



Verdsettelse av Masiv Bygg AS

*Regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse av
totalentreprenøren Masiv Bygg AS*

Leon Emil Dyb og Celia Fosse Svendsen

Veileder: Gunnar Stensland

Selvstendig arbeid, Master i økonomi og administrasjon,

Finansiell økonomi / Økonomisk analyse

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 innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Masterutredningen tar for seg en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av bygg- og anleggsselskapet Masiv Bygg AS.

Masiv Bygg er en totalentreprenør som opererer på Nord-Jæren i Rogaland. De omsatte i 2014 for 654 millioner kroner, primært innen næringsbygg. For byggebransjen i Rogaland spås det ingen til moderat negativ vekst de neste årene – en nasjonal trend, som forsterkes grunnet stagnasjon i oljenæringen. Gjennom en strategisk analyse har vi kommet frem til at Masiv Byggs fremste konkurransefortrinn er fleksibilitet og renommé.

Etter en investororientert regnskapsanalyse kan vi konstatere at Masiv Bygg skaper merverdi for sine eiere. Justert egenkapitalbeta er beregnet til 0,65, som gir selskapet netto driftsbeta lik 1,62. Egenkapitalrentabiliteten har variert mellom hele 20,4 % og 50,2 % i fem av de siste seks årene, tross lave driftsmarginer. Spesielt skal det merkes at selskapet har lyktes godt med sin produktivitetsrettede strategi, og har svært god utnyttelsesgrad av driftskapitalen, som i stor grad påvirker utformingen av det prognostiserte fremtidsregnskapet.

Tross markedsprognoser forventer vi en moderat økende driftsinntektsvekst frem til 2018 som følge av god drift, bedre posisjon i et avtagende boligmarked og mean reversion. I verdsettelsen har vi benyttet egenkapital-, sysselsatt kapital- og netto driftskapitalmetodene, som gir verdiestimer på henholdsvis 143, 164 og 120 millioner kroner. De tre estimatene konvergeres i en trinnvis modell som benytter markedsverdibaserte kapitalvekter og -krav. Markedsverdivektene reduserer i vårt tilfelle kapitalkravene, og øker dermed det endelige verdiestimatet. Sensitivitetsanalysen viser at verdiestimatet er mest følsomt overfor regnskapsdriveren netto driftsmargin, ettersom høy omløpshastighet på kapital forsterker en eventuell endring.

Per 31.05.15, justert for empirisk konkurrisiko, er salgsverdien av Masiv Bygg regnet til 174,3 millioner kroner. Komparative verdsettelsesmetoder antyder at vi har undervurdert selskapet, dog viser framtidsutsiktene for byggebransjen, spesielt i Rogaland, at markedet er i stagnasjon, og vi velger derfor å beholde det opprinnelige verdiestimatet.

Forord

Denne masterutredningen er det avsluttende leddet for våre mastergrader i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole.

Ettersom vi er studenter med forskjellige hovedprofiler og ulike bakgrunnskunnskaper, innså vi at det lå både utfordringer og muligheter i valg av tema og fokus for vår masterutredning. Vi ønsket å jobbe med et analytisk tema som tillot oss å ta i bruk bredden av både vår individuelle og samlede kunnskap. Valget falt på verdsettelse, da dette var noe vi begge hadde noe kjennskap til og mest av alt var interesserte i å lære mer om. Vi valgte en tilnærming som baserer seg på strategisk regnskapsanalyse som kilde for verdsettelsen, da dette i stor grad fører til en kombinasjon av strategiske, regnskapsmessige, og finansielle analyser.

Gjennom masterutredningen har vi fått jobbe med et praktisk og lærerikt tema. Vi har begge opparbeidet en sterkere forståelse for koblingen mellom regnskap, finansiering og strategisk drift, samt et sterkere inntrykk av byggebransjen og dets muligheter og utfordringer. Dette er svært nyttig kunnskap vi kan ta med oss ut i arbeidslivet.

Det skal for øvrig også nevnes at masterutredningen er utarbeidet for å vise og videreutvikle et sett av egenskaper lært fra NHH. Verdsettelsen skal fungere som en pekepinn for Masiv AS, men den bør ikke benyttes for prising i markedet da det er en interessekonflikt for en av forfatterne.

Norges Handelshøyskole, Bergen, 19.06.15

Leon Emil Dyb og Celia Fosse Svendsen

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	5
1.1 FORMÅL.....	5
1.2 VALG AV SELSKAP.....	5
1.3 PRAKTISKE AVKLARINGER	5
1.4 AVGRENSNING	5
1.5 UTREDNINGENS STRUKTUR	6
2. VERDSETTELSESMETODER.....	7
2.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	7
2.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	8
2.3 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	9
2.4 VALG AV MODELL	9
3. BRANSJE- OG SELSKAPSPRESENTASJON	10
3.1 MASIV BYGG	10
3.1.1 <i>Struktur</i>	10
3.1.2 <i>Historie</i>	11
3.1.3 <i>Marked og forretningsområde</i>	12
3.2 MARKED OG BRANSJE.....	12
3.2.1 <i>Konkurrenter</i>	12
3.2.2 <i>Trusler</i>	14
3.2.3 <i>Framtidsutsikter for bransjen</i>	14
4. STRATEGISK ANALYSE	17
4.1 MAKROFORHOLD: PESTEL-ANALYSE.....	17
4.2 BRANSJEANALYSE: PORTERS FEM KREFTER	21
4.3 INTERN RESSURSANALYSE: SVIMA	24
4.4 OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE: SWOT-ANALYSE	28
5. REGNSKAPSANALYSE	30
5.1 OMGRUPPERING OG NORMALISERING	32
5.1.1 <i>Rapporterte regnskapstall</i>	32
5.1.2 <i>Omgruppering og normalisering av resultatregnskap</i>	34
5.1.3 <i>Omgruppering og normalisering av balanseregnskap</i>	39
5.1.4 <i>Målefeil</i>	44
5.1.5 <i>Justering av resultat og balanse</i>	44
5.2 RISIKOANALYSE	48
5.2.1 <i>Likviditetsanalyse</i>	49
5.2.2 <i>Soliditetsanalyse</i>	51
5.2.3 <i>Syntetisk kredittrating</i>	53
5.3 KAPITALKRAV.....	55
5.3.1 <i>Kapitalverdimodellen</i>	55

5.3.2	<i>Betaverdier</i>	59
5.3.3	<i>Egenkapitalkrav</i>	64
5.3.4	<i>Finansielle krav</i>	64
5.3.5	<i>Selskapskrav</i>	66
5.4	LØNNSOMHET- OG RENTABILITETSANALYSE	67
5.4.2	<i>Strategisk finansieringsanalyse</i>	70
5.4.3	<i>Strategisk driftsanalyse</i>	72
5.4.4	<i>Oppsummering strategisk fordel</i>	77
5.5	ANALYSE AV VEKST I DRIFTSINNTEKTER.....	78
5.6	KONKLUSJON FRA REGNSKAPSANALYSEN	80
6.	VERDSETTELSE	81
6.1	FREMTIDSREGNSKAP.....	81
6.1.1	<i>Driftsinntektsvekst</i>	83
6.1.2	<i>Omløpshastigheten til netto driftseiendeler</i>	85
6.1.3	<i>Netto driftsmargin</i>	85
6.1.4	<i>Finansiell gjeld</i>	86
6.1.5	<i>Finansiell eiendelsdel</i>	87
6.1.6	<i>Netto finansiell gjeldsrente</i>	88
6.1.7	<i>Fremtidsregnskap</i>	88
6.2	FREMTIDIG RATING.....	91
6.3	FREMTIDIGE KAPITALKOSTNADER	92
6.3.2	<i>Betaverdier</i>	94
6.3.3	<i>Egenkapitalkrav</i>	95
6.3.4	<i>Finansielle krav</i>	96
6.3.5	<i>Selskapskrav</i>	97
6.3.6	<i>Fremtidig strategisk fordel</i>	98
6.4	VERDSETTELSE.....	99
6.4.1	<i>Egenkapitalmetoden</i>	100
6.4.2	<i>Sysselsatt kapital-metoden</i>	101
6.4.3	<i>Netto driftskapital-metoden</i>	103
6.4.4	<i>Konvergens</i>	104
6.4.5	<i>Endelig verdiestimat</i>	105
6.5	SUPPLERENDE VERDIVURDERING: KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	106
6.6	SENSITIVITETSANALYSE.....	107
6.6.1	<i>Driftsrelaterte regnskapsdrivere</i>	108
6.6.2	<i>Finansielle størrelser</i>	110
6.6.3	<i>Oppsummering sensitivitetsanalyse</i>	111
7.	KONKLUSJON	112
	LITTERATURLISTE	114

1. INNLEDNING

1.1 Formål

Formålet med masterutredningen er å gjøre en verdivurdering av Masiv Bygg AS ved fokus på at selskapet potensielt kan bli solgt til en annen privat aktør. Problemstilling vår er:

"Hva er salgsverdien av Masiv Bygg AS?"

1.2 Valg av selskap

Vi anser Masiv Bygg¹ som et interessant selskap hovedsakelig på grunn av bransjen selskapet opererer i. Byggebransjen har vist seg å være relativt volatil over tid, men likevel svært lønnsom. Valget av MB er dels på grunn av personlig tilknytning, og dels fordi det er et spennende selskap. Et av aspektene ved selskapet som fanget vår interesse er strategien deres, og hvordan den varierer fra andre selskaper i byggebransjen, ved at selskapet har en tilnærming som nærmest gjør dem til et "construction management"-selskap, på grunn av marginal egenproduksjon.

1.3 Praktiske avklaringer

MB er heleid av konsernet Masiv AS. En av forutsetningene ved problemstillingen er at selskapet eventuelt skal separeres ut av konsernet og selges til en privat aktør.

MBs regnskapstall er hentet fra MB² sine årsrapporter og er oppgitt i tusen kroner, såfremt annet ikke er spesifisert.

1.4 Avgrensning

MB er et familieeid selskap med en strategi som bygger på å bevare den lokale identiteten innenfor fylkesgrensene i Rogaland. Med dette har det ikke blitt tatt hensyn til

¹ Masiv Bygg vil videre referes til som MB

² Lothe Bygg AS frem til 2014

ekspansjonsmuligheter til flere fylker. Ved et potensielt salg ville dette kunne endret seg, men i analysen vår begrenser vi MBs virksomhet til markedet i Rogaland.

1.5 Utredningens struktur

Utredningen har blitt inndelt i 6 hoveddeler; innledning, verdsettelsesmetoder, bransje- og selskapspresentasjon, strategisk analyse, regnskapsanalyse og verdsettelse. De fire første delene gir innledende bakgrunnsinformasjon om selskapet, bransjen og markedet. Den strategiske analysen er et viktig ledd for å gi et bedre bilde av selskapets driftsområder og konkurransefortrinn generelt og relativt til sine konkurrenter. Til sammen er denne bakgrunnsinformasjonen og strategiske analysen ment å gi innsikt og bedre grunnlag for forståelse av funn og resultater fra regnskapsanalysen og verdsettelsen.

I regnskapsanalysen blir MB og den komparative bransjens regnskap fremstilt og analysert. For å avdekke underliggende likviditets og soliditetsrisiko i selskapet og bransjen vil det også bli gjort en kredittvurdering. Videre vil MBs historiske kapitalkrav bli beregnet. For å belyse selskapets strategiske fordel – et kvantifisert mål på selskapets styrker som ble funnet i den strategiske analysen – vil det bli gjennomført en rentabilitets- og lønnsomhetsanalyse.

Videre blir regnskapsanalysen grunnlaget for beregningene i verdsettelsen. Fremtidige regnskap blir prognostisert på bakgrunn av den strategiske analysen, regnskap og prognoser for markedet. Basert på prognostisert fremtidsregnskap vil fremtidig kredittrating og kapitalkrav avgjøres. Selve verdsettelsesprosessen blir gjennomført gjennom 3 ulike metoder som videre blir konverget til en estimert verdi gjennom en modell som sekvensielt oppdaterer kapitalvektene. Videre, som en supplerende verdsettelse, blir det utført en komparativ analyse med multiplikatorer og en diskusjon rundt problemene mer denne metoden. Avslutningsvis gjennomføres en sensitivitetsanalyse som belyser hvordan verdiesimatet kan bli påvirket av endringer i de viktigste prognostiserte parameterne.

Vi har tatt utgangspunkt i et regnskapsbasert rammeverk for verdsettelse utarbeidet av Kjell Henry Knivsflå (2015).

2. VERDSETTELSESMETODER

Det finnes et mangfold av metoder og modeller som kan brukes til å verdsette et selskap. Disse kan deles inn i tre hovedgrupper: fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. De ulike kategoriene har ulike fokus og teknikker, og kan således supplere hverandre. Modellene har ulike styrker og svakheter, og ifølge Knivsflå (2015) er valg av metode avhengig av ulike faktorer som bransje, fase i driftssyklus og om det fortsatt skal driftes eller avvikles, samt tilgang på data. Dette kapitlet vil ta for seg ulike kategorier av verdsettelsesmodeller og videre diskutere valg av modeller for verdsettelsen av MB.

2.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i virksomhetens underliggende forhold gjennom regnskapsanalyse og utarbeidelse av prognoser. Den mest brukte metoden innen fundamental verdsettelse er verdivurdering av diskontert kontantstrøm, med hovedmål å fange opp grunnleggende forhold som påvirker denne. I praksis blir predikasjonen for fremtidig kontantstrøm bygget på en ide om at selskapet når et stabilt nivå kalt "steady state", hvor *ceteris paribus* selskapet når en konstant vekstrate. Den predikerte kontantstrømmen diskonteres med et kapitalvektet avkastningskrav som diskonteringsrente.

Kontantstrømsanalysen kan gjøres ved et fokus på egenkapital eller totalkapital. Førstnevnte kalles egenkapitalmetoden og er en diskontering av fri kontantstrøm til egenkapitalen. Ved fokus på totalkapital benyttes selskapskapitalmetoden, som gir en verdi for både egenkapital og gjeld. Ved verdivurdering av virksomheten må da totalverdi av gjeld trekkes fra verdien av totalkapitalen. Selskapskapitalmetoden kan baseres på netto driftskapital eller sysselsatt kapital. Alternativt til å benytte seg av kontantstrømsanalyse, er det også mulig å neddiskontere superprofitten eller superprofittveksten til enten egenkapital eller selskapskapitalen. Ved å gjøre dette finner man samme estimat som ved neddiskontering av fri kontantstrøm til egenkapitalen. (Knivsflå 2015)

Fundamental verdivurdering regnes som den mest omfattende av de tre hovedteknikkene, ettersom den tar utgangspunkt i grunnleggende, underliggende forhold og krever relativt stor tilgang til data. Teknikken bygger på historiske data, og derfor passer den best for et veletablert selskap, helst i moden fase med stabil livssyklus (Damodaran 2012).

2.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er basert på sammenlignende prising i forhold til tilsvarende virksomheter gjennom forholdstall og nøkkeltall. Rent teknisk kan komparativ verdsettelse utføres gjennom to forskjellige hovedmodeller: multiplikatormodeller eller substansverdimodeller.

Multiplikatormodeller sammenligner virksomhetens egenkapital med børsverdien til komparative virksomheter, samt justerer for forskjeller i kapitalstruktur og andre fundamentale forhold. Teknikken bygger med dette på kjennskap til bransjen og tilsvarende selskaper. Man tar utgangspunkt i prisingen på andre selskaper, og antar at samme forhold mellom verdi og faktoren vi ser på gjelder også for selskapet som skal verdsettes. I praksis bruker man tall fra resultatoppstillingen eller balansen, eiendeler, sysselsatt kapital eller egenkapitalen, for så å multiplisere dette med en faktor som gir et verdiforhold. Det er imidlertid ikke sikkert at de underliggende verdidriverne er de samme for de aktuelle selskapene, hvilket kan lede til misvisende estimat. (Kaldestad og Møller 2011)

Substansverdimodellen tar utgangspunkt i salgsverdien til selskapets eiendeler. I praksis finner man observert og anslag for markedspris på selskapets eiendeler og trekker fra netto rentebærende gjeld og latent skatt. Dette er imidlertid en problematisk metode dersom mye av verdiene i virksomheten skyldes immaterielle eiendeler som humankapital, strukturkapital eller relasjonskapital. Ofte blir verdi på materielle eiendeler også undervurdert, da bruksverdi ofte er høyere enn hva de kan omsettes for i markedet. (Kaldestad og Møller 2011)

Komparativ verdsettelse, særlig multiplikatormodeller, blir ofte brukt fordi de er enklere enn de andre to hovedtypene. Den bygger på mindre grad av forretningsinnsikt og utgjør en raskere verdsettelsesprosess (Damodaran 2012). Dette medfører også til at teknikken tar mindre hensyn til underliggende forhold i selskapet og kan kritiseres for å være overfladisk. Den kan imidlertid være nyttig som supplement for å få en relativ verdivurdering i forhold til komparative selskaper i markedet.

2.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En realopsjon gir et selskap en rettighet, men ikke plikt, til å foreta en bestemt investering. Verdien av fleksibiliteten er vanskelig å vurdere, og den kan ofte bli undervurdert. Opsjonsbasert verdsettelse gir en teknikk som muliggjør en separat verdsettelse av fleksibilitet og andre opsjoner i driften og finansieringen. Verdsettelsen blir gjort gjennom opsjonsprising, hvor særlig Black-Scholes-modellen og den binomiske modellen blir benyttet. (Kaldestad og Møller 2011)

Opsjonsbasert verdsettelse blir ofte benyttet som et supplement til fundamental verdivurdering, hvor den opsjonsbaserte verdsettelsen adresserer verdien selskapet får fra den særlige fleksibiliteten. I praksis kan verdien selskapet får fra fleksibiliteten legges til som et tillegg til den statiske fundamentale verdivurderingen. Å kombinere fundamental verdsettelse med opsjonsbasert verdsettelse kan øke verdiestimatet i forhold til en ren fundamental verdivurdering, ettersom volatilitet og usikkerhet medfører lavere estimat for fundamental verdsettelse, men det øker verdien på opsjonen. (Kaldestad og Møller 2011)

Denne typen verdsettelse er ikke passende for alle selskaper og bransjer, men kan forbedre verdivurderingen særlig for selskaper med mulighet for å ekspandere, vente med eller avvikle et prosjekt (Kaldestad og Møller 2011).

2.4 Valg av modell

Vi har valgt en regnskapsbasert verdsettelsesteknikk som baserer seg på Knivsflå (2015) sitt rammeverk. Verdsettelsesteknikken vil dermed klassifiseres som fundamental verdsettelse, og vil bli bygget opp rundt rapporterte regnskapstall, kombinert med en strategisk analyse av selskapet og dets framtidsutsikter.

I den fundamentale verdsettelsen benytter vi egenkapital-, netto driftskapital- og sysselsatt kapitalmetodene for å få et mer balansert verdiestimat. Endelig verdi av selskapet baseres på en gjennomsnittsverdi, og beregnes gjennom en sekvensiell konvergeringsprosess.

Videre vil vi supplere med beregninger av komparativ verdsettelse, og sette dette opp mot funnene fra den fundamentale verdsettelsen. Dette vil gjøres ved bruk av multiplikatorene Price/Sales, Price/Earnings og Price/Book.

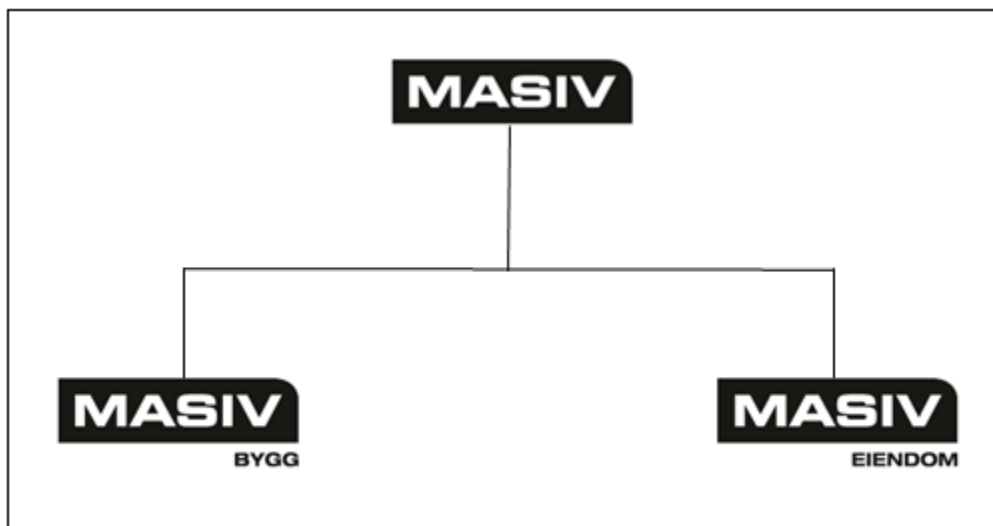
3. BRANSJE- OG SELSKAPSPRESENTASJON

3.1 Masiv Bygg

MB er den største lokaleide totalentreprenør på Nord-Jæren. Selskapet har spesialisert seg på bruk av betongelement som hovedbyggesystem. Selskapets kontor ligger på Øksnevad i Klepp kommune og har i alt 52 ansatte. MB er opptatt av lokal identitet, og har alle sine prosjekter innenfor området Nord-Jæren i Sør-Rogaland. I tillegg benytter selskapet seg i hovedsak av lokale leverandører, underentreprenører, arkitekter og konsulenter.

3.1.1 Struktur

MB er heleid av Masiv AS, et familiekonsern som også eier Masiv Eiendom AS.



Figur 3.1.1: Konsernstruktur for Masiv AS

Masiv Eiendom håndterer utvikling av ulike typer eiendomsprosjekter innen både næring og bolig, både alene og i samarbeid med andre aktører. Storparten av eiendomsprosjektene er utviklingseiendom. Dette er imidlertid ikke prosjekter med regelmessige kontantstrømmer, da fokuset er å skape merverdi for konsernet gjennom utvikling og utbygging til leietakere/sluttbrukere. Masiv Eiendom kan således regnes som en strategisk støttespiller som videre kan gi oppdrag til MB.

Konsernet strategi er å utnytte synergieffektene som kan oppstå av at Masiv-konsernets virksomhet inkluderer både eiendomsutvikling og totalentrepriser. I tillegg muliggjør

konsernstrukturen en sterk kapitaltilgang og muligheter for plassering av kontanter med lav risiko. Synergieffektene ved selskapet har vi imidlertid valgt å se bort fra i verdsettelsesprosessen ettersom vi betrakter et salg av MB alene.

3.1.2 Historie

MB ble etablert i 1987 under navnet Lothe Bygg, av gründeren Per Steinar Lothe. Virksomheten startet som et enkeltmannsforetak med en forretningside om å utføre totalentrepriser i samarbeid med etablerte entreprenører i markedet. Gradvis opparbeidet selskapet seg fagkunnskap og verdifull kompetanse, og med et nettverk av gunstige samarbeidspartnere økte oppdragsmengden betraktelig. Det var dette som la grunnlaget for spesialkompetansen innen næringsbygg basert på et byggesystem med betongelementer og prefabrikkerte løsninger. (Masiv AS, u.å.)

Under Lothes ledelse etablert Lothe Bygg seg i markedet som en solid lokalt basert totalentreprenør, og vokste seg til å bli en av de ledende totalentreprenørene i Sør-Rogaland. I 2009 ble Magne Svendsen ansatt som daglig leder og ervervet 51 % av aksjene gjennom det familieeide selskapet Masiv AS. Han trådte ut av rollen som daglig leder i 2012, men har i ettertid beholdt sin rolle som styreformann, og en aktiv en sådan. I 2014 kjøpte Masiv AS opp de resterende aksjene, og ble dermed eiere av MB (Masiv AS, u.å.). Dette ble driveren for navneendringen som fant sted samme år. Det var i forbindelse med oppkjøpet av aksjemajoriteten i 2009 at Masiv-konsernet begynte å ta form, og har siden etablert seg godt, med MB som den mest profilerte delen i konsernet.

Selskapets strategi og filosofi har ikke gjennomgått særlige endringer etter eierskiftet. Kjernekompetansen er fremdeles utbygging av næringsbygg med fokus på prefabrikkerte løsninger, men på konsernnivå har strategien i større grad rettet seg mot å engasjere seg i boligmarkedet. Med dette har også MB økt sitt fokus på bolig i sin strategi. I prosjektene til MB gjenspeiler dette seg med at flere næringsbygg har blitt kombinert med boligprosjekter, eksempelvis kjøpesenter med leiligheter i overetasjene. Konsernet ønsker brede eksponering for å diversifisere bort risiko, da markedene for næringsbygg og bolig opplever uavhengige svingninger.

3.1.3 Marked og forretningsområde

Som totalentreprenør tar MB del i alle ledd av byggeprosessen; idéutvikling, prosjektering, søkeprosesser og frem til ferdigstillingen. Det er forholdsvis liten egenproduksjon i bedriften, med få ansatte som arbeider i produksjonen. Om lag 25 årsverk sysselsettes hovedsakelig som elementmontører og betongarbeidere. Dette bygger opp om MBs forretningsstrategi som innebærer å minimere kapitalbehovet knyttet til selskapets drift, og at hovedparten av tjenester og utstyr blir kjøpt eller leid inn etter behov.

MBs kjernekompetanse er oppføring av næringsbygg ved bruk av betongelementer og prefabrikerte løsninger. Selskapet retter seg mot både bedriftseiere med flytte- eller utbyggingsplaner, utbyggere av næringsbygg for leie eller bolig, samt offentlige byggherrer. Markedet de retter seg mot er spesifikt begrenset til Nord-Jæren.

3.2 Marked og bransje

Byggebransjen omfatter planlegging og oppføring av bygninger, samt spesialisert byggevirksomhet som grunnarbeid, installasjonsarbeid og ferdiggjøring av bygninger. Til tross for at MB sin virksomhet i hovedsak begrenser seg til Nord-Jæren, den største og mest aktive regionen i fylket, vil vi av praktiske årsaker se på byggebransjen i Rogaland generelt, da drivere, framtidsutsikter og øvrige forhold vil gjenspeile Nord-Jæren godt, og at fylkesdata er langt mer tilgjengelig.

3.2.1 Konkurrenter

Av konkurrenter ønsker vi å trekke frem de fem mest representative, som opererer i samme marked og tilbyr tilsvarende produkter. Jærentreprenør AS og Entreprenørfirma Kvia AS er to lokale selskap byggeselskap, og i tillegg kan Block Berge Bygg AS regnes som en lokal aktør i Rogaland, selv om selskapet er et datterselskap av Veidekke AS som opererer på landsbasis. Skanska AS og Kruse Smith AS er også landsdekkende aktører, men kan likevel regnes som sterke konkurrenter i det regionale markedet. Det bør nevnes at disse selskapene likevel er ulike når det kommer til organisering og utførelse, da særlig MB har en mindre andel egenproduksjon relativt til sine konkurrenter.

Jærentreprenør AS

Jærentreprenør ble etablert i 1983 og har ca. 70 ansatte. Ved oppstart var dette et selskap som bare drev med betongentrepriser, men har i senere år utviklet et bredere tilbud og leverer nå i hovedsak totalentrepriser (Jærentreprenør AS 2008). I tillegg til sin spesialisering i betongarbeid har de satset både på næringsbygg og boligprosjekter, og opererer både i Jæren og Stavanger. Således skiller de seg fra MB ved at de fanger opp markedet på Sør-Jæren. Omsetning for 2014 var på 368 millioner (Purehelp, u.å. a).

Entreprenørfirma Kvia AS

Entreprenørfirma Kvia ble etablert i 1983, med fokus på betongarbeid for jordbruk og bolig. I dag er fokuset skiftet mot boligblokker og industribygg innen Jæren og Stavanger (Kvia AS, u.å.). Selskapet har omlag 55 ansatte og hadde i 2013 en omsetning på 252 millioner (Purehelp, u.å. b).

Block Berge Bygg AS

Block Berge er et heleid datterselskap av Veidekke ASA, og har sitt hovedkontor på Klepp. Selskapet ble grunnlagt i 1966 og har til i dag vokst seg stort, med ca. 325 ansatte. Selv om Block Berge holder sitt fokus på totale leveranser leverer de også enkelte prosjekter innen flere entreprisereformer, enten det gjelder næringsbygg, bolig, byggfornyelse, betong/anlegg og betongelement (Block Berge AS, u.å.). Block Berge skiller seg fra MB ved at de selv produserer betongelementene sine på egen elementfabrikk. I 2013 hadde Block Berge en omsetning på 850 millioner (Purehelp, u.å. c). Omsetningstallene ikke er direkte sammenlignbare etter som de også inkluderer salg av betongelementer til andre entreprenører/byggherrer.

Skanska Norge AS

Skanska Norge har sitt opphav fra et firma opprettet i 1906, under navnet Ing. F. Selmer. Etter flere oppkjøp og fusjoner eies det i dag av det svenske entreprenørkonsernet Skanska AB. Skanska Norge skiller seg fra de ovennevnte konkurrentene, som en landsdekkende aktør og del av et internasjonalt konsern. I tillegg strekker deres virksomhet seg også til anlegg og energi (Skanska AS, u.å.). Omsetningen fra Norge var i 2013 på 9 984 millioner (Purehelp, u.å. d).

Kruse Smith AS

Kruse Smith ble etablert i 1935 og er en stor aktør i det norske entreprenør- og eiendomsmarkedet. Det er et familieeid konsern fra Kristiansand som har anlegg, bygg, byggfornyelse og bolig- og eiendomsutvikling som sine forretningsområder (Kruse Smith AS, u.å.). De har ca. 960 ansatte og omsatte i 2013 for 3 530 millioner (Purehelp, u.å. e).

3.2.2 Trusler

Byggebransjen i Rogaland møter mange av de samme truslene som bransjen møter på landsbasis, men de er særlig utsatte for endringer innen oljebransjen. Ved en tilbakegang i oljebransjen, som har blitt erfart i 2014 og i begynnelsen av 2015, vil både bedriftenes investeringer og det lokale arbeidsmarked, og dermed kjøpekraft, kunne gi negative ringvirkninger i markedet.

Byggebransjen påvirkes av konjunktorendringer i norsk økonomi, ofte med noe tidsetterslep. Nedgangskonjunkturer fører til mindre investeringer i næringsbygg, samt mindre kjøpekraft for bolig, og oppgangskonjunkturer medfører større investeringer. Også internasjonale konjunkturer får ringvirkninger for byggebransjen i Rogaland.

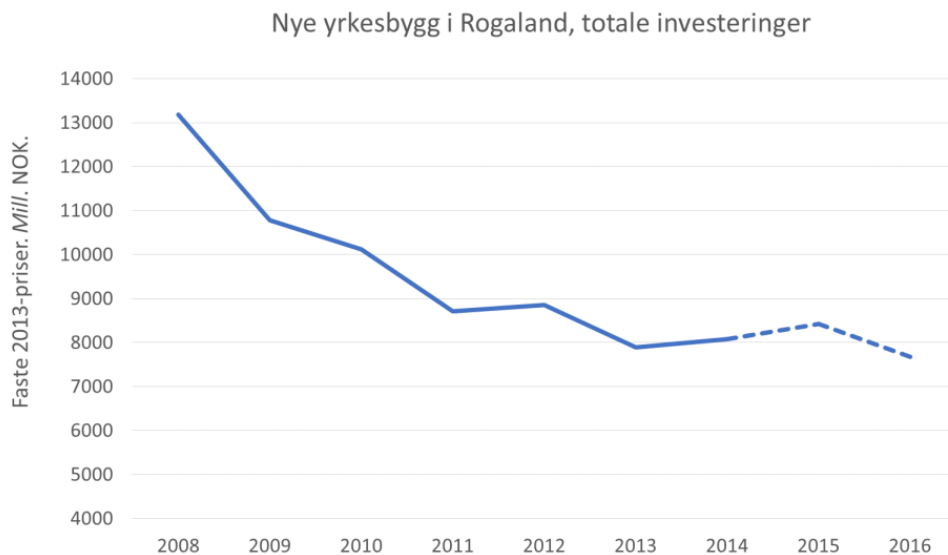
Både nasjonale og internasjonale konjunktorendringer kan medføre endring i styringsrente og lånebetingelser for bankene. Høyere renter vil ikke bare føre til problemer for eventuelle boligkjøpere, men også strammere pengetilførsel fra bankene når det kommer til investeringer i både næringsbygg og bolig.

Et annet aspekt som viser trusler eller eventuelt muligheter for denne bransjen er investeringer i offentlige bygg. Ved store investeringer i offentlige bygg i Rogaland blir det naturligvis et sterkere marked med flere oppdrag.

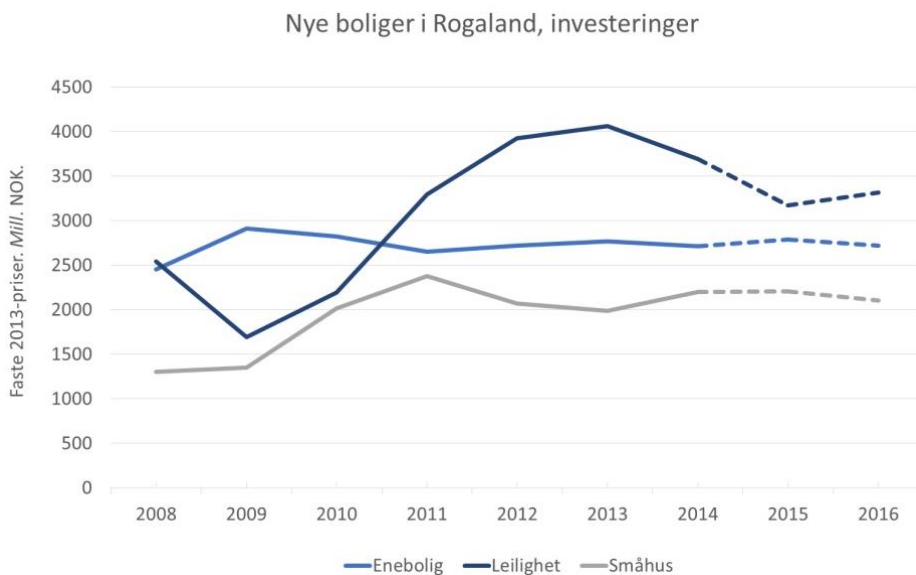
3.2.3 Framtidsutsikter for bransjen

Temperaturen i markedet er forventet å gå noe ned som følge av stagnasjon i oljebransjen, ettersom Rogaland, som er fylket for Norges oljehovedstad. Mindre aktivitet blant oljerelaterte bedrifter, og økningen i arbeidsledighet dette medfører, leder isolert sett til lavere aktivitet i byggebransjen, men samtidig stimulerer en forventet lav styringsrente (Norges Bank 2015) til høyere kjøpekraft. MB forventer en økning av offentlige oppdrag i

regionen, som også er med på å utligne fallet i byggebransjen som følge av det negative trenden av oljeprisen. De forventer ikke en bedring i markedet før 2017.



Figur 3.2.1: Nye yrkesbygg i Rogaland, totale investeringer (Prognosesenteret 2015)



Figur 3.2.2: Nye boliger i Rogaland, investeringer (Prognosesenteret 2015)

Fra oversikter utarbeidet av Prognosesenteret kommer det fram at de følgende årene kan bli preget av lav eller negativ vekst i byggebransjen. Det er forventet et fall i næringsbygg fra 2015, som også kan knyttes til ringvirkninger av fallet i oljeprisen, samtidig med en moderat nedgang i salg av leiligheter, som er boligformen relevant for MB. Det er imidlertid

forventet en liten økning i boligmarkedet som helhet, ved inkludering av enebolig og småhus.

Med dette ser man signaler på at markedet ikke vil ha samme vekst som tidligere, men heller en beskjeden tilbakegang i 2015, 2016 og 2017. Det kan dermed bli ventet en sterkere konkurranse blant aktørene på markedet.

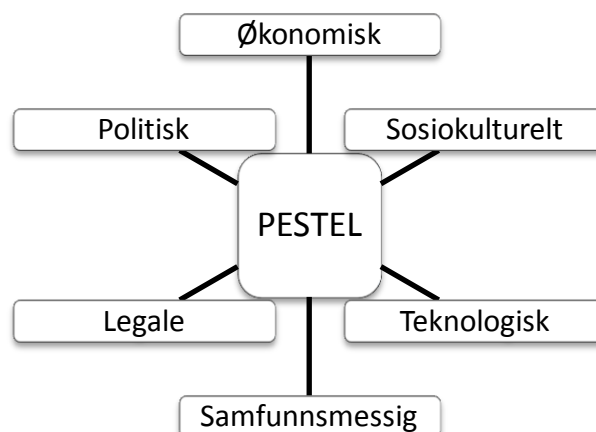
4. STRATEGISK ANALYSE

En strategisk analyse er viktig i verdsettelsesprosessen da den gir et mer nyansert bilde av selskapets framtidsutsikter, og større forståelse av ressursene og verdiene det rådes over. Dette kapitlet vil belyse selskapet og forholdene som danner grunnlaget for verdiene og funnene som senere vil bli belyst i regnskapsanalysen og fremtidsregnskapet.

Formålet med den strategiske analysen er å kartlegge trusler og muligheter, både innad i selskapet og i virksomhetens omgivelser. Ulike analyseområder krever ulike fokus og rammeverk for å få en bred situasjonsbeskrivelse. Innledningsvis vil PESTEL-rammeverket benyttes for å undersøke relevante makrotrusler. Videre vil Porters fem krefter være et beskrivende analyseverktøy for å kartlegge utfordringer og muligheter i bransje og marked. For å belyse de interne aspektene ved virksomheten benyttes SVIMA-analysen. Denne analysen fokuserer på interne ressurser som kan bygge opp om et konkurransefortrinn i markedet. For å få en konkluderende helhet benyttes avslutningsvis en SWOT-analyse, kombinert med en oppsummerende diskusjon.

4.1 Makroforhold: PESTEL-analyse

PESTEL-analysen er en systematisk situasjonsanalyse som tar for seg selskapets makroomgivelser, og belyser trusler fra seks ulike men ofte sammenkoblede arenaer. Analysen kan avdekke endringer i omgivelsene som kan påvirke virksomhetens posisjon for fremtiden, og kan dermed brukes som et virkemiddel for å analysere markedsposisjon både for verdsettelse og utarbeidelse av intern strategi.



Figur 4.1.1: PESTEL-analyse

PESTEL-analysen kan således betegnes som en situasjonsanalyse for å belyse trusler og muligheter fra ulike arenaer; politiske (political), økonomiske (economic), sosiokulturelle (social), teknologiske (technological), samfunnsmessige (environmental) og legale (legal) (Løwendahl og Wenstøp 2011). Ikke alle arenaer er like relevante for ulike industrier, og de kan ha ulike virkninger for forskjellige virksomheter. (Johnson, Scholes and Whittington 2008)

Politiske faktorer

Nasjonale politiske føringer kan påvirke lønnsomheten for byggebransjen ved at nye byggeforskrifter kan endre kostnadsstrukturen blant utbyggerne. Blant annet har staten vist holdningsendringer til en i økende grad miljøvennlig profil, for å redusere utslippene på nasjonal basis med fokus på bygg og bolig (Direktoratet for byggekvalitet 2015, Kommunal og Regionaldepartementet 2009). Restriktive miljøkrav kan få konsekvenser for byggebransjen ved at de fordyrer byggeprosessen og skaper vegring mot beslutninger angående utbygging for potensielle kunder.

Siden MB og de fleste andre tilsvarende entreprenørselskaper i Rogaland i stor grad baserer seg på lokal produksjon og salg, blir de mindre påvirket av handelsreguleringer.

I tendenser av nedgangskonjunktur kan man forvente økte offentlige investeringer, blant annet i offentlige bygg. Dette kan bidra til å øke oppdragsmengden og med dette den sammenlagte lønnsomheten i bransjen allerede i 2015.

Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer utgjør en arena med usikkerhet som naturligvis har sterk påvirkning på byggebransjen. Konjunktursvingninger og den økonomiske situasjonen i Norge kan få stor påvirkning på etterspørselen bransjen møter, både direkte gjennom arbeidsledighet og indirekte gjennom styringsrenten/rentenivå.

Økonomisk nedgangskonjunktur i Norge kan øke arbeidsledigheten, og dermed begrense kjøpekraften og investeringsviljen. Husholdninger får lavere disponibel inntekt og boligmarkedet erfarer dårligere prisutvikling og færre omsatte boliger. Samtidig vil arbeidsledigheten komme hånd i hånd med dårligere utvikling for bedrifter over hele landet, hvilket reduserer investeringsviljen og mulighetene for ekspansjon og nybygg både innen næringsbygg og boligbygg.

Konjunkturrendringer medfører ofte endringer i styringsrenten, som indirekte får en annen påvirkning på bransjen. Ved nedgangskonjunktur kan lavere styringsrente brukes for å stimulere økonomien, ettersom det gir økt kjøpekraft og sterkere finansieringsevne. Styringsrenten har vært lav over lengre tid og ifølge Pengepolitisk Rapport er den forventet å holde seg relativt stabilt lavt over lengre tid (Norges Bank 2015). Ved en endring i økonomien kan derimot styringsrenten gå opp, som isolert sett vil lede til at både selskapers og husholdningers finansieringsevne vil bli redusert. Uforutsette økonomiske eller politiske endringer kan lede økonomien inn i høykonjunktur. Høykonjunktur i seg selv vil øke aktiviteten i markedet, og en antatt medført renteøkning vil isolert sett redusere finansieringsveien i samfunnet og redusere aktiviteten i byggeindustrien. Det skal imidlertid merkes at dette scenarioet på kort sikt er ansett som lite sannsynlig (Norges Bank 2015).

Styringsrenten kan også endres av andre grunner, som for eksempel respons på utvikling i verdensøkonomien eller politisk ønske om å påvirke boligpriser eller andre politiske mål. Det har lenge blitt diskutert om det er behov for høyere lånerenter for å redusere presset i boligmarkedet, men det er ikke gitt signaler på at dette vil skje. I dagens situasjon drar MB for øvrig god nytte av lav renteøkning, og har gode lånevilkår.

Svingninger på verdensmarkedet kan påvirke bankenes reguleringer og utlånsvilje i henhold til finansiering av nye prosjekter, og i den forbindelse redusere kjøpekraften til kundene. Ved politisk usikkerhet og nedgangskonjunktur vil bransjen erfare en dempet etterspørsel etter næringsbygg.

Stavanger er Norges oljehovedstad og følgelig er en stor del av sysselsetting, prisutvikling og kjøpekraft i Rogaland knyttet til svingninger i oljenæringer. Byggebransjen i regionen har dermed ekstraordinær konjunktursponering. Oljenæringen har siden høsten 2014 lidd som følge av fallet i oljepris. Tusener av årsverk innen oljenæringen har blitt sagt opp, og på grunn av høy konsentrasjon av oljerelatert virksomhet i Stavanger har Rogaland i år erfart den høyeste arbeidsledigheten på ti år (Aftenbladet 2015). Denne tilbakegangen i oljeindustrien reduserer samlet etterspørsel etter næringsbygg, og samtidig kan arbeidsledigheten legge en demper på kjøpekraften av bolig. Isolert sett vil altså nedgangstidene i oljenæringen ha en sterk negativ påvirkning på byggebransjen i fylket, særlig innen næringsbygg men også bolig.

Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle faktorer som sosial mobilitet, konsum og utdanningsnivå har relativt liten effekt på bransjens lønnsomhet.

Knapphet på erfaren arbeidskraft har ikke utmerket seg som et problem innen byggebransjen, men det vil kunne anses som en mulig trussel for fremtiden. Flere velger høyere utdanning til fordel for yrkesfag. Innen byggebransjen har lønnsbetingelsene endret seg på grunn av høyere arbeidsinnvandring, hvilket har gjort bransjen mindre attraktiv for unge i søkere (Forskning.no 2014). Dersom tilgangen på arbeidsinnvandrere endrer seg kan det imidlertid bli knapphet på kvalifisert arbeidskraft for bransjen.

Teknologiske faktorer

Byggebransjen kan anses som en tradisjonell bransje og det er lite fokus på nyvinning av konstruksjonsmetoder. Det er imidlertid større teknologiske forbedringer innen tekniske fag, ventilasjon og elektro, men dette er ikke forventet å ha særlig påvirkning på byggebransjen i sin helhet.

Samfunnsmessige faktorer

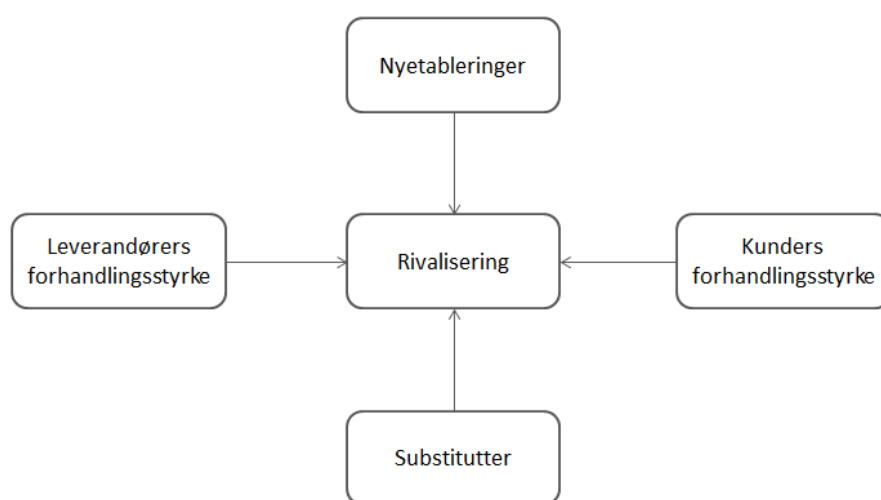
Miljø og miljøvennlighet har hatt økende fokus i samfunnet, og dette har også speilet seg i byggebransjen. Flere konsumenter søker miljøvennlige produkter, og MB har også erfart at miljøhensynet har fått større politisk plass når det kommer til statlige regulativer, angående avfallsdeponering og byggestandard. I starten av 2015 er det diskutert nye energikrav for å få mer klimavennlige bygg for fremtiden. Forslaget innebærer at nye boliger blir 26 % og kontorbygg 38 % mer energieffektive i forhold til dagens krav (Direktoratet for byggekvalitet 2015). Dersom disse vedtas vil det kunne ha en viss betydning for produksjonskostnadene, men det er ikke forventet å ha store påvirkninger på bransjens lønnsomhet.

Legale faktorer

Byggebransjen er særlig attraktiv mange arbeidsinnvandrere. Som tidligere påpekt har dette vært positivt på bransjen for å få tilstrekkelig tilgang på ansatte. Særlig er det en høy andel fra Polen, da Polen har erfart høy ledighet innen samme bransje og har tilgang til det norske arbeidsmarkedet (Byggfakta 2015). Juridiske restriksjoner på arbeidsinnvandringen kan vurderes som en trussel som kan lede både til ressursmangel og høyere lønnskostnader i byggebransjen.

4.2 Bransjeanalyse: Porters fem krefter

Konkurransen i bransjen velger vi å analysere ved hjelp av Porters fem krefter. Dette er et rammeverk som tar for seg fem markedskrefter som påvirker konkurransesituasjonen i en bransje. Det kan brukes som en statisk analysemodell for å beskrive konkurransen eller belyse trusler innen bransjen. Denne blir i stor grad brukt for å forme strategien til et selskap, men kan også belyse framtidsutsiktene for et selskap ved et potensielt oppkjøp. Særlig er dette et interessant rammeverk for å undersøke om MB kan erfare noen bransjefordeler; altså en samlet evne for bransjen til å oppnå profitt utover avkastningskravet.



Figur 4.2.1: Porters fem krefter (Porter 1979)

Grad av rivalisering varierer mellom ulike bransjer, og blir som illustrert i figur 4.2.1 påvirket av hvor enkelt det er for andre aktører å etablere seg i markedet, i hvilken utstrekning det finnes substitutter til et produkt eller en tjeneste og forhandlingsstyrken både til leverandørene og kundene. Sammen kan disse faktorene benyttes for å analysere konkurransekraften i markedet. Eksempelvis kan for sterk konkurranse bidra til at prisene blir presset ned, og det gir dermed mindre rom for en bransjefordel.

Nyetableringer

Lønnsomheten i bransjen blir påvirket av hvor stor muligheten er for nyetablering av konkurrerende virksomheter, ettersom flere aktører fører til sterkere konkurranse om oppdragene. Tilflyt av nyetableringer blir påvirket både av hvor lønnsom bransjen er og hvorvidt den har større eller mindre inngangsbarrierer. Dersom det koster mye å etablere seg

i bransjen, er vesentlige stordriftsfordeler og/eller er vanskelig å imitere konkurransefortrinn så utgjør ikke nyetableringer en særlig trussel for de nåværende aktører.

Å etablere seg i byggebransjen i Rogaland krever ikke nødvendigvis mye kapital, da det er mulig å outsource store deler av praktisk utførelse og drive selskapet med få ansatte og begrenset inventar. Imidlertid er det avgjørende å ha et stort nettverk, og kontakter i markedet, både for samarbeid med andre aktører, for å sikre kvalitet og for å få oppdrag. Å bygge opp denne typen nettverk vil kunne regnes som tidkrevende. Gjennom å ansette nøkkelpersoner med relasjoner til andre aktører i bransjen vil man delvis få et innpass til et nettverk på markedet, men generelt kan det oppfattes som relativt vanskelig å anskaffe. Dette skaper en etableringsbarriere som vanskeliggjør nyetablering.

Det er stordriftsfordeler å oppnå innen bransjen, dog ikke vesentlige siden store deler av produksjonen kan outsources. Dessuten vil skalafordeler bringe med seg faste kostnader som kan være vanskelig å redusere i nedgangstider. Bruken av underentreprenører og leverandører kan dempe deler av behovet for skalafordeler. Dersom selskapet imidlertid skal drive den praktiske produksjonen vil det være relativt store skalafordeler, hvilket favoriserer de større etablerte aktørene og gjør det vanskeligere å etablere seg som nykommer.

Et aspekt som kan gi et vesentlig konkurransefortrinn er renommé. Dette er både tidkrevende og vanskelig å imitere, og utgjør således en inngangsbarriere for konkurrenter. Renommé er særlig viktig for å sikre avtaler bygget på forhandlinger i markedet, i forhold til rene priskonkurranser og anbud. Nyetableringer som ikke kan vise til tidligere prosjekter og fornøyde oppdragsgivere blir i hovedsak tvunget til å underprise de etablerte aktørene.

Substitutter

Substitutter er andre produkter eller tjenester som tilfredsstill det samme behovet, og gir konsumenten en byttemulighet. Dermed gis potensielle oppdragsgivere større forhandlingsmakt dersom man enkelt kan substituere et produkt eller tjeneste. Konkurransen vil være enda hardere, og prisendringer blant konkurrentene vil kunne få større påvirkninger på etterspørselen etter hver enkelt.

Innen byggebransjen kan man regne leiemarkedet og markedet for salg av eksisterende bygg som konkurrerende marked ved at potensielle kunder vil kunne avveie nytte og kostnad mellom nybygg og eksisterende løsninger. Leiemarkedet er likevel ikke en perfekt substitutt, ettersom de samme skreddersydde løsningene ikke vil være tilgjengelig, og dermed ikke

oppfyller behovet i lik utstrekning som utbygging. Næringsbygg har ofte særskilte behov for kunden, både tilknyttet størrelse, rominndeling og mer tekniske aspekter som ventilasjon og elektrisitet. Dette gjør det vanskelig å benytte leiemarkedet. Byggebransjen blir mer truet av at kundene kan kjøpe eksisterende bygg, men også her vil det ofte være behov for tilpassing av bygget til det nye formålet, hvilket også gir arbeid til byggebransjen.

Boligutbygging er på den andre siden i større grad truet av både leiemarkedet og boligmarked av eksisterende bygg, da individuelle behov sjeldnere preger boligmarkedet. I tillegg tilsier mengden av boliger som omsettes at kjøpere flest vil kunne finne salgsobjekter som ligger tett opp mot ønskede spesifikasjoner. Likevel er det generelt lite lønnsomt å leie bolig i det norske markedet på lang sikt, hvilket øker etterspørsel for utbygging og kjøp av eksisterende boliger. Med dette kommer det frem at i dagens marked ser byggebransjen ut til å være lite truet av leiemarkedet. Det er likevel kjent at markedsendringer som reduserer potensielle boligkjøperes låneevne vil kunne medføre at leiemarkedet blir en mer ettertraktet substitutt enn i dag. Boligutbygging er avhengig av etterspørsel etter nye boliger, altså tilskudd av flere boliger i markedet. For at ikke nye bygg skal bli substituert bort til fordel for allerede eksisterende bygg, er bransjen avhengig av befolkningsvekst og/eller økt etterspørsel etter bolig i spesifikke geografiske områder.

Kunders forhandlingsstyrke

I et marked med få kunder eller store faste kostnader kan oppdragsgiverne få en sterk forhandlingsposisjon. Dersom tilbudet overskrider etterspørselen blir det enda sterkere konkurranse blant aktørene i markedet. Tilsvarende vil det motsatte gjelde; i tilfeller med en større andel kunder i forhold til tilbydere, vil priser kunne gå opp og temperaturen på konkurransen ned.

Valg av oppdragsgiver gjennom anbud fører til en situasjon hvor kunden har klart størst forhandlingsmakt, og presser prosjektprisen ned mot leverandørens driftsmargin, med utgangspunkt i at det ikke foreligger ulovlig prissamarbeid. Derimot er ikke anbudsrunder nødvendigvis ansett som mest gunstige form oppdragsgiving, verken av oppdragsgiver eller -taker. Oppdragsgiver kan risikere å ikke ha samme tillit til entreprenøren sammenlignet med en situasjon hvor man i dialog har forhandlet frem og blitt enig om et oppdrag. Ved at entreprenøren tar større del i utviklingen av prosjektene skapes det også større kunnskap angående prissetting og gjennomføring, som reduserer nedsiderisikoen som kan oppstå ved uforutsette høye kostnader i anbudsprosjekt. På grunn av dette har forhandlinger av avtaler

vært en stor del av bransjen, og bygger opp om viktigheten til et godt renommé og gode nettverk.

Leverandørers forhandlingsstyrke

Naturligvis påvirker også leverandørenes forhandlingsstyrke lønnsomheten i bransjen. Færre leverandører gir virksomhetene svakere forhandlingsstyrke, og resulterer i høyere pris på varer og tjenester. Et mangfold av leverandører gir virksomhetene anledning til å presse ned prisene, og eventuelt skifte ut leverandører gitt lave byttekostnader. Dette skaper priskonkurranse og generelt lavere pris blant leverandørene.

MB er avhengig av mange leverandører, ettersom store deler av produksjonen blir innleid. Majoriteten av andre aktører i bransjen satser på egenproduksjon i flere ledd, men er fremdeles avhengige av leverandører av materialer og diverse tjenester. Byggebransjen i Rogaland er preget av mange leverandører av både betongelementer og bygge- og monterings tjenester. Bransjen står således i en sterk forhandlingsposisjon, og kan prioritere billigste leverandør av produkter og tjenester, hvilket bidrar til å øke lønnsomhet i bransjen.

4.3 Intern ressursanalyse: SVIMA

SVIMA-analysen er utarbeidet av Jakobsen og Lien (2011) og bygger på den engelske VRIO-modellen utviklet av Jay B. Barney. Analysen tar for seg interne ressurser og kan belyse hvordan interne ressurser realiseres og gir konkurransefortrinn. Dette gjøres ved en evaluering av ressursen langs fem aspekter; **i)** hvorvidt ressursen er sjelden, enten ved at få eller ingen andre konkurrenter har den, **ii)** hvorvidt ressursen er viktig, i den forstand at den har vesentlig påvirkning på kostnader eller inntekter for bedriften, **iii)** hvorvidt ressursen er ikke-imiterbar, slik at andre konkurrenter ikke kan enkelt gjøre det samme og konkurransefortrinnet bare blir kortvarig, **iv)** hvorvidt ressursen er mobilisert slik at den får økonomisk verdi for selskapet og **v)** hvorvidt den er approprierbar, altså om bedriften klarer beholde verdiskapingen den medfører. Disse aspektene blir relativt enkelt besvart med ja, nei og delvis, som blir grunnlaget for analysen.

For MB utmerker fem ressurser seg og vurderes i den interne ressursanalysen; byggekompetanse, menneskelige ressurser, fleksibilitet, renommé og konsernstruktur.

Byggekompetanse

Betongelementer leveres av en ekstern produsent, men MB benytter egne elementmontører. Dette muliggjør at MB beholder spesialisert kompetanse innen byggesystem med elementer, uten å knytte store ressurser til egen produksjon. Det bør imidlertid påpekes at intern kompetanse innen byggeteknikk vil være begrenset i forhold til bedrifter som også produserer elementene selv, som Block Berge. Ved større grad av egenproduksjon er det mulig å redusere feilbestillinger, sikre kvalitet i arbeidet og potensielt redusere produksjonskostnadene. Det kan imidlertid argumenteres for at MBs kompetanse i kombinasjon med langvarige samarbeid med leverandører samt relativt sterk konkurranse blant leverandørene, vil kunne veie opp for dette.

For MB kan dets byggekompetanse anses som en ressurs i den forstand at kombinasjonen av å benytte betongelementer fra leverandører og bruke egne elementmontører muliggjør en langsiktig kostnadseffektiv produksjon av høy kvalitet, og kan med dette anses som en *viktig* ressurs. Egen montering og kompetanse innen feltet kan også føre til økt tillit og kvalitet ut mot kundene.

Byggekompetanse basert på betongelementer er i seg selv ikke ansett som en *sjelden* ressurs, men utnyttelsen av leverandører for betongelementer kombinert med egen montering som kan anses som delvis sjelden. Sistnevnte muliggjør at kompetansen blir kostnadseffektiv. Øvrige konkurrenter, med unntak av Block Berge, outsourcer også monteringen av elementene, hvilket kan medføre lavere detaljkompetanse når det kommer til denne type byggesystem. Samtidig vil aktører som Block Berge, som både produserer og monterer elementene, opparbeide høyere kompetanse innen byggesystem. I kombinasjon med strategien anses byggekompetansen til MB som delvis vanskelig for konkurrenter å *imitere*, da det krever opparbeiding over tid.

MBs kompetanse bidrar til å sikre kvalitet ved montering av betongelementer, samtidig som de har mulighet til å innhente billigste pris i markedet ved kjøp av betongelementer. Dermed blir det en kostnadseffektiv benyttelse av kompetansen. Vi kan med dette se at kompetansen både er *mobilisert* og *appropriert*. Siden det imidlertid ikke er en sjelden ressurs, blir det ikke ansett som en ressurs som gir MB konkurransefortrinn relativt til sine konkurrenter, og situasjonen kan beskrives som paritet.

Organisering av menneskelige ressurser

MB har opparbeidet en kostnadseffektiv organisering med få ansatte i forhold til omsetning. Dette kan kobles til at det er liten grad av egenproduksjon, og større satsing på outsourcing til underentreprenører og leverandører i det lokale markedet. Denne strategien muliggjør at kun 40 % av de ansatte jobber med egenproduksjon, og fører samtidig til mer effektiv ressursbruk på grunn av mindre praktisk ledelses- og koordineringsbehov blant egne ansatte på byggeplassen. Ledelse og administrasjon utgjør om lag 60 % av de ansatte, dermed arbeider de fleste med prosjektplanlegging, koordinering og ledelse. På denne måten har MB opparbeidet en kostnadseffektiv struktur av menneskelige ressurser, hvor selskapet har en sterk base når det kommer til utvikling, ledelse og koordinering, i tillegg til at selskapet ivaretar praktisk og detaljert kompetanse ved at selskapet selv driver elementmonteringen. Det skal også nevnes at de ansatte har en relativt lav gjennomsnittsalder og lav turnover.

De menneskelige ressursene er *viktige* for MB den tid de har akkumulert betydelig erfaring og kunnskap over tid, og etablert et samarbeid som sørger for effektivitet og kvalitet. Denne kombinasjonen av enkeltpersoner med erfaring som jobber effektivt sammen, samt skaper muligheten for få ansatte, er delvis *sjelden* i bransjen. Selv om det finnes andre bedrifter med effektive team og få ansatte, er likevel enhver kombinasjon av enkeltressurser individuell, hvor noen kombinasjoner er mer produktive enn andre. Dermed vil effektive kombinasjoner av menneskelige ressurser regnes som vanskelig for en konkurrent å *imitere*. MB har vist gjennom flere år at de er dyktige på å *mobilisere* de menneskelige ressursene i selskapet, og det kommer også frem at ressursen er *appropriert* gjennom en svært høy omsetning per ansatt.

De menneskelige ressursene i MB kan med andre ord være en potensiell kilde til varig beholdt konkurransefortrinn.

Fleksibilitet

Liten grad av egenproduksjon er også kilden til en annen kapabilitet som selskapet har utviklet; fleksibilitet. Strategien til MB er å bygge opp tette bånd til samarbeidspartnere og benytte lokale underentreprenører og leverandører til ferdigstilling av bygg. Ved at dette muliggjør færre ansatte, blir selskapet mer fleksibelt. I gode tider har MB kapasitet til å ta på seg flere prosjekter og øke bruken av underentreprenører og leverandører, og i dårlige tider kan denne bruken reduseres. Denne typen organisering muliggjør at MB også i dårlige tider kan redusere omsetningen betraktelig, men fremdeles beholde administrasjonen og gå med

overskudd. De lave faste kostnadene for selskapet skaper denne langvarige og *viktige* ressursen som muliggjør langsiktig levedyktighet.

Denne graden av fleksibilitet er *sjelden* innen byggebransjen, og siden det bygger på en kombinasjon av organisasjonsstruktur, strategi og investeringer over tid, er den også vanskelig for andre å *imitere*. Fleksibiliteten gjør at bunnlinjen i større grad korrelerer med topplinjen, og at selskapet ikke er tvunget til å ta tap i dårlige tider. Dessuten tillater denne fleksibiliteten at MB øker sin aktivitet i gode tider. Dermed anses fleksibiliteten som både *mobiliserbar* og *appropriierbar*. MBs fleksibilitet er dermed enda en potensiell kilde til varig beholdt konkurransefortrinn.

Renommé

I byggebransjen får selskaper oppdrag basert enten på forhandlinger eller priskonkurranse gjennom anbud. MB holder en strategi om at 80 % av omsetningen skal være tilknyttet avtaler som er forhandlet frem. Dette er forenlig med hva selskapet har klart å opprettholde og situasjonen i dag, hvilket gjenspeiler et sterkt renommé. Det innebærer at de har bygget opp tillit over tid, hvilket er vanskelig å *imitere*. Dette er en *viktig* ressurs, da det gir økt stabilitet gjennom faste oppdragsgivere samt at de kan begrense sin deltagelse i priskonkurranser. Sistnevnte er spesielt verdifullt ettersom, som vi vil komme tilbake til i regnskapsanalysen, MBs profittmarginer er lave i utgangspunktet.

Renommé er en ressurs som er svært individuell, og selv om det er flere selskaper med gode renommé, vil ethvert renommé variere både i hva det omfatter og hvor sterkt det er. Med dette kan MB sitt spesifikke renommé bli klassifisert som en *sjelden* ressurs.

Det faktum at MB har klart å opprettholde en andel av 80 % forhandlede avtaler indikerer at ressursen er *mobilisert*. Selskapets renommé muliggjør at selskapet ikke i like stor grad trenger å konkurrere på pris med konkurrentene, og øker dermed selskapets profitt. Med dette kan ressursen også klassifiseres som *appropriierbar*.

MB sitt renommé, som pålitelig entreprenør, er kilde til enda et potensielt varig beholdt konkurransefortrinn.

Konsernstruktur

Ved at MB er plassert i Masiv-konsernet har de Masiv Eiendom som en pålitelig oppdragsgiver. Isolert sett er dette positivt for MB, og særlig i en nedgangsperiode. Derimot vil ikke dette lenger være en selvfølge om MB separeres ut av konsernet og selges, og vi betrakter det dermed ikke som en *viktig* ressurs. Dette er heller ikke en *sjelden* ressurs, da flere konkurrenter er del av større konsern. Det er kapitalkrevende å imitere, samt at det krever en viss kompetanse innen eiendomsutvikling, men det kan likevel til en stor grad imiteres. For MB er dette en ressurs som ligger latent, men som kan både *mobiliseres* og *approprieres* ved bruk.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Byggekompetanse	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja	Paritet
Menneskelige ressurser	Delvis	Ja	Ja	Ja	Ja	(Delvis) varig beholdt fortrinn
Fleksibilitet	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig beholdt fortrinn
Renommé	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig beholdt fortrinn
Konsernstruktur	Nei	Nei	Nei	Ja	Ja	Paritet

Figur 4.3.1: Svima-analyse

4.4 Oppsummering strategisk analyse: SWOT-analyse

Gjennom en SWOT-analyse kan de ulike elementene i den strategiske analysen bli satt sammen til å gi et helhetlig bilde av virksomheten. SWOT-analysen påpeker styrker og svakheter innad i selskapet, i tillegg til å belyse muligheter og trusler som kan oppstå i omgivelsene (Daft, Murphy & Willmott 2007). Figur 4.4.1 trekker ut elementer fra makro-, bransje- og internanalysen, og gir en oversikt over hvilke utfordringer og muligheter selskapet står ovenfor, både internt og utad.

<p>Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> - Godt renommé og god utnyttelse av samarbeid mellom menneskelige ressurser. - Fleksibilitet for endringer i markedet. 	<p>Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sårbar dersom renommé skulle bli skadet.
<p>Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Boligmarkedet er stort og selskapet har mulighet til å øke sin markedsandel her. 	<p>Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> - Fall i oljenæringen kan få langvarige negative virkninger for bransjen. - Renteutvikling og økonomisk situasjon i Norge.

Tabell 4.4.1: SWOT-analyse

MB står sterkt i det lokale markedet i Rogaland med en funksjonell organisering av ansatte med høy kompetanse. Selskapet har gjennom mange år arbeidet strategisk for å bygge opp og beholde et godt renommé, og fokuserer på langvarige samarbeid med både underleverandører og kunder. Tilsvarende er det en svakhet at selskapet i større grad må basere ta på seg anbudsoppdrag om renomméet skulle bli skadet. Internt har strategien og organisasjonsstrukturen gitt virksomheten en verdifull fleksibilitet, som tillater selskapet å gå med overskudd selv om omsetning skulle bli betydelig redusert. Fleksibiliteten til selskapet kan regnes som en nøkkelressurs for selskapet på sikt langvarig drift.

Betrakter man eksterne faktorer bør man påpeke muligheten for å i større grad etablere seg i boligmarkedet. Dette er et marked som er relativt nytt for MB og har et stort potensial. Flere nøkkelressurser innad i selskapet sitter også med kompetanse og erfaring innen dette markedet. Virksomheten, og markedet i Rogaland for øvrig, må forvente å påvirkes av negative ringvirkninger som følge av nedgangen i oljenæringen. Renteutviklingen og den økonomiske situasjonen i Norge får også stor påvirkning på etterspørsel, både etter næringsbygg og bolig.

5. REGNSKAPSANALYSE

I regnskapsanalysen bearbeides regnskapstallene med utgangspunkt i selskapets årsrapporter, supplert med annen aktuell informasjon i den hensikt å hente ut mer detaljert og presis informasjon (Langli 2010). Som del av analysen vil også MBs historiske prestasjoner sammenlignes mot bransjen, som her er et representativt utvalg av sammenlignbare foretak.

For å best belyse hvilke verdier som genereres av MB vil tidligere års regnskap omgrupperes og normaliseres. Dette er en forholdsvis omfattende regnskapsanalyse, i krysningpunktet av økonomisk styring, finansiell økonomi og økonomisk analyse. I regnskapsanalysen vil vi se nærmere på ulike måltall og størrelser knyttet til egenkapital, netto driftskapital og sysselsatt kapital, som forarbeid for verdsettelsesmetodene i neste kapittel.

Avslutningsvis i regnskapsanalysen vil vi dekomponere MBs rentabilitet og finne dets strategiske fordel, også kjent som superprofitt eller -rentabilitet. Hensikten med dette er å **i)** kartlegge hvor godt MB presterer i forhold til sine konkurrenter og **ii)** tilegne oss et grunnlag for å si hvorvidt de vil beholde noe av en eventuell strategisk fordel. Funnene i denne analysen vil kunne ses i sammenheng med den strategiske analysen.

Ettersom regnskapsanalysen er så dyptgående og tidvis detaljert vil teknisk regnskapsføring ha betydning for vårt verdiestimat. Dette er noe vi vil korrigere for i målefeilseksjonen.

Begrepsdefinering

For å forstå rammeverket analysen er basert på er det nødvendig å kjenne til ulike begreper vi bruker i modellen.

Netto driftseiendeler (NDE) er en tolkning av *net operating assets* (Penman 2010), og reflekterer netto eiendeler som inngår i drift. NDE utgjør driftsrelaterte eiendeler fratrukket driftsrelatert gjeld. NDE finansieres av egenkapital og finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler, netto driftskapital (NDK). Sysselsatt kapital (SSK) er en tolkning av *capital employed* og består av egenkapital og finansiell gjeld, som finansierer sysselsatte eiendeler (SSE) bestående av netto driftseiendeler og finansielle eiendeler. Beregning og tolkning av disse størrelsene vil vi komme tilbake til senere.

Analysenivå

Storparten av MBs inntekter og kostnader er knyttet opp mot deres aktivitet som totalentreprenør. Generelt kan deres entreprisvirksomhet deles inn i to hovedområder med oppføring av henholdsvis næringsbygg og private boliger. MBs kjernevirksomhet har tradisjonelt vært knyttet til næringsbygg. De siste årene har de også vært aktive i boligmarkedet, men MBs boligprosjekter er vanligvis en del av større prosjekter som også inkluderer oppføring av næringsbygg. MBs profittmarginer for de to segmentene er også relativt like. Totalt sett er det da lite å oppnå ved å kategorisere inntekter og kostnader som henholdsvis privatbolig- og næringsbyggrelatert. Vi vil derfor analysere selskapet som én forretningsenhet.

Valg av analyseperiode

Vi har valgt en forholdsvis kort analyseperiode på 5 år, fra 2009 til 2014³. For den sammenlignbare bransjen foreligger tall frem til 2013. Valg av analyseperiode bør knyttes opp til bransjens og selskapets historiske utvikling og stabilitet, hvor ustabilitet av framoverskuende hensyn fordrer til kortere analyseperiode. Bygg- og anleggssektoren svarer raskt på konjunkturelle svingninger, og som følge av finanskrisen som slo inn medio 2008 falt omsetningen til MB med 37 % fra 2008 til 2009. Etter fall i omsetningen frem til 2011 erfarte selskapet en sterk økning i 2012 og 2013, og videre en nedgang i 2014. På bakgrunn konjunkturelle endringene, i tillegg til endringer i eierskap og ledelse, har vi valgt en forholdsvis kort analyseperiode.

Valg av komparativ bransje

MBs virksomhet er geografisk begrenset. Det er derfor naturlig å sette sammen en komparativ bransje bestående av selskaper som også begrenser sin virksomhet til omtrent det samme geografiske området. Den komparative bransjen vil dermed bestå av de mer lokale konkurrentene omtalt i bransjepresentasjonen: Jærentreprenør AS⁴, Block Berge Bygg AS og Entreprenørfirmaet Kvia AS i tillegg til MB. Ettersom finanskrisen rammet bransjen hardt vil det være av spesiell interesse å se hvordan MB har håndtert årene etter finanskrisen sammenlignet med den komparative bransjen.

³ Tall for 2008 inkluderes for å kunne se endringer og finne ulike måltall for 2009, men er således ikke et av analyseårene.

⁴ Jærentreprenør har i senere år gått gjennom en omstrukturering av deres konsern. For årene frem til og med 2012 vil Jærentreprenør Holding AS sine årsregnskap benyttes, og i 2013 benyttes Jærentreprenør AS.

Det bør imidlertid merkes at den komparative bransjen består av selskaper av ulik natur med ulike strategier. MB outsourcer store deler av sine aktiviteter, i motsetning til konkurrentene som i større grad benytter seg av egenproduksjon. Dette betyr at MB har få eiendeler knyttet til driften, hvilket gir utslag i blant annet vesentlig høyere omsetning per ansatt. I mangel på totalentreprise-konkurrenter med lignende forretningsstrategi vil de nevnte aktørene anses som relevante representanter.

5.1 Omgruppering og normalisering

Formålet med å normalisere resultatregnskapet og balansen er å få regnskapstall som er framoverskuende, og som inneholder poster som er relevante når man skal forsøke å estimere fremtidige kontantstrømmer. Som Gjesdal (2007) poengterer, så kan det være at analysen ikke blir tilstrekkelig presis uten omarbeiding.

5.1.1 Rapporterte regnskapstall

I tabell 5.1.1 vises rapporterte regnskapstall fra perioden 2008 frem til 2014. I resultatregnskapet kommer det frem at MB hadde negativ inntektsvekst fra 2008 til 2011, før omsetningen i de senere årene har tatt seg opp til nivåer rundt det selskapet presterte i 2008. Dette er forventet som følge av en lavkonjunktur i årene etter finanskrisen.

RAPPORTERT RESULTATREGNSKAP	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Salgsinntekter	624 319	393 063	350 777	288 235	508 806	816 494	653 896
Annen driftsinntekt				175	944	572	68
Driftsinntekter	624 257	393 063	350 732	288 295	508 866	816 554	653 926
Varekostnad	557 187	350 586	307 172	247 091	444 356	719 669	564 576
Lønnskostnader	25 196	22 183	23 030	27 942	35 903	44 246	45 790
Andre driftskostnader	12 414	10 284	10 811	8 526	13 174	18 685	16 246
Avskrivning	856	1 053	923	1 069	1 606	2 434	3 079
Driftsresultat	28 667	8 957	8 841	3 782	14 711	32 033	24 273
Finansinntekter	3 051	2 390	2 348	1 684	1 973	3 451	2 876
Finanskostnad	47	441	50	230	150	104	64
Resultat før skatt	31 671	10 906	11 139	5 236	16 534	35 380	27 085
Skattekostnad	8 941	3 192	3 147	1 443	4 522	9 912	7 489
Årsresultat	22 730	7 714	7 992	3 793	12 011	25 468	19 595
Foreslått utbytte	11 362					6 335	
Foreslått konsernbidrag		95	18 429				7 099

Tabell 5.1.1: Rapportert regnskap

Som nevnt bygger MBs strategi opp om at minst mulig midler skal være låst opp i selskapet, og at det skal være et rent driftsselskap som skal produsere overskudd for Masiv-konsernet. De rapporterte balansestillingene viser få langsiktige eiendeler og redusert kontantbeholdningen frem til 2014. Gjennom perioden utgjør omløpsmidler 93-94 % av selskapets eiendeler, med unntak av 2010 og 2011. Samtidig har selskapets eiendeler vært finansiert med mellom 60 og 70 % kortsiktig gjeld, hvilket anses som forholdsvis høyt.

RAPPORTERT BALANSEREGNSKAP	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EIENDELER							
Tomter, bygninger og annen	122	46	24	2			
Anleggsbrakker					1 305	2 189	1 628
Maskiner og anlegg	638	438	274	125			
Inventar	3 154	2 813	2 699	4 037	6 498	8 532	7 229
Investeringer i datterselskap		3 129	3 226	3 226			
Lån til foretak i samme konsern				16 179			
Investeringer i aksjer og andeler	1	11	11	11	11	11	11
Andre fordringer	4 343	1 125	35 635				
Sum anleggsmidler	8 258	7 561	41 869	23 579	7 814	10 731	8 868
Kundefordringer	61 729	40 670	35 987	44 880	64 864	71 394	107 288
Andre fordringer			1 167	11 017	35 808	78 526	100 469
Fordringer konsernselskap	405	10 539					
Bankinnskudd, kontanter o.l.	72 371	70 643	27 688	12 514	1 801	1 895	21 529
Sum omløpsmidler	134 505	121 852	64 842	68 410	102 473	151 814	229 286
Sum eiendeler	142 763	129 413	106 711	91 990	110 288	162 546	238 155

Tabell 5.1.2: Rapportert balanseregnskap

RAPPORTERT BALANSEREGNSKAP	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GJELD OG EGENKAPITAL							
Aksjekapital	5 200	5 200	5 200	5 200	5 200	5 200	15 200
Annen opptjent egenkapital	27 911	35 557	25 119	28 912	22 923	42 057	34 553
Sum egenkapital	33 111	40 757	30 319	34 112	28 123	47 257	49 753
Forpliktelser ved utsatt skatt	6 016	5 134	246	1 124	5 646	8 270	12 326
Andre avsetninger for forpliktelser	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	7 481	8 200
Gjeld til kredittinstitusjoner			241	1 791	2 376	1 797	1 179
Øvrig langsiktig gjeld			4 998				
Sum langsiktig gjeld	8 516	7 634	7 985	5 415	10 522	17 548	21 704
Leverandørgjeld	48 378	54 288	28 520	39 712	63 056	61 434	81 459
Betalbar skatt	12 392	2 674	7 418	589		4 702	896
Skyldige offentlige avgifter	6 066	6 561	6 091	4 632	2 997	9 064	10 034
Utbytte	11 362						
Annen kortsiktig gjeld	22 939	17 499	26 378	7 529	5 589	22 542	74 309
Sum kortsiktig gjeld	101 136	81 022	68 407	52 463	71 642	97 741	166 697
Sum gjeld	109 652	88 656	76 392	57 878	82 165	115 289	188 401
Sum gjeld og egenkapital	142 763	129 413	106 711	91 990	110 288	162 546	238 155

Tabell 5.1.3: Rapportert balanseregnskap

5.1.2 Omgruppering og normalisering av resultatregnskap

Årsregnskap slik det vanligvis blir rapportert legger vekt på kreditors eksponering, herunder blant annet kortsiktig og langsiktig kredittrisiko. Resultatregnskapet konkluderer med årsresultatets fortegn og nivå, med har lite fokus på hvordan verdier skapes. En omgruppering til et mer investororientert regnskap er derfor å foretrekke i vårt tilfelle, og skjer gjennom fire trinn i Knivsflås (2015) rammeverk: **i**) Identifisering av “dirty surplus” eller urent overskudd (Gjesdal 2007) og utregning av nettoresultat til egenkapitalen, **ii**) identifisering av og skille mellom normale og unormale poster, **iii**) separasjon av drifts- og finansrelaterte regnskapsposter samt **iv**) fordeling av skattekostnad mellom ulike poster.

Steg 1: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen

Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen (FNR) er gitt ved følgende sammenheng:

$$FNR = \text{ÅRE} + \text{AFR} + \text{DSP}$$

ÅRE er rapportert årsresultat, AFR er annet fullstendig resultat oppgitt utenfor årsresultatet⁵ og DSP er dirty surplus. Dirty surplus oppstår som følge av en praksis hvor inntekter og kostnader føres direkte mot egenkapitalen og ikke inkluderes i årsresultatet. Dette er et brudd på kongruensprinsippet som er beskrevet på følgende måte etter regnskapsloven § 4-3, som sier at "alle inntekter og kostnader skal resultatføres" (Lovdata 2014).

BEREGNING AV DIRTY SURPLUS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EK 01.01	37 533	44 473	40 757	30 319	34 112	28 123	47 257
+ Totalresultat (Rapportert årsresultat)	22 730	7 714	7 992	3 793	12 011	25 468	19 595
+ Dirty surplus	1	0	0	0	0	0	0
- Betalt utbytte/konsernbidrag	0	11 362	0	0	0	0	20 000
- Netto kapitaluttak	15 790	69	18 429	0	18 000	6 335	-2 901
= EK 31.12	44 473	40 757	30 319	34 112	28 123	47 257	49 753

Tabell 5.1.4: Beregning av dirty surplus

Våre beregninger viser at inntekter eller kostnader ikke har blitt ført direkte mot MBs egenkapital i analyseperioden. Dirty surplus fra 2008 antas å være en konsekvens av avrundinger og er ubetydelig i praktisk sammenheng – årets fullstendige nettoresultat til egenkapitalen er tilnærmet lik årsresultatet. For analyseårene 2009 til 2014 får vi at DSP er null og at FNR er lik årsresultatet.

⁵ Annet fullstendig resultat, eller *other comprehensive income*, benyttes når regnskapet føres etter IFRS. MBs regnskap er gjennom hele perioden ført etter NGRS og vi kan således se bort fra AFR.

FULLSTENDIG NETTORESULTAT TIL EGENKAPITAL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rapportert årsresultat	22 730	7 714	7 992	3 793	12 011	25 468	19 595
+ "Dirty surplus"	1	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	22 730	7 714	7 992	3 793	12 011	25 468	19 595

Tabell 5.1.5: Fullstendig nettoresultat til egenkapital

Steg 2: Skille ut unormale regnskapsposter

For å kunne benytte historiske resultater til å estimere fremtidige økonomiske forhold er det nødvendig å skille ut unormale, eller transitoriske, poster fra regnskapet – på engelsk “non-recurring posts” (Knivsfå 2015). Dette er poster som sjeldent kommer tilbake, altså kan man ikke forvente at lignende inntekter eller kostnader oppstår i fremtiden. Dette kan få spesielt stor betydning dersom beløpene varierer mye over tid. Om et selskap har unormale poster i tilnærmet lik størrelse over en lengre periode kan det argumenteres for at de unormale postene vil vedvare og ikke nødvendigvis “forstyrrer” kontantstrømmene. Videre skiller vi mellom driftsrelaterte og finansielle poster av unormal eller avvikende natur. Driftsrelaterte unormale poster kan eksempelvis være nedskrivning av driftseiendeler, gevinst eller tap på salg av driftseiendeler eller kostnader knyttet opp mot endringer i drift. Finansielle poster er unormale poster som hovedsakelig knyttes opp mot finansielle eiendeler, eksempelvis verdiendring på finansielle instrument eller valutagevinst/-tap.

Man bør stille seg tvilsom til hva bedriften selv anser som normale og unormale poster. En tendens er at selskaper oftere klassifiserer kostnader som unormale og motsatt for inntekter.

UNORMALE REGNSKAPSPOSTER	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gevinst/Tap v/ salg av anleggsmidler	62		45	115	884	512	38
+ Gevinst/Tap v/salg av aksjer	-1						
- Nedskrivning finansielle eiendeler		402					
+ Nettoresultat fra tilknyttet selskap					560		
= Resultat unormale regnskapsposter	61	-402	45	115	1444	512	38

Tabell 5.1.6: Unormale regnskapsposter

Nedskrivningen i 2009 skyldes nedskrivning i et datterselskap, Polybetong AS. Resultatandelen i 2012 er fra samme datterselskap som følge av avsluttet virksomhet. Utover dette utgjør gevinst på salg av anleggsmidler mesteparten av de unormale regnskapspostene. Svingningene i gevinst/tap ved salg av anleggsmidler gjør at vi velger å definere dette som en unormal regnskapspost. Få og små unormale poster kan forklares av en stor andel innleide tjenester, og begrenset aktivitet utenfor bedriftens kjernevirksomhet.

Steg 3: Fordeling mellom drifts- og finansposter

Å fordele resultatregnskapet mellom drifts- og finansposter er en lite krevende prosess, hvor klassifiseringen av de fleste poster er innlysende. Alle poster med unntak av finansinntekter og finanskostnader klassifiseres som driftsrelaterte. Finansinntekter og finanskostnader betraktes naturligvis som finansposter. Vurderingen av poster som gevinst eller tap på salg av bokførte verdier åpner derimot for skjønn. Dersom det er gevinst eller tap på driftsrelaterte eiendeler føres dette mot driftsresultatet, og dersom det er gevinst eller tap på finansielle eiendeler tilfaller dette finansresultatet.

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

Det siste steget i normalisering og omgruppering av resultatregnskapet er å dekomponere skattekostnadene. Det overordnede målet er å finne normalisert driftsskattekostnad (ndss). Driftsskattesatsen (dss) kan av ulike årsaker avvike fra den generelle bedriftsskattesatsen på 27 %, ettersom blant annet særskatter og permanente forskjeller som virker inn. Driftsskattesatsen kan beregnes ved hjelp av følgende sammenheng:

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * FI - u_{frss} * UFR + f_{kss} * FK}{DR + UDR}$$

NSK – normal skattekostnad – er rapportert skattekostnad fratrukket unormal skattekostnad, f_{iss} er skattesats på finansinntekt, u_{frss} er skattesats på unormalt finansresultat og f_{kss} er skattesats på finanskostnader. DR og UDR er henholdsvis normalt og unormalt driftsresultat. Unormal skattekostnad for MB i analyseperioden består av korrigeringer av betalbar skatt i foregående år. Korrigering av betalbar skatt blir kostnadsført påfølgende år og er således et estimatavvik i den forstand at det ikke gjenspeiler faktisk skattesats.

Normalisert driftsskattesats kan bestemmes på ulike måter, og det bør i denne sammenheng utøves noe skjønn. I tilfeller med ekstreme driftsskattesatser i enkeltperioder kan eksempelvis medianskattesats benyttes over gjennomsnittsskattesats, og dersom verken medianskattesats eller gjennomsnittsskattesats gir en tillitsvekkende skattesats kan bransjegjennomsnitt eller bedriftsskattesats (27 %) benyttes. *Finansinntektsskattesats* benyttes for å beregne driftsskattesatsen, men er ikke nødvendigvis enkel å utlede ettersom det kan være vanskelig å skille ulike typer inntekter i finansresultat. Effektiv finansinntektsskattesats kan beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$f_{iss} = \frac{(0,27 * \text{renteinntekter og lignende} + 0 * \text{utbytte og lignende})}{\text{finansinntekter}}$$

En tommelfingerregel er at $\frac{2}{3}$ av selskapers finansinntekter består av renter, mens $\frac{1}{3}$ består av utbytte og lignende inntekter. Vanligvis oppstår ikke-skattepliktige finansinntekter som følge av fritaksmetoden (Altinn 2015). Med tilgang til spesifiserte regnskap fra 2011 til 2013 har vi funnet at majoriteten av MBs finansinntekter er skattepliktige renteinntekter. I 2011 og 2012 var effektiv finansinntektsskattesats antageligvis 27 %, mens den i 2013 var i underkant av 25 %. Basert på dette har vi satt normal finansinntektsskattesats til 25 % for analyseperioden og tatt høyde for at selskapet har en liten andel ikke-skattepliktige finansinntekter i et *normalår*. Finansinntektsskattesatsen blir også benyttet på unormalt finansresultat. Driftsskattesatsen kan da regnes ut slik:

$$dss = \frac{NSK - 0,25 * (FI + UFR) + 0,27 * FK}{DR + UDR}$$

Ettersom resultatregnskapet skal normaliseres av framoverskuende hensyn, og at bedriftsskattesatsen fra 2014 er 27 %, har vi valgt å se på gjennomsnittlig skattesats i de foregående årene. Gjennomsnittlig driftsskattesats fra 2011 til 2013 var 28,5 %. I 2014 var bedriftsskattesatsen ett prosentpoeng lavere enn tidligere år. Driftsskattesatsen var også ett pstp. lavere, lik 27,5 %.

BEREGNING AV DRIFTSSKATTESATS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Driftsskattesats	28,6 %	30,2 %	28,8 %	29,3 %	28,6 %	27,7 %	27,5 %	28,7 %

Tabell 5.1.7: Beregning av driftsskattesats

På bakgrunn av disse observasjonene velger vi å benytte 27,5 % som normalisert driftsskattesats. Det som regnes som *normal* (og framoverskuende) driftsskattekostnad er her normalisert driftsskattesats, ndss, med driftsresultat før unormalt driftsresultat som skattegrunnlag. Videre er som nevnt 25 % og 27 % brukt som skattesatser på henholdsvis finansinntekt og finanskostnad.

FORDELING AV SKATTEKOSTNAD	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
+ Normal driftsskattekostnad	7 986	2 501	2 456	1 024	3 860	8 801	6 766
+ Skatt på finansinntekt	763	597	587	421	353	863	719
+ Skatt på finanskostnad	-13	-11	-14	-62	-41	-28	-17
+ Skatt på unormalt driftsresultat	18	0	13	34	253	142	10
+ Unormal skatt på normalt driftsresultat	187	205	82	51	96	-76	-111
+ Unormal skattekostnad	0	0	23	-24	-0	211	121
+ Skatt på unormalt finansresultat	-0	-100	0	0	0	0	0
= Fordelt skattekostnad	8 941	3 192	3 147	1 443	4 522	9 912	7 489
- Rapportert skattekostnad	8 941	3 192	3 147	1 443	4 522	9 912	7 489
= Avvik	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.1.8: Fordeling av skattekostnad

Unormal skatt på normalt driftsresultat er gitt som differansen i skattekostnad ved bruk av årets driftsskattesats og analyseperiodens normaliserte driftsskattesats.

Omgruppert resultatregnskap

Resultatet av det stegvise arbeidet av omgrupperingen fremstilles i tabell 5.1.10.

OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	624 257	393 063	350 732	288 235	508 806	816 494	653 896
+ Annen driftsinntekt	0	0	0	60	60	60	30
= Normale driftsinntekter	624 257	393 063	350 732	288 295	508 866	816 554	653 926
- Varekostnad	557 187	350 586	307 172	247 091	444 356	719 669	565 295
- Lønnskostnad	25 196	22 183	23 030	27 942	35 903	44 246	45 790
- Andre driftskostnader	11 219	9 164	9 972	7 559	12 294	18 116	13 286
- Avskrivning	2 047	2 169	1 760	1 994	2 454	2 995	5 305
= Driftsresultat	28 608	8 961	8 799	3 709	13 859	31 529	24 249
- Driftsrelatert skattekostnad	7 857	2 461	2 416	1 019	3 806	8 659	6 660
= Netto driftsresultat	20 751	6 500	6 382	2 690	10 053	22 870	17 590
+ Netto finansinntekt	2 288	1 792	1 761	1 263	1 060	2 588	2 157
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	23 040	8 292	8 143	3 953	11 112	25 458	19 747
- Netto finanskostnad	37	31	39	198	133	81	58
= Nettoresultat til egenkapital	23 003	8 261	8 104	3 755	10 980	25 377	19 689
+ Unormalt netto driftsresultat	-273	-246	-112	38	1 032	92	-94
+ Unormalt netto finansresultat	0	-301	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	22 730	7 714	7 992	3 793	12 011	25 468	19 595
- Netto betalt utbytte	15 790	11 431	18 429	0	18 000	6 335	17 099
= Endring i egenkapital	6 940	-3 717	-10 437	3 793	-5 989	19 134	2 497

Tabell 5.1.9: Omgruppert resultatregnskap

I beregningene inngår all unormal skatt med unntak av unormal skatt på finansresultat, som inngår i unormalt netto finansresultat, og videre unormalt netto driftsresultat. De justeringene som er gjort gir i seg selv foreløpig ikke store utslag i oppstillingen, og slik sett gir denne oppstillingene oss lite ny informasjon, annet enn at tallene er noe justert av framoverskuende hensyn. Oppstillingen er imidlertid verdifull ved at den gir størrelsene NDR, NRS og NRE som forteller oss hvilken kapital som har generert hvilket overskudd. NDR, netto driftsresultat, kan tilskrives netto driftseiendeler, som består av egenkapital og finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. NRS, netto resultat til sysselsatt kapital, tilskrives sysselsatt kapital (eller "*capital employed*") som består av egenkapital og finansiell gjeld. NRE og FNR er henholdsvis normalisert og faktisk resultat til egenkapital, verdiskapningen som tilfaller eierne.

5.1.3 Omgruppering og normalisering av balanseregnskap

Når balanseregnskapet skal omgrupperes og normaliseres følger vi en ny firetrinnsprosess: **i)** Avsatt utbytte inkluderes i egenkapital, **ii)** det skilles mellom driftsrelaterte og finansielle bokførte verdier, før **iii)** sysselsatt balanse og **iv)** netto driftsbalanse utledes.

Steg 1: Utbytte inkluderes i egenkapital

Første steg i omgrupperingen av balansen til et mer investororientert perspektiv er å omdanne eventuelt avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital. Fra et kreditorperspektiv er avsatt utbytte gjeld til annen kapital. Fra et investorperspektiv er avsatt utbytte kapital som skal overføres til investorene, og er dermed fortsatt som egenkapital å regne.

MB har ikke avsatt utbytte ved årsslutt siden 2008. Selskapet overfører heller konsernbidrag og har i enkelte år betalt ut ekstraordinært utbytte. For vår analyse er dermed den eneste konsekvensen av å føre utbytte som en egenkapitalpost at inngående og utgående egenkapital for 2008 er noe høyere enn rapportert. Følgelig gjelder dette også inngående egenkapital for 2009.

Steg 2: Skille mellom drift og finans

I tråd med omgrupperingen av resultatregnskapet fortsetter vi å skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster. Figur 5.1.1 illustrerer omgrupperingsprosessen, og viser tydelig hvordan skillet mellom driftsrelaterte og finansielle poster kommer frem.

OPPRINNELIG BALANSE		OMGRUPPERT BALANSE	
Anleggsmidler	Egenkapital	Driftsrelaterte anleggsmidler	Egenkapital
	Langsiktig gjeld	Driftsrelaterte omløpsmidler	Langsiktig driftsrelatert gjeld
Omløpsmidler		Finansielle anleggsmidler	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
	Langsiktig finansiell gjeld		
	Kortsiktig gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	
		Finansielle omløpsmidler	

Figur 5.1.1: Opprinnelig balanse til omgruppert balanse

Generelt sier de fleste poster seg selv, og blir vanligvis oppgitt i regnskapene som av finansiell natur eller ei. En problemstilling er hvorvidt kontantbeholdningen er en driftsrelatert eller finansiell eiendel. En enkel, om dog simplifisert, forutsetning er å si at alle kontanter er finansielle eiendeler. Alternativt kan man betrakte beholdningen av kontanter over analyseperioden og avgjøre hvor stor del av bankinnskudd og kontanter som kan antas å være tilknyttet drift.

Vi har valgt å se på bankinnskudd og kontanter som andel av driftsinntekter for å finne et skjønsmessig krav til kontantbeholdning som inngår i driften av selskapet, ettersom driftsinntekter i dette tilfellet er den mest korrelerte resultatposten.

FORDELING AV KONTANTER	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kontanter	72 371	70 643	27 688	12 514	1 801	1 895	21 529
Driftsinntekter	624 257	393 063	350 732	288 295	508 866	816 554	653 926
Kontanter som % av driftsinntekter	0,116	0,180	0,079	0,043	0,004	0,002	0,033

Tabell 5.1.10: Fordeling av kontanter

Ettersom det tilsynelatende er få langsiktige eiendeler i selskapet, og at omløpsmidler og kortsiktig gjeld utgjør en stor del av verdiene i selskapet, finner vi det naturlig at deler av kontantbeholdningen inngår i driften av selskapet – dette mener vi også er i tråd med selskapets «construction management»-tilnærming. Det klart laveste kontantnivået, relativt sett, finner vi i 2013. Selskapets bankinnskudd utgjorde på dette tidspunktet 0,23 % av årets omsetning. Basert på dette regner vi med at kontantbeholdningen tilsvarende 0,23 % av omsetningen tilfaller driftsrelaterte eiendeler, mens resten regnes som finansielle eiendeler.

Selskapets omgrupperte balanseregnskap tabellene 5.1.11 og 5.1.12. Fra oppstillingene ser vi at hovedparten av gjelden i selskapet er driftsrelatert gjeld, gjeld som på naturlig vis inngår selskapets driftssyklus. De store gjeldsforpliktelsene kan være med på å forklare den høye kontantbeholdningen.

OMGRUPPERT BALANSEREGNSKAP		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EIENDELER								
Tomter, bygninger og annen fast eiendom		122	46	24	2	-	-	-
Anleggsbrakker		-	-	-	-	1 305	2 189	1 628
Maskiner og anlegg		638	438	274	125	-	-	-
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontor. ol.		3 154	2 813	2 699	4 037	6 498	8 532	7 229
Investeringer i datterselskap		-	3 129	3 226	3 226	-	-	-
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	3 914	6 425	6 223	7 389	7 803	10 720	8 857
Kundefordringer		61 729	40 670	35 987	44 880	64 864	71 394	107 288
Fordringer konsernselskap		405	10 539	-	-	-	-	-
Bankinnskudd, kontanter o.l.		1 449	912	814	669	1 181	1 895	1 517
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	63 583	52 121	36 801	45 549	66 045	73 289	108 806
Sum driftsrelaterte eiendeler	DE	67 497	58 546	43 025	52 938	73 849	84 009	117 663
Lån til foretak i samme konsern		-	-	-	16 179	-	-	-
Investeringer i aksjer og andeler		1	11	11	11	11	11	11
Andre fordringer		4 343	1 125	35 635	-	-	-	-
Sum finansielle anleggsmidler	FAM	4 344	1 136	35 646	16 190	11	11	11
Andre fordringer		-	-	1 167	11 017	35 808	78 526	100 469
Bankinnskudd, kontanter o.l.		70 922	69 731	26 874	11 845	620	-	20 012
Sum finansielle omløpsmidler	FOM	70 922	69 731	28 041	22 862	36 428	78 526	120 481
Sum finansielle eiendeler	FE	75 266	70 867	63 687	39 052	36 439	78 537	120 492
Sum eiendeler	TE	142 763	129 413	106 711	91 990	110 288	162 546	238 155

Tabell 5.1.11: Omgruppert balanseregnskap

OMGRUPPERT BALANSEREGNSKAP		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GJELD OG EGENKAPITAL								
Aksjekapital		5 200	5 200	5 200	5 200	5 200	5 200	15 200
Annen optjent egenkapital		27 911	35 557	25 119	28 912	22 923	42 057	34 553
Avsatt utbytte		11 362	-	-	-	-	-	-
Sum egenkapital	EK	44 473	40 757	30 319	34 112	28 123	47 257	49 753
Forpliktelse ved utsatt skatt		6 016	5 134	246	1 124	5 646	8 270	12 326
Andre avsetninger for forpliktelse		2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	7 481	8 200
Sum langsiktige driftsrelatert gjeld	LDG	8 516	7 634	2 746	3 624	8 146	15 751	20 526
Leverandørgjeld		48 378	54 288	28 520	39 712	63 056	61 434	81 459
Betalbar skatt		12 392	2 674	7 418	589	-	4 702	896
Skyldige offentlige avgifter		6 066	6 561	6 091	4 632	2 997	9 064	10 034
Sum kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	66 835	63 523	42 029	44 934	66 053	75 200	92 389
Sum driftsrelatert gjeld	DG	75 351	71 157	44 776	48 558	74 200	90 951	112 914
Øvrig langsiktig gjeld		-	-	4 998	-	-	-	-
Sum langsiktig finansiell gjeld	LFG	-	-	4 998	-	-	-	-
Gjeld til kredittinstitusjoner		-	-	241	1 791	2 376	1 797	1 179
Annen kortsiktig gjeld		22 939	17 499	26 378	7 529	5 589	22 542	74 309
Sum kortsiktig finansiell gjeld	KFG	22 939	17 499	26 618	9 320	7 965	24 338	75 487
Sum finansiell gjeld	FG	22 939	17 499	31 617	9 320	7 965	24 338	75 487
Sum gjeld	G	98 290	88 656	76 392	57 878	82 165	115 289	188 401
Sum gjeld og egenkapital	TK	142 763	129 413	106 711	91 990	110 288	162 546	238 155

Tabell 5.1.12: Omgruppert balanseregnskap

Steg 3: Sysselsatt kapital

Fra den omgrupperte balansen kan vi finne sysselsatt kapital, gjerne omtalt som “capital employed” i økonomisk litteratur. Sysselsatte eiendeler, som består av netto driftseiendeler og finansielle eiendeler, er finansiert av sysselsatt kapital, bestående av egenkapital og finansiell gjeld. Med andre ord er dette kapital som eiere og kreditorer har plassert i selskapet. Eksempelvis har MB betydelige kontantbeløp på bok de fleste årene av analyseperioden. Alternativ anvendelse hadde vært å ta kontanter som ikke inngår i selskapets driftssyklus, ut av selskapet, og forsøke å plassere de andre steder, med høyere avkastning.

For å utlede sysselsatt kapital beregnes først netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM) og driftsrelatert arbeidskapital (DAK). Dette er henholdsvis langsiktige og kortsiktige driftsrelaterte eiendeler fratrukket tilhørende driftsrelatert gjeld. Netto driftsrelaterte anleggsmidler og netto driftsrelatert arbeidskapital er negativ de fleste årene i perioden, noe som tyder på at driftsrelatert gjeld, gjeld som enten er en nødvendighet for eller resultat av drift, finansierer deler av driftsinfrastrukturen og at leverandører på kortere sikt finansierer selskapets driftssyklus og mer til (Knivsflå 2015).

NETTO DRIFTSRELATERTE EIENDELER	SYMBOL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	3 914	6 425	6 223	7 389	7 803	10 720	8 857
- Sum langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	8 516	7 634	2 746	3 624	8 146	15 751	20 526
= Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	-4 602	-1 209	3 477	3 765	-343	-5 031	-11 668
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	63 583	52 121	36 801	45 549	66 045	73 289	108 806
- Sum kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	66 835	63 523	42 029	44 934	66 053	75 200	92 389
= Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-3 252	-11 402	-5 228	615	-8	-1 911	16 417

Tabell 5.1.13: Netto driftsrelaterte eiendeler

Ved å summere netto anleggsmidler, driftsrelatert arbeidskapital og finansielle eiendeler finner man sysselsatte eiendeler. På den andre siden av balansen har man sysselsatt kapital bestående av egenkapital og finansiell gjeld.

$$SSE = NAM + DAK + FE = SSK = EK + FG$$

Siden sysselsatt kapital er kapital som er skutt inn i selskapet av eiere eller finansielle långivere, flyttes gjeld over til eiendelssiden i den sysselsatte balansen. Dette er hensiktsmessig fordi driftsrelatert gjeld oppstår som en naturlig del av driften, og kan sees på som en korreksjon av selskapets driftseiendeler heller enn en finansieringskilde på samme måte som egenkapital og finansiell gjeld.

SYSSELSATT BALANSE	SYMBOL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	-4 602	-1 209	3 477	3 765	-343	-5 031	-11 668
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-3 252	-11 402	-5 228	615	-8	-1 911	16 417
= Netto driftsrelaterte eiendeler	NDE	-7 854	-12 611	-1 751	4 380	-351	-6 942	4 749
+ Sum finansielle eiendeler	FE	75 266	70 867	63 687	39 052	36 439	78 537	120 492
= Sysselsatte eiendeler	SSE	67 413	58 256	61 936	43 432	36 088	71 595	125 240

Sum egenkapital	EK	44 473	40 757	30 319	34 112	28 123	47 257	49 753
+ Sum finansiell gjeld	FG	22 939	17 499	31 617	9 320	7 965	24 338	75 487
= Sysselsatt kapital	SSK	67 413	58 256	61 936	43 432	36 088	71 595	125 240

Tabell 5.1.14: Sysselsatt balanse

Sammenlignet med tabell 5.1.12 kommer det frem at sysselsatt kapital er vesentlig lavere enn totalkapitalen gjennom hele perioden. Dette skyldes at driftsrelatert gjeld utgjør over halvparten av totalkapitalen i alle år, med unntak av 2010 da den beløp seg til 40 %. Når dette trekkes fra eiendelssiden, i motsetning til å trekke opp gjeld og kapital, blir kapital merkbart redusert. I klartekst sier dette oss at store deler av de bokførte verdiene er låst opp i ulike forpliktelser, slik at de ikke kan regnes som aktiv kapital.

Steg 4: Netto driftskapital

For å gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital korrigerer man for finansielle eiendeler. Netto driftskapital reflekterer hvor mye kapital som er investert i driften av selskapet. Finansielle eiendeler er i prinsippet et mål på eiendeler som selskapet har utover det virksomheten krever. Det er likvide midler som kan benyttes til å betale ned den finansielle gjelden.

$$NDK = SSK - FE = EK + NFG$$

NETTO DRIFTSBALANSE	SYMBOL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	-4 602	-1 209	3 477	3 765	-343	-5 031	-11 668
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-3 252	-11 402	-5 228	615	-8	-1 911	16 417
= Netto driftseiendeler	NDE	-7 854	-12 611	-1 751	4 380	-351	-6 942	4 749
Egenkapital	EK	44 473	40 757	30 319	34 112	28 123	47 257	49 753
Sum finansiell gjeld	FG	22 939	17 499	31 617	9 320	7 965	24 338	75 487
- Sum finansielle eiendeler	FE	75 266	70 867	63 687	39 052	36 439	78 537	120 492
= Netto finansiell gjeld	NFG	-52 327	-53 368	-32 070	-29 731	-28 474	-54 198	-45 005
Netto driftskapital	NDK	-7 854	-12 611	-1 751	4 380	-351	-6 942	4 749

Tabell 5.1.15: Netto driftsbalanse

MB har gjennom hele perioden betydelig negativ netto finansiell gjeld som overgår egenkapitalen og gir negativ netto driftskapital. Den intuitive tolkningen av negativ netto driftskapital, altså eiendeler dersom man holder finansielle eiendeler utenfor og korrigerer for driftsrelatert gjeld, er at selskapets drift og mer enn til er finansiert av finansiell gjeld.

KAPITAL	SYMBOL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Totalkapital	TK	142 763	129 413	106 711	91 990	110 288	162 546	238 155
Sysselsattkapital	SSK	67 413	58 256	61 936	43 432	36 088	71 595	125 240
Sysselsatt kapital i % av TK	SSK/TK	0,472	0,450	0,580	0,472	0,327	0,440	0,526
Netto driftskapital	NDK	-7 854	-12 611	-1 751	4 380	-351	-6 942	4 749
Netto driftskapital i % av TK	NDK/TK	-0,055	-0,097	-0,016	0,048	-0,003	-0,043	0,020

Tabell 5.1.16: Kapitaloppstilling

Tabell 5.1.16 viser et sammendrag av hvordan de ulike kapitalene blir berørt av omgrupperingen. Sysselsatt kapital utgjør fra 44 til 47 % av totalkapitalen. Netto driftskapital er negativ alle år med unntak av 2011.

5.1.4 Målefeil

Målefeil er avvik mellom rapporterte tall og virkelig verdi. Sammenhengen kan formuleres slik:

$$\text{Målefeil} = \text{Rapportert verdi} - \text{Virkelig verdi}$$

Regnskapsmessige målefeil kan deles inn i tre typer (Palepu, Healy & Peek 2010). Målefeil 1 kan oppstå dersom regnskapet føres til historisk kost, og er avvik mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi. Transaksjonsprinsippet sier at “transaksjoner skal regnskapsføres til verdien av vederlaget på transaksjonstidspunktet” (Lovdata 2014). Eksempelvis kan det tenkes at virkelig verdi (driftsverdi eller salgsværdi) overstiger transaksjonsbeløpet. Dersom virkelig verdi overstiger vederlaget vil det oppstå en målefeil av type 1. Målefeil 2 oppstår som en konsekvens av avvik mellom god regnskapsføring og korrekt historisk kost. Målefeil 3, den mest graverende av de tre, oppstår som følge av ulovlig regnskapsmanipulasjon eller “kreativ regnskapsføring”.

5.1.5 Justering av resultat og balanse

Etter omgrupperingen og normalisering ønsker vi å korrigere for det vi oppfatter som type 1 målefeil, avvik mellom rapportert og virkelig verdi. Formålet er å kunne basere fremtidsregnskapet, og dermed selve verdsettelsen, på tallmateriale som mer presist reflekterer framoverskuende reelle verdier, fra et investorperspektiv.

Justering av kontanter

Ved undersøkelser av MBs spesifiserte regnskap fra 2011 til 2014 har vi avdekket at kontantekvivalenter har blitt ført under andre fordringer i perioden 2012 til 2014. Dette påvirker fordelingen vi gjorde innledningsvis mellom driftsrelatert og finansiell kontantbeholdning, ettersom laveste kontantbeholdning målt i prosent av driftsinntekter nå er vesentlig høyere.

KONTANTJUSTERING	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rapporterte andre fordringer	-	-	1 167	11 017	35 808	78 526	97 831
Rapporterte kontanter	72 371	70 643	27 688	12 514	1 801	1 895	21 529
Kontantekvivalenter i andre fordringer					28 803	76 552	87 481
Justerte andre fordringer	-	-	1 167	11 017	7 005	1 974	10 350
Justerte kontanter	72 371	70 643	27 688	12 514	30 604	78 447	109 010

Tabell 5.1.17: Kontantjustering

I tabellen ovenfor er *rapporterte andre fordringer* for 2014 justert for endrede rapporteringsrutiner for selskapet for å samsvare med foregående år. *Kontantekvivalenter i andre fordringer* korrigerer for poster som var ført som andre fordringer i balansen, men som vi likevel har vurdert som kontanter eller kontantekvivalenter⁶. Videre viser *justerte andre fordringer* og *justerte kontanter* bokførte verdier etter justeringen.

Kontantbeholdningen de tre siste årene har vært vesentlig høyere enn hva man først kunne lese fra årsrapportene. Denne justeringen øker minimum kontantbehov i % av driftsinntekter fra 0,23 % til 4,3 %. Dermed klassifiserer vi kontanter tilsvarende omkring 4 % av omsetningen som driftsrelaterte eiendeler.

JUSTERT FORDELING AV KONTANTER	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kontanter	72 371	70 643	27 688	12 514	30 604	78 447	109 010
/ Driftsinntekter	624 257	393 063	350 732	288 295	508 866	816 554	653 926
= Kontanter som % av driftsinntekter	0,116	0,180	0,079	0,043	0,060	0,096	0,167

Tabell 5.1.18: Justert fordeling av kontanter

Justeringen øker driftseiendeler og fører til en tilsvarende reduksjon i finansielle eiendeler.

EFFEKT PÅ BALANSE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Effekt på driftseiendeler	25 648	16 149	14 410	11 845	20 907	33 549	26 867
Effekt på finansielle eiendeler	-25 648	-16 149	-14 410	-11 845	-20 907	-33 549	-26 867

Tabell 5.1.19: Kontantjusteringens effekt på balansen

⁶ Blant annet konto 1920 Bank

Justering for operasjonell leie

Videre er det vanlig å justere for operasjonell leie. Operasjonell leie er langsiktige leasingavtaler, i motsetning til finansiell leasing, som ikke balanseføres (Wright 2014). Selskapet har dermed kostnader knyttet til langsiktige driftsmidler som ikke er balanseført. Dette bør korrigeres for.

Gjennom analyseperioden har MB operasjonelle leiekostnader knyttet til varige driftsmidler. I tillegg ble det ved årsslutt 2013 inngått en operasjonell leieavtale av lokaler med en årlig kostnad på kr 1 800 000.

OPERASJONELL LEIEKOSTNAD	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Operasjonell leie driftsmidler	1 194	1 121	840	967	879	569	441	859
Operasjonell leie lokaler							1 800	1 800
Rente på finansiell gjeld før skatt	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.1.20: Operasjonell leiekostnad

For å finne en bokført verdi på midlene som blir leaset benytter man en kapitaliseringsfaktor. I beregningen av kapitaliseringsfaktoren, en invers annuitet, benyttes rente på leiekra (r) og leieavtalens løpetid (T).

$$\text{Kapitaliseringsfaktor} = \frac{1}{r} - \frac{1}{r * (1 + r)^T}$$

Vi har benyttet MBs finansielle gjeldsrente før skatt som rente på leiekra, med ulik løpetid på de forskjellige operasjonelle leieavtalene. Operasjonell leie av driftsmidler har normalt hatt en løpetid på mellom 1 og 3 år. Leieavtalen på nye kontorlokaler varer i 10 år, altså ved utgangen av 2014 var det 9 års levetid igjen av avtalen. Dermed benytter vi $T = 2$ og $T = 10$ for kapitalisering av henholdsvis driftsmidler og lokaler.

På grunn av MBs lave gjeldsrente får vi kapitaliseringsfaktorer lik 1,98 og 8,66. Leiekapitalen blir da:

$$\text{Gjennomsnittlig leiekapital} = \text{Kapitaliseringsfaktor} * \text{Gjennomsnittlig leie}$$

Gjennomsnittlig leiekapital for driftsmidler er kr 1 698 000 og kr 15 585 000 for lokaler. Leiekapitalen knyttet opp i operasjonell leie av driftsmidler er balanseført for hele perioden. Leiekapitalen for lokalene er kun inkludert fra 2014. Justering for driftsmidler har forholdsvis liten effekt på netto driftseiendeler, mens den nye leieavtalen av kontorlokaler øker netto driftseiendeler med i underkant av 12,5 millioner. Med oppjusteringen av

eiendeler følger en økning i utsatt skatteforpliktelse (som har negativ effekt på netto driftseiendeler), lik økningen av bokførte verdier multiplisert med normalisert driftsskattesats fra resultatregnskapets omgruppering.

EFFEKT PÅ BALANSEN	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tomter, bygninger og annen							15 585
+ Maskiner og anlegg	1 698	1 698	1 698	1 698	1 698	1 698	1 698
- Forpliktelser ved utsatt skatt	474	474	474	474	474	474	4 825
= Netto driftseiendeler	1 224	1 224	1 224	1 224	1 224	1 224	12 458
Egenkapital	-	-	-	-	-	-	-
+ Annen kortsiktig gjeld	858	805	603	667	611	11 639	1 603
+ Øvrig langsiktig gjeld	365	419	620	557	613	-10 415	10 854
= Netto finansiell gjeld	1 224	1 224	1 224	1 224	1 224	1 224	12 458

Tabell 5.1.21: Effekt på balansen av justering for operasjonell leie

Annen kortsiktig gjeld øker med årets nye leie, etter skatt, og resten av økningen i netto driftseiendeler finansieres med langsiktig gjeld. Illustrert for 2014 utgjør disse beregningene følgende endring i kortsiktig og langsiktig gjeld:

$$(441 + 1800) * (1 - 0,275) = 1 603 = \Delta KG \Rightarrow 12458 - 1603 = 10854 = \Delta LG$$

EFFEKT PÅ RESULTATET	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tilbakeføring leie	1 194	1 121	840	967	879	569	2 241
- Avskrivning	1 191	1 117	837	925	847	562	2 226
- Endring i utsatt skatt	1	1	1	12	9	2	4
= Effekt på netto driftsresultat	3	3	2	30	23	5	11
- Rentekostnad på leiekrauet	3	4	3	42	32	7	15
+ Endring i utsatt skatt	1	1	1	12	9	2	4
= Effekt på nettoresultat til egenkapital	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.1.23: Effekt på resultatet av justering av operasjonell leie

Effekten på resultatet er først og fremst at deler av leiekostnaden blir ført som rentekostnad, og at man dermed også får en skatteskjoldeeffekt. Ettersom MBs gjeldsrente er så lav er skatteskjoldeeffekten imidlertid veldig begrenset. Effekten på nettoresultat til egenkapitalen er null, og således har resultateffektene av denne justeringen liten påvirkning på verdierestimatet.

Endring i rapportering i 2014

På grunn av endring i rapporteringsrutiner for året 2014 har vi valgt å justere for disse. Dette gjelder for opptjente men ikke rapporterte driftsinntekter, som reduserer netto finansiell gjeld med 22,364 millioner, samt en justering av andre fordringer som reduserer netto finansiell gjeld med 2,368 millioner.

Justert balanse

Fra tabell 5.1.23 kan vi se at justeringene har varierende effekt på totalkapitalen og sysselsatt kapital, spesielt sammenlignet med effekten på netto driftskapital. I 2014 er det særlig justeringene for rapporteringsforskjellene som gir utslag. Etter justering for kontanter og operasjonell leie er netto driftskapital nå positiv for alle årene i perioden, og mer stabil, som gir oss en indikasjon på at vår korrigering av målefeil er rimelig. Dette vil ha en betydelig effekt på både regnskapsanalysen og verdiestimatet, særlig ettersom netto driftskapital går fra å være negativ i de fleste periodene. Måltall som netto driftsrentabilitet ville ellers blitt negative, og vekting av kapitalkrav ville også blitt påvirket.

NETTO DRIFTSBALANSE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Justert totalkapital	144 461	131 111	108 409	93 687	111 985	164 243	230 437
\ Ujustert totalkapital	142 763	129 413	106 711	91 990	110 288	162 546	238 155
= JTK/TK	1,012	1,013	1,016	1,018	1,015	1,010	0,968
Justert sysselsatt kapital	68 644	59 479	63 167	44 663	37 319	72 826	112 776
\ Ujustert sysselsatt kapital	67 413	58 256	61 936	43 432	36 088	71 595	125 240
= JSSK/SSK	1,018	1,021	1,020	1,028	1,034	1,017	0,900
Justert netto driftskapital	19 026	4 762	13 890	17 456	21 787	27 838	21 789
\ Ujustert netto driftskapital	-7 854	-12 611	-1 751	4 380	-351	-6 942	4 749
= JNDK/JNDK	-2,422	-0,378	-7,933	3,985	-62,075	-4,010	4,588

Tabell 5.1.23: Netto driftsbalanse etter justeringer

5.2 Risikoanalyse

En analyse av et foretaks risiko gjøres ofte ved å se nærmere på to ting; selskapets likviditet og soliditet. En analyse av selskapets likviditet fokuserer på selskapets kortsiktige kredittrisiko – altså evaluerer man hvorvidt selskapet har likvide midler nok til å møte sine betalingsforpliktelser etter hvert som de forfaller. Videre vurderer man selskapets langsiktige kredittrisiko gjennom en soliditetsanalyse – selskapets evne til å tåle tap over en lengre periode. Vi vil bruke en modell for å konstruere en syntetisk kredittrating som benytter måltallene fra likviditets- og soliditetsanalysene hvor kredittrisikoen oppsummeres ved en karakter fra AAA til D, hvor AAA anses som prime⁷-kvalitet og rating fra BB til D i økende grad består av spekulative elementer (Berk & DeMarzo 2013).

⁷ Et godt eksempel på *prime obligasjoner* er statsobligasjoner i land med uten konkursrisiko (Santos 2014).

TIDSVEKTER	2009	2010	2011	2012	2013	2014
MB	0,1	0,1	0,15	0,2	0,2	0,25
Bransje	0,1	0,15	0,2	0,25	0,3	

Tabell 5.2.1: Tidsvekter

I en analyse av risiko er det naturlig å vektlegge senere prestasjoner, og vi vil derfor bruke tidsvektet gjennomsnitt i likviditets- og soliditetsanalysene. En svakhet her er at vi ikke har bransjetall fra 2014, og vektene dermed ikke blir symmetriske.

5.2.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsgrad

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

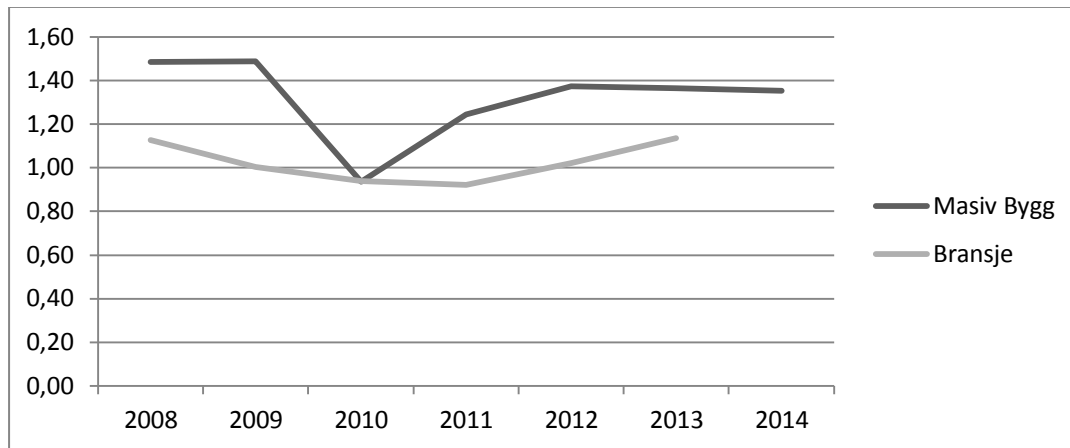
Ved å beregne likviditetsgraden for et selskap finner man forholdet mellom likvide midler og kortsiktige fordringer. Likviditetsgraden kan enklest oppsummeres som en indikator på evne til å betjene nærliggende fordringer (Langli 2010). Det blir benyttet ulike likviditetsgrader, og blant de mest brukte har vi likviditetsgrad 1, som finner forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og likviditetsgrad 2, som trekker fra varelager, ettersom dette kan være en lite likvid post. Siden MBs ikke har hatt varelager i noen av årene i analyseperioden, velger vi å benytte likviditetsgrad 1.

$$lg1_t = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

Likviditetsgrad lik 1 viser at selskapets kortsiktige eiendeler er proporsjonale til dets kortsiktige gjeld. Heuristiske normer sier oss at foretrukket likviditetsgrad ligger opp mot 2. Altså at omløpsmidler bør være dobbelt så store som den kortsiktige gjelden. Dette ble imidlertid utviklet for flere generasjoner siden (Langli 2010), i en tid hvor ting tok lenger tid og informasjon var mindre tilgjengelig. Nøyaktig hvor likviditetsgrad 1 optimalt bør ligge må vurderes i hvert enkelt tilfelle, men likviditetsgrad 1 bør være høyere enn 1.

LIKVIDITETSGRAD 1	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
MB	1,49	0,94	1,25	1,37	1,52	1,32	1,34
Bransje	1,00	0,94	0,92	1,02	1,16		1,03

Tabell 5.2.2: Likviditetsgrad 1



Figur 5.2.1: Likviditetsgrad 1

Med unntak av 2010 har MB hatt en tilsynelatende sunn likviditetsgrad som er en del høyere enn for den komparative bransjen. I 2010 var likviditetsgraden for både Masiv og for bransjen 0,94. For bransjen ser vi en gradvis nedgang frem til og med 2011. Dette kan forklares ved at dårligere økonomiske tider etter finanskrisen spiste unna på selskapenes likviditet. For MB ser vi heller at Likviditetsgraden i 2009 er god, og at nedgangstidene først fikk utslag i 2010. Det er interessant å se at likviditetsgraden for både MB og bransjen var lik i 2010, men at MB har en langt bedre utvikling deretter.

Rentedekningsgrad

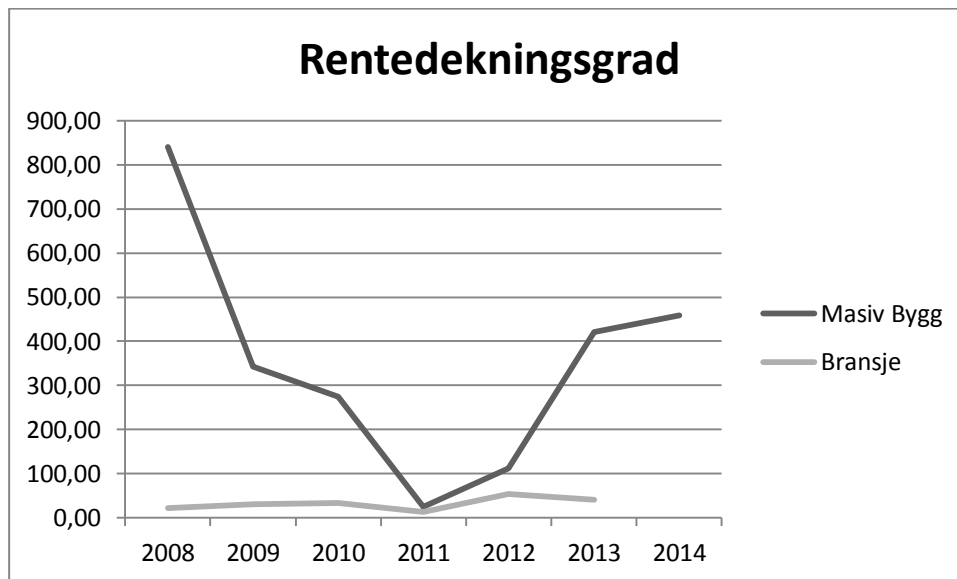
Rentedekningsgrad sier naturlig nok noe om selskapets evne til å betjene rentekostnader. Vi bruker følgende formel for å finne rentedekningsgrad:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Resultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}} \Rightarrow \text{rdg}_t = \frac{\text{NDR}_t + \text{NFI}_t}{\text{NFK}_t}$$

Fra omgrupperingen har vi at resultat til sysselsatt kapital er sum av netto driftsresultat og netto finanskostnader. Ikke overraskende finner vi at MB har svært høy rentedekningsgrad, ettersom de har så lave rentekostnader. Bransjen har også god rentedekningsgrad gjennom analyseperioden, som kan fortelle oss at bransjen som helhet kan enten ha lite rentebærende gjeld eller gunstige lånevilkår.

RENTEDEKNINGSGRAD	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
MB	343,06	273,70	25,08	112,29	420,75	458,88	286,77
Bransje	31,06	34,20	13,59	53,19	41,44		36,68

Tabell 5.2.3: Rentedekningsgrad



Figur 5.2.2: Rentedeckningsgrad

I 2011 er rentedeckningsgraden forholdsvis lik, et år med et tydelig bunnpunkt for MB i analyseperioden. Likevel går MB tilbake til å ha en svært høy rentedeckningsgrad, mens bransjen opplever en mer moderat forbedring.

5.2.2 Soliditetsanalyse

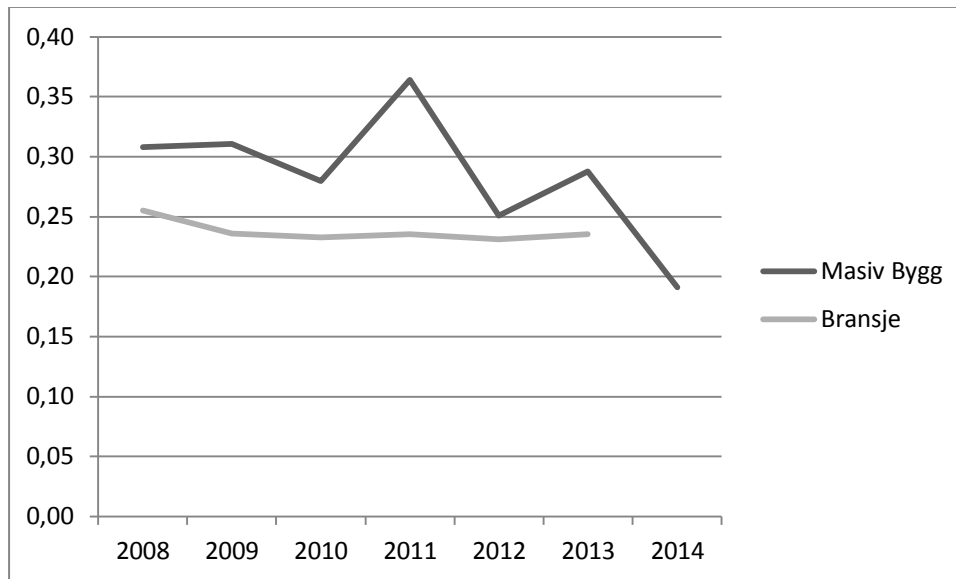
Egenkapitalandel

Andel egenkapital målt opp mot total kapital sier noe om selskapets evne til å tåle tap over tid. Foretak med lav egenkapitalprosent er mer eksponert for konjunkturelle svingninger. Selskaper finansiert med store deler gjeld vil i en lavkonjunktur stå i fare for å få reduserte inntekter i tillegg til økte rentekostnader som følge av høyere lånerenter og økt risiko fra kreditors perspektiv.

EGENKAPITALPROSENT	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
MB	0,31	0,28	0,36	0,25	0,29	0,22	0,28
Bransje	0,24	0,23	0,24	0,23	0,24		0,23

Tabell 5.2.4: Egenkapitalprosent

Jevnt over har MB større andel egenkapital enn bransjen, men opplever en tydelig nedgang frem mot 2014. Dette skyldes en 5 % økning i egenkapital mot en over 50 % økning i gjeld sammenlignet med året før. MB har dog en forholdsvis stor kontantbeholdning og den lave egenkapitalprosenten betraktes ikke som problematisk.



Figur 5.2.3: Egenkapitalandel

Netto driftsrentabilitet

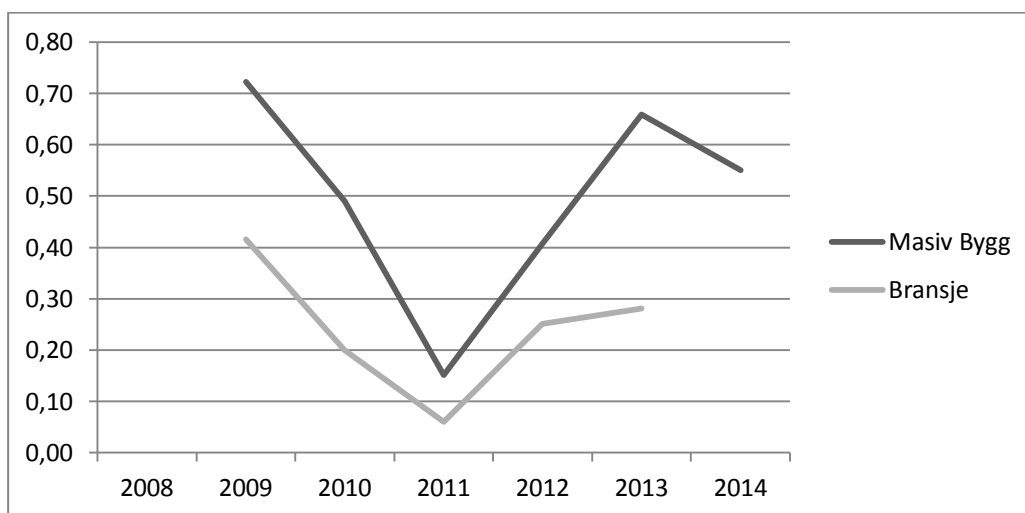
Vi benytter netto driftsrentabilitet til å måle selskapets inntjeningssevne på driftsmidler. Netto driftsrentabilitet er et mål på avkastningen til netto driftseiendeler.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}} \Rightarrow ndr_t = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1}}$$

Vi har allerede funnet ut at MBs netto driftseiendeler er forholdsvis lave, til tross for at de stort sett har levert gode resultater. Rentabiliteten er over 40 % for alle år med unntak av 2011, som etterhvert begynner å peke seg ut som det klare bunnpunktet etter finanskrisen. Store deler av dette kan forklares av horisonten på byggekontrakter. I 2011 var de fleste kontraktene fra før finanskrisen avsluttet – dermed endte mange byggeselskaper opp med magre resultater og kontantstrømmer i 2011.

NETTO DRIFTSRENTABILITET	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
MB	0,72	0,49	0,15	0,41	0,66	0,53	0,49
Bransje	0,42	0,20	0,06	0,25	0,28		0,23

Tabell 5.2.5: Netto driftsrentabilitet



Figur 5.2.4: Netto driftsrentabilitet

5.2.3 Syntetisk kredittrating

For å finne kapitalkrav knyttet til eiendeler og gjeld er det praktisk å ha en kredittrating. For ikke-børsnoterte selskaper skal det noe til for å bli kredittråtet av en kredittinstitusjon. Kredittinstitusjoner som Standard & Poor's, Moody's eller Fitch (Multiple-Markets 2013), som er de tre dominerende selskapene innen kredittrating, har sine egne rammeverk, og til dels skalaer, for kredittrating. Disse er godt vernet fra offentligheten av konkurransehensyn og vi velger derfor å benytte en modell som Knivsfå (2015) benytter i et av sine kurs ved NHH. I modellen benyttes de fire måletallene fra likviditets- og soliditetsanalysen for å komme frem til en kredittrating etter Standard & Poor's kredittratingskala (Standard & Poor's 2012). Merk at i tabellen inneholder alle kredittrisikopremier (krp) et risikotillegg lik 0,4 % for lang løpetid. Dersom kortsiktig risikopremie skal benyttes blir dette beregnet som følgende:

$$krp_{lang} - 0,4\% = krp_{kort}$$

Basert på empiri graderer man hver enkelt kategori etter grenseverdien i tabell 5.2.6, og finner deretter en helhetskarakter ved å vekte de fire karakterene like. Tabellen inneholder også konkursrisiko og kredittrisikopremie basert på kredittratingen. Eksempelvis har MB netto driftsrentabilitet lik 15 % i 2011. Dette er under gjennomsnittet for A-rating, men likevel over 13,1 % og gis dermed karakteren A⁸.

⁸ 21,6 % > ndr > 13,1 % ⇒ A

KREDITTRATING	lg1	rdg	ekp	ndr	p(konkurs)	krp
AAA	11,6	16,9	94,0 %	35,0 %	0,00 %	0,6 %
	8,9	11,6	89,5 %	30,8 %		
AA	6,2	6,3	85,0 %	26,6 %	0,02 %	0,8 %
	4,6	4,825	75,5 %	21,6 %		
A	3	3,35	66,0 %	16,6 %	0,08 %	1,0 %
	2,35	2,755	55,0 %	13,1 %		
BBB	1,7	2,16	44,0 %	9,6 %	0,26 %	1,4 %
	1,45	1,69	38,0 %	8,2 %		
BB	1,2	1,22	32,0 %	6,8 %	0,97 %	3,1 %
	1,05	1,06	27,0 %	5,4 %		
B	0,9	0,9	22,0 %	4,0 %	4,93 %	4,4 %
	0,75	0,485	17,5 %	2,6 %		
CCC	0,6	0,07	13,0 %	1,2 %	12,61 %	8,3 %
	0,55	-0,345	10,5 %	-0,2 %		
CC	0,5	-0,76	8,0 %	-1,6 %	27,96 %	14,9 %
	0,45	-1,17	3,0 %	-3,0 %		
C	0,4	-1,58	-2,0 %	-4,4 %	50,99 %	21,4 %
	0,35	-1,995	-10,0 %	-5,8 %		
D	0,3	-2,41	-18,0 %	-7,2 %	85,54 %	28,0 %

Tabell 5.2.6: Oversikt kredittrating

SYNTEISK RATING	2009	2010	2011	2012	2013	2014	GJENNOMSNTTLIG KREDITTRATING
Likviditetsgrad 1	BBB	B	BB	BB	BB	BB	
Rentedekningsgrad	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	
Egenkapitalprosent	BB	BB	BB	B	BB	B	
Netto driftsrentabilitet	AAA	AAA	A	AAA	AAA	AAA	
Syntetisk kredittrating MB	A+	A-	A/BBB	A-	A	A-	A-

Tabell 5.2.7: Syntetisk rating for MB

For å finne en total karakter har vi brukt en numerisk skala hvor kredittrating AAA = 1, AA = 2, A = 3, BBB = 4 og så videre. Deretter har vi funnet en numerisk kredittrating for hvert år, eksempelvis 3,25 i 2012. Dersom 3,5 gir rating A/BBB (slik som for 2011) er 3,25 mellom A og A/BBB, altså A-.

SYNTEISK RATING	2009	2010	2011	2012	2013	GJENNOMSNTTLIG KREDITTRATING
Likviditetsgrad 1	B	B	B	B	BB	
Rentedekningsgrad	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	
Egenkapitalprosent	B	B	B	B	BB	
Netto driftsrentabilitet	AAA	A	BB	A	AAA	
Syntetisk kredittrating Bransje	A/BBB	BBB	BBB/BB	BB	A	BBB+

Tabell 5.2.8: Syntetisk rating for bransje

Vi har brukt samme fremgangsmåte for å finne kredittrating til bransjeselskapene og ser at ratingen her er gjennomgående lavere enn for MB, med 2013 som unntaket, hvor de er ratet likt. Denne kredittratingen vil vi bruke senere for å blant annet finne kapitalkravet til MBs finansielle gjeld, som også inngår i krav av netto driftskapital og sysselsatt kapital.

5.3 Kapitalkrav

Når man vurderer lønnsomheten til en investering er det vanlig for en investor å sammenligne med tilsvarende investeringer. I den forbindelse utleder man kapitalkrav, objektive krav investor kan stille til avkastning.

5.3.1 Kapitalverdimodellen

En av de mest kjente modellene for beregning av forventet avkastning er “Capital Asset Pricing Model” – CAPM, eller Kapitalverdimodellen på godt norsk. Modellen bygger på en sammenheng mellom et aktivas forventede avkastning, avkastning på risikofrie investeringer og forventet markedsavkastning. Med Jonathan Berk og Peter DeMarzos (2013) egen notasjon har vi CAPM-ekvivalent forventet avkastning i formelen under.

$$E[R_i] = r_i = r_f + \beta_i * (E[R_{Mkt}] - r_f)$$

Her har vi at forventet avkastning er lik risikofri rente (r_f) og markedets forventede avkastning minus risikofri rente (markedets risikopremie) multiplisert med en betaverdi. Investors krav til avkastning er ekvivalent til forventet avkastning, og vi kan da benytte oss av CAPM formulert som følgende:

$$ekk = r_f + \beta_{EK} * (r_m - r_f)$$

hvor ekk er egenkapitalkravet og r_m er markedets avkastning. Kravet til egenkapitalen er dermed risikofri rente pluss selskapets egenkapitalbeta multiplisert med markedets risikopremie (mrp). Vi ønsker å finne normalisert egenkapitalkrav for å kunne basere oss på dette i budsjetteringsperioden. Da må vi også bruke normaliserte regnskapstall når vi regner ut de ulike komponentene. Egenkapitalbeta kan beregnes som følgende:

$$\beta_{EK} = \frac{Cov(Marked, Aksje)}{Var(Aksje)}$$

Beta er dermed et uttrykk for hvordan verdien av et selskap samvarierer med markedet. Beta lik 1 indikerer at aksjen i snitt svinger i takt med markedet. MBs egenkapitalbeta og andre betaverdier vil vi komme tilbake til senere.

Risikofri rente

For å finne risikofri rente før skatt har vi tatt utgangspunkt i effektiv tre-måneders NIBOR, Norwegian Interbank Offered Rate, og trukket fra kortsiktig kredittrisikopremie før skatt for AA-ratede selskaper,

$$\frac{0,8\% - 0,4\%}{1 - s_t} = krp_{kort, før skatt}$$

Vi har benyttet 27 % skattesats for 2014, og 28 % for øvrige år. Vi har så trukket ifra skatt for å finne risikofri rente etter skatt.

RISIKOFRI RENTE	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Gjennomsnittlig kredittrating for banker	AA	AA	AA	AA	AA	AA	
NIBOR 3M	0,025	0,026	0,029	0,023	0,019	0,018	0,023
- Kredittrisikopremie (før skatt)	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,006
= Risikofri rente før skatt	0,020	0,020	0,024	0,017	0,013	0,013	0,018
- Skatt	0,005	0,006	0,007	0,005	0,004	0,003	0,005
= Risikofri rente etter skatt	0,014	0,014	0,017	0,012	0,010	0,009	0,013

Tabell 5.3.1: Risikofri rente

Markedsrisikopremie

For å finne historisk markedsrisikopremie benytter atter en gang empiri som er tilgjengelig via Knivflås verdsettelseskurs.

$$mrp = (r_m - r_f)$$

I tabellen under har vi tall fra to tidsserier. Årlig risikopremie 95-t og 58-t er henholdsvis gjennomsnittlig markedsrisikopremie fra 1995 og 1958 frem til tidspunkt t . Dette er ment å reflektere markedsrisiko med kort- og langsiktig horisont. Vi vektet risikopremiene for å finne historisk risikopremie for hvert år og tillegget den korte risikopremien $1/4$ vektning og $3/4$ vektning av den lange. Tanken bak denne vektingen er at man inkluderer både langsiktige og kortsiktige risikoelementer. Vi finner risikopremie mellom 4,5 % og 4,8 % for de ulike årene. En vanlig antagelse er en langsiktig risikopremie på 4,5 % til 5 %, og estimatene er således innenfor det som antas å være et rimelig intervall.

MARKEDETS RISIKOPREMIE	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Årlig risikopremie 95-t	0,039	0,039	0,036	0,038	0,040	0,040	0,039
* Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
+ Årlig risikopremie 58-t	0,048	0,048	0,048	0,049	0,050	0,050	0,049
* Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
= Løpende risiko	0,046	0,046	0,045	0,046	0,048	0,048	0,046

Tabell 5.3.2: Markedets historiske risikopremie

Illikviditetspremie

En illikviditetspremie er en form for kompensasjon overfor investor for å bære en ekstra risiko som følge av at investeringen er mindre omsettelig enn sammenlignbare alternativer i markedet. MB er et privateid selskap, hvor aksjene kan antas å være betydelig mindre omsettbare enn eksempelvis Veidekke AS, som er notert på Oslo Børs. I litteraturen kan man risikere å støte på begrepet *likviditetspremie*. Uttrykket er noe selvmotsigende ettersom en likvid investering er relativt sett dyrere for investorer, altså at de må betale en likviditetspremie, i motsetning til å motta en illikviditetspremie for mindre likvide investeringer.

Forskning som er gjort på illikviditetspremier er enstydig og konkluderer med at illikviditetspremien i equity markeder er signifikant høyere enn 0 %. I praksis kan illikviditetspremien erfares som en rabatt på et kjøp av aksjer på salgstidspunktet, men man kan også tolke den som en risikokostnad som bæres av eierne. Johnsen (2004) påpeker at dette i praksis er en risikokostnad som bør legges direkte i avkastningskravet. Han foreslår en premie på 2-4 % for børsnoterte selskaper og 4 – 6 % for mindre selskaper som ikke er børsnotert. Illikviditeten tolkes da som en gjeldende risiko for investoren. Damodaran (2005) og Chan & Faff (2005) antyder også at årlig illikviditetspremie på en lite likvid investering ofte vil være mellom 1 % til 4 %. Damodaran (2006) benytter en årlig illikviditetspremie for etablerte privat-eide selskaper på 2 %, som er noe nærmere den konservative enden av skalaen av enn det øvrig empirisk forskning foreslår. Å beregne en årlig illikviditetspremie som trekkes fra avkastningskravet støttes også av Hagströmer, Hansson & Nilsson (2013), som viser at varianter likviditetsjusterte CAPM, LCAPM har signifikant bedre forklaringskraft hva angår størrelse på risikopremier, enn ordinær CAPM. Den svenske trioen kom frem til en gjennomsnittlig årlig illikviditetspremie på 1,55 %.

Risikoen og kostnaden ved illikviditet kan oppfattes som subjektiv og avhengig av om det er langsiktig eller kortsiktig eierskap. For eksempel er det rimelig å anta at et selskap som

selges til forretningsmessige eiere vil være langsiktig eierskap. På grunn av selskapets natur og tidligere eierforhold vil et potensielt salg av MB mest sannsynlig gå til mer langsiktige og forretningsmessige eiere, hvilket kan argumentere for en lavere illikviditetspremie. Vi velger å benytte en illikviditetspremie på 1,2 %. Som vi senere vil vise i sensitivitetsanalysen medfører dette en rabatt på 24,52 %, hvilket vi vurderer som en rimelig antakelse, den tid bransjens framtidsutsikter er usikre i tillegg til at Damodaran (2006) anslår et normalt illikviditetsavslag til å være rundt 20 til 25 %.

Med alle komponenter gjort rede for har vi vår likviditetsjusterte kapitalverdimodell:

$$ekk = r_f * (1 - s) + (\beta_{EK} * mrp) + ilp$$

Kapitalstørrelser

Når betaverdier, kapitalkrav og rentabiliteter skal beregnes er det viktig å benytte konsistente kapitalstørrelser. Dersom man benytter inkonsistente størrelser, altså at tallene som blir brukt i de ulike analysene er regnet ut etter forskjellige metoder, vil man få inkonsistente og potensielt misvisende resultater. Vi benytter dermed, i tråd med Knivsflå (2015), en justert gjennomsnittskapital i våre beregninger.

$$Kapital = \text{Inngående kapital} - \frac{\Delta \text{Kapital} - \text{Nettoresultat til kapital}}{2}$$

Hensikten er her å ha et mål på kapital som reflekterer gjennomsnittlig kapital for året, justert for resultatbidrag mot en gitt kapital i løpet av perioden. Ved utledning av krav og rentabiliteter i fremtidsregnskapet vil det av diskonteringshensyn brukes andre beregningsmetoder som vi vil komme tilbake til senere.

KAPITALSTØRRELSER	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finansielle eiendeler	51 272	52 878	38 873	21 899	31 554	69 066
Finansiell gjeld	21 435	25 809	21 799	9 940	17 424	44 325
Netto finansiell gjeld	-29 837	-27 069	-17 074	-11 959	-14 130	-24 741
Egenkapital	38 485	39 590	34 093	36 607	50 378	58 350
Netto driftskapital	8 648	12 521	17 018	24 648	36 248	33 608
Sysselsatt kapital	59 919	65 399	55 892	46 547	67 802	102 674

Tabell 5.3.3: Kapitalstørrelser justert for gjennomsnittskapital

For å kunne verdsette etter egenkapital-, netto driftskapital- og sysselsatt kapital-metodene er kapitalstørrelsene i tabellen over nødvendig.

5.3.2 Betaverdier

Egenkapitalbeta

Den vanligste måten å beregne egenkapitalbetaen til et selskap på er å gjøre en regresjon av selskapets aksjepris forklart av en markedsindeks. Ved bruk av minste kvadraters metode vil vi da få $\beta_i = \frac{Cov(x,y)}{Var(x)}$. MB er et ikke-børsnotert selskap, og dette gjør at vi må finne en alternativ fremgangsmåte. Den mest nærliggende metoden er å finne en proxy for betaen til virksomhetens underliggende risiko, bransjerisikoen, ved å beregne betaen til sammenlignbare selskaper og korrigere for kapitalstruktur. I vårt tilfelle er heller ikke denne fremgangsmåten uproblematisk, ettersom det kun finnes to selskaper i bygg- og anleggsbransjen som er notert på Oslo børs; Veidekke AS (Oslo Børs 2015a) og AF Gruppen AS (Oslo Børs 2015b). Spesielt AF Gruppen har en risikoprofil som ikke er forenelig med MB. Andre alternativ er å benytte bransjebetaer fra forskningsdatabaser, slik som Damodarans "sector betas". Ved bruk av beta på at en bransje kan ha ulik eksponering og risiko i forskjellige geografiske markeder. Damodarans database inneholder bransjebetaer fra både USA og Europa. Fra Damodarans beta for europeiske selskaper innen "engineering"/"construction" har vi en beta justert for gjeldsgrad og kontanter ($\beta_{Unlevered}$) lik 0,78 (Damodaran 2015a). Årsaken til at vi ønsker å bruke bransjebeta justert for kontanter, i motsetning til ordinær kapitaljustert beta, er at vi i rammeverket videre vil bruke netto finansiell gjeldsgrad, gjeldsgrad korrigert for finansielle eiendeler.

NETTO FINANSIELL GJELDSGRAD	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Netto finansiell gjeld	-29 837	-27 069	-17 074	-11 959	-14 130	-24 741	-16976
\ Egenkapital	38 485	39 590	34 093	36 607	50 378	58 350	44857
= 1+Netto finansiell gjeldsgrad	0,225	0,316	0,499	0,673	0,720	0,576	0,501

Tabell 5.3.4: Netto finansiell gjeldsgrad

Ettersom finansiell gjeldsgrad er mer stabil post 2010 har vi i betaestimatet valgt å benytte gjennomsnittet fra perioden 2011 til 2014, som er 0,617. For å finne kapitaljustert beta bruker vi følgende formel:

$$\beta_{Delevered} = \beta_{Unlevered} * (1 + NFGG_{snitt}) \Rightarrow 0,78 * (1 - 0,617) = 0,51$$

Selv om MB opererer i et geografisk marked som ofte vil skille seg fra utviklingen i resten av Europa, er det mangel på bedre alternativer og vi ender med å akseptere Damodarans bransjebeta. En siste justering mangler før vi kan fastslå MBs egenkapitalbeta for perioden, enten Bloomberg- eller Blume-justeringen (Wright 2014). Justeringene tar hensyn til mean

reversion og målefeil. Blume-justeringen tar sikte på å korrigere for restvariasjon mellom et aktive og markedet. Bloomberg-justeringen er en mer anvendelig korrigerende for å finne justert betaverdi, og tar høyde for fenomenet “mean reversion”, eller tilbakevendende gjennomsnitt. Den bakenforliggende tanken er at betaverdien vil over tid bevege seg mot markedsgjennomsnittet, som er 1. Bloomberg-justeringen tar i bruk en empirisk basert justeringsfaktor lik 0,33.

$$\beta_{EK} = \left(\beta_{Delevered} * \frac{2}{3} \right) + \left(1 * \frac{1}{3} \right) \Rightarrow \beta_{EK} = \left(0,51 * \frac{2}{3} \right) + \left(1 * \frac{1}{3} \right) = 0,67$$

Finansiell gjeldsbeta

For å finne netto driftsbeta, som vi bruker for å utlede netto driftskrav – en nødvendighet for å beregne verdierestimat etter NDK-metoden – trenger vi netto finansiell gjeldsbeta. Netto finansiell gjeldsbeta er et vektet snitt av finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta. Implisitt finansiell gjeldsbeta kan identifiseres ved hjelp av forholdet mellom kredittrisikopremien og markedsrisikopremien.

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

Her inkluderes et korreksjonsledd, markedsrisikodel (mrd). Markedsrisikodel er den delen av kredittrisikopremien som kan oppfattes som markedsrisiko, eller den delen av konkurrisikoen som kan tilskrives økonomien generelt. Et godt mål på markedsrisikodel er R^2 fra en regresjon av et aktivum og markedsindeks, hvor R^2 forteller oss hvor mye av prisvariasjonen i en aksje som kan forklares av bevegelser i markedet. Vi har brukt ukentlig data for de to børsnoterte selskapene Veidekke og AF Gruppen for å finne R^2 , og får henholdsvis 0,66 og 0,55. Vi setter dermed markedsrisikodel lik 0,6 for MB. I markedet vil investor normalt kun kompenseres for systematisk risiko, markedsrisiko, og derfor er det ikke urimelig å foreta en slik korrigerende.

FINANSIELL GJELDSBETA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Kredittrating MB	A+	A-	A/BBB	A-	A	A-	A-
Lang kredittrisikopremie	0,009	0,011	0,012	0,011	0,010	0,011	0,011
\ Markedets risikopremie	0,046	0,046	0,045	0,046	0,048	0,048	0,046
= Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0,204	0,248	0,267	0,245	0,211	0,239	0,235
* Markedsrisikodel	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600
= Finansiell gjeldsbeta	0,122	0,149	0,160	0,147	0,126	0,143	0,141

Tabell 5.3.5: Finansiell gjeldsbeta

MBs har en god kredittrating som gir lav og stabil finansiell gjeldsbeta. Finansiell eiendelsbeta varierer fra 0,122 i 2009, hvor MB har sin beste kredittrating, til 0,16 i 2011, sammen med den svakeste kredittratingen gjennom analyseperioden.

Kredittrisikopremien er kalkulert på bakgrunn av kredittratingen fra kredittrisikoenalysen. I 2010, da MB hadde kredittrating A-, har vi regnet ut en vektet kredittrisikopremie bestående av $\frac{2}{3}$ av kredittrisikopremien gitt A-rating, og $\frac{1}{3}$ av kredittrisikopremien gitt rating BBB.

Finansiell eiendelsbeta

Finansielle eiendeler kan klassifiseres som kontanter, fordringer eller investeringer. Det er da naturlig å regne ut finansiell eiendelsbeta som vektet betaverdi av enkeltkomponentene.

$$\beta_{FE} = \beta_{KON} * \frac{KON}{FE} + \beta_{FOR} * \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} * \frac{INV}{FE}$$

Her velger vi å gjøre noen forutsetninger for å forenkle prosessen. Kontantplasseringer (bank) anses som risikofrie, og har dermed beta lik 0. Investeringer blir gjort i markedet, hvor gjennomsnittbeta er 1. Fordringsbetaen følger samme metode som finansiell gjeldsbeta, med unntak av at vi benytter kort kredittrisikopremie. Grunnen til dette er MBs fordringer i hovedsak er kortsiktige, og det vil da være feil å inkludere et kredittrisikotillegg for lang løpetid.

$$\beta_{FOR} = \frac{krp_{Kort}}{mrp} * mrd = \frac{krp_{Lang} - Langtillegg}{mrp} * mrd$$

Vi antar at fordringene har en kredittrating tilsvarende gjennomsnittlig kredittrating på Oslo børs, BBB (Knivsflå 2015).

FORDRINGSBETA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Kredittrating fordringer	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kredittrisikopremie (lang)	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
- Langtillegg	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
\ Markedsrisikopremie	0,046	0,046	0,045	0,046	0,048	0,048	0,046
= Fordringsbeta når mrd = 1	0,219	0,219	0,222	0,216	0,211	0,211	0,216
* Markedsdel	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600
= Fodringsbeta	0,131	0,131	0,133	0,130	0,126	0,126	0,130

Tabell 5.3.6: Fordringsbeta

Ettersom MB generelt sett har hatt få investeringer og store kontantbeholdninger er eiendelsbetaen også lav for de fleste år. Vi ser at forutsetningene vi gjorde under fordelingen

av kontanter mellom driftsrelaterte og finansielle omløpsmiddel får utslag her ettersom kontantvekten i 2011 blir 0.

FINANSIELL EIENDELSBETA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
* Kontantvekt	0,979	0,253	0,000	0,548	0,956	0,761	0,583
+ Fordringsbeta	0,131	0,131	0,133	0,130	0,126	0,126	0,130
* Fordringsvekt	0,021	0,747	1,000	0,451	0,044	0,239	0,417
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000
= Finansiell eiendelsbeta	0,003	0,098	0,134	0,059	0,006	0,030	0,055

Tabell 5.3.7: Finansiell eiendelsbeta

Det virker likevel rimelig at eiendelene på dette tidspunktet var vesentlig mer risikofylte, ettersom MBs finansielle eiendeler i stor grad bestod av fordringer og i beste fall en nokså moderat mengde bankinnskudd og kontanter.

Netto finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta vektes for å komme frem til netto finansiell gjeldsbeta. Netto finansiell gjeldsbeta påvirker både netto driftsbeta og -krav.

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

NETTO FINANSIELL GJELDSBETA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Finansiell gjeldsbeta	0,122	0,149	0,160	0,147	0,126	0,143	0,141
* Finansiell gjeldsvekt	-0,718	-0,953	-1,277	-0,831	-1,233	-1,792	-1,134
- Finansiell eiendelsbeta	0,003	0,098	0,134	0,059	0,006	0,014	0,052
* Finansiell eiendelsvekt	-1,718	-1,953	-2,277	-1,831	-2,233	-2,792	-2,134
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,083	0,050	0,100	-0,014	-0,143	-0,216	-0,051

Tabell 5.3.8: Netto finansiell gjeldsbeta

Ettersom netto finansiell gjeld er negativ er det ikke unaturlig at netto finansiell gjeldsbeta er negativt. Vi ser likevel at i 2010 og 2011, når kontantbeholdningen er på sitt laveste, er netto finansiell gjeldsbeta relativt langt høyere enn de andre årene.

Netto driftsbeta

Netto driftsbeta er vektet betaverdi av egenkapital og netto finansiell gjeld.

$$\beta_{DRIFT} = \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

Det kan argumenteres for at netto driftsbeta, underliggende driftsrisiko, er konstant, og uavhengig av finansiering. Modigliani og Millers proposition I (1958) sier at verdien av et

selskap, under deres forutsetninger, er uavhengig av finansiering, og Knivsflås rammeverk benytter seg av dette teoremet. Vi har funnet at MB historisk sett har hatt avkastning utover kapitalkravene for både finansiell gjeld og finansielle eiendeler, som tyder på at verdien ikke er uavhengig av finansiering. Likevel velger vi å betrakte den underliggende driftsrisikoen, derav netto driftsbeta, som uavhengig av finansiering. Det vil si at netto driftsbeta er tilnærmet konstant. Et av tilfellene hvor en slik antagelse kan sies å være urealistisk er for selskaper i finansiell krise. "Financial distress costs", eller finansielle krisekostnader, vil føre til økte driftskostnader og økt netto driftsbeta. Videre gjør vi antagelse om at finansielle krisekostnader kan begynne å oppstå med kredittrating et sted mellom BB og B, og benytter den vektete kredittrisikopremien, kan vi finne en terskelverdi for netto finansiell gjeldsbeta som forteller oss når selskapet kan antas å ha krisekostnader, og forhøyet netto driftsbeta.

TERSKELBETA FOR NFG	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Lang kredittrisikopremie	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038
\ Markedspremie	0,046	0,046	0,045	0,046	0,048	0,048	0,046
= Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0,820	0,820	0,833	0,811	0,789	0,789	0,810
* Markedsrisikodel	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600
= Terskelbeta for NFG	0,492	0,492	0,500	0,486	0,474	0,474	0,486
Netto finansiell gjeldsbeta	-0,083	0,050	0,100	-0,014	-0,143	-0,216	-0,051

Tabell 5.3.9: Terskelbeta for netto finansiell gjeld

Ettersom MB har negativ netto finansiell gjeldsbeta de fleste år, og en svært lav betaverdi de resterende årene, kan vi enkelt konkludere med at de verken har pådratt seg, eller står i nærliggende fare for å pådra seg, finansielle krisekostnader, altså at forutsetningen vår for konstant netto driftsbeta ikke er brutt.

NETTO DRIFTSBETA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Egenkapitalbeta	0,300	0,547	0,859	1,087	1,126	0,842	0,654
* Egenkapitalvekt	4,450	3,162	2,003	1,485	1,390	1,736	2,371
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,083	0,050	0,100	-0,014	-0,143	-0,216	-0,051
* Netto finansiell gjeldsvekt	-3,450	-2,162	-1,003	-0,485	-0,390	-0,736	-1,371
= Netto driftsbeta	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621

Tabell 5.3.10: Netto driftsbeta

I tabellen over har netto driftsbeta først blitt regnet ut som implisitt driftsbeta gitt ved gjennomsnittlig egenkapitalbeta, egenkapitalvekt, netto finansiell gjeldsbeta og netto finansiell gjeldsvekt. Deretter kalkuleres implisitt eller naturlig årlig egenkapitalbeta, som tillater oss å beregne årlige egenkapitalkrav.

Den lave netto finansielle gjeldsbetaen gjør at gearingen av egenkapital relativt til netto driftskapital blir avgjørende for årlig egenkapitalbeta. Variasjonen er stor; fra 0,3 i 2009 til 1,1 i 2013, og implisitt eller naturlig beregning av egenkapital kan være en del av forklaringen. En potensiell svakhet ved denne metoden er at netto driftseiendeler nærme null gir egenkapitalbetaer med kraftig gearingeffekt, og at små målefeil dermed kan få store utslag. Netto driftsbeta for perioden er 1,62.

5.3.3 Egenkapitalkrav

Kapitalens avkastningskrav er ment å uttrykke hvilken avkastning en investor kan forvente å få i markedet for en investering med tilsvarende risiko. Vi benytter CAPM for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen og bruker modellen fra tidligere:

$$ekk = r_f * (1 - s) + (\beta_{EK} * mrp) + ilp$$

EGENKAPITALKRAV	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,014	0,017	0,012	0,010	0,009	0,013
+ Egenkapitalbeta	0,300	0,547	0,859	1,087	1,126	0,842	0,794
* Markedsrisikopremie	0,046	0,046	0,045	0,046	0,048	0,048	0,046
+ Illikviditetspremie	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
= Egenkapitalkrav	0,040	0,051	0,068	0,075	0,075	0,061	0,062

Tabell 5.3.11: Historisk egenkapitalkrav

Effekten av nedgiring av egenkapitalen gjennom finansielle eiendeler er her godt synlig. Implisitt egenkapitalbetaen på 0,300 i 2009 gir et egenkapitalkrav på 4,0 % som kanskje virker urimelig lavt, men kan være et resultat av overlegen risikojustert avkastning i bygg og eiendom de siste årene. Egenkapitalkravet er på sitt høyeste i 2012 og 2013, hvor investorer kan forvente å få en avkastning lik 7,5 % på tilsvarende investeringer. Fra 2011 til 2014 varierer avkastningskravet mellom 7,5 % og 6,1 %, og er dermed innenfor normal verdier.

5.3.4 Finansielle krav

Finansielt gjeldskrav

I likhet med egenkapitalkravet representerer det finansielle gjeldskravet (fgk) den forventede gjeldskostnaden til MB, gitt deres kredittrating.

$$fgk = r_f * (1 - s) + krp$$

FINANSIELT GJELDSKRAV	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Rating MB	A+	A-	A/BBB	A-	A	A-	A-
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,014	0,017	0,012	0,010	0,009	0,013
+ Kredittrisikopremie	0,009	0,011	0,012	0,011	0,010	0,011	0,011
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,023	0,026	0,029	0,024	0,020	0,020	0,024

Tabell 5.3.12: Historisk finansielt gjeldskrav

Den gode og stabile kredittratingen til MB gir et lavt finansielt gjeldskrav gjennom perioden, med et gjennomsnitt på 2,4 %.

Finansielt eiendelskrav

Som for finansiell eiendelsbeta består det finansielle eiendelskravet (fek) av krav til kontanter, fordringer og investeringer. Vi holder ved de samme antagelsene her og krever risikofri rente som avkastning på kontanter. Kapitalkravet til investeringer er risikofri rente pluss markedets risikopremie, og krav til fordringer er risikofri rente pluss den korte kredittrisikopremien for kredittrating BBB.

FINANSIELT EIENDELSKRAV	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Kontantkrav	0,014	0,014	0,017	0,012	0,010	0,009	0,013
* Kontantvekt	0,979	0,253	0,000	0,548	0,956	0,886	0,604
+ Fordringskrav	0,024	0,024	0,027	0,022	0,020	0,019	0,023
* Fordringsvekt	0,021	0,747	1,000	0,451	0,044	0,114	0,396
+ Investeringskrav	0,060	0,060	0,062	0,059	0,057	0,057	0,059
* Investeringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000
= Finansielt eiendelskrav	0,014	0,022	0,027	0,017	0,010	0,010	0,017

Tabell 5.3.13: Historisk finansielt eiendelskrav

Netto finansielt gjeldskrav

Igjen vektes netto finansielt gjeldskrav (nfgk) likt som tilhørende beta, av krav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

De to kapitalkravene ser ut til å motvirke hverandre. I fem av de seks årene er netto finansielt gjeldskrav lavere enn 2 %. I 2013 og 2014 er kravet til netto finansiell gjeld negativt. Fra 2012 til 2014 reduseres netto finansielt gjeldskrav i hovedsak som følge av økt andel finansielle eiendeler.

NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Finansielt gjeldskrav	0,023	0,026	0,029	0,024	0,020	0,020	0,024
* Finansiell gjeldsandel	-0,718	-0,953	-1,277	-0,831	-1,233	-1,792	-1,134
- Finansielt eiendelskrav	0,014	0,022	0,027	0,017	0,010	0,010	0,017
* Finansiell eiendelsandel	-1,718	-1,953	-2,277	-1,831	-2,233	-2,792	-2,134
= Netto finansielt gjeldskrav	0,008	0,018	0,025	0,011	-0,002	-0,008	0,009

Tabell 5.3.14: Historisk netto finansielt gjeldskrav

5.3.5 Selskapskrav

Netto driftskrav

Kravet til netto driftskapital er et vektet krav av egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav.

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

NETTO DRIFTSKRAV	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Egenkapitalkrav	0,040	0,051	0,068	0,075	0,075	0,061	0,062
* Egenkapitalandel	4,450	3,162	2,003	1,485	1,390	1,736	2,371
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,008	0,018	0,025	0,011	-0,002	-0,008	0,009
* Netto finansiell gjeldsandel	-3,450	-2,162	-1,003	-0,485	-0,390	-0,736	-1,371
= Netto driftskrav	0,150	0,123	0,111	0,105	0,105	0,112	0,118

Tabell 5.3.15: Historisk netto driftskrav

Grovt sett er avkastningskravet til driftskapitalen fallende i perioden. På samme måte som gearing trakk ned egenkapitalkravet i begynnelsen av perioden trekkes det vektete driftskravet opp av en stor andel egenkapital relativt til netto finansiell gjeld.

Krav til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital består av egenkapital og finansiell gjeld. Avkastningskravet til sysselsatt kapital (ssk) er vektet kapitalkrav av egenkapital og finansiell gjeld.

$$ssk = ekk * \frac{EK}{SSK} + fgk * \frac{FG}{SSK}$$

Kravet til sysselsatt kapital har en mindre ensporet utvikling. Det øker i takt med egenkapitalbeta men synker samtidig i takt med høyere gjeldsandel. Fra 2009 frem til og med 2012 øker kapitalkravet, før det synker noe. Dette skyldes utviklingen i andel finansiell gjeld. Frem mot 2012 har finansiell gjeld blitt forringet relativt til egenkapitalen, mens finansiell gjeldsandel har blitt bygget opp igjen siden. Som tidligere nevnt er det moderat

vekst i egenkapital og betydelig vekst i finansiell gjeld i 2014, som gir et kapitalkrav som trekkes veldig ned.

KRAV TIL SYSSELSATT KAPITAL	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Egenkapitalkrav	0,040	0,051	0,068	0,075	0,075	0,061	0,062
* Egenkapitalandel	0,642	0,605	0,610	0,786	0,743	0,568	0,659
+ Finansielt gjeldskrav	0,023	0,026	0,029	0,024	0,020	0,020	0,024
* Finansiell gjeldsandel	0,358	0,395	0,390	0,214	0,257	0,432	0,341
= Krav til sysselsatt kapital	0,034	0,041	0,053	0,064	0,061	0,044	0,049

Tabell 5.3. 16: Historisk krav til sysselsatt kapital

5.4 Lønnsomhet- og rentabilitetsanalyse

En metode for å analysere lønnsomhet i et selskap er å beregne rentabilitet til ulike kapitaler. Rentabiliteter i seg selv forteller lite utover nivået på lønnsomheten. Profesjonelle investorer er derimot ikke bare interessert i lønnsomhetsnivået men også på hvor lønnsom en bedrift er, ikke nødvendigvis sammenlignet med sine konkurrenter, men sammenlignet med den markedets forventede avkastning. Resultatene fra den strategiske lønnsomhetsanalysen vil forklare årsakene til eventuelle forskjeller i lønnsomhet.

Den strategiske fordelene vi ønsker å avdekke er gitt ved egenkapitalens meravkastning eller superprofitt.

$$\text{Strategisk fordel} = \text{Egenkapitalrentabilitet} - \text{Egenkapitalkrav}$$

Ved å dekomponere den strategiske fordelene eller ulempen gjennom netto driftskapitalmetoden vil vi kunne skille mellom strategisk fordel eller ulempe fra drift eller finansiering. Dekomposisjon ved hjelp av netto driftskapitalmetoden innebærer å **i)** finne finansieringsfordel av finansiell gjeld og eiendeler, **ii)** fordel av ressursbruk, **iii)** bransjefordel og **iv)** gearingfordel.

$$\text{Strategisk fordel} = \text{Driftsfordel} + \text{Finansieringsfordel}$$

Rentabilitet

Rentabilitet er et forholdstall som uttrykker avkastningen til en kapital, i form av prosentvis rente. Det generelle målet på rentabilitet er:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

Videre kan man skille mellom fullstendig og normalisert rentabilitet. Fullstendig rentabilitet benytter rapporterte regnskapstall, og kan være hensiktsmessig i en risikoanalyse, for å synliggjøre volatilitet i kapitalens avkastning. Eksempelvis ble fullstendig netto driftsrentabilitet benyttet i risikoanalysen av MB. Når hensikten er budsjettering eller fremskriving er det nærliggende å bruke normalisert rentabilitet:

$$\text{Normalisert rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapital}}{\text{Normalisert kapitalstørrelse}^9}$$

Tidsvektet gjennomsnitt

Ved sammenligning av ulike forholdstall benytter vi tidsvektet gjennomsnitt for å tillegge de siste årenes resultater mer vekt, i motsetning til å vektlegge alle observasjoner likt. Regnskapstall fra 2014 er ikke tilgjengelig for bransjen, dermed blir tidsvektingen ulik. Ved beregning av gjennomsnitt for 5-årige og 6-årige dataserier vil vektene under benyttes.

TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT	2009	2010	2011	2012	2013	2014
6-årig vektet gjennomsnitt	0,1	0,1	0,15	0,2	0,2	0,25
5-årig vektet gjennomsnitt	0,1	0,15	0,2	0,25	0,3	

Tabell 5.4.1: Tidsvektet gjennomsnitt

Strategisk fordel

For å få bedre oversikt ser vi først på MBs overordnede strategiske fordel, før vi dekomponerer kildene.

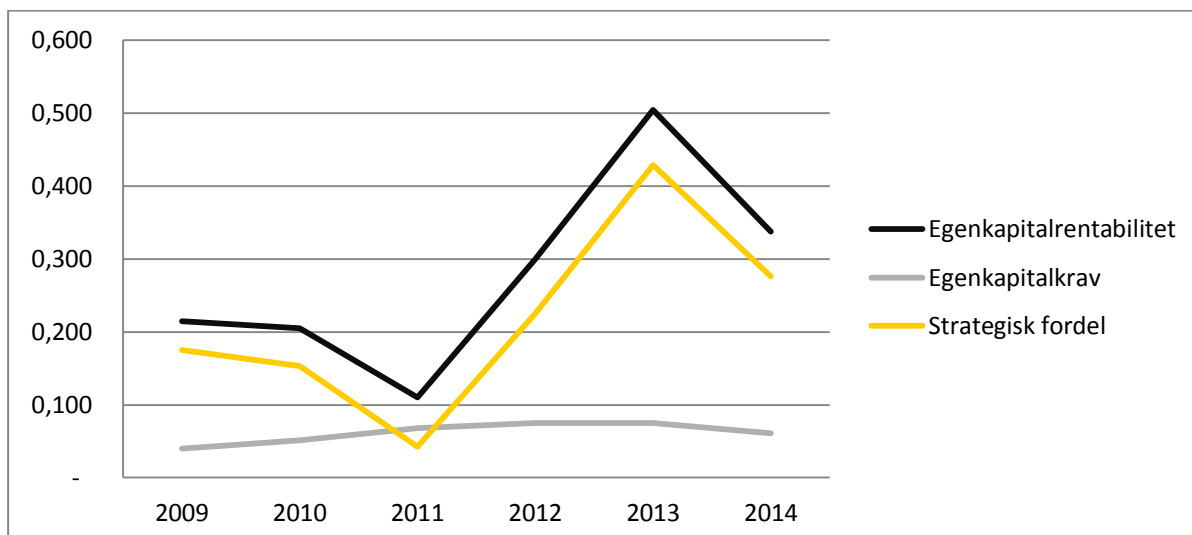
$$ekr = NRE/EK$$

STRATEGISK FORDEL	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VEKTET SNITT
Nettoresultat til egenkapital	8 261	8 104	3 755	10 980	25 377	19 689	14 393
/ Egenkapital	38 485	39 590	34 093	36 607	50 378	58 350	44 906
= Egenkapitalrentabilitet	0,215	0,205	0,110	0,300	0,504	0,337	0,321
- Egenkapitalkrav	0,040	0,051	0,068	0,075	0,075	0,061	0,065
= Strategisk fordel	0,175	0,153	0,042	0,225	0,429	0,276	0,256

Tabell 5.4.2: Historisk strategisk fordel

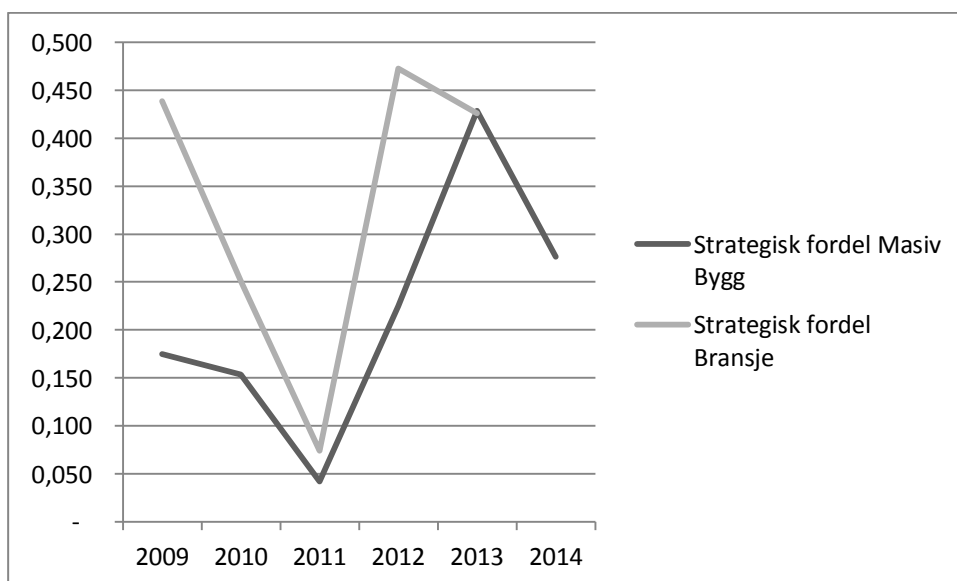
Ved første øyekast ser vi at MB har positiv strategisk fordel gjennom hele analyseperioden. Den varierer med et bunnpunkt på 4,2 % i 2011 til et toppunkt på over 42,9 % to år senere.

⁹ Jamfør kapitalstørrelsene som ble brukt for å beregne betaverdier.



Figur 5.4.1: Historisk strategisk fordel dekomponert

Grafen viser at MB har vært en god investering for sine eiere, men dersom vi sammenligner med bransjens strategiske fordel, i grafen under, ser vi derimot at MBs prestasjoner ikke er enestående. Realiteten er at bransjens overordnede strategiske fordel overgår MBs i alle år frem til 2013, hvor MB er 0,9 % foran sine konkurrenter.



Figur 5.4.2: Strategisk fordel MB sammenlignet med bransje

Videre vil vi dekomponere MBs strategiske fordel.

5.4.2 Strategisk finansieringsanalyse

Finansieringsanalysen tar sikte på å avdekke hvordan selskapets finansielle aktiva og passiva bidrar til å skape verdi for eierne. Finansieringsfordelen kan beregnes direkte fra netto finansielt gjeldskrav, netto finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeldsgrad:

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfggr) * nfgg$$

Dersom kapitalens krav til netto finansiell gjeld overgår netto finansiell gjeldsrente har bedriften en fordel av finansiering. Det er sterk konkurranse i finansmarkedene, og man vil normalt forvente at en eventuell finansieringsfordel er minimal. For analyseformål er det hensiktsmessig å beregne finansieringsfordel fra finansielle eiendeler og finansiell gjeld separat.

Finansieringsfordel av finansiell gjeld

For å finne finansieringsfordel av finansiell gjeld sammenlignes finansiell gjeldsrente og finansiell gjeldskrav som ble regnet ut tidligere. Dersom kapitalkravet, det kreditorer burde kreve av kapitalen de låner ut til MB, overgår gjeldsrenten har selskapet en finansieringsfordel.

$$FF \text{ av } FG = (\text{Krav} - \text{Rentabilitet}) * \text{Finansiell gjeldsgrad}$$

I finansieringsfordelen inngår det en multiplikator, finansiell gjeldsgrad, som fungerer som gearing av en eventuell finansieringsfordel. Desto høyere gjeldsgrad selskapet opererer med, desto større utbytte vil de ha av å låne kapital til under markedspris.

FINANSIELL GJELDSRENTE	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VEKTET SNITT
Netto finanskostnad	31	39	198	133	81	58	94
/ Finansiell gjeld	21 435	25 809	21 799	9 940	17 424	44 325	24 548
= Finansiell gjeldsrente	0,001	0,001	0,009	0,013	0,005	0,001	0,006

Tabell 5.4.3: Finansiell gjeldsrente

Av tabellen over kan vi se at den finansielle gjeldsrenten er svært lav. Dette kan vise at MB har svært gunstige vilkår på lån av kapital, men det kan også reflektere at deler av den driftsfremmede gjelden ikke er rentebærende. Som tabell 5.4.4 viser har MB gjennom analyseperioden hatt en tidsvektet fordel av gjeldsfinansiering lik 1 %.

FINANSIERINGSFORDEL FINANSIELL GJELD	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VEKTET SNITT
Finansielt gjeldskrav	0,023	0,026	0,029	0,024	0,020	0,020	0,023
- Finansiell gjeldsrente	0,001	0,001	0,009	0,013	0,005	0,001	0,006
= Finansiell gjeldsrentefordel	0,022	0,024	0,020	0,010	0,015	0,019	0,018
* Finansiell gjeldsgrad	0,557	0,652	0,639	0,272	0,346	0,760	0,570
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,012	0,016	0,013	0,003	0,005	0,015	0,010

Tabell 5.4.4: Finansieringsfordel av finansiell gjeld

Finansieringsfordel av finansielle eiendeler

Finansieringsfordel av finansielle eiendeler reflekterer selskapets relative avkastning på finansielle eiendeler.

$$FF \text{ av } FE = (\text{Rentabilitet} - \text{Krav}) * \text{Finansiell eiendelsgrad}$$

MBs krav til finansielle eiendeler er rimelig lavt, i hovedsak på grunn av den omfattende kontantbeholdningen. Perioden sett over et er tidsvektet gjennomsnitt lik 2,4 %.

FINANSIERINGSFORDEL FINANSIELLE EIENDELER	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VEKTET SNITT
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,035	0,033	0,032	0,048	0,082	0,031	0,046
- Finansielt eiendelskrav	0,014	0,022	0,027	0,017	0,010	0,010	0,016
= Finansiell eiendelsfordel	0,021	0,011	0,005	0,031	0,072	0,021	0,030
* Finansiell eiendelsgrad	1,332	1,336	1,140	0,598	0,626	1,184	0,807
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,028	0,015	0,006	0,019	0,045	0,025	0,024

Tabell 5.4.5: Finansieringsfordel av finansielle eiendeler

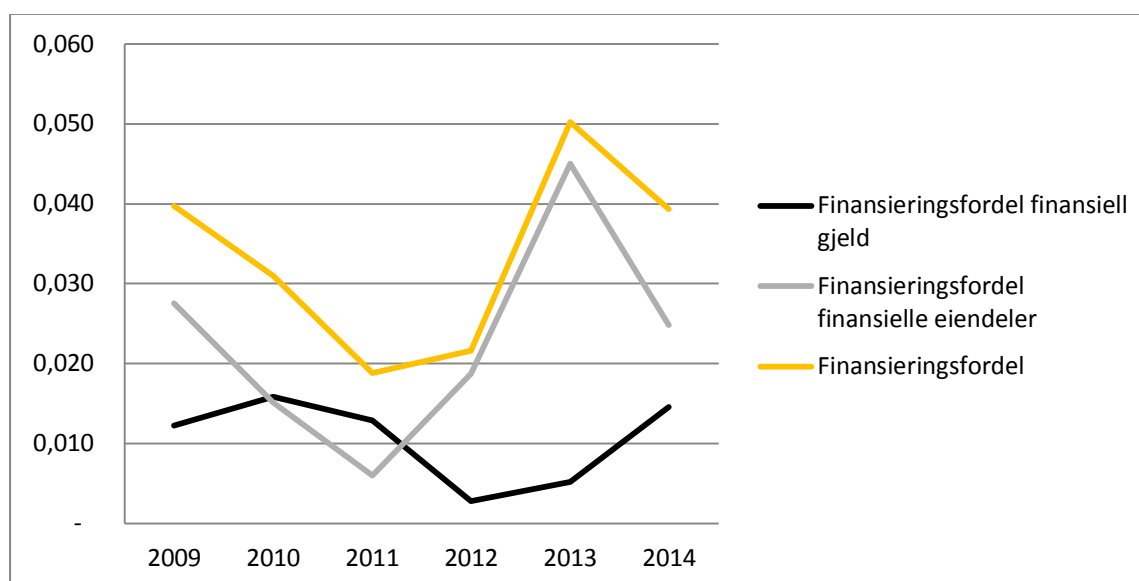
Finansieringsfordel

MBs finansieringsfordel kan uttrykkes som summen av finansieringsfordel av finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

FINANSIERINGSFORDEL	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VEKTET SNITT
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,012	0,016	0,013	0,003	0,005	0,015	0,010
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,028	0,015	0,006	0,019	0,045	0,025	0,024
= Finansieringsfordel	0,040	0,031	0,019	0,022	0,050	0,039	0,034

Tabell 5.4.6: Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen er positiv gjennom hele perioden. I figuren under kan vi se utviklingen av finansieringsfordelen. MBs finansieringsfordel blir redusert i takt med trykkede kapitalmarkeder og svak realøkonomi. I 2013 var finansieringsfordelen på 5 %, som er svært høyt når man normalt forventer samlet finansieringsfordel å være minimal.



Figur 5.4.3: Finansieringsfordel

Et interessant mønster er at finansieringsfordel fra finansiell gjeld ser ut til å følge finansieringsfordelen fra finansielle eiendeler med et til to års etterslep. I lys av den strategiske analysen er finansieringsfordelen lite overraskende, ettersom MB har god tilgang på rimelig kapital og gode lavrisiko-muligheter for plassering av midler, men omfanget av fordelene er likevel betydelig.

5.4.3 Strategisk driftsanalyse

Driftsfordelskomponenten av strategisk fordel kan dekomponeres videre i tre faktorer; bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Gjennom dekomponering av driftsfordeler kan vi synliggjøre hva som skaper meravkastning, og hva som eventuelt reduserer lønnsomheten.

$$\text{Driftsfordel} = \text{Ressursfordel} + \text{Bransjefordel} + \text{Gearingfordel}$$

Ressursfordel

Ressursfordelen kan dekomponeres inn i marginfordel og omløpsfordel. Marginfordelen uttrykker fordel i lys av egne og konkurrenters netto driftsmarginer (ndm), mens omløpsfordel reflekterer den ekstraordinære fortjenesten som skapes gjennom kapitalutnyttelse målt ved netto driftskapitalens omløpshastighet (onde).

$$\text{Ressursfordel} = \text{Marginfordel} + \text{Omløpsfordel}$$

Marginfordel

Differansen mellom netto driftsmarginer for MB og bransjen multiplisert med omløpshastigheten på netto driftseiendeler, onde, gir oss selskapets marginfordel.

$$\text{Marginfordel} = (\text{ndm} - \text{ndm}_b) * \text{onde}$$

Omløpshastigheten på netto driftseiendeler er et uttrykk for eiendelenes effektivitet, målt i omsetning per krone investert i eiendeler, og kan uttrykkes som:

$$\text{onde} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Netto Driftseiendeler}}$$

Netto driftsmargin er et uttrykk for lønnsomhet på kjernevirksomhet, og b henviser til bransjetall.

$$\text{ndm} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Fra tabellen under ser vi at MBs netto driftsmargin er lavere eller omtrent lik som bransjens marginer. Siden vi ikke har bransjemessige tall for 2014 ser vi bort fra dette året i denne delen av analysen. Over 5-årsperioden har MB hatt omtrent 0,6 % svakere marginer enn den komparative bransjen. For å finne faktisk marginfordelen justeres *uvektet* marginfordel med omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Gjennom hele perioden har MB svært høy omløpshastighet på kapitalen, som indikerer at selskapet, slik som vi fant i strategianalysen, drives svært effektivt. Ulempen for MB, og spesielt i tilfellet 2009, er at den skyhøye omløpshastigheten blåser opp effekten av ulike marginer. Likevel er det en positiv trend utover i perioden, som går fra en marginulempe på hele 105,1 % til en marginfordel på 3,7 %. Perioden sett i et så har MB en tidsvektet marginulempe på 18,5 %.

MARGINFORDEL	2009	2010	2011	2012	2013	VEKTET SNITT
Netto driftsmargin	0,017	0,018	0,009	0,020	0,028	0,020
- Netto driftsmargin Bransje	0,040	0,026	0,009	0,031	0,026	0,025
= "Uvektet" marginfordel	-0,023	-0,008	0,000	-0,011	0,002	-0,006
* Omløp til NDE	45,453	28,011	16,940	20,645	22,527	31,872
= Marginfordel	-1,051	-0,218	0,004	-0,237	0,037	-0,185

Tabell 5.4.7: Beregning av MBs marginfordel

Common size

I "common size"-regnskapet blir resultatposter uttrykt som en andel av driftsinntekter. Dette gjør at netto driftsresultat og nettoresultat til egenkapital uttrykkes som marginer. Utover i analyseperioden har MB økende netto driftsmarginer. Noen av postene er ustabile og

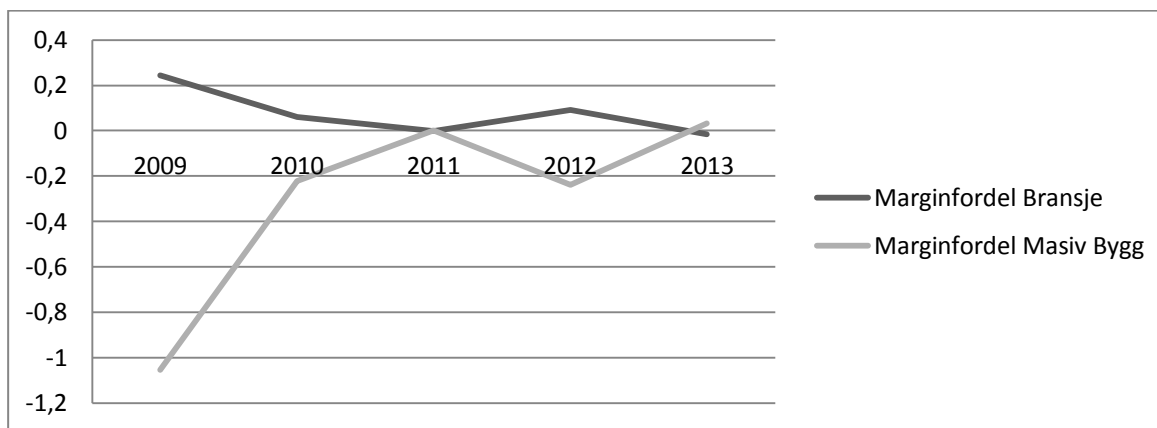
vanskelige å lese tydelige trender fra, men det finnes to klare, store forskjeller mellom MB og bransjens «marginresultat» som også gir oss ytterligere informasjon om MB og bransjens generelle strategi; varekostnad og lønnskostnader. MB har langt høyere varekostnader enn bransjen. Dette kan forklares med at MB har få ansatte i egenproduksjon, og leier inn tjenester som elektrikere, rørlegger, og så videre. Disse tjenestene regnes som varekostnad.

COMMON SIZE RESULTAT	2009	2010	2011	2012	2013	2014	MB, VEKTET	BRANSJE	DIFFERANSE
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	-
- Varekostnad	0,892	0,876	0,857	0,873	0,881	0,864	0,872	0,746	0,127
- Lønnskostnader	0,056	0,066	0,097	0,071	0,054	0,070	0,069	0,167	-0,098
- Annen driftskostnad	0,023	0,028	0,026	0,024	0,022	0,020	0,023	0,039	-0,015
- Avskrivninger	0,006	0,005	0,007	0,005	0,004	0,008	0,006	0,012	-0,007
= Driftsresultat	0,023	0,025	0,013	0,027	0,039	0,037	0,029	0,036	-0,007
- Driftsrelatert skattekostnad	0,006	0,007	0,004	0,007	0,011	0,010	0,008	0,029	-0,021
= Netto driftsresultat	0,017	0,018	0,009	0,020	0,028	0,027	0,021	0,025	-0,004
+ Netto finansinntekter	0,005	0,005	0,004	0,002	0,003	0,003	0,003	0,003	0,000
= Netto resultat til sysselsatt kapital	0,021	0,023	0,014	0,022	0,031	0,030	0,025	0,029	-0,004
- Netto finanskostnader	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	-0,001
= Netto resultat til egenkapital	0,021	0,023	0,013	0,022	0,031	0,030	0,024	0,028	-0,004

Tabell 5.4.8: Common size resultat for MB

Dette bringer oss til det neste store poenget i common size-resultatet, nemlig en tilsvarende stor forskjell i lønnskostnader. Mens MB har 12,6 % høyere varekostnader har bransjen 9,8 % høyere lønnskostnader. For MB sin del er dette er bevisst tiltak for å være fleksible og unngå faste kostnader, og er en direkte konsekvens av deres forretningsmodell. Fra nivået på avskrivninger kan vi også se at bransjen relativt sett har større bokførte verdier, ettersom MBs avskrivninger utgjør omtrent halvparten av bransjens. Videre vitner det om kostnadseffektiv styring når andelen av andre driftskostnader har blitt redusert årlig fra 2010 til 2014.

I figuren under ser vi at MB og bransjens marginer konvergerer, og at MB faktisk har større fordel av netto driftsmargin enn bransjen i 2013. Dette er i høyeste grad en positiv trend for MB, som lover godt for fremtiden.



Figur 5.4.4: Grafisk sammenligning av marginfordel MB og bransje

Omløpsfordel

Omløpsfordelen gir uttrykk for hvor stor fordel et selskap drar av utnyttelsen av kapital relativt til bransjen.

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_b) * \text{ndm}$$

Gjennom hele analyseperioden er det vesentlige forskjeller mellom omløpshastigheten til nettodriftseiendeler for MB og bransjen. Dette gir en positiv ressursfordel til tross for en periodevis formidabel marginulempe.

$$\text{NDK} = \text{EK} + \text{FG} - \text{FE} = \text{EK} + \text{NFG}$$

Å ha minst mulig eiendeler og fast ansatte i selskapet er en bevisst avgjørelse av MB som reflekteres både i balanse- og resultatregnskap, gjennom varekjøp, lønnskostnader og avskrivningsnivå sammenlignet med bransjen.

OMLØPSFORDEL	2009	2010	2011	2012	2013	VEKTET SNITT
Omløp til NDE	45,453	28,011	16,940	20,645	22,527	24,054
- Omløp til NDE Bransje	10,473	7,677	6,583	8,027	10,677	8,725
= "Uvektet" omløpsfordel	34,980	20,335	10,357	12,618	11,850	15,329
* Netto driftsmargin Bransje	0,040	0,026	0,009	0,031	0,026	0,028
= Omløpsfordel	1,387	0,528	0,094	0,394	0,312	0,429

Tabell 5.4.9: Omløpsfordel for MB

Vi ser noen av de samme trendene i omløpsfordel som ved marginfordelene. I 2009 hadde MB en klar marginulempe, men de har og en omløpsfordel som mer enn kompenserer for ulempen. Omløpshastigheten gjennom perioden varierer fra god til fremragende.

DEKOMPONERING AV MARGINFORDEL	2009	2010	2011	2012	2013	VEKTET SNITT
Marginfordel	-1,051	-0,218	0,004	-0,237	0,037	-0,185
+ Omløpsfordel	1,387	0,528	0,094	0,394	0,312	0,429
= Ressursfordel	0,336	0,310	0,098	0,157	0,349	0,244

Tabell 5.4.10: Dekomponering av ressursfordel

Vi kan se at strategisk ressursfordel over perioden tilsvarende 24,4 %, mens den samlede strategiske fordel for perioden er 23,4 %. Grovt sett kan man se at margin- og omløpsfordelene har gått fra å ha vært svært sprikende i 2009 til å konvergere utover i perioden.

Bransjefordel

Bransjefordelen er ment å reflektere superrentabiliteten fra bransjens netto driftseiendeler. En positiv bransjefordel betyr at aktørene i bransjen “overpresterer” relativt til kapitalkravet for bedrifter med tilsvarende risiko. Konturene av det vi tidligere har sett blir her enda tydeligere. I de “gode årene”; 2009, 2012 og 2013, leverer bransjen langt over kravet. I 2010, når det begynner å gå nedover for bransjen er superrentabiliteten omkring null, og i 2011 leveres resultater som er et stykke under kravet. Dette virker som en presis gjenspeiling av faktiske forhold i den relevante tidsperioden.

$$\text{Bransjefordel} = \text{Netto driftsrentabilitet i bransjen} - \text{Netto driftskrav}$$

BRANSJEFORDEL	2009	2010	2011	2012	2013	VEKTET SNITT
Netto driftsrentabilitet Bransje	0,415	0,199	0,060	0,251	0,281	0,231
- Netto driftskrav	0,265	0,202	0,158	0,137	0,134	0,163
= Bransjefordel	0,150	-0,003	-0,098	0,113	0,148	0,068

Tabell 5.4.11: Bransjefordel

Det vektete snittet av bransjefordelen perioden er i underkant av 7 %.

Økonomiske teorier om begrepene markedseffisiens (Gjølberg 2014) og markedseffisiensparadokset (Grossman & Stiglitz 1976) kan brukes for å forklare hvorfor ekstraordinær lønnsomhet normalt er kortvarig. Dersom en bransje oppnår ualminnelig god fortjeneste over tid vil nye aktører forsøke å etablere seg, noe som fører til sterkere konkurranse og forringer meravkastningen. På samme måte som egenkapitalbetaen ble korrigert for mean reversion mener de fleste at bransjer med ualminnelig høy risikojustert avkastning vil konvergere mot markedsavkastningen over tid.

Gearingfordel

Strategisk driftsfordel påvirkes av bedriftens gearing. En høy netto finansiell gjeldsgrad vil forsterke en positivt strategisk driftsfordel og likeledes for en eventuell strategisk driftsulempe.

$$\text{Gearing fordel} = \text{Strategisk driftsfordel} * \text{Netto finansiell gjeldsgrad}$$

GEARINGFORDEL	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VEKTET SNITT
Strategisk driftsfordel	0,601	0,386	0,047	0,302	0,526	0,411	0,361
* Netto finansiell gjeldsgrad	-0,775	-0,684	-0,501	-0,327	-0,280	-0,424	-0,446
= Gearingfordel	-0,466	-0,264	-0,023	-0,099	-0,147	-0,174	-0,160

Tabell 5.4.12: Gearingfordel

Som nevnt er selskapets netto finansielle gjeldsgrad negativ gjennom hele perioden. Driften er med andre ord finansiert mer av finansielle eiendeler enn finansiell gjeld. De fire årene hvor MB har en markant strategisk driftsfordel får de samtidig en kraftig gearingulempe. Som vi har sett for en del av de andre måltallene reduseres gearingulempen betraktelig utover i analyseperioden.

Driftsfordel

Ved å summere MBs ressursfordel, bransjefordel og gearingfordel finner vi deres driftsfordel.

STRATEGISK DRIFTSFORDEL	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VEKTET SNITT
Ressursfordel	0,336	0,310	0,098	0,157	0,349		0,117
+ Bransjefordel	0,265	0,076	-0,051	0,145	0,176		-0,185
= Strategisk driftsfordel	0,601	0,386	0,047	0,302	0,526	0,411	0,429
+ Gearingfordel	-0,466	-0,264	-0,023	-0,099	-0,147	-0,174	0,361
= Driftsfordel	0,135	0,122	0,023	0,204	0,378	0,237	0,173

Tabell 5.4.13: Strategisk driftsfordel

Nå kan vi se et klarere bilde av et selskap som prioriterer god utnyttelse av sine ressurser over gode profittmarginer, som opererer i en lønnsom bransje. Bransjen gikk nedover i 2010 og 2011, og MB ble med i dragsuget. De tre siste årene har derimot lønnsomheten for MB vært god, til tross for en negativ trend i gearingulempe – primært som følge av vekst i finansielle eiendeler.

5.4.4 Oppsummering strategisk fordel

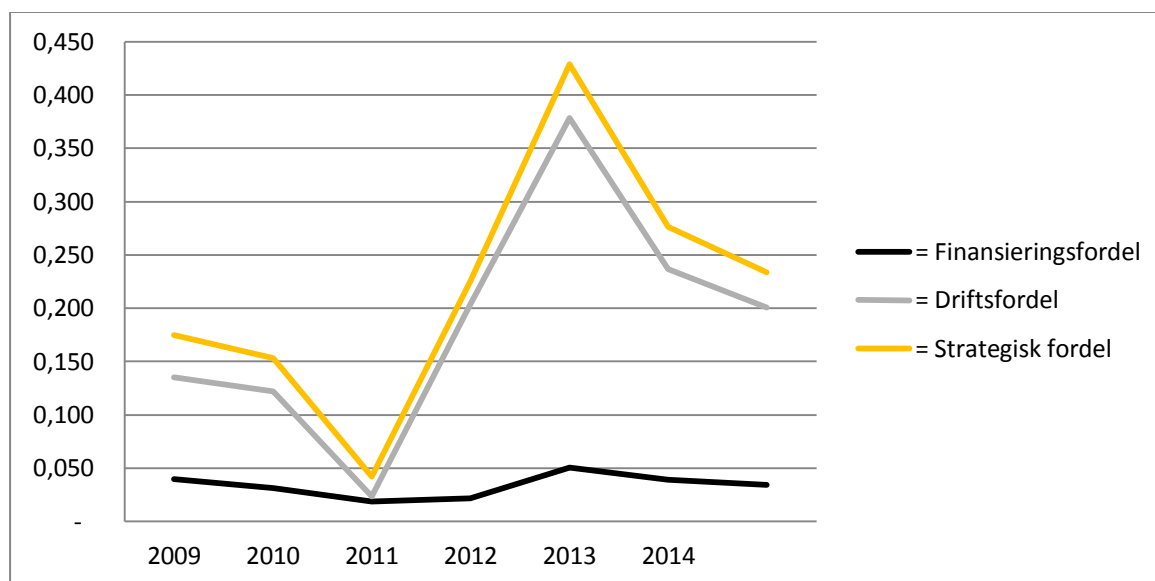
Strategisk driftsfordel i 2014 er gitt direkte ved netto driftsrentabilitet fratrukket netto driftskrav. MB har en tydelig finansieringsfordel gjennom hele perioden, som følge av billige lån og god avkastning på aktiva med lav risiko. Gjennom analysen har MBs strategi kommet tydelig frem. Selskapets strategiske fordel har utviklet seg fra å bestå av formidable omløpsfordeler som motvirkes av nesten tilsvarende formidable marginulemper, med en stor gearingulempe, til å være mer balanserte, og ikke minst større.

Funnene fra analysen av MBs strategiske fordeler og ulemper oppsummeres i tabell 5.4.14.

OPPSUMMERING AV STRATEGISK FORDEL	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VEKTET SNITT
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,012	0,016	0,013	0,003	0,005	0,015	0,010
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,028	0,015	0,006	0,019	0,045	0,025	0,024
= Finansieringsfordel	0,040	0,031	0,019	0,022	0,050	0,039	0,034
Marginfordel drift	-1,051	-0,218	0,004	-0,237	0,037		-0,185
+ Omløpsfordel drift	1,387	0,528	0,094	0,394	0,312		0,429
= Ressursfordel drift	0,336	0,310	0,098	0,157	0,349		0,244
+ Bransjefordel	0,265	0,076	-0,051	0,145	0,176		0,117
= Strategisk driftsfordel	0,601	0,386	0,047	0,302	0,526	0,411	0,361
+ Gearingfordel drift	-0,466	-0,264	-0,023	-0,099	-0,147	-0,174	-0,160
= Driftsfordel	0,135	0,122	0,023	0,204	0,378	0,237	0,201
= Strategisk fordel	0,175	0,153	0,042	0,225	0,429	0,276	0,234

Tabell 5.4.14: Oppsummering av strategisk fordel

Den strategiske fordelen falt betydelig fra 2013 til 2014, i hovedsak grunnet en nedgang i omsetning. Etter å ha falt fra 42,9 % til 27,6 % har fortsatt MB en stor strategisk fordel. I tillegg har gjennomsnittlig strategisk fordel de siste tre årene vært hele 31 %.



Figur 5.4.5: Grafisk fremstilling av strategisk fordel

5.5 Analyse av vekst i driftsinntekter

For videre utarbeidelse av verdsettelsesprosessen skal regnskapene fremskrives og prognostiseres. I denne sammenhengen vil det være vesentlig å ha innsikt i selskapets

historiske vekst, både i seg selv og i forhold til bransjemessig vekst. Vi benytter en ordinær vekstformel for å regne ut driftsinntektsvekst (div).

$$div_t = \frac{Driftsinntekt_t - Driftsinntekt_{t-1}}{Driftsinntekt_{t-1}}$$

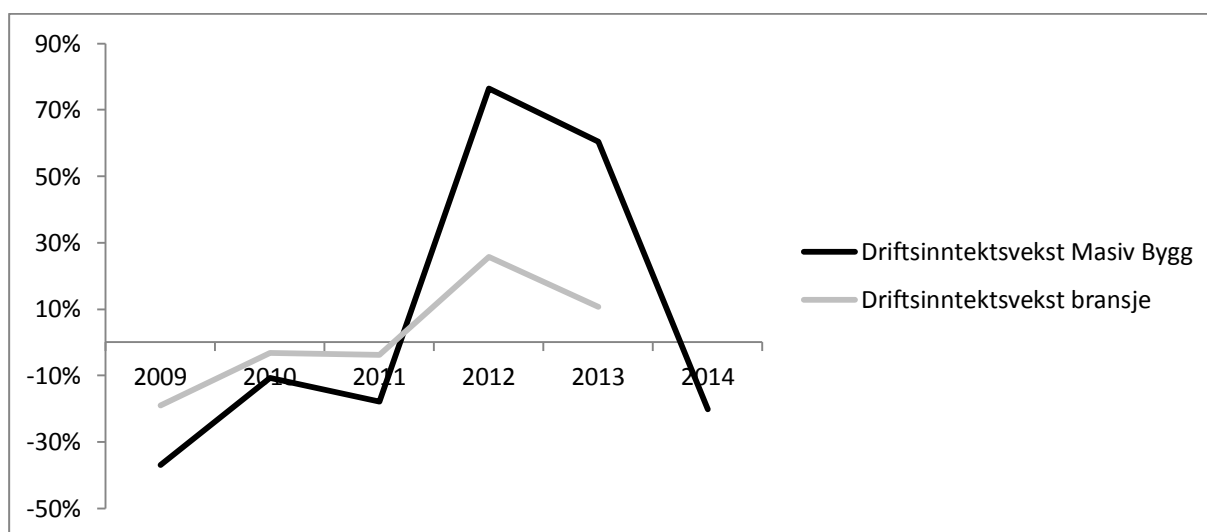
Denne gir en prosentvis beregning for hvordan driftsinntektene har endret seg fra foregående år.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Aritmetisk gjennomsnitt	Aritmetisk snitt eksl. 2014
Driftsinntektsvekst MB	-37,0 %	-10,8 %	-17,8 %	76,5 %	60,5 %	-19,9 %	8,6 %	14,3 %
Driftsinntektsvekst bransje	-19,0 %	-3,3 %	-3,7 %	25,8 %	10,7 %			2,1 %

Tabell 5.5.1: Driftsinntektsvekst MB og bransje

Driftsinntektsveksten til MB har gått fra sterkt negativt fra 2009 til 2011 til sterkt positivt i 2012 og 2013, for så å falle igjen i 2014. Det er stor forskjell i vekstratene for MB og bransjen, hvor bransjen generelt har hatt mer moderate vekstrater. Driftsinntektsvekst for både MB og bransjen har likevel ganske sammenfallende trender fra 2009 til 2013 er korrelasjonskoeffisienten mellom de to tidsseriene er hele 0,96.

I 2009-2011 erfarte både bransjen og selskapet negativ driftsinntektsvekst, som kan tilskrives ringvirkninger av finanskrisen. MB hadde her tydelig lavere vekst enn bransjen, men selskapet utnyttet oppgangen i markedet langt bedre i 2012 og 2013. I disse årene erfarte MB en driftsinntektsvekst på 76,5 % og 60,5 %, mot markedets 25,8 % og 10,7 %.



Figur 5.5.1: Driftsinntektsvekst MB og bransje

MB har hatt en gjennomsnittlig vekst på 8,6 % per år i perioden 2009-2014. Dersom man ikke inkluderer fjoråret øker snittet til 14,3 %, ettersom den sterke nedgangen i driftsinntekter i 2014 drar ned snittet. Sammenligner vi med bransjen ser vi at MB har hatt en tydelig sterkere gjennomsnittlig årlig vekst, da bransjen i gjennomsnitt erfarte en 2,1 % årlig vekst i perioden 2009-2013. Siden vi ikke har tall for 2014 er det heller ikke tydelig om nedgangen MB erfarte var gjeldende for hele bransjen. Det er imidlertid en kjent sak at Sør-Vestlandet har blitt hardt rammet av nedgangskonjunkturen i forbindelse med oljeprisfallet, og dermed forventer vi også en nedgang i bransjen.

5.6 Konklusjon fra regnskapsanalysen

Hovedtrekkene fra en detaljert analyse av MB og den komparative bransjens regnskap er at MB har beviselig god evne til å håndtere gjeld, at de leverer gode resultater, men at de også er i en bransje hvor deres konkurrenter leverer godt. MB har en forretningsstrategi som kommer godt til syne, med høy utnyttelsesgrad av driftseiendeler og fokus på å holde faste kostnader nede. En konsekvens er høyere variable kostnader enn bransjen, og generelt lavere profittmarginer. Over en femårsperiode har de en gjennomsnittlig superrentabilitet fra egenkapital på over 20 %. Selskapet er utsatt for konjunkturelle endringer, og med en korrelasjonskoeffisient på 0,96 har MB en driftsinntektsvekst som i snitt er 3,3 og 4,3 ganger bransjens vekst i år med henholdsvis negativ og positiv vekst.

6. VERDSETTELSE

Verdivurderingsprosessen av MB tar utgangspunkt i prediksjoner som er i samsvar med den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Først vil formuleringen av et fremtidsregnskap skape et grunnlag for å estimere en fremtidig syntetisk rating for selskapet. Videre beregnes det også nye avkastningskrav basert på fremtidige markedsutsikter og kapitalvekter.

For å komme frem til et endelig estimat ønsker vi å benytte tre ulike kontantstrøm- og superprofittmetoder. Kontantstrømmodellen og superprofittmodellen skal gi ekvivalente resultater, og vi bruker derfor begge modellene for å sikre oss mot inkonsistente tall og eventuelle regnefeil. De to modellene skal benyttes til å regne ut verdien av selskapets egenkapital direkte gjennom egenkapitalmetoden og indirekte ved hjelp av netto driftskapital- og sysselsatt kapitalmetodene. Man vil normalt få noe varierende tall fra disse modellene, og vi vil derfor ta i bruk en sekvensiell konvergeringsmodell for å få endelig estimat basert på oppdaterte kapitalvekter.

Siden parameterne vi benytter i fremtidsregnskapet er noe usikre, hvilket også påvirker verdiestimatet, vil verdiestimatets sensitivitet overfor parameterendringer belyses avslutningsvis.

6.1 Fremtidsregnskap

Utformingen av fremtidsregnskapet er basert på strategisk analyse og regnskapsanalysen.

Metode

Ulike metoder kan brukes til prognostisering av fremtidsregnskapet, men til felles har fleste at de baseres på hvordan en eller flere regnskapsdrivere utvikler seg. Ved valg av antall regnskapsdrivere må man balansere kostnad og nytte av å ha flere drivere. Ved å inkludere flere regnskapsdrivere vil prognostiseringen bli mer detaljert og dermed mer usikker. Dog vil flere drivere gi større mulighet for å justere ulike regnskapsstørrelser individuelt, i tråd med strategi og forventninger til markedet. Det er dermed viktig å velge de mest betydningsfulle driverne, samt å vurdere hvilken tidshorisont som er mest gunstig.

Prosessen som danner fremtidsregnskapet baserer seg på Knivsflå (2015) og Penman (2013) sine metoder. Ved å benytte de følgende syv regnskapsdriverne belyses de mest betydningsfulle trekkene ved fremtidig driftsutvikling og finansiell stilling:

i) Driftsinntektsvekst

Driftsinntekter fanger opp strategi og gjennomføring, markedsposisjon og øvrige markedskrefter.

ii) Omløpshastigheten til netto driftseiendeler

Her fanges effektivitet og produktivitet opp, og er således spesifikt rettet mot gjennomføring av strategi og ressursutnyttelse.

iii) Netto driftsmargin

Netto driftsmargin reflekterer kostnadsstyring, produktivitet og konkurranse.

De øvrige regnskapsdriverne er knyttet til kapitalstruktur, finansinntekter og -kostnader, og til en grad utbyttepolitikk.

iv) Finansiell gjeld

v) Finansiell eiendelsdel

vi) Finansiell gjeldsrente

vii) Finansiell eiendelsrentabilitet

Fremtidsregnskapet vil bli grafisk fremstilt for å illustrere trender. Avslutningsvis vil regnskapsdriverne vises sammen med prognostisert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm i en oversiktstabell.

Valg av budsjetthorisont

Det er en underliggende antakelse i verdsettelsesprosessen at selskapet vil bli drevet i evig tid. Dette kan man imidlertid ikke lage prognoser for, og det antas derfor at selskapet etter hvert stabiliseres i en steady state hvor alle budsjett drivere er konstante. Budsjetthorisonen angir hvor langt frem i tid man skal lage prognoser for regnskapet før det er rimelig å anta at selskapet når steady state.

I fastsettelsen av budsjetthorisont for fremtidsregnskapet blir det nødvendig å evaluere når det er rimelig å anta at selskapet når en stabil fase. Passende tidshorisont vil være avhengig av om selskapet er i en oppstartfase, går gjennom nye endringer eller om det er en vekstbransje. En vekstbransje vil eksempelvis erfare høyere vekst enn generell vekst i

økonomien, og vil derfor trenge lenger tid til å nå steady state enn et selskap i en moden bransje med vekst tilsvarende generell økonomisk vekst.

Prediksjoner vil naturlig nok bli mindre treffsikre jo flere år man ser frem i tid, og dette vil ha særlig stor effekt dersom flere regnskapsdrivere predikeres. Samtidig vil en kortere budsjettthorisont medføre at en høy andel av selskapets verdi baseres på antakelsen om steady state. Med andre ord må man balansere beslutningen på fordelene og ulempene, tilpasset selskapets natur og bransje.

Koller et al (2010) anbefaler å vurderer et selskap over 10-15 år. Selskapet har nylig utvidet sitt forretningsområde til også å omfatte private boliger, hvilket gjør at selskapets situasjon om 10 år nok ikke er lik som i dag. MB er vurdert som et veletablert selskap, altså mindre usikkerhet knyttet til steady state, i en vekstpreget og til dels syklisk bransje. Selv om bransjen kan oppfattes som til dels syklisk er nedgangskonjunktorene uforutsigbare frem i tid, hvilket øker usikkerheten i prognosene og argumenterer for kortere tidshorisont. Etter en samlet vurdering har budsjettthorisonen derfor blitt satt til 10 år.

Rentabiliteter

Ved beregning av rentabiliteter for fremtidsanalysen benytter andre størrelser enn ved beregningene i regnskapsanalysen. I regnskapsanalysen ble det antatt en kapitalendring i løpet av året, og rentabiliteten ble dermed justert til en etterskuddsrente. I fremtidsanalysen forutsetter man imidlertid at all kontantstrøm finner sted i starten av året. Dermed benyttes inngående kapital som nevner i formelen for rentabilitet i fremtidsanalysen:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Netto resultat til kapital}}{\text{Inngående kapital}}$$

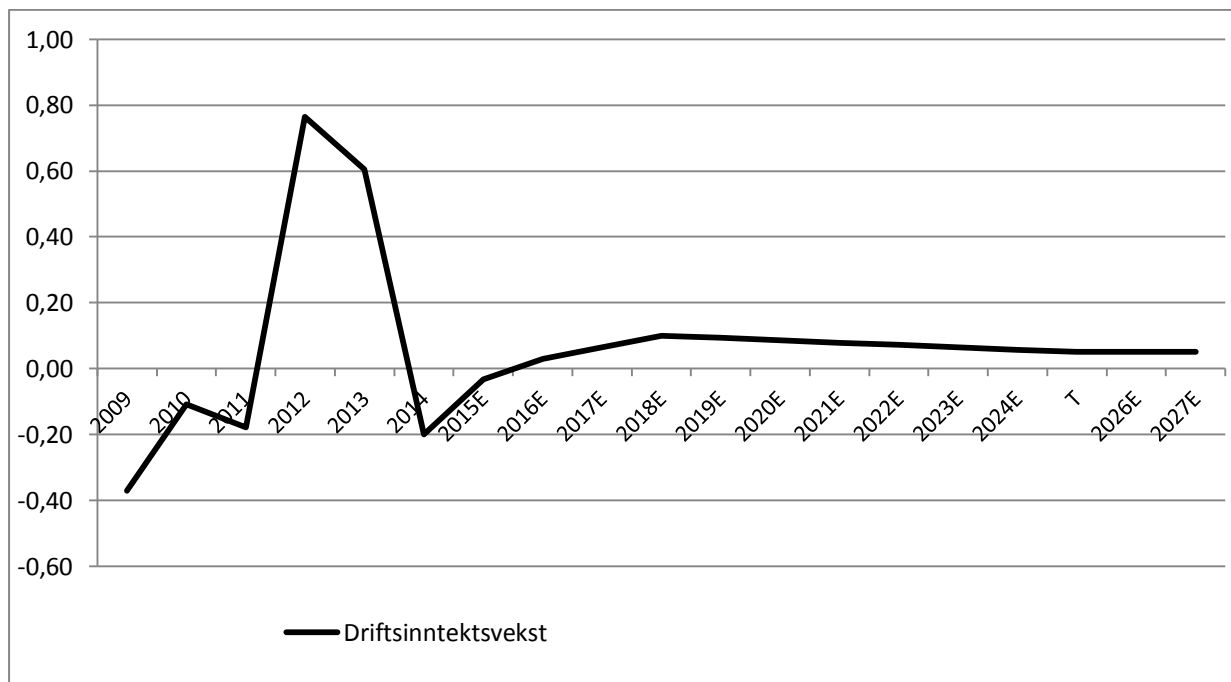
6.1.1 Driftsinntektsvekst

For å framskrive driftsinntektsveksten til MB er det gjort en antagelse om at selskapet oppnår steady state og drives der evig. Innen det antatte steady state inntreffer må de ulike variablene estimeres basert på strategisk analyse og regnskapsanalysen. Prognostiseringen av driftsinntektsveksten blir i det første året gjort indirekte ved at omløpshastigheten til netto driftskapital ($onde_1$) blir fremskrevet i stedet, og dermed kan prognosen for driftsinntektsveksten anslås matematisk ut fra følgende sammenheng:

$$div_1 = \frac{DI_1 - DI_0}{DI_0} = \frac{onde_1 * NDE_0 - DI_0}{DI_0}$$

Vi velger å budsjettere omløpshastigheten til netto driftskapital direkte og driftsinntektsveksten indirekte, og ikke motsatt, fordi netto driftseiendeler vanligvis er mer stabil enn driftsinntekten (Knivsflå 2015). MBs netto driftseiendeler varierte noe i begynnelsen av analyseperioden, men har vært mer stabil i senere år.

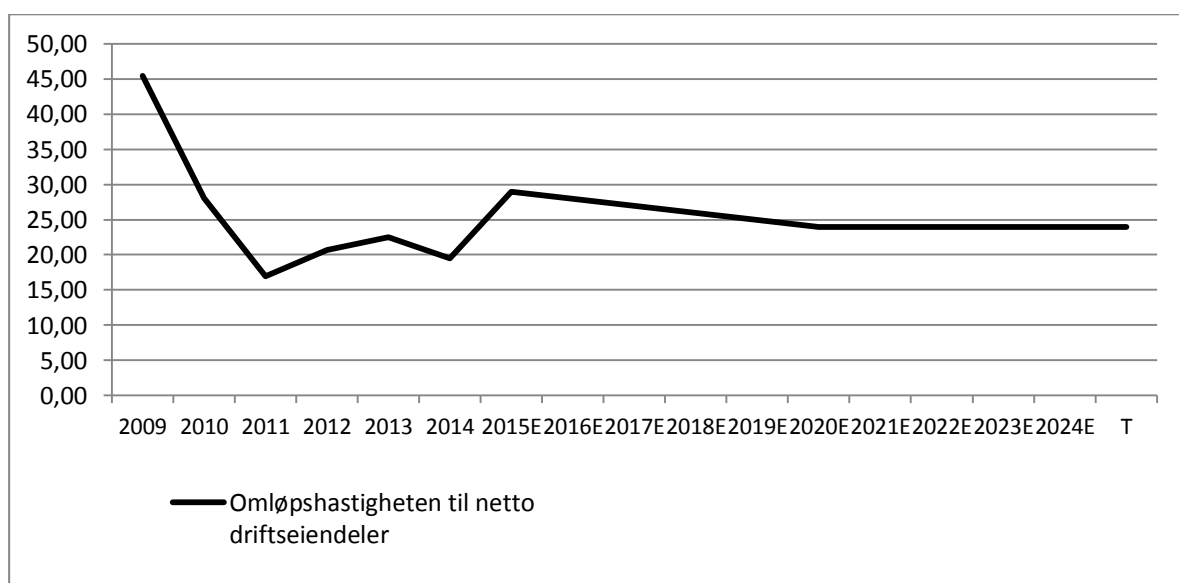
Driftsinntektsvekst for 2015 er implisitt bestemt under en forutsetning om omløpshastighet på 29 for netto driftseiendeler. Dette gir en inntektsreduksjon på omlag 3 % for dette året. Byggebransjens har somt nevnt usikre framtidsutsikter de neste tre årene, men vi forventer likevel en moderat, men økende inntektsvekst, som en mean reversion-effekt mot nedgangen i 2014 og 2015, frem mot et toppunkt i 2018. Etter dette forventer vi at driftsinntekter skal stige med avtagende vekst frem mot en konstant vekst i 2025 på 4 %. Driftsinntektsvekst har vist seg å være en volatil regnskapsdriver, hvilket gjør det vanskeligere å fastsette et estimat for konstant vekst. Knivsflå (2015) benytter nominell økonomisk vekst på omlag 5 %. Vi velger å være noe konservative og antar konstant vekst lik 4 %.



Figur 6.1.1: Prognose av MBs driftsinntektsvekst

6.1.2 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler

I historisk sammenheng omløpshastigheten til netto driftseiendeler lav i 2014, og vi antar en reversering tilbake til 29. Ettersom *onde* i rentabilitetsanalysen ble regnet ut på justert “midt-års” kapitalstørrelser mens krav og rentabilitet regnes ut på inngående balanse i fremtidsregnskapet har beregningen stor betydning for hvilke forholdstall man får. Omløpshastighet for analyseperioden regnet ut etter metoder som er konsistent med det som benyttes i budsjetteringsperioden gir *onde* lik 37 og 29 i henholdsvis 2012 og 2013. Vi antar at MB vil holde fast ved sin strategi med effektiv bruk av eiendeler, men at *onde* vil avta noe de neste årene før den stabiliserer seg på 24.



Figur 6.1.2: Prognose av omløpshastigheten til netto driftseiendeler

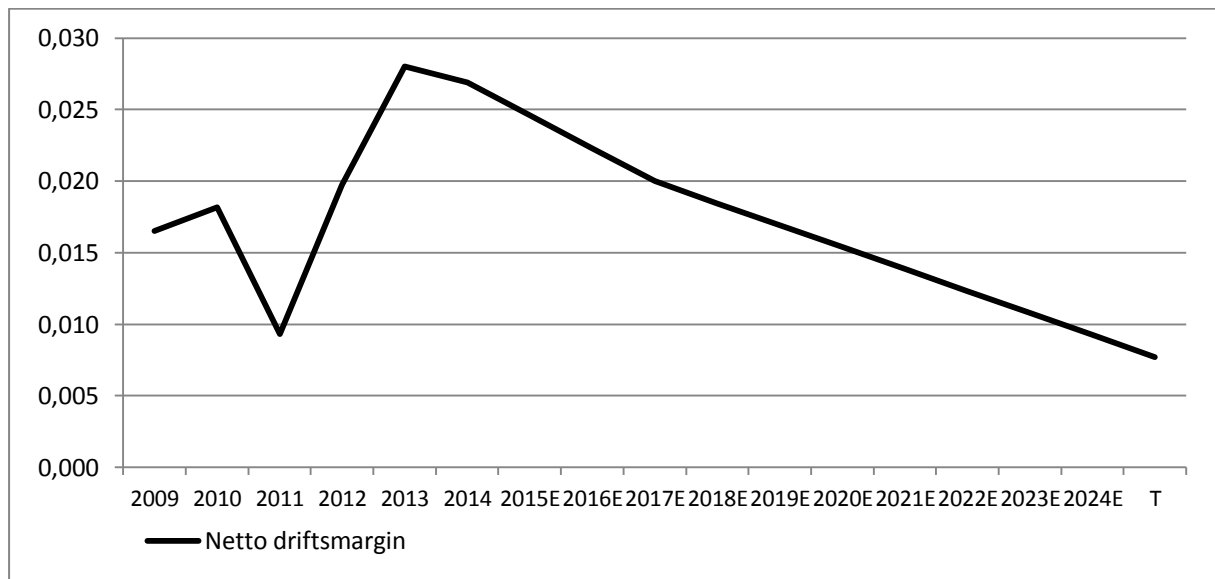
6.1.3 Netto driftsmargin

MB hadde i analyseperioden lavere driftsmargin enn bransjen, med et tidsvektet snitt på ca. 2 % mot bransjens 2,5 %. MB har hatt en stor strategisk driftsfordel gjennom hele perioden, og vi mener at det er naturlig at mye av fordelene forringes. Strategisk driftsfordel har vi definert som superrentabilitet til netto driftskapital. Samtidig har vi et forhold mellom driftsrentabilitet, omløpshastighet og driftsmargin som kan formuleres som:

$$ndm_t = \frac{ndr_t}{onde_t} \text{ og } SFD_t = ndr_t - ndk_t$$

Ved å beregne kapitalkostnaden til netto driftskapital, som vi kommer tilbake til senere, kan vi finne ndk_T . Med noen antagelser om SFD_T kan man videre finne ndr_T . Strategisk

driftsfordel i analyseperioden var i snitt 43 % for MB. Vi mener at en strategisk driftsfordel på 5 % er et realistisk nøkternt anslag. Bransjen har historisk prestert veldig godt, og vi har samtidig sett tydelige tegn på at MB drives på en fornuftig og god måte. Med $ndr_T = 18,5\%$ og $onde_T = 24$ finner vi $ndm_T = 0,77\%$. MBs laveste netto driftsmargin i analyseperioden var omlag 0,9 %. Igjen er det ikke urimelig å tenke at MBs meravkastning vil forringes av konkurrenter, og at så lenge de fokuserer på en strategi med høy omløpshastighet av netto driftseiendeler vil driftsmarginen minske.



Figur 6.1.3: Prognose av netto driftsmargin

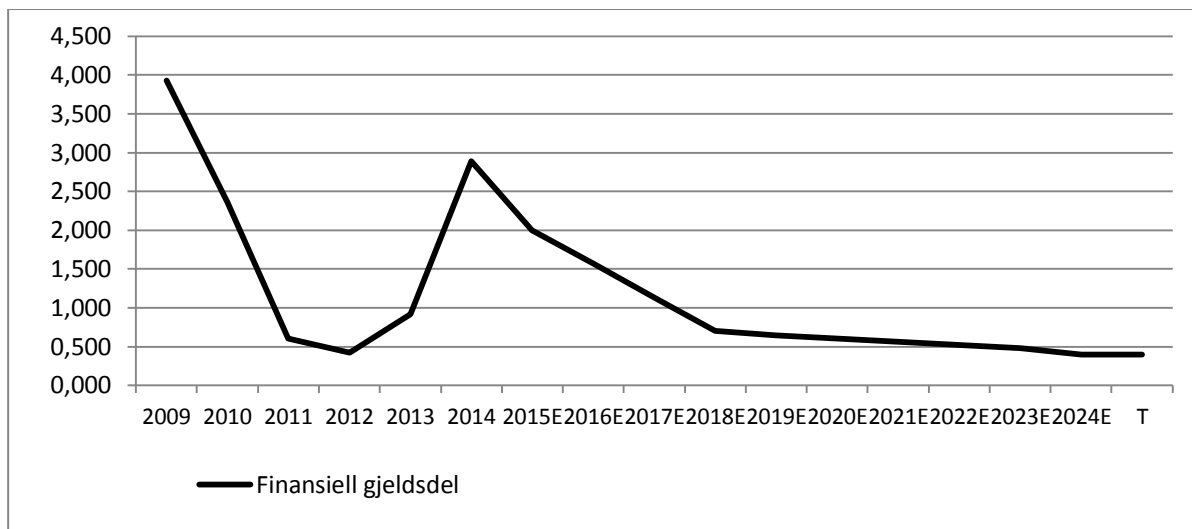
Fra grafen kan vi se at dersom strategisk driftsfordel skal synke til 5 % vil MB oppleve en kraftig reduksjon i netto driftsmargin utover budsjetteringsperioden.

6.1.4 Finansiell gjeld

Vi har modellert finansiell gjeld som andel av netto driftsmidler i fremtidsregnskapet. Videre forutsetter vi i verdsettelsen at gjeldsrenten er lik gjeldskravet, slik at markedsverdien av gjelden er lik den bokførte verdien. Grunnen til at vi har antatt dette, til tross for at de til nå har hatt tydeligere rimeligere gjeld enn hva man kunne forvente, er at konkurransen i globale finansmarkeder er så sterk, at å budsjettere en finansieringsfordel, spesielt for en bedrift som i den store sammenhengen er av så liten størrelse, virker usannsynlig.

Dermed har vi antatt at forholdet mellom finansiell gjeld og netto driftskapital vil minske. De siste fire årene har dette forholdstallet normalt vært et sted mellom 1 og 3, finansiell gjeld

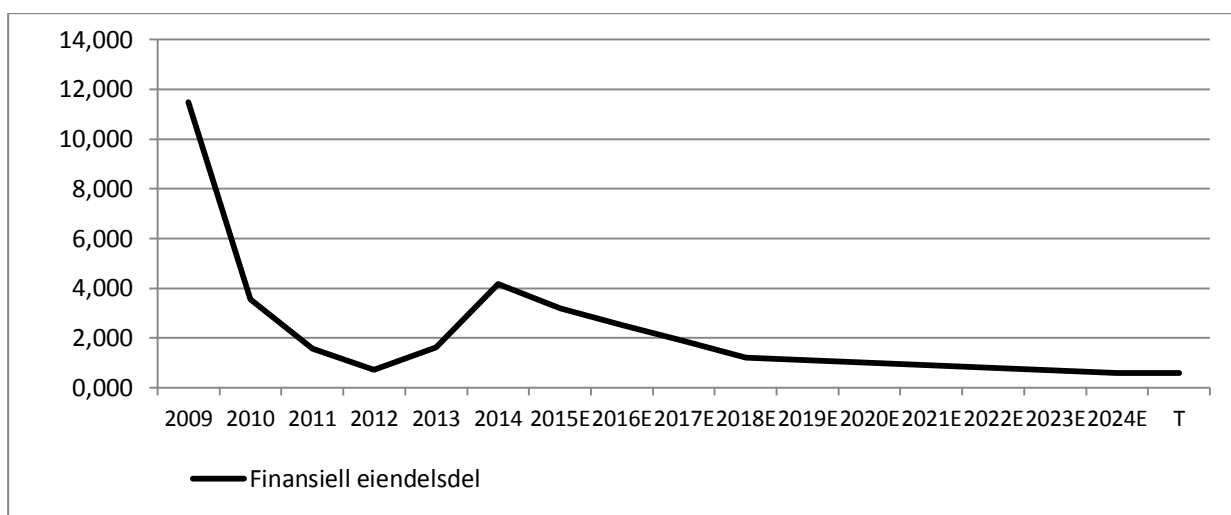
henholdsvis lik 400 % og 100 % av netto driftskapital. Vi antar en raskere omstilling til å begynne med, fra 2 i 2015 til 0,7 i 2018, for så å slakke ned til å bli 0,4 fra 2024 og utover.



Figur 6.1.4: Prognose av finansiell gjeldsdel

6.1.5 Finansiell eiendelsdel

Finansiell eiendelsdel beregner finansielle eiendeler som en andel av netto driftskapital, slik som for finansiell gjeld. Også her setter vi samme forutsetning videre i verdsettelsen, om at finansiell eiendelsrentabilitet vil være lik finansielt eiendelskrav – MB kan ikke forvente å ha høyere avkastning på lik risiko som andre aktører i markedet.



Figur 6.1.5: Prognose av finansiell eiendelsdel

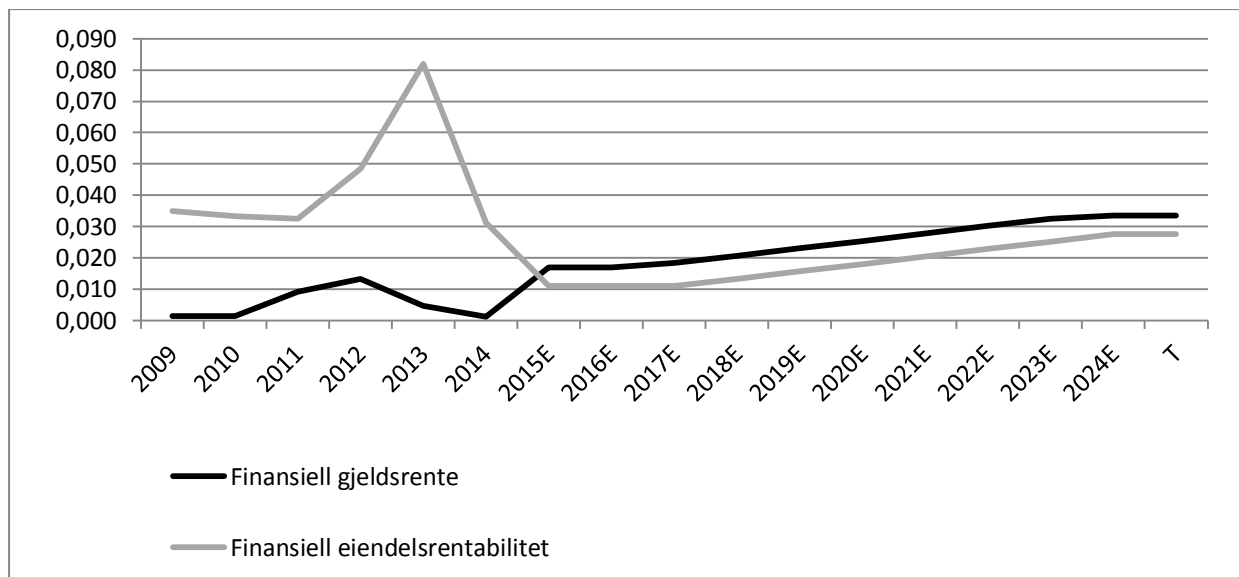
I tråd med god forretningsførsel antar vi at MB vil redusere beholdningen av finansielle eiendeler, som i hovedsak er kontanter, ettersom pengene nå kan plasseres andre plasser hvor

avkastningen er høyere. Ønsket om å ta ut kontantbeholdningen balanseres opp mot det ikke er ønskelig å tømme selskapet for egenkapital. Prosessen skjer derfor stegvis, med moderate uttak over tid.

De siste fire årene har finansiell eiendelsdel vært noe høyere enn finansiell gjeldsdel, mellom 1 og 4. I 2015 antar vi en finansiell eiendelsdel på 3,2 som synker mot 1,2 frem til 2018, med videre lineær utvikling mot 0,6 i 2024.

6.1.6 Netto finansiell gjeldsrente

Som nevnte i de to foregående avsnittene setter vi finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet lik tilhørende kapitalkrav. Dette er både realistisk forutsetning ettersom vi ikke kan spå fremtidige prestasjoner i kapitalmarkeder, men også en forenkling av modellen ettersom verdien av netto finansiell gjeld vil være lik bokførte verdier.



Figur 6.1.6: Prognose for finansiell eiendelsrentabilitet og finansiell gjeldsrente

Grafen viser en tydelig økning i finansiell gjeldsrente og en enda tydeligere reduksjon i avkastning på finansielle eiendeler, som i hovedsak har bestått av kontanter og fordringer med begrenset risiko. I lys av forutsetninger om fremtidig avkastning understreker grafen behovet for en omstilling hva gjelder selskapets finanser

6.1.7 Fremtidsregnskap

Følgende tabeller viser regnskapsdriverne for prognoseperioden.

REGNSKAPSDRIVERNE FREMIDSREGNSKAP	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Driftsinntektsvekst	-0,20	-0,03	0,03	0,06	0,10	0,09
Omløpshastigheten til netto driftseiendeler	19,46	29,00	28,00	27,00	26,00	25,00
Netto driftsmargin	0,027	0,025	0,022	0,020	0,018	0,017
Finansiell gjeldsdel	2,89	2,00	1,57	1,13	0,70	0,65
Finansiell eiendelsdel	4,18	3,20	2,53	1,87	1,20	1,10
Finansiell gjeldsrente	0,001	0,027	0,027	0,028	0,028	0,028
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,031	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021

REGNSKAPSDRIVERNE FREMIDSREGNSKAP	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Driftsinntektsvekst	0,08	0,07	0,07	0,06	0,05	0,04
Omløpshastigheten til netto driftseiendeler	24,00	24,00	24,00	24,00	24,00	24,00
Netto driftsmargin	0,015	0,013	0,012	0,010	0,008	0,006
Finansiell gjeldsdel	0,61	0,56	0,52	0,48	0,40	0,40
Finansiell eiendelsdel	1,00	0,90	0,80	0,70	0,60	0,60
Finansiell gjeldsrente	0,028	0,028	0,028	0,028	0,027	0,027
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021

Tabell 6.1.1: Fremtidsregnskap, oversikt over regnskapsdriverne

Resultatregnskap

Resultatregnskapet tar utgangspunkt i driftsinntektsvekst fra forrige år for å finne driftsinntekter. Netto driftsinntekter finner vi direkte ved hjelp av netto driftsmargin, og differansen er således implisitte netto driftskostnader. Netto finansinntekt regnes som finansiell eiendelsrentabilitet med utgangspunkt i inngående finansielle eiendeler, og den samme prosessen for netto finanskostnader.

FREMIDSREGNSKAP	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Driftsinntekter	653 926	631 883	650 839	693 144	762 458	832 168
- Implisitte driftskostnader og skatt	636 336	616 339	636 326	679 281	748 497	818 337
= Netto driftsresultat	17 590	15 544	14 513	13 863	13 961	13 832
+ Netto finansinntekt	2 157	1 908	1 560	1 364	1 148	838
= Netto resultat til sysselsatt kapital	19 747	17 452	16 073	15 227	15 109	14 670
- Netto finanskostnad	58	1 702	1 255	1 140	942	660
= Netto resultat til egenkapital	19 689	15 750	14 818	14 087	14 168	14 009
+ Unormalt resultat til egenkapital	-94	-	-	-	-	-
= Fullstendig nettoresultat	19 595	15 750	14 818	14 087	14 168	14 009
- Fri konstantstrøm til egenkapital	17 099	14 366	15 467	13 745	15 068	9 497
= Endring i EK	2 497	1 384	-649	342	-900	4 513

Tabell 6.1.2: Fremtidsregnskap, resultatregnskap del 1

I fremtidsregnskapet har vi ingen unormale kostnader, ettersom de baseres på normaliserte tall fra analyseperioden. I dette regnskapet beregnes fri kontantstrøm til egenkapital enkelt

ved netto resultat til egenkapital, altså prognostisert årsresultat, minus endringer i egenkapital.

FREMTIDSREGNSKAP	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Driftsinntekter	901 120	968 060	1 031 675	1 090 628	1 143 601	1 189 346
- Implisitte driftskostnader og skatt	887 664	955 240	1 019 756	1 079 870	1 134 253	1 181 632
= Netto driftsresultat	13 456	12 820	11 919	10 758	9 349	7 714
+ Netto finansinntekt	866	846	811	762	700	624
= Netto resultat til sysselsatt kapital	14 322	13 666	12 731	11 521	10 048	8 337
- Netto finanskostnad	691	694	687	671	616	535
= Netto resultat til egenkapital	13 630	12 972	12 044	10 849	9 433	7 802
+ Unormalt resultat til egenkapital	-	-	-	-	-	-
= Fullstendig nettoresultat	13 630	12 972	12 044	10 849	9 433	7 802
- Fri konstantstrøm til egenkapital	11 891	11 736	11 359	10 750	8 167	5 423
= Endring i EK	1 739	1 236	684	99	1 266	2 379

Tabell 6.1.3: Fremtidsregnskap, resultatregnskap del 2

Balanse

I balansen fremskrives netto driftseiendeler basert på omløpshastigheten til netto driftseiendeler, slik at $\frac{DI_{t+1}}{onde_{t+1}} = NDE_t$. På bakgrunn av dette utledes finansielle eiendeler og finansiell gjeld som diskutert tidligere. Egenkapital settes da som en restpost som balanserer sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital.

FREMTIDSBALANSE	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Netto driftseiendeler	21 789	23 244	25 672	29 325	33 287	37 547
+ Finansielle eiendeler	90 987	74 382	65 036	54 741	39 944	41 301
= Sysselsatte eiendeler	112 776	97 626	90 708	84 066	73 231	78 848
Egenkapital	49 753	51 137	50 488	50 831	49 930	54 443
+ Finansiell gjeld	63 022	46 489	40 219	33 235	23 301	24 405
= Sysselsatt kapital	112 776	97 626	90 708	84 066	73 231	78 848

FREMTIDSBALANSE	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Netto driftseiendeler	40 336	42 986	45 443	47 650	49 556	51 538
+ Finansielle eiendeler	40 336	38 688	36 354	33 355	29 734	30 923
= Sysselsatte eiendeler	80 672	81 674	81 797	81 005	79 290	82 461
Egenkapital	56 182	57 418	58 102	58 201	59 467	61 846
+ Finansiell gjeld	24 490	24 257	23 695	22 804	19 822	20 615
= Sysselsatt kapital	80 672	81 674	81 797	81 005	79 290	82 461

Tabell 6.1.4: Fremtidsbalanse

Den sysselsatte balansen reduseres over budsjetteringsperioden på grunn av den finansielle omstillingen. En tilnærming til å regne ut total kapital er å bruke forholdet mellom sysselsatt kapital og total kapital i analyseperioden. For MB er forholdet $\frac{SSK}{TK}$ i snitt 0,463 med

forholdsvis liten variasjon. Dette gir et anslag på totalkapital lik $210855 = \frac{97626}{0,463}$ i 2015, en nedgang på ca. 8,5 %, som følge av nedbetaling av gjeld og uttak av kontanter.

6.2 Fremtidig kredittrating

Beregning av fremtidig kredittrating danner grunnlaget for å beregne fremtidig gjeldskrav. Prosessen er tilsvarende hvordan den historiske kredittrisikopremien ble bestemt av den historiske ratingen.

Fremtidig syntetisk rating bestemmes av forholdstallene egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Siden omløpsmidler og kortsiktig gjeld ikke blir bestemt i framskrivningsmetoden som benyttes blir ikke likviditetsgrad 1 beregnet. Vi forutsetter at MB vil ha samme likviditetsgrad i budsjetteringsperioden som de fire foregående årene, rating BB. Rentedekningsgraden ekskluderes fra fremtidig rating på grunn av endogenitet, altså at rentedekningsgraden er avhengig av rentekostnader, som er avhengig av kredittratingen, som igjen avhenger av rentedekningsgraden.

Beregning av egenkapitalprosent gjøres normalt ved å se på egenkapital som andel av totalkapital. Siden vi imidlertid ikke opererer med totalkapital i det prognostiserte regnskapet estimeres dette ved det historiske forholdet mellom sysselsatt kapital og totalkapital. For å estimere egenkapitalprosenten blir forholdet mellom egenkapital og sysselsatt kapital ganget med det historiske forholdet mellom sysselsatt kapital og totalkapital, 0,463.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Sysselsatt kapital}} * \left(\frac{1}{t} \sum_{t=2009}^{2014} \frac{\text{Sysselsatt kapital}_t}{\text{Totalkapital}_t} \right)$$

Netto driftsrentabilitet beregnes på tilsvarende måte som tidligere på grunnlag av inngående netto driftseiendeler.

$$\text{Netto driftsrentabilitet}_t = \frac{\text{Netto driftsresultat}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_{t-1}}$$

Grenseverdiene for gradering er de samme som ble benyttet i risikoanalysen tidligere.

SYNETISK KREDITTRATING	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Likviditetsgrad	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	AAA					
Egenkapitalprosent	B	B	B	BB	BB	BB
Netto driftsrentabilitet	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Syntetisk rating MB	A+	A	A	A-	A-	A-

SYNTETISK KREDITTRATING	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Likviditetsgrad	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad						
Egenkapitalprosent	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Netto driftsrentabilitet	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA
Syntetisk rating MB	A-	A-	A-	A-	A	A

Tabell 6.2.1: Syntetisk kreditt-rating for prognoseperioden

De to elementene i kreditt-ratingmodellen som ikke utgår eller er konstant er dermed egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, som var del av solidtetsanalysen. Dermed er ingen av likviditetsmålene inkludert her, og kan således være en svakhet. Ratingen er nå gjennomsnittskarakteren for de tre resterende forholdstallene.

6.3 Fremtidige kapitalkostnader

Beregning av fremtidige kapitalkostnader er et viktig ledd i verdsettelsesprosessen da det gir diskonteringsrentene for å beregne nåverdi av estimerte kontantstrømmer og superprofitt.

Verdivekter

Kapitalkrav som skal benyttes for diskontering av fremtiden skal representere virkelig verdikostnad, og derfor brukes det verdivekter basert på markedsverdi av i stedet for bokførte verdier. Vi kjenner ikke verdien før den er estimert, hvilket medfører at vi må i første omgang benytte budsjetterte vekter. Disse vektene må vi senere oppdatere sekvensielt gjennom en konvergensprosedyre.

Utbytteskatt

Siden utredningen tar for seg størrelser etter skatt, bør man i beregningen av virkelig egenkapitalkostnad ta hensyn til at det finnes visse fritak for utbytteskatt og at den dermed kan betegnes som usystematisk. Fritaksmetoden innebærer at selskaper er fritatt utbytteskatt, i motsetning til personlige skatteyttere. Fritaksmetoden innebærer også at tre prosent av netto aksjeinntekter skal beskattes, også ved utbytte for norske selskaper. Fra og med skatteåret 2012 ble det imidlertid innført et unntak for datterselskaper i skattekonsern (gitt at konsernet eier minst 90 % av selskapet), da hele konsernbidraget ble skattefritt.

Siden MB er et datterselskap heleid av Masiv, og et eventuelt salg vil gjelde selskapet i sin helhet, vil vi anse det som mindre relevant å ta høyde for vridningseffekter og skattesatser

som oppstår ved utbytter til privatpersoner eller flere eierselskaper. Med dette velger vi å se bort fra utbytteskatt i beregningene av egenkapitalkrav.

Risikofri rente

Risikofri rente innebærer per definisjon ingen risiko for mislighold. Dette er den underliggende renten i markedet, som ligger i bunn av alle investeringer. De fleste investeringer i markedet er derimot risikable, og man vil med dette legge på et risikopåslag. Risikofri rente vil være renten man benyttet dersom man kjenner utfallet med sikkerhet, altså vil forventet avkastning være lik faktisk avkastning. Det nærmeste man finner dette er statsobligasjoner. Også stater kan gå konkurs, men dette er lite sannsynlig, særlig for Norge.

Knivsfå (2014) sitt rammeverk baserer den risikofrie renten på markedets naturlige rente. Dette er bygget opp rundt en forståelse om at renten vil være tilbakevendende til sitt historiske gjennomsnitt dersom det ikke er noen paradigmeskift i økonomien. Dette kan imidlertid tolkes som noe misvisende, da det gjenspeiler det historiske markedet i stedet for å gjenspeile markedskreftene vi har i dag. Selv fremtidig markedsutvikling er ukjent er imidlertid dagens renter på risikofrie obligasjoner en gjenspeiling av hva markedet forventer at vil skje. Derfor tolker vi dette som den mest nærliggende forventningen til risikofri rente i fremtiden.

Renten på statsobligasjonene varierer etter lengden på løpetiden, slik at renten på en 10-årig obligasjon kan være svært forskjellig fra en 3 mnd. obligasjon. Generelt er det kjent at ved diskontering bør man benytte en løpetid som tilsvarer investeringshorisonten, slik at for lange investeringer benytter man renten på langsiktige statsobligasjoner. En bratt rentekurve vil vise at det er stor forskjell på korte og lange renter, og i dette tilfellet er det viktig å velge passende renter for analysens perspektiv. I situasjoner med store forskjeller på korte og lange renter vil det fort bli feilaktig å benytte lange renter gjennom hele analyseperioden. Mest nøyaktig hadde naturligvis vært å benytte ettårig rente for kontantstrømmen første år, toårig for år to etc., men dette er upraktisk og lite brukt. I praksis finner man den mest representative renten og benytter den for hele analyseperioden. For MB som har relativt kortsiktige prosjekter, men langsiktige investeringer og antas å drives til evig tid, velger vi å bruke renten for 10-årige statsobligasjoner.

For å redusere inflasjonseffekter og valutarisiko bør det brukes statsobligasjoner denominert i samme valuta som kontantstrømmen (Damodaran 2012). Ettersom kontantstrømmene for

MB skjer i norske kroner faller valget naturligvis på norske statsobligasjoner. Norske 10-årige statsobligasjoner er listet med en rente på 1,70 % (E24 2015).

En risikofri rente på 1,70 % er svært lavt sett i en historisk sammenheng. Likevel, siden dette er en gjenspeiling av markedskreftene velger vi å benytte dette som estimat for risikofri rente i verdsettelsesprosessen.

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie regnes å være konstant for fremtiden, ettersom beste prediksjon er dagens nivå (Knivsflå 2015). Det finnes ulike måter å beregne markedets risikopremie på, hvor de kan ta utgangspunkt i ulike tidshorisonter og fokus. Knivsflå (2015) tar utgangspunkt i Damodarans tall og beregner den globale markedets risikopremie til 4,8 %. Damodaran (2015b) har imidlertid utarbeidet justeringer for landrisiko og beregnet den norske markedsrisikopremien til 5,75 % i januar 2015. Dette er vesentlig høyere enn det globale markedets risikopremie samt vår generelle forståelse av det norske markedet. Vi har derfor valgt å balansere utførte estimat og skjønn, og vurderer det norske markedets risikopremie til 5 %. Markedets risikopremie er oppgitt før skatt, så for å finne det norske markedets risikopremie etter skatt må vi justere for selskapsskattesatsen.

$$mrp_{etter\ skatt} = mrp_{før\ skatt} - r_f * S$$

Som de følgende beregningene viser vil markedets risikopremie i Norge etter skatt antas å være 4,81 %.

MARKEDETS RISIKOPREMIE	
Markedets risikopremie før skatt	5,00 %
Skattejustering (27 %)	0,19 %
Markedets risikopremie etter skatt	4,81 %

Tabell 6.3.1: Markedsrisikopremie for prognoseperioden

Illikviditetspremie

Vi ser ingen grunn til at illikviditetspremien kommer til å endres, og velger derfor også å benytte samme premie som under beregning av historiske avkastningskrav, 1,2 %.

6.3.2 Betaverdier

For å finne fremtidige betaverdier benyttes tilsvarende beregning som ved historiske avkastningskrav.

Egenkapitalbetaen varierer i fremtiden og må dermed beregnes for hvert år. Netto driftsbetaen er på den andre siden konstant, og dermed kan den historiske driftsbetaen også benyttes for fremtidsregnskapet. Miller og Modigliani viser gjennom sin første proposisjon at finansiering ikke får påvirkning på selskapets verdi, og følgelig vil ikke netto driftsbeta endres hverken i historiske beregninger eller i framskrivingsperioden. Netto driftsbeta er dermed konstant som en konsekvens av at selskapets verdi anses som uavhengig av finansieringen.

På bakgrunn av dette kan man vise følgende sammenheng for egenkapitalbeta:

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} \frac{NDK}{EK + MI} - \beta_{NFG} \frac{NFG}{EK + MI}$$

Hvor netto driftsbeta er konstant over tid og beta til netto finansiell gjeld og egenkapital vil variere på årlig basis i fremtiden.

BETA	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Finansiell gjeldsbeta	0,132	0,132	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,150	0,132	0,132
Finansiell eiendelsbeta	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053
Netto fin. gjeldsbeta	-0,127	-0,080	-0,105	-0,097	-0,083	-0,088	-0,097	-0,111	-0,129	-0,119	-0,106
Egenkapitalbeta	0,639	0,693	0,773	0,894	1,053	1,091	1,136	1,186	1,240	1,305	1,333
Netto driftsbeta	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621	1,621

Tabell 6.3.2: Oppsummering av fremtidige betaverdier

Tabellen ovenfor presenterer beregnede betaverdier som blir grunnlaget for beregningene av fremtidige avkastningskrav til egenkapitalen.

6.3.3 Egenkapitalkrav

Egenkapitalkravet beregnes på samme måte som tidligere, ved bruk av kapitalverdimodellen. Som vist i tabellen er egenkapitalkravet forventet å nesten doubles i løpet av de neste 10 årene. Dette er på grunn av en stigende egenkapitalbeta samt forventninger om økt rentenivå. Stigningen i egenkapitalbetaen kan kobles til en forventet utvikling av lavere egenkapitalvekt.

EGENKAPITALKRAV	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Risikofri rente etter skatt	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017
Egenkapitalbeta	0,639	0,693	0,773	0,894	1,053	1,091	1,136	1,186	1,240	1,305	1,333
Markedsrisikopremie	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
Illikviditetspremie	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
Egenkapitalkrav	0,058	0,060	0,064	0,070	0,077	0,079	0,081	0,083	0,085	0,088	0,090

Tabell 6.3.3: Fremtidig egenkapitalkrav

6.3.4 Finansielle krav

Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav er summen av risikofri rente etter skatt og selskapets kredittrisikopremie hvert år. Selskapets gjeldskrav forventes å ligge stabilt på 2,7 og 2,8 %.

FINANSIELT GJELDSKRAV	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Risikofri rente etter skatt	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017
Kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,010	0,010
Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,027	0,027	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028	0,027	0,027

Tabell 6.3.4: Fremtidig finansielt gjeldskrav

Finansielt eiendelskrav

For å beregne finansielt eiendelskrav har vi antatt at vektene av selskapets kontanter, fordringer og investeringer vil forbli det samme som det historiske gjennomsnittet. Kontantkravet er antatt å være lik risikofri rente etter skatt, og fordringskravet er risikofri rente etter skatt pluss risikopremie for fordringer. Investeringskravet er antatt til å være markedets kredittrisikopremie etter skatt.

FINANSIELT EIENDELSKRAV	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Kontantkrav	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017
Kontantvekt	0,604	0,604	0,604	0,604	0,604	0,604	0,604	0,604	0,604	0,604	0,604
Fordringskrav	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027
Fordringsvekt	0,396	0,396	0,396	0,396	0,396	0,396	0,396	0,396	0,396	0,396	0,396
Investeringskrav	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062
Investeringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finansielt eiendelskrav	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021

Tabell 6.3.5: Fremtidig finansielt eiendelskrav

Selskapets finansielle eiendelskrav er forventet å ligge stabilt på 2,1 %.

Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav beregnes ved å vekte finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Som vist i etterfølgende tabell er selskapets netto finansielle gjeldskrav forventet å stige fra 0,7 %, til 1,1 % i 2024, for så å reduseres igjen årene som følger. Økningen kan i hovedsak knyttes til finansielt gjeldskrav og eiendelskrav, som blir drevet opp av den forventede renteøkningen.

NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Finansielt gjeldskrav	0,027	0,027	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028	0,027	0,027
Finansiell gjeldsandel	-2,254	-1,667	-1,621	-1,545	-1,400	-1,444	-1,545	-1,681	-1,872	-2,161	-2,000
Finansielt eiendelskrav	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021
Finansiell eiendelsandel	-3,254	-2,667	-2,621	-2,545	-2,400	-2,444	-2,545	-2,681	-2,872	-3,161	-3,000
Netto finansielt gjeldskrav	0,007	0,011	0,009	0,010	0,011	0,010	0,010	0,009	0,007	0,008	0,009

Tabell 6.3.6: Fremtidig netto finansielt gjeldskrav

6.3.5 Selskapskrav

Krav til netto driftskapital og til sysselsatt kapital blir beregnet på tilsvarende måte som i beregningen av historiske selskapskrav, hvor det blir benyttet vektning av egenkapitalkrav og finansielle krav.

Krav til netto driftskapital

Netto driftskrav vil bli brukt som en diskonteringsrente for netto driftskapital metoden i verdsettelsen. Dette er det vektete avkastningskravet til selskapets netto driftskapital. Som vist i tabell 6.3.7 vises det en forventning av netto driftskrav til å falle gjennom hele prognoseperioden. Dette kommer blant annet av en relativt sterk reduksjon i egenkapitalandelen, som får en sterkere virkning enn økningen i egenkapitalkravet. Samtidig bidrar den forsiktige økningen i netto finansielt gjeldskrav og tilhørende vekt til å dempe den negative effekten av redusert egenkapitalandel.

NETTO DRIFTSKRAV	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Egenkapitalkrav	0,058	0,060	0,064	0,070	0,077	0,079	0,081	0,083	0,085	0,088	0,090
Egenkapitalandel	2,283	2,200	1,967	1,733	1,500	1,450	1,393	1,336	1,279	1,221	1,200
Netto finansielt gjeldskrav	0,007	0,011	0,009	0,010	0,011	0,010	0,010	0,009	0,007	0,008	0,009
Netto finansiell gjeldsandel	-1,283	-1,200	-0,967	-0,733	-0,500	-0,450	-0,393	-0,336	-0,279	-0,221	-0,200
Netto driftskrav	0,123	0,120	0,117	0,114	0,110	0,109	0,108	0,108	0,107	0,106	0,106

Tabell 6.3.7: Fremtidig netto driftskrav

Krav til sysselsatt kapital

Krav til sysselsatt kapital vil bli brukt som diskonteringsfaktor ved sysselsatt kapitalmetoden. Beregninger av dette viser at kravet vil få en sterk økning gjennom budsjettthorisonen på grunn av økningen i egenkapitalkrav og -andel.

KRAV TIL SYSSELSATT KAPITAL	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Egenkapitalkrav	0,058	0,060	0,064	0,070	0,077	0,079	0,081	0,083	0,085	0,088	0,090
Egenkapitalandel	0,441	0,524	0,557	0,605	0,682	0,690	0,696	0,703	0,710	0,718	0,750
Finansielt gjeldskrav	0,027	0,027	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028	0,027	0,027
Finansiell gjeldsandel	0,559	0,476	0,443	0,395	0,318	0,310	0,304	0,297	0,290	0,282	0,250
Krav til sysselsatt kapital	0,041	0,045	0,048	0,053	0,061	0,063	0,065	0,067	0,069	0,071	0,074

Tabell 6.3.8: Fremtidig krav til sysselsatt kapital

6.3.6 Fremtidig strategisk fordel

Fremtidig strategisk fordel kan beregnes på grunnlag av de fremtidige avkastningskravene, ettersom kravene er basert på de samme vektene som regnskapsdriverne. Tabell 6.3.9 viser den strategiske fordelens dekomponert.

STRATEGISK FORDEL	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Netto driftsmargin	0,025	0,022	0,020	0,018	0,017	0,015	0,013	0,012	0,010	0,008	0,006
Omløpshast. til NDE	29,0	28,0	27,0	26,0	25,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Netto driftsrentabilitet	0,713	0,624	0,540	0,476	0,416	0,358	0,318	0,277	0,237	0,196	0,156
Netto driftskrav	0,123	0,120	0,117	0,114	0,110	0,109	0,108	0,108	0,107	0,106	0,106
Strategisk driftsfordel	0,590	0,504	0,423	0,362	0,306	0,249	0,209	0,170	0,130	0,090	0,050
Gearingfordel	-0,322	-0,248	-0,179	-0,121	-0,095	-0,070	-0,053	-0,037	-0,024	-0,015	-0,008
Finansieringsfordel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Strategisk fordel	0,268	0,256	0,244	0,242	0,211	0,179	0,157	0,133	0,106	0,075	0,042

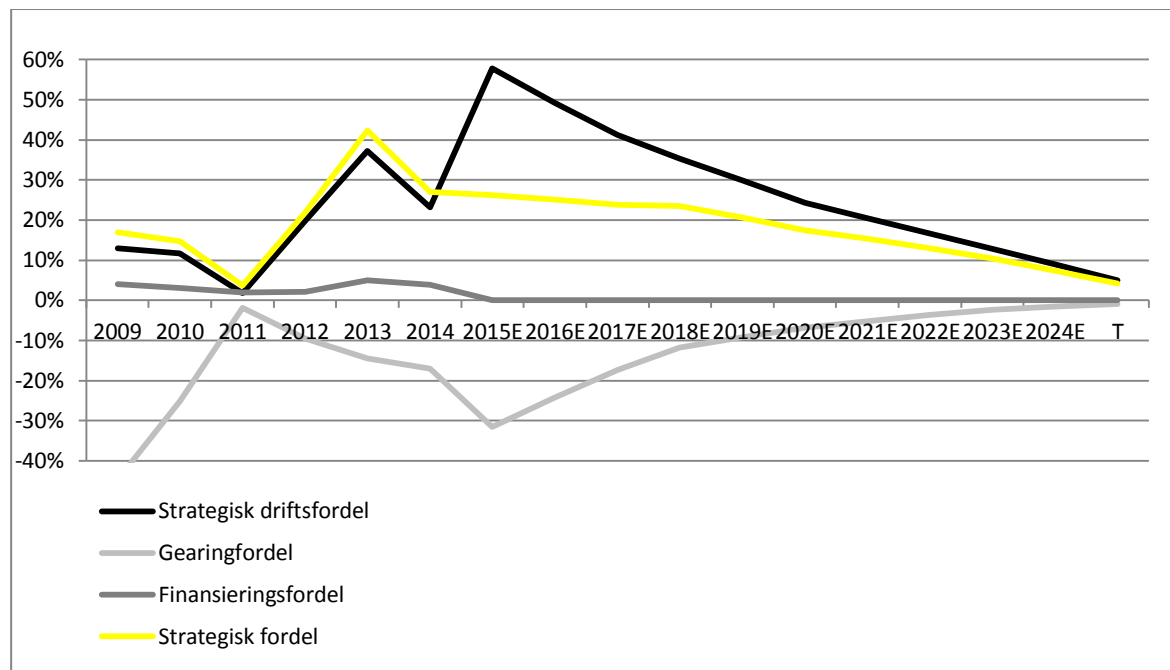
Tabell 6.3.9: Fremtidig strategisk fordel

Den strategiske fordelens er antatt å synke og stabilisere seg på et lavere nivå som gjenspeiler generell økonomisk vekst. Drivkreftene i denne nedgangen kan tilskrives den sterke nedgangen i netto driftsrentabilitet og fallende strategiske driftsfordeler. Selskapet har også en relativt sterk negativ gearingfordel som er forventet til å forbedres fra -32,2 % til -0,8 % i løpet av prognoseperioden. Siden fremtidig finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet er satt lik sine respektive avkastningskrav vil det ikke være noen finansieringsfordel til stede.

Sammenlagt bidrar de ulike komponentene til å redusere strategisk fordel fra 26,8 % i 2015 til 7,5 % i utgangen av budsjett horisonten, og stabiliserer seg ved 4,2 % i steady state.

Figur 6.3.1 illustrerer MBs strategiske fordel basert på både historiske tall og prognoser. Historisk sett har strategisk driftsfordel og strategisk fordel vært høye men skiftende, men som grafen viser er disse antatt å stabilisere seg ved et lavere nivå. Gearingfordelen har også

vært skiftende, og samtidig lav, men prognosene om at den vil stabiliseres ved 0,8 % illustreres også i grafen.



Figur 6.3.1: MBs strategiske fordel, historiske tall kombinert med prognoser

6.4 Verdsettelse

Egenkapital-, sysselsatt kapital- og netto driftskapitalmetoden vil være rammeverket for beregningene av selskapets verdi. Dette er modeller som vil gi samme estimat dersom beregningene baseres på virkelige kapitalvekter og ikke prognostiserte. Innledningsvis vil beregningene illustreres med prognostiserte kapitalvekter, og for at estimatene fra de tre metodene skal konvergere mot et endelig estimat basert på virkelige kapitalvekter, vil kapitalvektene sekvensielt oppdateres i en konvergeringsprosess.

Innen de ulike metodene vil det også vises beregninger basert på neddiskontering av fri kontantstrøm, superprofitt eller superprofittveksten til enten egenkapital eller selskapskapitalen. Dette er tre metoder som vil gi samme resultat så lenge det er konsistens i beregningene i verdsettelsesprosessen. Av kontrollhensyn vil både fri kontantstrøm- og superprofittmetoden benyttes innenfor de ulike verdsettelsesmodellene.

6.4.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte. Beregningene baserer seg både av neddiskontering av fri kontantstrøm til egenkapital og superprofitt til egenkapital, hvor resultatene vil bli de samme. Siden det skal beregnes nåverdi av fremtidig kontantstrøm og superprofitt benyttes fremtidige egenkapitalkrav som neddiskonteringsfaktorer. Det er en underliggende antakelse at det ikke kan være høyere vekst i selskapet enn egenkapitalkravet.

Fri kontantstrøm til egenkapital

FKE-metoden bygger på beregningen i følgende formel:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

Første ledd viser nåverdi av kontantstrømprognosen, altså den budsjetterte kontantstrømmen ti år frem fra 2015. Det andre leddet viser horisontverdien, som angir nåverdien av selskapets kontantstrøm etter det har nådd steady state. Summert gir uttrykket verdien av selskapets egenkapital, VEK_0 .

FKE-metoden	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T + 1
FKE		14366	15467	13745	15068	9497	11891	11736	11359	10750	8167	5423	5640
Diskonteringsfaktor		1,058	1,122	1,194	1,277	1,375	1,483	1,603	1,735	1,883	2,050	2,233	0,111
NV årlig		13579	13786	11513	11800	6906	8018	7323	6546	5708	3984	2429	
NV budsjettert periode	91 592												
NV horisontverdi	50 992												
Verdi egenkapital	142 583												

Tabell 6.4.1: Verdsettelse FKE-metoden

Som tabell 6.4.1 illustrerer estimerer egenkapitalmetoden at selskapets verdi er 142,6 millioner, basert på budsjetterte vekter.

Superprofitt til egenkapital

Superprofitt representerer selskapets strategiske fordel og kan defineres som avkastning over krav. SPE-metoden bygger på beregningen i følgende to formler:

$$SPE_t = (ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}$$

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

Formelen for SPE_t tydeliggjør at målet på superprofitten blir gitt av differansen mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav multiplisert med inngående egenkapital. Uttrykket for beregning av verdien av egenkapitalen er bygget opp på tilsvarende måte som ovenfor.

SPE-metoden	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T + 1
EK-beholdning	49 753												
SPE		12864	11726	10852	10630	10174	9355	8444	7287	5894	4295	2478	2577
Diskonteringsfaktor		1,058	1,122	1,194	1,277	1,375	1,483	1,603	1,735	1,883	2,050	2,233	0,111
NV årlig NV budsjettert periode	69 533	12159	10451	9089	8324	7399	6308	5269	4199	3129	2095	1110	
NV horisontverdi	23 297												
Verdi egenkapital	142 583												

Tabell 6.4.2: Verdsettelse SPE-metoden

SPE-metoden gir samme resultat som FKE-metoden.

6.4.2 Sysselsatt kapital-metoden

Sysselsatt kapital-metoden estimerer verdien av sysselsatt kapital og trekker fra virkelig verdi av finansiell gjeld for å finne estimert verdi for egenkapitalen.

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0$$

En av forutsetningene for beregningene er at finansiell gjeldsrente er lik kravet til finansiell gjeld. Av dette følger det at bokført verdi av finansiell gjeld er virkelig verdi. Ved prognostisert gjeldsrente som avviker fra krav kreves det en separat verdsettelse av selskapets finansielle gjeld for å gjøre disse beregningene.

Verdien av sysselsatt kapital kan finnes ved diskontering av fri kontantstrøm til sysselsatt kapital (FKS-metoden) eller superprofitt til sysselsatt kapital (SKS-metoden).

Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-metoden

FKS-metoden benytter krav til sysselsatt kapital som diskonteringsfaktor og beregnes med følgende formel:

$$VSSK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + ssk_1) * \dots * (1 + ssk_t)} + \frac{FKS_{T+1}}{(1 + ssk_1) * \dots * (1 + ssk_t) * (ssk - skv)}$$

Videre finner man verdiesimatet på egenkapitalen ved å trekke fra verdien selskapets finansielle gjeld. Beregningene i tabellen under viser at FKS-metoden verdsetter selskapets egenkapital til 164,3 millioner, altså 21 millioner mer enn egenkapitalmetoden.

FKS-metoden	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T + 1
FKS		32602	22992	21869	25944	9052	12498	12663	12608	12313	11764	5166	5372
Diskonteringsfaktor		1,041	1,087	1,139	1,200	1,274	1,354	1,442	1,538	1,644	1,760	1,890	0,064
NV årlig		31328	21151	19192	21617	7106	9230	8783	8199	7491	6683	2733	
NV budsjettert periode	143 513												
NV horisontverdi	83 830												
Verdi sysselsatt kapital	227 343												
Finansiell gjeld	63 022												
Verdi egenkapital	164 320												

Tabell 6.4.3: Verdsettelse FKS-metoden

Superprofitt til sysselsatt kapital (SKS-metoden)

SPS-metoden bygger på følgende utregninger:

$$SPS_t = NRS_t - (ssk_t * SSK_{t-1})$$

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{SPS_t}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_t)} + \frac{SPS_{T+1}}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_T) * (skk - skv)}$$

Formelen for SPS_t tydeliggjør at målet på superprofitten til sysselsatt kapital finnes ved å trekke avkastningskravet ganget med inngående balanse til sysselsatt kapital fra nettoresultatet. Videre neddiskonteres superprofitt til sysselsatt kapital, og man får like resultater som ved neddiskontering av fri kontantstrøm.

SPS-metoden	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T + 1
SSK-beholdning	112776												
SPS		12864	11726	10852	10630	10174	9355	8444	7287	5894	4295	2478	2577
Diskonteringsfaktor		1,041	1,087	1,139	1,200	1,274	1,354	1,442	1,538	1,644	1,760	1,890	0,064
NV årlig		12362	10787	9524	8857	7987	6909	5857	4738	3586	2440	1311	
NV budsjettert periode	74 356												
NV horisontverdi	40210												
Verdi sysselsatt kapital	227 343												
Finansiell gjeld	63 022												
Verdi egenkapital	164 320												

Tabell 6.4.4: Verdsettelse SPS-metoden

6.4.3 Netto driftskapital-metoden

Ved å finne verdien av netto driftskapital og trekke fra netto finansiell gjeld får man netto driftskapitalmetodens estimat for egenkapitalverdien til selskapet. Fremdeles er det vesentlig at verdien på netto finansiell gjeld er virkelig verdi, og den bokførte verdien vil være lik den virkelige ut fra antakelsen om fremtidig rente lik krav for netto finansiell gjeld.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0$$

Beregningene vil vises både med neddiskontering av fri kontantstrøm til drift (FKD-metoden) og superprofitt til netto driftskapital (SPD-metoden).

Fri kontantstrøm til netto driftskapital-metoden

FKD-metoden baserer seg på følgende formel:

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

FKD-metoden	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T + 1
FKD		14088	12086	10210	10000	9572	10666	10169	9463	8551	7443	5731	5961
Diskonteringsfaktor		1,123	1,258	1,405	1,565	1,737	1,926	2,135	2,365	2,619	2,896	3,202	0,210
NV årlig NV budsjettert periode	63 248	12546	9610	7266	6391	5512	5537	4762	4000	3265	2570	1790	
NV horisontverdi	28349												
Verdien av NDK Netto finansiell gjeld	91 597 -27 964												
Verdi egenkapital	119 561												

Tabell 6.4.5: Verdsettelse FKD-metoden

Verdien av selskapets egenkapital er gjennom FKD-metoden beregnet til å være 119,6 millioner kroner. Dette er betydelig lavere enn både selskapskapitalmetoden og egenkapitalmetoden.

Superprofitt til netto driftskapital-metoden

SPD-modellen tar utgangspunkt i forskjellen mellom krav og rentabilitet multiplisert med inngående netto driftseiendeler:

$$SPD_t = (ndr_t - ndk_t) * NDE_{t-1}$$

Videre blir superprofitt neddiskontert for alle tidsperioder, og verdien blir beregnet til å være det samme som ved diskontering av fri kontantstrøm til netto driftskapital.

SPD-metoden	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T + 1
NKD-beholdning	21 789												
SPD		12864	11726	10852	10630	10174	9355	8444	7287	5894	4295	2478	2577
Diskonteringsfaktor		1,123	1,258	1,405	1,565	1,737	1,926	2,135	2,365	2,619	2,896	3,202	0,210
NV årlig NV budsjettert periode	57 552	11456	9323	7723	6793	5858	4856	3954	3081	2251	1483	774	
NV horisontverdi	12 256												
Verdien av NDK Netto finansiell gjeld	91 597 -27 964												
Verdi egenkapital	119 561												

Tabell 6.4.6: Verdsettelse SPD-metoden

6.4.4 Konvergens

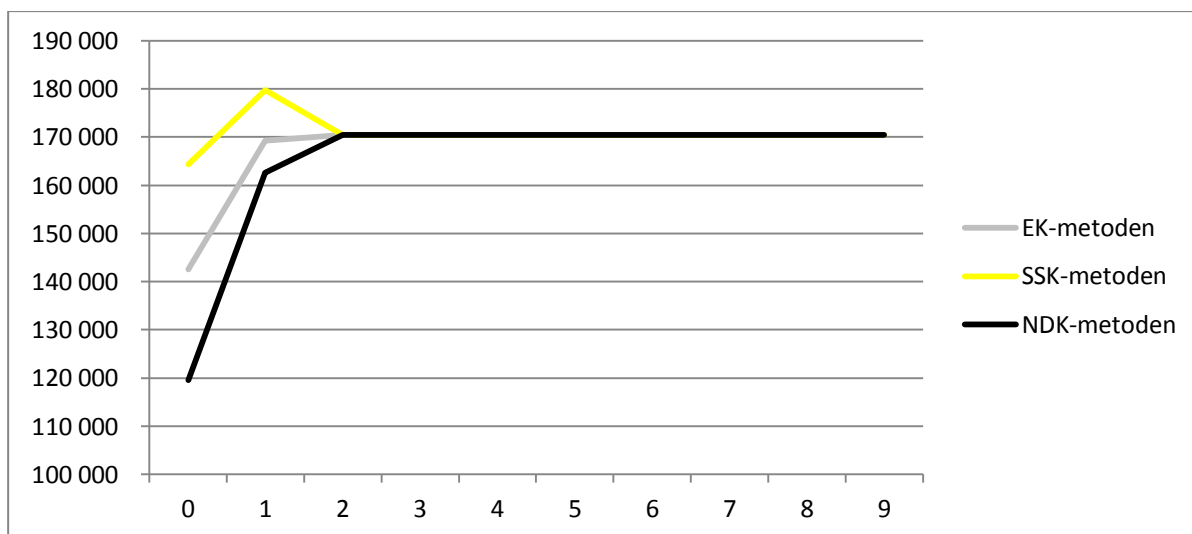
Verdiestimatene er basert på budsjetterte kapitalvekter, og siden modellene gir ulike estimat kan man slå fast at de budsjetterte vektene er misledende fra verdivektene. De tre forskjellige metodene skal gi samme verdiestimat med oppdaterte verdivekter. Ved å sekvensielt oppdatere vektene i en konvergeringsprosess med de ulike verdsettelsesmetodene, vil man imidlertid få et endelig estimat felles for de tre metodene. Selve konvergeringsprosessen er utviklet av Knivsflå (2015). Innledende i steg 0 tar man utgangspunkt i beregningene basert på budsjetterte vekter. Videre følger 9 steg som sekvensielt oppdaterer verdivektene og forårsaker konvergens i verdiestimatene.

- 1) Verdien av egenkapitalen i 2015 settes lik gjennomsnittet av de tre verdiestimatene i forrige steg.
- 2) Netto driftskapital i år 2015 skal være summen av balanseført verdi og egenkapitalens merverdi.
- 3) Netto driftsresultat for 2016 beregnes ved å multiplisere inngående netto driftseiendeler og netto driftskrav.
- 4) Netto driftseiendeler for 2016 er differansen mellom netto driftsresultat og fri kontantstrøm fra drift, gitt at kontantstrømmen holdes uendret.
- 5) Egenkapital i år 2016 er summen av inngående egenkapital og merverdi i netto driftseiendeler samme år.
- 6) Punkt 3 til 5 gjentas for alle år i framskrivingsperioden.
- 7) Avkastningskravet oppdateres med nye verdivekter.
- 8) Nye estimater på selskapets egenkapital beregnes ved hjelp av nye prognostiserte verdier og krav.
- 9) Punktene gjentas til modellenes verdiestimat er like.

Steg	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
EK-metoden	142 583	169 256	170 458	170 454	170 454	170 454	170 454	170 454	170 454	170 454
SSK-metoden	164 320	179 716	170 442	170 453	170 454	170 454	170 454	170 454	170 454	170 454
NDK-metoden	119 561	162 590	170 469	170 454	170 454	170 454	170 454	170 454	170 454	170 454
Kvadrert avvik	22,267 %	7,159 %	0,011 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000000 %

Tabell 6.4.7: Konvergeringsprosessen

I tabellen ovenfor ser man at de tre modellene gir avrundet samme estimat allerede etter 4 sekvensielle oppdateringer. Det er likevel utført 9 sekvensielle oppdateringer for å redusere det kvadrerte avviket ytterligere. De oppdaterte verdiestimatene og det reduserte avviket illustreres i figur 6.4.1. Gjennom konvergeringsprosessen benyttes de samme kontantstrømmene, og dermed må uforutsette endringer knyttes opp mot kapitalkravene. Høyere verdi av egenkapital forskyver vektene, og gir reduserte kapitalkrav, spesielt for netto driftskapital som er metoden som opplever største økning fra budsjetterte verdiestimatene i steg 0 til den første oppdateringen i steg 1.



Figur 6.4.1: Konvergeringsprosessen

6.4.5 Endelig verdiestimat

For å gi et endelig verdiestimat tar vi også høyde for eksplisitt kortsiktig konkurrisiko, da foreløpig estimat ikke tar fullstendig høyde for dette. I tillegg velger vi å framskrive estimatet til 31. mai 2015. Justering for kortsiktig konkurrisiko og fremskriving gjøres ved hjelp av følgende formel:

$$VEK_{31.05.15} = VEK_0 * (1 - \rho_{konkurs}) * (1 + ekk)^{5/12}$$

Konkursrisiko, kortsiktig markedsrisiko som baseres på selskapets syntetiske rating.

Empirisk konkursrisiko, gitt ved Knivsflå (2015), for MBs kredittrating A, er 0,14 %.

Beregning av endelig estimat verdsetter MB til 174,3 millioner kroner.

Verdiestimat	170 454
Sannsynlighet for konkurs	0,14 %
Fundamentalt verdiestimat 31.12.14	170 215
Verdiestimat 31.05.15	174 261

Tabell 6.4.8: Korrigering verdiestimat for konkursrisiko og måned

6.5 Supplerende verdivurdering: Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse bygger på verdsettelse av selskapets verdi ved å sammenligne nøkkeltall, forholdstall og multipler. Som påpekt innledningsvis kan denne metoden være overfladisk og ta lite hensyn til underliggende forhold i selskapet. Likevel har vi valgt å inkludere en oversikt over tre multiplikatorberegninger som kan belyse hvordan selskapet er verdsatt i forhold til komparative selskaper.

Vi har laget et utvalg bestående av Veidekke, AF Gruppen, Skanska, JM og Peab. Dette er imidlertid ikke fullstendig komparative selskaper på grunn av det lokale og særlig oljerelaterte markedet som MB opererer i, samt produktmarked og organisasjonsformer kan variere sterkt. Utvalget består av norske og svenske selskaper som opererer i samme bransje og er aktive i Norge.

Tabell 6.4.9 gir beregnede multiplikatorer for utvalget samt en bransjemedian for videre beregninger.

	Veidekke ASA	AF Gruppen ASA	Skanska AB	JM AB	Peab AB	Median
Price/Sales	0,520	0,970	0,480	1,290	0,400	0,520
Price/Earnings	15,460	20,630	18,800	14,390	18,340	18,340
Price/Book	4,720	6,840	3,240	3,990	2,400	3,990

Tabell 6.4.9: Multiplikatorer for bransje

	Komparativt verdiestimat av egenkapital	Avvik fra fundamentalt verdiestimat
Price/Sales	340 042	95 %
Price/Earnings	359 381	106 %
Price/Book	200 817	15 %

Tabell 6.4.10: Komparativt verdiestimat

Medianmultiplikatorene ble benyttet til å beregne de respektive estimerte selskapsverdiene og hvor mye disse avviker fra verdiestimatet fra de fundamentale verdsettelsesmetodene. I tabell 6.4.10 illustreres det at estimatene ved multiplikatormodellene gir betydelig høyere estimater, med avvik fra 15 % til 106 %. Dette avviket tolkes i seg selv ikke som et tegn på at MB er undervurdert i den fundamentale verdsettelsesmodellen, men heller som et resultat av svakhetene ved multiplikatormodellene.

En tydelig svakhet ved multiplikatormodeller som disse er mangelen på fremtidig fokus. Eksempelvis beregnes Price/Earnings vanligvis av egenkapitalens markedsverdi og siste års resultat, og tar dermed lite hensyn til fremtidig resultat. Sjokk i aksjepris kan også gi inkonsistente multiplikatorer. Aksjeprisen til både Veidekke og AF Gruppen har steget markant siden årsskifte 2014/2015, hvilket medfører at forholdet mellom forrige års resultat og dagens aksjepris kan være misvisende ettersom nevneren er konstant til tross for at telleren øker.

Estimatavvikene kan også tolkes som en gjenspeiling av mangel på komparative selskaper som er børsnoterte, som også er grunnen til at vi gjennom oppgaven har hatt en komparativ bransje bestående av mer lokale, ikke-børsnoterte selskaper. Eksempelvis kan selskapets strategi som har resultert i en lav netto driftsmargin være noe av årsaken til at avviket ved Price/Sales er på 95 %.

Vi velger dermed å holde fast ved det fundamentale verdiestimatet.

6.6 Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet er bygger på forventet utvikling til budsjett- og verdidrivere, og blir i resultatet et punkt estimat. Siden det er usikkerhet knyttet til budsjett- og verdidrivernes utvikling, vil naturligvis også verdiestimatet være usikkert.

Sensitivitetsanalysen synliggjør usikkerheten gjennom å endre kritiske regnskapsdrivere for å se påvirkningen på verdiestimatet. Det er forventet at driftsrelaterte regnskapsdrivere har stor påvirkning på verdiestimatet, derfor vil et utvalg av disse bli analysert individuelt. Avslutningsvis vil også finansielle størrelser bli analysert.

6.6.1 Driftsrelaterte regnskapsdrivere

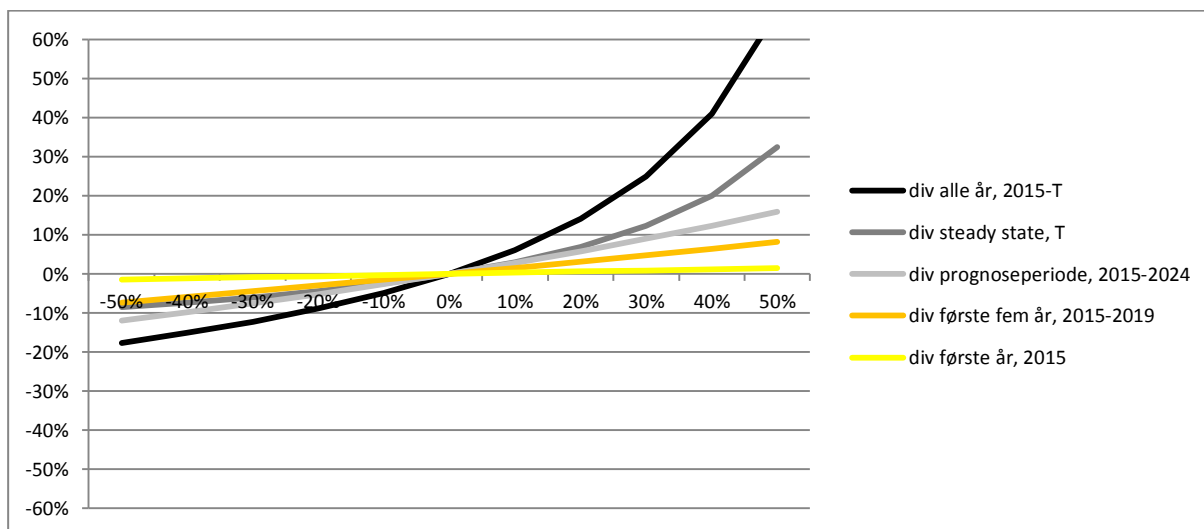
Ved å undersøke hvor sensitivt verdiestimatet er for en endring i de driftsrelaterte regnskapsdriverne vil vi beregne hvor mye estimatet endres ved en prosentvis endring av driftsinntektsvekst, omløpshastighet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin. Analysen utføres ved å prosentvis endre de respektive regnskapsdriverne for ulike perioder, for å belyse hvorvidt usikkerheten er tilknyttet kortsiktige eller langsiktige prognoser. Periodene som analyseres er alle år (2015-T), steady state (T), prognoseperioden (2015-2024), første fem år av prognoseperioden (2015-2019) og for første år (2015). Resultatene blir grafisk presentert hvor x-aksen viser endring i de respektive regnskapsdriverne og y-aksen viser prosentvis endring i verdiestimatet.

Vekst i driftsinntekter

Da driftsinntektsveksten var vist seg å være svært volatil på historisk basis, vil dette kunne beregnes som en av de vanskeligste regnskapsdriverne å prognostisere. Våre langsiktige prognoser er basert på generell økonomisk vekst, og vi ønsker å belyse at det særlig er usikkerhet til dette. På grunn at dets volatile natur har vi valgt å vurdere effekten av driftsinntektsvekstendringer fra -50 % til en økning på 50 %. Ved et blick på selskapets historiske tall har selskapets driftsinntektsvekst i snitt vært 8,6 %, altså betydelig høyere enn vårt estimat på 5 %.

Grafen som viser endret driftsinntektsvekst for alle år er konveks, hvilket illustrerer at verdiestimatet er mer følsom for økt driftsinntektsvekst enn redusert. Dersom driftsinntektsveksten isolert sett øker med 40 % for alle år, altså en svært sterk økning i forhold til prognosene, vil selskapets verdi øke med 41 %. Dersom veksten imidlertid reduseres med 40 % vil estimatet reduseres med 15 %. Siden endringer av driftsinntektsveksten i steady state også har denne konkave formen kommer det frem at den sterke effekten av økt vekst alle år kan tilskrives prognosene for steady state.

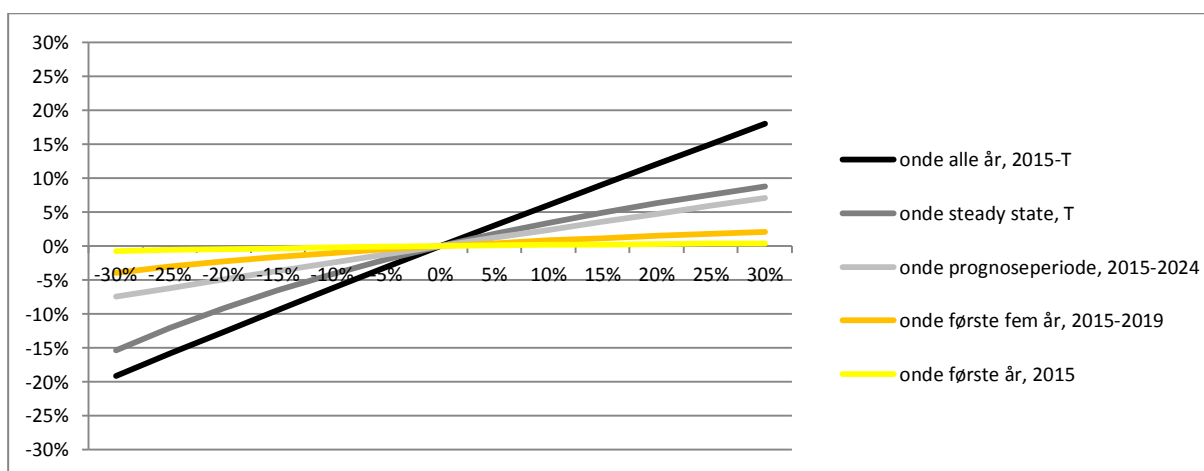
Det er minimal effekt av både sterk og svak prosentvis økning i første år. Dette kan forklares med at selve prognosene i absoluttverdi er svært lave, hvilket leder til mindre utslag også av en sterk prosentvis endring.



Figur 6.6.1: Estimatets sensitivitet for endring i driftsinntektsvekst

Omløpshastighet til netto driftseiendeler

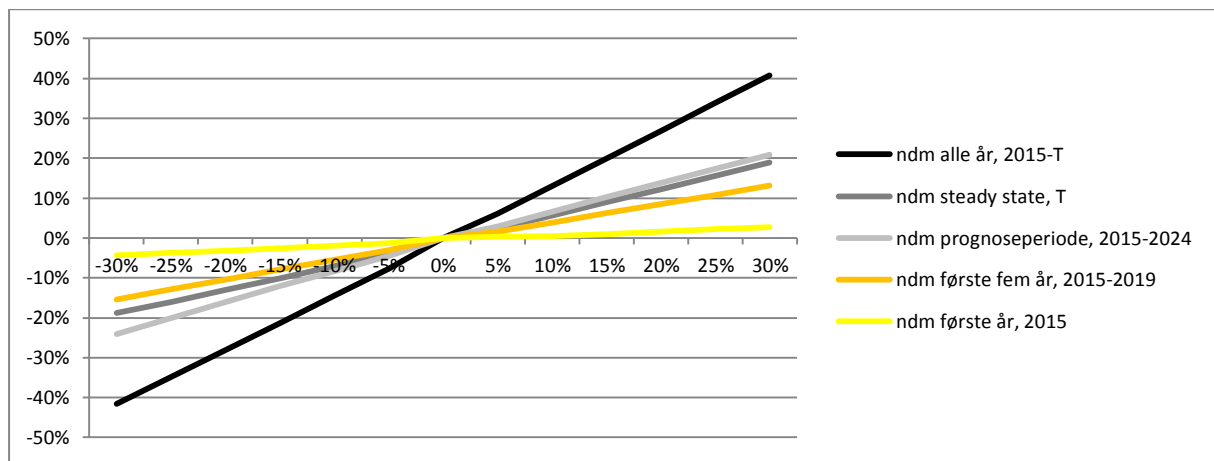
Selskapets verdierestimat er som forventet mest sensitiv i forhold til en prosentvis endring av omløpshastigheten til netto driftseiendeler over alle år, og er tilnærmet like sensitiv i forhold til reduksjon og økning. For endringer i prognosene for steady state er verdierestimatet mer sensitiv for en sterk reduksjon på 30 %, som leder til en reduksjon i estimat på over 15,3 %, enn en sterk økning på 30 %, som medfører at estimatet øker med 8,8 %. Dette kommer fram ved at grafen blir konkav. For prognoseperioden er påvirkningen ytterligere mindre, særlig ved en reduksjon i omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Videre vil det være små påvirkninger på estimatet for de første fem årene og det første året isolert. Analysen bygger opp om at det er de langsiktige estimatene som er kilden til usikkerheten i estimatet. Usikkerheten tilknyttet prognosene av omløpshastigheten til netto driftseiendeler imidlertid ikke er betydelig stor.



Figur 6.6.2: Estimatets sensitivitet for endring i omløpshastighet

Netto driftsmargin

Netto driftsmargin er regnskapsdriveren med størst påvirkning på verdiestimatet, og ettersom en sterk reduksjon eller økning i netto driftsmargin alle år medfører over 40 % reduksjon eller økning i verdiestimatet er endelig verdiestimat svært sensitivt ovenfor endring i netto driftsmargin. Påvirkningen av en økning eller reduksjon de første fem årene er noe lavere, og for det første året er påvirkningsgraden svært lav. Dette bygger opp om at også her ligger hovedtyngden av usikkerheten i langsiktige prognoser.



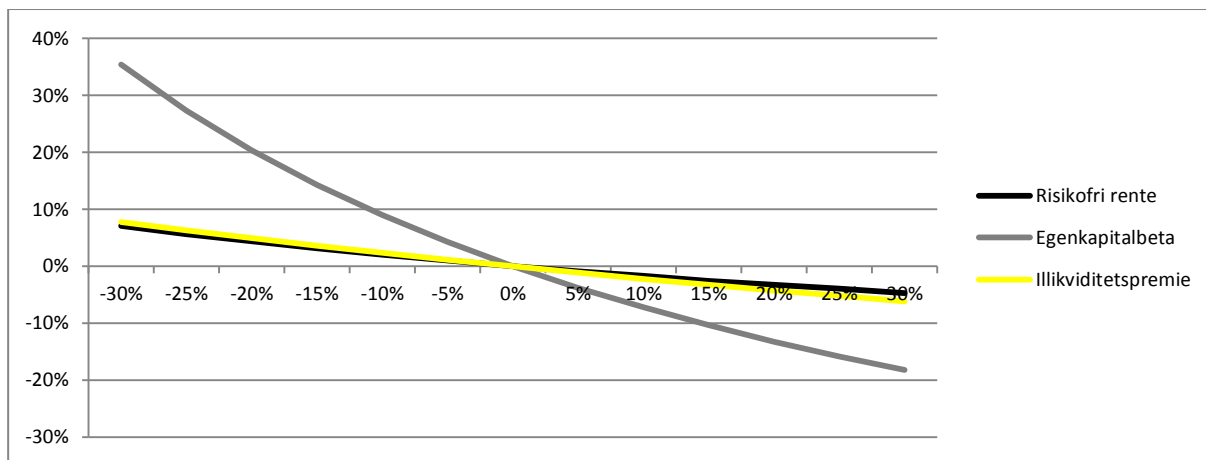
Figur 6.6.3: Estimatets sensitivitet for endring i netto driftsmargin

6.6.2 Finansielle størrelser

Finansielle regnskapsdrivere kan også ha betydelig påvirkning på verdiestimatets usikkerhet. I våre beregninger ble det tydelig at både finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel har minimal til ingen påvirkning på verdiestimatet. Videre viser beregningene at sensitiviteten for risikofri rente og illikviditetspremien er tilnærmet lik og relativt liten. Dersom illikviditetspremien imidlertid reduseres til 0 kommer det frem at premien reduserer verdiestimatet med 24,52 %. Med andre ord kan dette tolkes som at selskapets reduserte likviditet i markedet medfører en rabatt på 24,52 % av salgspris.

Blant de finansielle størrelsene skiller egenkapitalbetaen seg ut ved at det er tydelig større sensitivitet tilknyttet denne. Sensitiviteten til egenkapitalbetaen er blitt analysert ved å endre gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden. Dette er en endring som videre øker driftsbeta og øker egenkapitalbetaen for hvert år, og dermed resulterer i høyere avkastningskrav til egenkapital. Siden denne grafen er konveks er det tydelig at verdiestimatet er mer sensitivt for en reduksjon enn en økning i egenkapitalbetaen. En

reduksjon på 30 % er estimert å øke verdivurderingen med 35,5 %. En tilsvarende økning av egenkapitalbetaen vil redusere selskapets verdiestimat med 18,3 %.



Figur 6.6.4: Estimatsens sensitivitet for endring i risikofri rente, egenkapitalbeta og illikviditetspremie

6.6.3 Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet er basert på en rekke prognoser med usikkerhet tilknyttet dem. Som vist vil estimatet være mest sensitivt for endringer langsiktige prognoser. Endringer i kortsiktige prognoser får mindre effekt på verdiestimatet, hvilket kan kobles til at det er forventet en forsiktig vekst i inneværende og påfølgende år på grunn av distriktets negative påvirkning av fallet i oljeprisen. Dersom prognostisert vekst er lav vil en prosentvis endring få mindre effekt enn ved høy vekst.

Netto driftsmargin kan anses som en sterk kilde til usikkerheten i estimatet, og endringer i denne vil kunne endre verdiestimatet betraktelig. Verdiestimatet virker ikke å være særlig følsomt overfor mindre endringer i driftsinntektsveksten, men vi påpeker at dette historisk sett har vært en svært volatil størrelse, hvilket bygger opp om sterkere usikkerhet i prognosene enn hva som kan komme frem av analysen.

Blant finansielle størrelser viser verdiestimatet seg å være mindre sensitiv for endringer. Det er imidlertid særlig sensitivt for lavere egenkapitalbeta, hvilket kan medføre til en økning i verdiestimatet som prosentvis overstiger reduksjonen i egenkapitalbetaen.

Gjennom sensitivitetsanalysen har vi belyst usikkerheten ved prognosene. Det kommer tydelig frem at forutsetningene for prognosene er et avgjørende ledd i verdsettelsesprosessen.

7. Konklusjon

Etter å ha tatt utgangspunkt i modellene Knivsflå (2015) benytter har vi avdekket det vi anser som potensielle svakheter i rammeverket. **i)** Det kan oppstå problemer knyttet til gearing dersom netto driftseiendeler eller enkelte andre kapitalstørrelser er nærme null. **ii)** Rammeverket virker best egnet til å verdsette tunge, store selskaper. **iii)** Rammeverket er tidvis svært detaljorientert, og det kan tenkes at små målefeil som konsekvens kan gi utslag i estimatet.

Gjennom en strategisk analyse har vi funnet at MBs fremste kilder til konkurransefortrinn er renommé og fleksibilitet. Spesielt kan angrep eller øvrige skader på selskapets renommé svekke deres markedsposisjon. I en volatil bransje er selskapets fleksible kostnadsstruktur verdifull. Organisasjonsstrukturen tillater også selskapet å øke eller redusere produksjon etter behov, og fremdeles kunne føre frem overskudd. På grunn av utfordringene i oljefylket Rogaland kan konkurransen innad i bransjen forventes å øke til de neste årene.

Vi beregnet oss frem til en forholdsvis lav egenkapitalbeta lik 0,65, som i hovedsak skyldes at egenkapitalrisikoen reduseres som følge av en stor kontantbeholdning. Et interessant funn er at korrelasjonen mellom MB og bransjens driftsinntektsvekst er på hele 0,96. MBs svingninger i driftsinntektsvekst er både dypere og høyere, og således kan netto driftsbeta lik 1,62 virke rimelig, sammenlignet med den lave egenkapitalbetaen. De tre fundamentale metodene vi benyttet for å finne vårt verdiestimat gav verdier mellom 120 og 164 millioner, som øker ytterligere når vi oppdaterer kapitalkrav og vekter med markedsbaserte verdier. Estimaten kan virke lave for et selskap som budsjetteres å omsette for over en milliard innen ti år, dog spiller netto driftsmargin en stor rolle her, ettersom den er forventet å synke ned mot de laveste verdiene vi observerte i analyseperioden.

Sensitivitetsanalysen avslørte nettopp det, at verdiestimatet er mest følsomt overfor endringer i netto driftsmargin. For øvrig er ikke verdiestimatet særlig følsomt overfor andre enkeltparametere, med unntak av endringer i egenkapitalbetaen.

Per 31.05.15, justert for empirisk konkurrisiko, er salgsværdien av Masiv Bygg regnet til 174,3 millioner kroner. Komparative verdsettelsesmetoder antyder at vi har undervurdert selskapet, dog viser framtidsutsiktene for byggebransjen, spesielt i Rogaland, at markedet er i stagnasjon, og vi velger derfor å beholde det opprinnelige verdiestimatet.

Litteraturliste

Artikler og rapporter

- Chan, H. W. & Faff, R. W. (2005) *Asset Pricing and the Illiquidity Premium*, The Financial Review. Tilgjengelig fra <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6288.2005.00118.x/abstract;jsessionid=E922FE2AF284A42789FA91E12ECC5D14.f01t01>> [Lest: April 2015]
- Damodaran, A. (2005) *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*. Tilgjengelig fra: <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>> [Lest: April 2015]
- Gjesdal, F. (2007) *Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse*. Tilgjengelig fra: <http://www.idunn.no/pof/2007/02/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_for_eierkontroll_og_verdsettels> [Lest: Februar 2015]
- Grossman, S. J. & Stiglitz, J. E. (1976) *Information and Competitive Price System*, The American Economic Review. Tilgjengelig fra: <<http://www.e-m-h.org/GrSt76.pdf>> [Lest: Mars 2015]
- Hagströmer, B., Hansson, B. & Nilsson, B. (2013) *The Components of the Illiquidity Premium: An Empirical Analysis of U.S. Stocks 1927 – 2010*, Journal of Banking and Finance. Tilgjengelig fra: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1913880> [Lest: April 2015]
- Kommunal- og Regionaldepartementet (2009) *Bygg for framtida: Miljøhandlingsplan for bolig- og byggsektoren 2009-2012*. Oslo: Kommunal- og Regionaldepartementet
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review. Tilgjengelig fra: <<http://www.jstor.org/stable/1809766>> [Lest: Mars 2015]
- Norges Bank (2015) *Pengepolitisk rapport 1/15*. Oslo: Norges Bank
- Porter, M (1979) *How Competitive Forces Shape Strategy*, Harvard Business Review. Tilgjengelig fra: <<http://faculty.bcitbusiness.ca/KevinW/4800/porter79.pdf>> [Lest: Mars 2015]
- Prognosesenteret (2015) for EBA Rogaland. *Byggebørsen 2015*. Tilgjengelig fra: <<http://www.naeringsforeningen.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=0ca9f88d-035d-40c3-be21-c1902e785eea>> [Lest: Mars 2015]
- Standard & Poor's (2012, 22. juni) *Global Credit Portal*. Tilgjengelig fra: <http://www.standardandpoors.com/spf/general/RatingsDirect_Commentary_979212_06_22_2012_12_42_54.pdf> [Lest: April 2015]

Bøker

- Berk, J. & DeMarzo, P. (2013). *Corporate Finance*. (3rd ed.) New York: Pearson Education Limited
- Daft, R. L., Murphy, J. & Willmott, H. (2007). *Organization theory and design*. (9. utg) Hampshire: Cengage Learning EMEA
- Damodaran, A. (2012), *Investment Valuation*. (3. utg.) New York: John Wiley and Sons Inc.
- Jakobsen, E. W. og Lien, L. B. (2011) *Ekspansjon*. (1. utg.) Oslo: Gyldendal Norsk Forlag
- Johnsen, T. (1997) Avkastningskrav. Eget kapittel i boken: Dahl, G., Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A. (1997) *Verdsettelse i teori og praksis*, 1. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo, s. 39-73
- Johnson, G., Scholes, R. and Whittington, R. (2008) *Exploring corporate strategy*. (8. utg.) Harlow: Pearson Education Limited
- Kaldestad Y. og Møller, B. (2011), *Verdivurdering – Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. (1. utg.) Oslo: DnR Kompetanse AS
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. (5. utg.) New Jersey: John Wiley & Sons
- Langli, J. C. og Tellefsen J. T. (2010). *Årsregnskapet*. (9. utg.) Oslo: Gyldendal akademisk.
- Løwendahl, B. R. og Wenstøp F. E. (2010). *Grunnbok i strategi*. (3. utg.) Oslo: Cappelen Damm
- Palepu, K.G., Healy, P. & Peek, E. (2010). *Business Analysis and Valuation*. (2nd ed.) Boston: Cengage Learning Emea
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (5. utg.) New York: McGraw-Hill/Irwin

Forelesningsnotater

- Damodaran, A. (2006) *The Cost of Illiquidity*. Tilgjengelig fra: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/illiquidity.pdf> [Lest: Mars 2015]
- Gjølberg, O. (2014) *Forelesningsnotater FIE 439 - Empirical Analyses of Financial and Commodity Markets*. Institutt for finans.
- Knivsflå, K. H. (2015) *Forelesningsnotater BUS 440 – Regnskapsanalyse og verdsettelse*. Institutt for regnskap, revisjon og rettsvitenskap, Norges Handelshøyskole.
- Wright, B. (2014) *Forelesningsnotater FIE 437B – Valuation*. Institutt for finans, Norges Handelshøyskole.

Internettreferanser

- Aftenbladet (2015, 30. januar) *Rekordhøy arbeidsledighet i Rogaland* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.aftenbladet.no/nyheter/okonomi/Rekordhoy-arbeidsledighet-i-Rogaland-3621980.html>> [Lest: Februar 2015]
- Altinn (2015) 13.04.2015 *Selskapsaksjonærer og fritaksmetoden* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.altinn.no/no/Starte-og-drive-bedrift/Drive/Skatt-og-avgift/Foretakets-skatt/Selskapsaksjonarer-og-fritaksmetoden/>> [Lest: April 2015]
- Block Berge AS (u.å.) *Velkommen til Block Berge* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.blockberge.no/Block-Berge-B bygg/4D01BEC2-A521-4790-9B71-9EE4AF1A12A7/3>> [Lest: Februar 2015]
- Byggfakta (2015) 25.03.2015 *Bygg og anlegg på topp i arbeidsinnvandring* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.byggfakta.no/bygg-og-anlegg-pa-topp-i-arbeidsinnvandring-85060/nyhet.html>> [Lest: Mai 2015]
- Damodaran, A. (2015a) *Beta, Unlevered Beta and Other Risk Measures* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>> [Lest: April 2015]
- Damodaran, A. (2015b) *Country Defaults Spreads and Risk Premiums* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html> [Lest: Mars 2015]
- Direktoratet for byggkvalitet (2015, 16. februar) *Høring: Nye energikrav til bygg* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://dibk.no/no/Om_oss/Arkiv/Nyhetsarkiv/horing-nye-energikrav-til-bygg/> [Lest: April 2015]
- E24 (2015) *Norske Statsobligasjoner 10 år* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=NST477.OSE>> [Lest: 08. juni 2015]
- Forskning.no (2014, 23. oktober) *For få elever velger yrkesfag – hvorfor er det slik?* [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://forskning.no/2014/10/yrkesfag>> [Lest: Februar 2015]
- Jærentreprenør AS (2008) *25 år* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.jerentreprenor.no/brosjyre/jubileumbok_komprimert.pdf> [Lest: Februar 2015]
- Kruse Smith AS (u.å.) *Nøkkelinformasjon* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.kruse-smith.no/om-kruse-smith/konserninfo/>> [Lest: Februar 2015]
- Lovdata (2014) *Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven)*. Tilgjengelig fra: <<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56?q=Regnskapsloven>> [Lest: 16. mai 2015]

-
- Kvia AS (u.å.) *Om oss* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.kvia-as.no/om-oss/>> [Lest: Februar 2015]
- Masiv AS (u.å.) *Om Bygg* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://masiv.no/bygg/om-bygg/>> [Lest: Februar 2015]
- Multiple-Markets (2013) *The ratings table* [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://multiple-markets.com/3ratingschart.htm>> [Lest: 20. mai 2015]
- Oslo Børs (2015a) *Kursoversikt Veidekke* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/VEI.OSE/overview>> [Lest: 25. april 2015]
- Oslo Børs (2015b) *Kursoversikt AF-Gruppen* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/AFG.OSE/overview>> [Lest: 25. april 2015]
- Purehelp (u.å. a) *Jærentreprenør AS, Regnskap* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.purehelp.no/company/account/jaerentreprenoeras/995817969>> [Lest: Mai 2015]
- Purehelp (u.å. b) *Entreprenørfirmaet Kvia AS, Regnskap* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.purehelp.no/company/corp/entrenoerfirmaetkviaas/989137778>> [Lest: Mai 2015]
- Purehelp (u.å. c) *Block Berge Bygg AS, Regnskap* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.purehelp.no/company/account/blockbergebyggas/980798267>> [Lest: Mai 2015]
- Purehelp (u.å. d) *Skanska Norge AS, Regnskap* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.purehelp.no/company/account/skanskanorgeas/943049467>> [Lest: Mai 2015]
- Purehelp (u.å. e) *Kruse Smith Entreprenør, Regnskap* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.purehelp.no/company/account/skanskanorgeas/943049467>> [Lest: Mai 2015]
- Skanska AS (Ingen dato) *Om oss* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.skanska.no/no/om-skanska/>> [Lest: Februar 2015]