med bakgrunn i syv budsjett drivere, produserte vi et fremtidsregnskap, og med bakgrunn i antagelser om risikoer i fremtiden, produserte vi fremtidskrav.

I fremtidsregnskapet blir det forutsatt en gradvis reduksjon av den strategiske fordelene frem mot steady state, hvor den strategiske fordelene vil være tilnærmet lik null. Driftsfordelen og gearingfordelen blir altså gradvis redusert, imens det aldri foreligger en finansieringsfordel ettersom vi forutsetter at kravet til netto finansiell gjeld vil være lik rentabiliteten i samtlige år i budsjettperioden.

Årsaken til reduksjon i driftsfordelen er knyttet mot tøffere makro- og konkurranseforhold. Med dette menes økt rente i fremtiden, svakere norsk økonomi, tøffere rivalisering og økt konkurranse fra substitutter. Videre er den finansielle gjeldsdelen antatt å gå ned, noe som er med på å redusere gearingfordelen. Ressursfordelen er antatt å forsvinne utover de neste årene. Dette da det blir vanskelig å anskaffe seg attraktive tomter i fremtiden grunnet hard konkurranse, samt vanskelig å anskaffe gode entreprenøravtaler.

I steady state, forventer vi en ndm på 6,5 prosent, samt et onde på 0,7.

I kapittel 11 ble selve verdsettelsen foretatt, ved å neddiskontere fremtidige resultater og kontantstrømmer med ulike avkastningskrav. Det ble brukt både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, som ved hjelp av konvergering, medførte et felles verdiestimat på nok 6 175 325 på hele egenkapitalen eller kr 65,81 pr aksje. Vi beregnet en P/E på 6,64, som indikerer fallende strategisk fordel i fremtiden. Dette som følge av tøffere makro- og konkurranseforhold. Vi har også beregnet en P/B på 2, som indikerer at selskapet er i stand til å skape merverdier utover bokført verdi av selskapets eiendeler. Dette som følge av vesentlige forskjeller på bokført verdi og virkelig verdi av varelageret. Dette verdiestimatet ble analysert igjennom simuleringsanalyse og sensitivitetsanalyse. Av disse analysene, kom vi frem til at verdiestimatet var særlig sensitiv for endringer i NDM i år T, ONDE i år T, samt div i år 2, samt at det er stor sannsynlighet for at verdien på aksjen er tilnærmet det vi opprinnelig beregnet

Ettersom vi mente at konkurssannsynligheten ikke var hensyntatt tilstrekkelig, foretok vi justeringer av verdiestimatet, for å hensynta denne risikoen. Nytt verdiestimat ble beregnet til nok 6 113 571 for hele egenkapitalen eller kr 65,20 pr aksje.

For å kvalitetssikre verdiestimatet vi kom frem til ved fundamental verdsettelse, valgte vi å bruke komparative verdsettelsesteknikker, i form av en substansverdimodell og multiplikatormodell.

Substansverdimodellen var preget av mye usikkerhet, noe som ga utslag i en for lav verdi sett mot hva vi mener er rimelig. Vi har derfor valgt å ikke hensynta verdien fra denne modellen i endelig verdiestimat.

Ved bruk av multiplikatormodellen, måtte vi utvide bransjedefinisjonen. Dette som følge av mangel på børsnoterte komparative selskaper. Vi regnet ut de ulike multiplikatorene, og vektet de ulikt. Dette ga en verdi pr aksje på kr 258,2 ved bruk av alle selskapene, og kr 87,6 ved bruk av kun Solon og Selvaag. Kr 258,2 virker urimelig høyt, og vi velger derfor kun å hensynta verdiestimatet ved bruk av Solon og Selvaag.

Multiplikatormodellen anses som en simpel modell i forhold til fundamental verdsettelse. Dette fører til at vi kun ønsker å vektlegge 10 prosent av verdiestimatet fra multiplikatormodellen og 90 prosent av den fundamentale verdsettelsen ved beregning av endelig verdiestimat.

Endelig verdiestimat = $0,10 \cdot 87,6 + 0,9 \cdot 65,2 = 67,44$

Endelig verdiestimat pr 31.12.2019 blir kr 67,44 pr aksje

13.2 Hendelser etter verdsettelsesdagen

Denne utdreningen tar utgangspunkt i offentlig informasjon frem til 14 november. I analysen av historiske tall så vi på regnskapstall til og med Q2 tall for 2019, imens vi hensynte Q3 tallene for 2019 ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet.

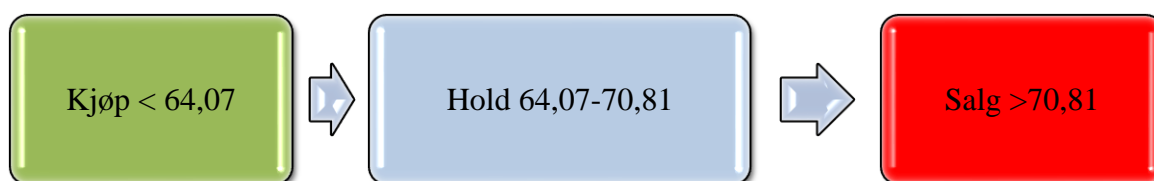
Hendelser etter 14.11.2019

- Selvaag har valgt å skille ut tomtebanken til et eget selskap, samt dele ut ekstraordinært utbytte. Effekten av utskillelsen er for å bedre og effektivisere kapitalbruken til SBO, samt gi større muskler for fremtidig vekst. Dette førte til at kursen gikk fra kr 55 til kr 62 i løpet av par dager.
- Vi har etter verdsettelsestidspunktet fått bekreftet at boliglånsforskriften ikke vil bli innstrammet ytterligere. Dette vil være positivt for SBO, ettersom flere har mulighet til å kjøpe nye leiligheter.

13.3 Handelsstrategi

Endelig verdiestimat ble kr 67,44 pr. aksje. På bakgrunn av dette kan vi utlede en handelsstrategi. Vi har valgt å sammenligne endelig verdiestimat mot børskursen pr. 17.12.2019, for å komme med en kjøpsanbefaling. I kapittel 11 kom vi frem til at det er svært liten usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Dette gjør at vi velger å operer med et +/- 5 prosent avvik.

Dersom børskursen viser en aksjekurs lavere enn kr 64,07 er det anbefalt å kjøpe aksjen, og hvis børskursen er større enn kr 70,81 anbefales salg.

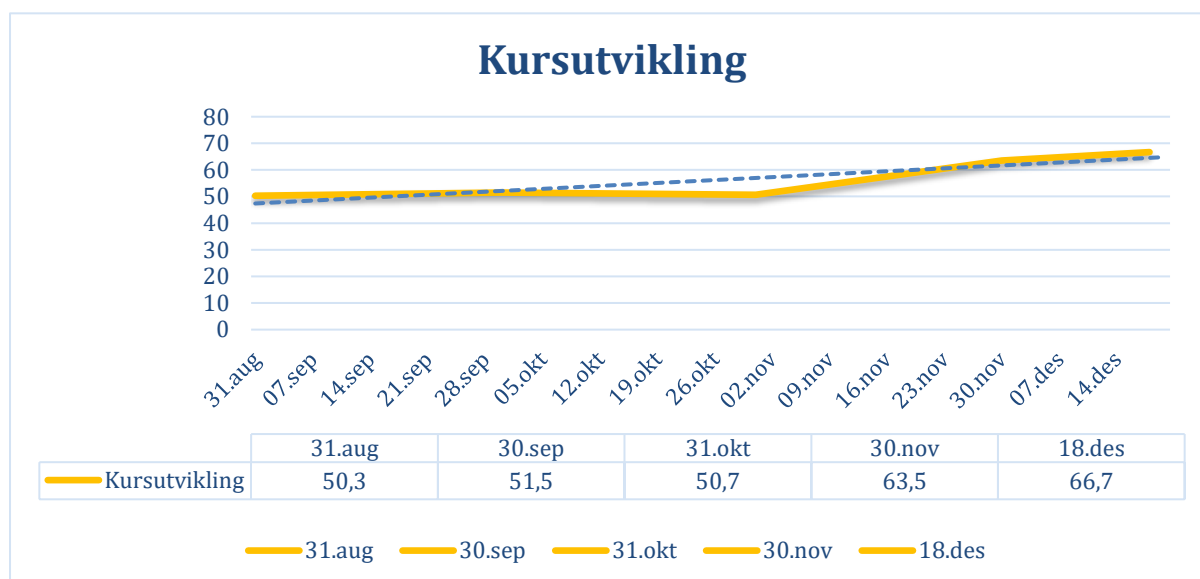


Tabell 13.1: Handelsstrategi pr. 17. Desember 2019

Pr. 17.12.2019 er børskursen pr aksje på kr 68,2 som svarer til et hold posisjon. Se figur 13.1. Basert på handelsstrategien gir dette en anbefaling om å holde på aksjen.

Avviket mellom endelig verdiestimat og børskursen på verdsettelsestidspunktet, skyldes ulike forventninger til Selvaag, bransjen og markedet.

Aksjekursen til Selvaag har steget med hele 85,03 prosent i 2019.



Tabell 13.2: Kursutvikling med lineær utvikling pr. 18. Desember 2019

Litteraturliste

Bøker og trykte kilder:

- Barney, J. (2013). *Gaining and sustaining competitive advantage* (4th edition. utg.). Essex, United Kingdom: Pearson Education Limited.
- Barney, J. B., & Hesterley, W. S. (2011). *Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts and Cases* (4th edition. utg.). Boston, USA: Pearson.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance* (4th edition. utg.). Essex, United Kingdom: Pearson Education Limited.
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2017). *Economics of strategy* (7th edition. utg.). New Jersey, USA: John Wiley & Sons.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of corporate finance* (12th edition. utg.). New York, USA: McGraw-Hill Education.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd edition. utg.). New Jersey, USA: John Wiley & Sons.
- Goolsbee, A., Levitt, S., & Syverson, C. (2016). *Microeconomics*. USA: Worth Publishing Ltd.
- Hill, C. W., & Jones, G. R. (2009). *Theory of strategic management* (8th edition. utg.). Mason, USA: South-Western Cengage Learning.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utgave. utg.). Bergen, Norge: Fagbokforlaget.
- Keller, G., & Gaciu, N. (2015). *Managerial Statistics* (1st edition. utg.). Hampshire, United Kingdom: Cengage.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (6th edition. utg.). New Jersey, USA: John Wiley & Sons.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation - IFRS standards edition* (5th edition. utg.). Hampshire, United Kingdom: Cengage.

Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th edition. utg.). New York, USA: McGraw-Hill.

Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis* (1. utgave. utg.). Bergen, Norge: Fagbokforlaget.

Presentasjoner:

Knivsflå, K. H. (2019). *F1. Verdivurdering med rekneskapsanalyse*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F2. Strategi, rekneskap og verdi*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F3. Rekneskapsanalyse ramme og trailing*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F4. Omgruppering for analyse*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F5. Omgruppering balanse og kontantstrøm*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F6. Rekneskapsbasert måling*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F7. Målefeil*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F8. Justering av målefeil*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F9. Kredittvurdering: syntetisk rating*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F10. Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F11. Strategisk rentabilitetsanalyse*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F12. Strategisk driftsanalyse*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F14. Framtidsrekneskap: Ramme og driftsinntekter*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F15. Framtidsrekneskap: Andre budsjettdriverarar*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F16. Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F17. Fundamental verdivurdering: Eigenkapitalmetoden*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F18. SK - metoden og verdikonvergens*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F19. Uvisse i verdierestimatet*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F20. Emne i fundamental verdivurdering*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F23. Komparativ verdivurdering*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2019). *F24. Opsjonsbasert = Supplement til fundamental verdivurdering*. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Års- og kvartalsrapporter:

Opsahl Bolig AS. (2014). *Årsrapport 2013*.

Opsahl Bolig AS. (2015). *Årsrapport 2014*.

Opsahl Bolig AS. (2016). *Årsrapport 2015*.

Opsahl Bolig AS. (2017). *Årsrapport 2016*.

Opsahl Bolig AS. (2018). *Årsrapport 2017*.

Opsahl Bolig AS. (2019). *Årsrapport 2018*.

Selvaag Bolig ASA (ÅRS 13). (2014). *Årsrapport 2013*.

Selvaag Bolig ASA (ÅRS 14). (2015). *Årsrapport 2014*.

Selvaag Bolig ASA (ÅRS 15). (2016). *Årsrapport 2015*.

Selvaag Bolig ASA (ÅRS 16). (2017). *Årsrapport 2016*.

Selvaag Bolig ASA (ÅRS 17). (2018). *Årsrapport 2017*.

Selvaag Bolig ASA (ÅRS 18). (2019). *Årsrapport 2018*.

Selvaag Bolig ASA. (2019). *Første kvartalsrapport 2019*.

Selvaag Bolig ASA. (2019). *Andre kvartalsrapport 2019*.

Selvaag Bolig ASA. (2019). *Tredje kvartalsrapport 2019*.

Solon Eiendom ASA. (2014). *Årsrapport 2013*.

Solon Eiendom ASA. (2015). *Årsrapport 2014*.

Solon Eiendom ASA. (2016). *Årsrapport 2015*.

Solon Eiendom ASA. (2017). *Årsrapport 2016*.

Solon Eiendom ASA. (2018). *Årsrapport 2017*.

Solon Eiendom ASA. (2019). *Årsrapport 2018*.

Solon Eiendom ASA. (2019). *Første kvartalsrapport 2019*.

Solon Eiendom ASA. (2019). *Andre kvartalsrapport 2019*.

Veidekke Bolig AS. (2014). *Årsrapport 2013*.

Veidekke Bolig AS. (2015). *Årsrapport 2014*.

Veidekke Bolig AS. (2016). *Årsrapport 2015*.

Veidekke Bolig AS. (2017). *Årsrapport 2016*.

Veidekke Bolig AS. (2018). *Årsrapport 2017*.

Veidekke Bolig AS. (2019). *Årsrapport 2018*.

Rapporter:

Fretheim, H., & Myrvåg, O. (2018). *Boliglånsforskriftens effekt på det norske markedet*. Norges Handelshøyskole.

Haugen, K. A. (05.05.2006). *Boligetterspørsel og boligpriser*. Universitetet i Oslo

Norges Bank. (06.2019). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*.

Porter, M. E. (1979). *How competitive forces shape strategy*. Harvard business review 57.

Internettkilder:

Boligprodusentene. (23.01.2019). *10 største boligutviklere*. Hentet fra https://www.boligprodusentene.no/artikkelarkiv/obos-er-landets-storste-boligbygger/?fbclid=IwAR3IzpGhbcjVGMX6EuXRzs7G2byuPhG6w9ebjcajN3kF8X5yst_EYEIfVc8.

Business-to-you. (18.09.2016). *PESTEL analyse*. Hentet fra <https://www.business-to-you.com/scanning-the-environment-pestel-analysis/>.

Business-to-you. (2016). *VRIO analyse*. Hentet fra <https://www.business-to-you.com/vrio-from-firm-resources-to-competitive-advantage/>.

Byggindustrien. (2019, 09). *OBOS Banken: Finanstilsynets forslag vil ramme en av tre boligsøkere*. Hentet fra <http://www.bygg.no/article/1406896>.

Damodaran, A. (2019). *Betas by sector*. Hentet fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html.

Direktoratet for byggkvalitet. (2011). *TEK*. Hentet fra <https://dibk.no/byggeregler/tek/>.

Direktoratet for byggkvalitet. (2017). *TEK 17*. Hentet fra <https://dibk.no/byggereglene/byggteknisk-forskrift-tek17/>.

DN Investor. (2019). *Aksje Selvaag Bolig*. Hentet fra <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S82/SBO/SelvaagBolig>.

- DNB Eiendom. (13.12.2018). *Hvordan spå boligpriser*. Hentet fra <https://dnbeiendom.no/altombolig/kjop-og-salg/boligpriser1/prognoser/hvordan-spa-boligpriser>.
- DNB Eiendom. (2019). *Nytt flyttemønster i Norge*. Hentet fra <https://dnbeiendom.no/altombolig/kjop-og-salg/nytt-flyttemonster-i-norge>.
- Estudie. (2019). *Kapitalverdimodellens forutsetninger*. Hentet fra <https://estudie.no/kapitalverdimodellens-forutsetninger/>.
- Estudie. (2019). *Vrio analyse*. Hentet fra <https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/>.
- Fardal, A. (2007). *IFRS og norske regnskapsregler*. Hentet fra <https://www.magma.no/ifrs-og-norske-regnskapsregler>.
- Finansnorge. (2013). *Hva er NIBOR*. Hentet fra <https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2013/01/hva-er-nibor-/>.
- Gjesdal, F. (2012). *Valg av verdsettelsesmodell*. Hentet fra <https://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell>.
- Hansen, S. J. (17.12.2018). *Prisdifferensiering*. Hentet fra <http://ad-venalicious.blogspot.com/2018/12/prisdifferensiering.html>.
- IMF. (2019). *Global realvekst*. Hentet fra https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEO_WORLD.
- Investopedia. (2019). *Porter's 5 forces*. Hentet fra <https://www.investopedia.com/terms/p/porter.asp>.
- Investopedia. (2019). *SWOT*. Hentet fra <https://www.investopedia.com/terms/s/swot.asp>.
- Investopedia. (2019). *Systematic risk*. Hentet fra <https://www.investopedia.com/terms/s/systematicrisk.asp>.
- Konkursrådet. (2012). *Innføring i konkurs*. Hentet fra <http://www.konkursradet.no/innfoering-i-konkurs.305266.no.html>.
- Krogsveen. (2019, 09). *Prisstatisikk*. Hentet fra <https://www.krogsveen.no/prisstatisikk>.

- Lederkilden. (2019). *Avkastningskrav*. Hentet fra <https://www.lederkilden.no/ordliste/avkastningskrav>.
- Lovdata. (1986). *Konkursloven*. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1984-06-08-58>.
- Lovdata. (2018). *Klimaloven*. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2017-06-16-60>.
- Lovdata. (2019). *Lov om planlegging og byggesaksbehandling*. Hentet fra https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2008-06-27-71/*#*.
- Mindtools. (2019). *Porter's five forces*. Hentet fra https://www.mindtools.com/pages/article/newTMC_08.htm.
- Mindtools. (2019). *SWOT*. Hentet fra https://www.mindtools.com/pages/article/newTMC_05.htm.
- NHO. (2018). *Selskapsskatten ned til 20 prosent*. Hentet fra <https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatten-ned-til-20-prosent/>.
- Nordea. (2018). *Nye regler for boliglån*. Hentet fra <https://www.nordea.no/privat/vare-produkter/lan-og-kreditt/boliglan/nye-regler-for-boliglan.html>.
- Nordnet. (01.02.2019). *Interessant aksje Selvaag Bolig*. Hentet fra <https://blogg.nordnet.no/interessant-aksje-selvaag-bolig/>.
- Norges Bank. (2018). *Om inflasjon*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Inflasjon/>.
- Norges Bank. (2019). *Styringsrenten*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>.
- Norges-bank. (2019). *Styringsrente*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/>.
- Olsen, Ø. (. (2019, 10 24). *Styringsrente uendret på 1,50*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Pressemeldinger/2019/2019-10-24-pressemelding/>
- Opsahl Bolig AS. (2019). *Om oss*. Hentet fra <https://www.opsahlbolig.no/om-oss/>.
- Oslo Børs. (2019). *Kursutvikling Oslo Børs*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>.

- Professional Academy. (2019). *PESTEL analyse*. Hentet fra <https://www.professionalacademy.com/blogs-and-advice/marketing-theories---pestel-analysis>.
- PWC. (2019). *MRP*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/kapitalmarkedstjenester/tabellrisiko.png>.
- Regjeringen. (2014, 01). *NOU 2004:2 effekter og effektivitet*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2004-2/id383676/>.
- Regjeringen. (2016). *Boliglånsforskriften*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/fastsetter-ny-boliglansforskrift/id2523967/>.
- Romerikes Blad. (2019, 11 18). *Selvaag varsler utbytte på to milliarder kroner*. Hentet fra <https://www.rb.no/nyheter/selvaag/boligutbygging/selvaag-bolig-varsler-utbytte-pa-to-milliarder-kroner/s/5-43-1189493>.
- Selvaag Bolig. (09.2019). *Gjeldsstruktur i SBO*. Hentet fra <http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/gjeldsinformasjon/gjeldsstruktur/default.aspx>.
- Selvaag Bolig ASA (a). (2019, 09). *Visjon og verdier*. Hentet fra <http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/om-oss/visjon-og-verdier/default.aspx>.
- Selvaag Bolig ASA (b). (2019, 09). *Vår historie*. Hentet fra <http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/om-oss/vr-historie/default.aspx>.
- Selvaag Bolig ASA (c). (2019, 09). *Kontofører og revisor*. Hentet fra <http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/aksjeinformasjon/kontofrer-og-revisor/default.aspx>.
- Selvaag Bolig ASA (d). (2019, 09). *Risikostyring*. Hentet fra <http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/gjeldsinformasjon/risikostyring/default.aspx>.
- Selvaag Bolig ASA (e). (2019). *Utbytte policy*. Hentet fra <http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/aksjeinformasjon/utbyttepolicy/default.aspx>.
- Selvaag Bolig ASA (f). (09.2019). *Kursutvikling*. Hentet fra <http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/aksjeinformasjon/kursutvikling/default.aspx>.

Selvaag Bolig ASA (g). (10.12.2019). *Om Selvaag Bolig*. Hentet fra <https://www.selvaagbolig.no/om-oss/boligutbygger/>.

Selvaag Bolig ASA. (2019). *Aksjonærer*. Hentet fra <http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/aksjeinformasjon/aksjonrer/default.aspx>

Selvaag Bolig Pluss. (09.2019). *Pluss Service*. Hentet fra <https://www.plusservice.no/>.

Shupilov, Y. (23.04.2017). *Aksjer og obligasjoner vs eiendommer*. Hentet fra <https://news.shupilov.com/blog/stocks-and-bonds-vs-real-estate-investments/>.

Skatteetaten. (2019). *Formuesverdi av bolig*. Hentet fra <https://www.skatteetaten.no/satser/formuesverdi-bolig/>.

Skatteetaten. (2019). *Skatt på alminnelig inntekt*. Hentet fra <https://www.skatteetaten.no/satser/alminnelig-inntekt/?year=2019#rateShowYear>.

Skatteetaten. (2019). *Skillet mellom primærbolig og sekundærbolig*. Hentet fra <https://www.skatteetaten.no/rettskilder/type/handboker/skatte-abc/2018/bolig--formue/B-11.002/B-11.008/>.

Smarte penger. (2019). *Antatt renteutvikling*. Hentet fra <https://www.smartepenger.no/bank-og-kort/785-rentebanen>.

SNL. (2014). *Stordriftsfordeler*. Hentet fra <https://snl.no/stordriftsfordeler>.

Solon Eiendom ASA. (2019). *Om oss*. Hentet fra <https://soloneiendom.no/om-oss/>.

SSB. (05.09.2019). *Konjunkturtendenser*. Hentet fra <https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/rentetoppen-er-trolig-nadd?fbclid=IwAR14WEGGY9acJZmTY4LMqgTF6g4oL24i73E1bqpnCeUyadK7y8RHcB5x1Y8>.

SSB. (13.09.2017). *Stort flertall eier boligen*. (S. sentralbyrå, Red.) Hentet fra <https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/artikler-og-publikasjoner/stort-flertall-eier-boligen>

SSB. (2019). *Befolkningsframskrivning*. Hentet fra <https://www.ssb.no/folkfram>.

- SSB. (2019, 10 17). *Eldrebølgen*. Hentet fra <https://www.ssb.no/helse/artikler-og-publikasjoner/eldrebolgen-legger-pa-flere-omsorgstjenester-i-kommunen>.
- SSB. (2019). *Fakta om befolkningen*. Hentet fra <https://www.ssb.no/befolkning/faktaside/befolkningen>.
- SSB. (2019). *Faktatall om norsk økonomi*. Hentet fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>.
- SSB. (2019, 09). *Hva er egentlig BNP*. Hentet fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/hva-er-egentlig-bnp>.
- SSB. (2019, 09). *Konsumprisindeks*. Hentet fra <https://www.ssb.no/kpi>.
- SSB. (2019). *Lavere befolkningsvekst fremover*. Hentet fra <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/lavere-befolkningsvekst-framover>.
- SSB. (2019). *Nasjonalregnskap og konjunkturer*. Hentet fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer?de=Konjunkturer&innholdstype=publikasjon-artikkel>.
- Svanemerket. (2018, 11). *Økende miljøbevissthet blant boligkjøpere*. Hentet fra <https://www.svanemerket.no/aktuelt/nyheter/okende-miljobevissthet-blant-boligkjopere/>.
- Veidekke AS. (2019). *Om oss*. Hentet fra <http://veidekke.no/om-oss/article8949.ece>.
- World Bank. (2019). *Worldwide Governance Indicators*. Hentet fra <http://info.worldbank.org/governance/wgi/#home>.

Figur og tabell liste

Kapittel 2

Figur 2.1 – Aksjekursutvikling

Figur 2.2- Boligkonsepter Selvaag Bolig ASA

Figur 2.3- Verdikjeden Selvaag Bolig ASA

Figur 2.4 – Tilbud etterspørsel kurve

Figur 2.5- Prognose fremtidig styringsrente

Tabell 2.6- Rentetabell

Figur 2.7- Befolkningsvekst storbyer år 2040

Tabell 2.8- Befolkningsvekst aldersgrupper 2040

Kapittel 3

Figur 3.1 – Rammeverk Fundamental verdsettelse

Kapittel 4

Figur 4.1 – Fundamental verdsettelse

Figur 4.2 – Strategisk analyse

Figur 4.3 – PESTEL

Tabell 4.4 – Politiske forhold Boligutviklingbransjen

Tabell 4.5 – Økonomiske forhold Boligutviklingbransjen

Tabell 4.6 – Sosiokulturelle forhold Boligutviklingbransjen

Tabell 4.7 – Teknologiske forhold Boligutviklingbransjen

Tabell 4.8 – Miljømessige forhold Boligutviklingbransjen

Tabell 4.9 – Lovmessig forhold Boligutviklingbransjen

Tabell 4.10 – Oppsummering PESTEL

Figur 4.11 – PORTER femkraftsmodell

Tabell 4.12 – PORTER oppsummert

Tabell 4.13 – VRIO rammeverket

Figur 4.14 – VRIO oppsummert

Figur 4.15 – SWOT oppsummert

Figur 4.16 – Strategisk analyse oppsummert

Kapittel 5

Tabell 5.1- Resultat regnskap til SBO i perioden 2014-2018

Tabell 5.2- Totalbalansen til SBO i perioden 2014-2018

Tabell 5.3 – Endring egenkapital Selvaag 2014-2018

Tabell 5.4 – Trailing Selvaag 2019

Tabell 5.5 – Skattefordeling på kapitaler

Tabell 5.6 – Fullstendig regnskap

Figur 5.7 – Omgruppering av regnskap

Figur 5.8 – Analytisk inndeling av kapitaler

Tabell 5.9 – Unormalt netto driftsresultat

Tabell 5.10 – Unormalt netto finansresultat

Figur 5.11 – Fordeling skattekostnaden

Tabell 5.12 – Unormalt driftsskattesats

Tabell 5.13 – Fordeling normal driftsskatt på netto normalt driftsresultat egen virksomhet

Tabell 5.14 – Skattekostnaden beregnet på normalt finansresultat

Tabell 5.15 - Fordeling av skattekostnaden

Tabell 5.16 – Omgruppert resultatregnskap for Selvaag i perioden 2014-2019T

Figur 5.17 – Omgruppert resultatregnskap for Selvaag i perioden 2014-2019T

Tabell 5.18 – Omgruppert eiendeler

Tabell 5.19 – Omgruppert gjeld

Tabell 5.20 – Omgruppert balanse fra total til sysselsatt kapital

Tabell 5.21 – Omgruppert balanse fra sysselsatt til netto driftskapital

Figur 5.22 – Oversikt over ulike målefeil

Tabell 5.23 – Leieforpliktelser Selvaag Q1

Tabell 5.24 –Renteberegning

Tabell 5.25 –Oppsummering leieavtale

Tabell 5.26 –Effekt på balanse og resultat leieavtale

Tabell 5.27 –Normalisert og justert resultat for Selvaag i perioden 2014-2019T

Tabell 5.28 –Omgruppert og justert balanse sysselsatt kapital for Selvaag i perioden 2014-2019T

Tabell 5.29 –Omgruppert og justert balanse netto driftskapital for Selvaag i perioden 2014-2019T

Tabell 5.30 –Justert kontantstrømoppstilling for Selvaag i perioden 2014-2019T

Tabell 5.31 –Justert og normalisert bransjeregnskap i perioden 2014-2019T

Tabell 5.32 – Justert og normalisert sysselsatt kapitalt bransjeregnskap i perioden 2014-2019T

Tabell 5.33 – Justert og normalisert netto driftskapital bransjeregnskap i perioden 2014-2019T

Tabell 5.34 – Rammeverk for forholdstallsanalyse

Kapittel 6

Figur 6.1 – Likviditetsgrad 1 Selvaag og bransjen

Figur 6.2 – Likviditetsgrad 1 Dekomponert

Figur 6.3 – Finansiell gjeldsdekning Selvaag og bransjen

Figur 6.4 – Rentedekningsgrad Selvaag og bransjen

Figur 6.5 – Endring i likvide midler

Figur 6.6 – Egenkapitalandel Selvaag og bransjen

Figur 6.7 – Netto driftsrentabilitet Selvaag og bransjen

Figur 6.8 – Kapitalstruktur Selvaag

Figur 6.9 – Kapitalstruktur bransjen

Figur 6.10 – Oppsummering syntetisk rating Selvaag

Figur 6.11 – Oppsummering syntetisk rating bransjen

Kapittel 7

Figur 7.1 – Risikofri rente etter skatt

Figur 7.2 – Markedsrisikopremie

Figur 7.3 – Utdata råbeta

Figur 7.4 – Regresjonsligning

Figur 7.5 – Netto driftsbeta

Figur 7.6 – Egenkapitalkrav

Figur 7.7 – Finansielt gjeldskrav

Figur 7.8 – Finansielt gjeldsbeta

Figur 7.9 – Krav til finansielle eiendeler

Figur 7.10 – Finansiell eiendelsbeta

Figur 7.11 – Netto finansiell gjeldskrav

Figur 7.12 – Netto finansiell gjeldsbeta

Figur 7.13 – Netto driftskrav

Figur 7.14 – Oppsummering avkastningskrav

Kapittel 8

Tabell 8.1 – Strategisk eierfordel

Figur 8.2 – Strategisk eierfordel

Figur 8.3 – Strategisk eierfordel dekomponert

Tabell 8.4 – Driftsfordel

Tabell 8.5 – Bransjefordel

Figur 8.6 - Bransjefordel

Tabell 8.7 – Ressursfordel

Figur 8.8 - Ressursfordel

Tabell 8.9 – Ressursfordel drift

Figur 8.10 – Marginfordel Selvaag

Tabell 8.11 – Netto driftsresultat

Figur 8.12 – Omløpsfordel

Tabell 8.13 – Gearingfordel

Tabell 8.14 – Finansieringsfordel finansiell gjeld

Tabell 8.15 – Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Tabell 8.16 – Oppsummering finansieringsfordel

Tabell 8.17 – Oppsummering strategisk fordel

Kapittel 9

Figur 9.1 – Rammeverk fremtidsregnskap

Figur 9.2 – Driftsinntektsvekst analyseperiode SBO og bransjen

Tabell 9.3 – Egenkapitalvekst Selvaag

Figur 9.4 – Egenkapitalvekst Selvaag og bransjen

Figur 9.5 – Realvekst verdensøkonomien 1980 – 2024

Figur 9.6 – Rammeverk budsjettering

Tabell 9.7 – Driftsinntektsvekst Selvaag 2014-2028

Figur 9.8 – Driftsinntektsvekst Selvaag 2014-2028

Tabell 9.9 – Onde Selvaag 2014-2028

Figur 9.10 – Onde Selvaag 2014-2028

Tabell 9.11 – Netto driftseiendeler Selvaag 2019-2028

Tabell 9.12 – Netto driftsmargin Selvaag 2014-2028

Figur 9.13 – Netto driftsmargin Selvaag 2014-2028

Tabell 9.14 – Netto driftsresultat Selvaag 2019-2028

Tabell 9.15 – Finansiell gjeldsdel 2014-2028

Figur 9.16 – Finansiell gjeldsdel 2014-2028

Tabell 9.17 – Finansiell eiendelsdel 2019-2028

Figur 9.18 – Finansiell eiendelsdel 2019-2028

Tabell 9.19 – Netto finansiell gjeld 2019-2028

Tabell 9.20 – Netto finanskostnad Selvaag 2019-2028

Tabell 9.21 – Netto finansinntekt Selvaag 2019-2028

Tabell 9.22 – Fremtidsresultat Selvaag 2019-2028

Tabell 9.23 – Fremtidsbalanse Selvaag 2019-2028

Tabell 9.24 – Fremtidig fri kontantstrøm Selvaag 2019-2028

Kapittel 10

Tabell 10.1 – Estimert langsiktig rente

Tabell 10.2 – Risikofri rente etter skatt for perioden 2020-2028

Tabell 10.3 – Selskapsskattesatsen 2020-2028

Tabell 10.4 – Netto driftsbeta 2020-2028

Tabell 10.5 – Egenkapitalkrav 2020-2028

Figur 10.6 – Syntetisk rating 2020-2028

Tabell 10.7 – Finansielt gjeldskrav 2020-2028

Tabell 10.8 – Finansiell gjeldsbeta 2020-2028

Tabell 10.9 – Finansiell eiendelskrav 2020-2028

Tabell 10.10 – Beta finansielle eiendeler 2020-2028

Tabell 10.11 – Netto finansielt gjeldskrav 2020-2028

Tabell 10.12 – Netto driftskrav 2020-2028

Tabell 10.13 – Netto finansiell gjeldsbeta 2020-2028

Tabell 10.14 – Strategisk fordel 2020-202

Figur 10.15: Fremtidig superrentabilitet

Figur 10.16– Estimert strategisk eierfordel 2020-2028

Kapittel 11

Figur 11.1 – Rammeverket for fundamental verdsettelse

Tabell 11.2 – Fri kontantstrøm ved egenkapitalmetoden

Tabell 11.3 – Superprofitt ved egenkapitalmetoden

Tabell 11.4 – Superprofitt vekst ved egenkapitalmetoden

Tabell 11.5 – Fri kontantstrøm ved selskapskapitalmetoden

Tabell 11.6 – Superprofitt ved selskapskapitalmetoden

Tabell 11.7 – Superprofitt vekst ved selskapskapitalmetoden

Tabell 11.8 – Oppsummering egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden

Tabell 11.9 – Konvergens mot et felles verdiestimat

Figur 11.10 – Konvergens mot et felles verdiestimat

Figur 11.11 – Utvikling i egenkapitalkravet

Figur 11.12 – Utvikling i nettodriftskravet

Tabell 11.13 – Driftsinntektsvekst simulering

Tabell 11.14 – Netto driftsmargin simulering

Tabell 11.15 – ONDE simulering

Tabell 11.16 – Andre kritiske risikofaktorer simulert

Figur 11.17 – Monte Carlo simulering

Figur 11.18 – Oppsiderisiko

Figur 11.19 – Nedsiderisiko

Tabell 11.20 – Variasjon i verdiestimatet

Figur 11.21 – Variasjon i verdiestimatet

Figur 11.22 – Tornado diagram

Tabell 11.23 – Altman Z-score

Tabell 11.24 – Ohlson O-score

Kapittel 12

Figur 12.1 - Steg i multiplikatormodellen

Tabell 12.2 - Verdiestimat netto driftskapital

Tabell 12.3 - Bokførte verdier

Tabell 12.4 - Utslag multipler

Tabell 12.5 - Markedsverdi egenkapital/Netto driftskapital

Tabell 12.6 - Markedsverdi egenkapital/Netto driftsresultat

Tabell 12.7 - Markedsverdi egenkapital/EBITDA

Tabell 12.8 - Markedsverdi egenkapital/Driftsinntekter

Tabell 12.9 - Endelig verdiestimat ved multiplikatormodellen

Kapittel 13

Tabell 13.1 - Handelsstrategi per 17. Desember 2019

Tabell 13.2 - Kursutvikling med lineær utvikling pr. 18. Desember 2019