



Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av
Veidekke ASA



Anders Tandberg & Joachim Disch

Veileder: Are Oust

Selvstendig arbeid, masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Hensikten med denne utredningen er å finne et rimelig estimat på Veidekke ASA sin egenkapitalverdi og tilhørende aksjeverdi per 31.12.2016. En fundamental verdivurdering ble ansett som den mest hensiktsmessige metoden basert på det tidsmessige omfanget av utredningen, tilgangen på selskapsinformasjon og selskapets fase i livssyklusen.

Del I omfatter en kvalitativ kartlegging av selskapets eksterne og interne omgivelser gjennom en strategisk analyse. Omgivelsene kartlegges for å oppnå nødvendig innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold. Den strategiske analysen indikerer en bransjefordel knyttet til kompetansekrav og reguleringer i BAE-næringen, og impliserer at boligprisene er særlig sensitive for endringer i rentenivået, mens anleggsbransjen i stor grad reguleres av offentlige investeringer. I den interne ressursanalysen observeres det midlertidige fordeler knyttet til organisatoriske synergieffekter og patenter, mens en noe svak kapitalstruktur virker å utgjøre en midlertidig ulempe for selskapet.

Del II knytter seg til strategiske regnskapsanalyser av selskapets historiske prestasjoner, som sammen med *del 1* danner grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsregnskap og -krav. Det ble funnet at selskapet i perioden 2008-2016 har hatt en *tidsvektet gjennomsnittlig* strategisk fordel på 25,7 prosent. Den strategiske fordelingen skyldes en bransjefordel på 10,42 prosent og en intern ressursfordel på 9,25 prosent, noe som bekrefter flere av funnene i *del 1*. I tillegg hadde selskapet en gearingfordel fra drift på 5,65 prosent og en finansieringsfordel på 0,37 prosent.

Del III tar utgangspunkt i funnene fra *del 1* og *del 2*, som danner grunnlaget for å utarbeide fremtidsregnskap og -krav. På lang sikt er det antatt at den strategiske fordelingen vil ligge på 7,9 prosent. Den store nedgangen fra 25,7 prosent skyldes en forventning om at konkurransekraftene slår inn, og at dagens rentenivå vil bevege seg mot et mer *normalt* nivå over tid. Det er forutsatt at finansieringen, isolert sett, ikke vil utgjøre noen fordel eller ulempe på lang sikt. Etter diskonteringen av fremtidige kontantstrømmer ble verdien av Veidekkes egenkapital, justert for konkurrisiko, estimert til kr 132,20 per aksje. For å belyse usikkerheten i estimatet ble det gjennomført simulerings- og sensitivitetsanalyser, før en kortfattet relativ verdivurdering testet robustheten i verdiestimatet avslutningsvis. Den fundamentale og relative metoden ble vektlagt med henholdsvis 70 og 30 prosent. Estimert verdi på Veidekkes egenkapital er **kr 126,10 per aksje** med en tilhørende **hold-anbefaling** per 31.12.2016.

Forord

Masterutredningen er skrevet som et ledd i vårt masterstudium *regnskap og revisjon* ved Norges Handelshøyskole. Etter en grundig gjennomgang av de ulike alternativene falt valget på strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering. Emnet gir verdifull innsikt i relevante metoder for å kartlegge selskapets posisjon i markedet, samt økonomiske utvikling, og tilrettelegger for å anvende kunnskap og teori tilegnet gjennom ulike emner på bachelor- og masternivå.

Det har vært en spennende og lærerik prosess som særlig har utfordret vår evne til å forstå, analysere og evaluere ulike problemstillinger knyttet til regnskap, strategi og finans. Utredningen har også gitt oss god kjennskap til bygge-, anleggs- og eiendomsnæringen, som en av Norges største og viktigste næringer.

Utredningen baserer seg hovedsakelig på offentlig tilgjengelig finansiell og ikke-finansiell informasjon, herunder års- og kvartalsrapporter for Veidekke ASA og bransjeutvalget.

Avslutningsvis ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder Are Oust for gode råd og innspill gjennom hele prosessen.

Bergen, juni 2017



Anders Tandberg



Joachim Aleksander Disch

Innhold

SAMMENDRAG	I
FORORD	II
1 <u>INNLEDNING.....</u>	1
1.1 MOTIVASJON.....	1
1.2 FORMÅL OG PROBLEMSTILLING.....	1
1.3 AVGRENSNING	2
1.4 STRUKTUR.....	2
2 <u>PRESENTASJON AV BRANSJE OG VIRKSOMHET</u>	4
2.1 OM VEIDEKKE	4
2.1.1 SELSKAPETS HISTORIE.....	4
2.1.2 MÅLSETTING OG STRATEGI.....	5
2.1.3 ORGANISASJONSSTRUKTUR	5
2.1.4 EIERSTRUKTUR OG KURSUTVIKLING	6
2.1.5 FORRETNINGSOMRÅDER	7
2.1.6 NØKKELTALL.....	9
2.1.7 KLASIFISERING AV BRANSJE FOR VEIDEKKE'S VIRKSOMHET.....	9
2.2 BRANSJEFORHOLD.....	10
2.2.1 BYGG, ANLEGG OG EIENDOM.....	10
2.3 MAKROFORHOLD.....	14
2.3.1 ØKONOMISKE FORHOLD	14
2.3.2 POLITISKE FORHOLD.....	16
2.3.3 MILJØMESSIGE FORHOLD.....	17
2.3.4 SOSIOKULTURELLE FORHOLD	17
2.4 KOMPARATIVE SELSKAPER.....	18
2.4.1 AF GRUPPEN	18
2.4.2 NCC	19
2.4.3 PEAB AB	21
3 <u>VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....</u>	23
3.1 PRESENTASJON AV VERDSETTELSESTEKNIKK	23
3.1.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	23

3.1.2	RELATIV VERDIVURDERING	25
3.1.3	OPSJONSBASERT VERDIVURDERING.....	27
3.2	VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	27
3.2.1	TILGANG PÅ INFORMASJON	28
3.2.2	KRAV TIL PÅLITELIGHET	28
3.2.3	BRANSJE	28
3.2.4	TID TIL DISPOSISJON	28
3.2.5	FASE I LIVSSYKLUSEN	29
3.2.6	ENDELIG VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	30
3.3	DET FUNDAMENTALE RAMMEVERKET.....	30
4	<u>STRATEGISK ANALYSE</u>	<u>32</u>
4.1	RAMMEVERKET FOR STRATEGISK ANALYSE	32
4.2	PESTEL-ANALYSE	33
4.2.1	POLITISKE FORHOLD.....	33
4.2.2	ØKONOMISKE FORHOLD	37
4.2.3	SOSIOKULTURELLE FORHOLD	48
4.2.4	TEKNOLOGISKE FORHOLD.....	49
4.2.5	MILJØMESSIGE FORHOLD.....	49
4.2.6	JURIDISKE FORHOLD	50
4.2.7	KONKLUSJON	50
4.3	PORTERS FIVE FORCES-ANALYSE.....	51
4.3.1	FAREN FOR NYETABLERINGER	52
4.3.2	TRUSSEL FRA SUBSTITUTTER	54
4.3.3	LEVERANDØRENS FORHANDLINGSMAKT	55
4.3.4	KUNDENES FORHANDLINGSMAKT	56
4.3.5	KONKURRANSE MELLOM EKSISTERENDE BEDRIFTER	56
4.3.6	OPPSUMMERING PORTERS "FIVE FORCES"	58
4.4	OFFENTLIGE MYNDIGHETER	60
4.5	INTERNE RESSURSER (VRIO).....	60
4.5.1	MENNESKELIGE RESSURSER	61
4.5.2	ORGANISASJONS- OG RELASJONSRESSURSER	62
4.5.3	FYSISKE RESSURSER.....	65
4.5.4	MONETÆRE RESSURSER.....	66
4.5.5	OPPSUMMERING INTERNE RESSURSER (VRIO)	67

4.6	OPPSUMMERING (SWOT)	68
5	REGNSKAPSANALYSE	70
5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE	70
5.1.1	VALG AV ANALYSENIVÅ.....	70
5.1.2	ANALYSEPERIODE	71
5.1.3	KOMPARATIVE SELSKAP (BENCHMARK)	72
5.2	PRESENTASJON AV RESULTAT- OG BALANSEREGNSKAP	72
5.3	OMGRUPPERING AV FINANSREGNSKAP	75
5.3.1	OMGRUPPERING AV RESULTAT	75
5.3.2	OMGRUPPERING AV BALANSEN.....	85
5.3.3	OMGRUPPERING AV KONTANTSTRØM	92
5.4	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING	92
5.4.1	JUSTERING AV MÅLEFEIL	95
5.4.2	OPPSUMMERING - REGNSKAPSANALYSE	97
6	ANALYSE AV RISIKO	99
6.1	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	99
6.2	ANALYSE AV RISIKO	100
6.2.1	LIKVIDITETSANALYSE	101
6.2.2	SOLIDITETSANALYSE	107
6.3	OPPSUMMERING (SYNTETISK RATING)	114
6.3.1	JUSTERING BASERT PÅ STRATEGISKE FAKTORER	116
7	AVKASTNINGSKRAV	118
7.1	TEORI FOR AVKASTNINGSKRAV	118
7.2	KAPITALVERDIMODELLEN	119
7.2.1	RISIKOFRI RENTE	119
7.2.2	MARKEDETS RISIKOPREMIE	121
7.2.3	EGENKAPITALBETA.....	123
7.2.4	LIKVIDITETSPREMIE.....	126
7.2.5	ÅRLIG EGENKAPITALBETA.....	128
7.2.6	EGENKAPITALKRAV OG MINORITETSKRAV.....	128
7.3	FINANSIELLE KRAV	129
7.3.1	KRAV TIL FINANSIELL GJELD	129

7.3.2	KRAV TIL FINANSIELLE EIENDELER	131
7.3.3	KRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD.....	132
7.4	NETTO DRIFTSKRAV	133
8	<u>LØNNSOMHETSANALYSE</u>	<u>135</u>
8.1	EGENKAPITALRENTABILITET	136
8.1.1	SUPERPROFIT TIL EK.....	137
8.2	DRIFTSFORDEL	138
8.2.1	REN DRIFTSFORDEL.....	138
8.2.2	GEARINGFORDEL DRIFT.....	149
8.3	FINANSIERINGSFORDEL.....	150
8.3.1	FINANSIERINGSFORDEL – FINANSIELL GJELD	151
8.3.2	FINANSIERINGSFORDEL – FINANSIELLE EIENDELER.....	152
8.3.3	FINANSIERINGSFORDEL – NETTO FINANSIELL GJELD.....	153
8.3.4	FINANSIERINGSFORDEL – MINORITETSINTERESSE	154
8.3.5	OPPSUMMERING FINANSIERINGSFORDEL	155
8.4	OPPSUMMERING - SUPERPROFIT	156
9	<u>FREMTIDSREGNSKAP</u>	<u>158</u>
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	158
9.2	ANALYSE AV VEKST.....	158
9.2.1	ANALYSE AV HISTORISK DRIFTSINNTEKTSVEKST.....	159
9.2.2	ANALYSE AV HISTORISK EGENKAPITALVEKST	160
9.3	VALG VED UTARBEIDELSE AV FREMTIDSREGNSKAP	162
9.3.1	PROGNOSEPERIODE	162
9.3.2	VALG AV DETALJNIVÅ	163
9.3.3	FREMSKRIVNINGSTEKNIKK.....	164
9.4	BUDSJETTDRIVERE I PROGNOSEPERIODEN	164
9.4.1	DRIFTSINTEKSTVEKST	164
9.4.2	NETTO DRIFTSRESULTAT	169
9.4.3	NETTO DRIFTSEIENDELER	172
9.4.4	NETTO FINANSIELL GJELD	174
9.4.5	NETTO FINANSKOSTNAD	176
9.4.6	MINORITETSINTERESSE.....	177
9.4.7	NETTO MINORITETSRESULTAT.....	178

9.5	UTARBEIDET FREMTIDSREGNSKAP	179
9.5.1	RESULTATREGNSKAP I FREMTIDEN	179
9.5.2	FREMTIDSBALANSE	180
9.5.3	KONTANTSTRØMOPPSTILLING I FREMTIDEN.....	181
10	<u>FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK ANALYSE.....</u>	182
10.1	EGENKAPITALKRAV OG MINORITETSKRAV	182
10.1.1	RISIKOFRI RENTE.....	182
10.1.2	MARKEDSRISIKOPREMIEN.....	184
10.1.3	ÅRLIG EGENKAPITALBETA	184
10.1.4	LIKVIDITETSPREMIE	184
10.1.5	EGENKAPITALKRAV OG MINORITETSKRAV	185
10.2	FINANSIELLE KRAV	186
10.2.1	SYNTETISK RATING	186
10.2.2	FINANSIELT GJELDSKRAV	187
10.2.3	FINANSIELT EIENDELSKRAV	187
10.2.4	NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV	188
10.3	SELKAPSKRAV	189
10.4	OPPSUMMERING GJENNOM STRATEGISK FORDEL	190
11	<u>FUNDAMENTAL VERDSETTELSE</u>	192
11.1	EGENKAPITALMETODEN.....	192
11.1.1	UTBYTTEMODELLEN	193
11.1.2	FRI KONTANTSTRØM-MODELLEN MED HENSYN TIL EK	193
11.1.3	SUPERPROFITTMODELLEN MED HENSYN TIL EK	193
11.1.4	SUPERPROFITTVKST-MODELLEN MED HENSYN TIL EK.....	194
11.2	SELKAPSKAPITALMETODEN	194
11.2.1	SK-METODEN – NETTO DRIFTSKAPITAL	195
11.2.2	SK-METODEN – SYSSELSATT KAPITAL.....	195
11.3	FØRSTE VERDIESTIMAT	195
11.3.1	EGENKAPITALMETODEN	196
11.3.2	SELKAPSMETODEN – NETTO DRIFTSKAPITAL.....	196
11.3.3	SELKAPSMETODEN – SYSSELSATT KAPITAL	197
11.3.4	OPPSUMMERING FØRSTE VERDIESTIMAT.....	198
11.4	KONVERGENS MOT ET FELLES VERDIESTIMAT.....	198

11.5	ANALYSE AV USIKKERHET	199
11.5.1	KONKURSRISIKO	200
11.5.2	SIMULERINGSANALYSE MED CRYSTAL BALL.....	200
11.5.3	SENSITIVITETSANALYSE	210
11.6	OPPSUMMERING FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	214
12	<u>RELATIV VERDIVURDERING</u>	<u>216</u>
12.1	VALG AV MULTIPLIKATORER	217
12.1.1	PRICE-TO-EARNINGS.....	218
12.1.2	PRICE-TO-BOOK.....	219
12.1.3	ENTERPRISE VALUE-TO-EBITDA.....	220
12.1.4	ENTERPRISE VALUE-TO-SALES.....	220
12.2	RELATIVT VERDIESTIMAT.....	221
12.2.1	VERDIESTIMAT PRICE-TO-EARNINGS	222
12.2.2	VERDIESTIMAT PRICE-TO-BOOK	223
12.2.3	VERDIESTIMAT ENTERPRISE-TO-EBITDA.....	224
12.2.4	VERDIESTIMAT ENTERPRISE VALUE-TO-SALES	225
12.3	VERDIESTIMAT ETTER RELATIV VERDIVURDERING	226
13	<u>OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI</u>	<u>228</u>
13.1	OPPSUMMERING	228
13.2	HANDLINGSSTRATEGI.....	229
	<u>FIGUROVERSIKT</u>	<u>231</u>
	<u>TABELLOVERSIKT</u>	<u>234</u>
	<u>LITTERATURLISTE.....</u>	<u>239</u>

1 Innledning

Innledningsvis vil vi kort redegjøre for utredningens relevans og nytte gjennom et motivasjonsavsnitt. Deretter vil utredningens formål og problemstilling presenteres, før nødvendige avgrensninger og struktur presenteres avslutningsvis. Veidekke ASA vil heretter omtales som *Veidekke*.

1.1 Motivasjon

Bygge-, anleggs- og eiendomsnæringen (BAE) er en av Norges største og viktigste næringer. Næringen er sterkt involvert i samfunnsmessige utfordringer knyttet til befolkningsvekst, sysselsetting og miljø, der infrastrukturen i samfunnet er fellesnevner. Samfunnet står overfor en miljømessig omstillingsfase, der behovet for innovasjon og ny teknologi står sentralt. BAE-næringen er en av de største bidragsyterne til miljøskadelig utslipp. Derfor er det avgjørende at næringen har en sentral rolle i omstillingsfasen.

Anleggsbransjen har etter hvert blitt et viktig virkemiddel i norsk økonomi. I lavkonjunkturer kan en se tendenser til økte offentlige investeringer i infrastruktur, for å holde aktivitetsnivået i økonomien oppe. For mange er også boligmarkedet et meget dagsaktuelt tema. I Norge og Sverige ble det observert en unormalt sterk boligprisvekst i 2015 og 2016, noe som potensielt kan ha store konsekvenser for økonomien forøvrig, der ytterste konsekvens er økonomisk resesjon. På grunn av boligmarkedets sentrale rolle i økonomien, er politiske og økonomiske virkemidler sentrale i markedets utvikling.

Utredningen gir leseren innsikt i hvordan eksterne og interne forhold påvirker Veidekkes strategiske posisjon. Det er også et viktig element hvordan endringer i eksterne forhold over tid kan påvirke verdien av selskapets egenkapital. Utredningen gir en grundig analyse av forhold som påvirker en av BAE-næringens største aktører i Skandinavia. Ettersom det er svært mange faktorer som kan innvirke på selskapets fremtidige kontantstrømmer, er det interessant å belyse hvorvidt dagens markedsverdi reflekterer et *rimelig* fremtidsscenario.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med utredningen er å finne et rimelig estimat på verdien av Veidekkes egenkapital, gjennom innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold. Med dette som utgangspunkt er det interessant å ta stilling til hvorvidt Veidekke synes å være over- eller underpriset i forhold til selskapets børsverdi. Vi har kommet frem til følgende problemstilling:

Hva er verdien av Veidekke ASA sin egenkapital per 31.12.2016?

Innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold vil opparbeides gjennom kvalitative og kvantitative analyser av selskapets eksterne og interne omgivelser.

1.3 Avgrensning

Utredningen bygger på offentlig tilgjengelig finansiell og ikke-finansiell informasjon, som års- og kvartalsrapporter. Datagrunnlaget består derfor i all hovedsak av sekundærdata. Dette innebærer et noe begrenset informasjonsgrunnlag, der kvalitative og kvantitative analyser kun kan gjennomføres til den utstrekning informasjonen tillater det. Utredningen vil i utgangspunktet begrenses til å omfatte en fundamental verdivurdering av målselskapet. Likevel vil en kortfattet relativ verdivurdering gjennomføres for å belyse robustheten i den fundamentale verdsettelsen.

Det komparative utvalget i utredningen begrenser seg til Veidekke ASA, AF Gruppen ASA, PEAB AB og NCC AB. Alle fire selskaper er notert på børs, noe som bidrar til at en betydelig mengde informasjon om hvert enkelt selskap er offentlig tilgjengelig. Den vesentligste andelen av selskapenes virksomhet knytter seg til bygge-, anleggs- og eiendomsnæringen. BAE-næringen vil derfor være hovedfokus gjennom utredningen. Flere av selskapene driver også produksjon av pukk og grus. Det foreligger imidlertid svært begrenset informasjon om slik virksomhet i selskapenes års- og kvartalsrapporter, og vi har ikke lyktes å bli kjent med hvor mye av pukk og grus-produksjonen som inngår i eget ressursbruk, selv etter kontakt med Veidekke. Virksomhetsområdet utgjør en meget begrenset andel av selskapets totale omsetning og anses dermed ikke vesentlig for denne utredningen.

Den historiske analyseperioden i utredningen er begrenset til 2008-2016. Informasjon fra årsrapporten for 2007 benyttes også i noen grad. Lengden på analyseperioden anses hensiktsmessig ettersom deler av BAE-næringen er særlig syklisk, slik at både høy- og lavkonjunkturer bør inngå i datagrunnlaget.

Masterutredningen baserer seg i stor grad på rammeverk for verdsettelse tilegnet gjennom kurset MRR413A ved Kjell Henry Knivsflå.

1.4 Struktur

Generelt kan utredningen presenteres som tre deler.

Del I består av kapittel 2, 3 og 4. Kapittel 2 gir en generell presentasjon av selskapet og bransjen, der relevante makro- og bransjeforhold presenteres. Videre gis også en kort presentasjon av komparative selskaper som benyttes i utredningen. Kapittel 3 omfatter presentasjon og valg av verdsettelsesteknikker. Avslutningsvis i *del I* gjennomføres en strategisk analyse av bransje- og makroforhold, samt intern ressursanalyse. Den strategiske analysen gir kvalitativ innsikt i Veidekkes strategiske posisjon.

Del II vedrører kapittel 5, 6, 7 og 8. Kapittel 5 omfatter analyse av regnskapet, der formålet er å optimalisere regnskapet for analyse gjennom omgruppering og justeringer av regnskapsposter. I kapittel 6 utføres likviditets- og soliditetsanalyser for å kartlegge risikoen i selskapet, før selskapets historiske avkastningskrav analyseres i kapittel 7. *Del II* fullføres med analyse av historisk lønnsomhet i kapittel 8. Samlet gir *del II* kvantitativ innsikt i Veidekkes strategiske posisjon.

Del III tar for seg kapittel 9, 10, 11 og 12. I kapittel 9 vil fremtidsregnskap utarbeides på bakgrunn av innsikten fra *del I* og *del II*. Kapittel 10 omfatter utarbeidelse av fremtidskrav og forventet strategisk posisjon i fremtiden. Strategisk posisjon analyseres på bakgrunn av utarbeidet fremtidsregnskap med tilhørende fremtidskrav. Videre tar kapittel 11 for seg fundamental verdsettelse, der verdien av selskapets egenkapital estimeres gjennom diskontering av fremtidige kontantstrømmer. Det gjennomføres også simulerings- og sensitivitetsanalyser for å belyse usikkerheten i verdiestimatet. I kapittel 12 vil en kortfattet relativ verdivurdering benyttes for å undersøke robustheten i verdiestimatet.

Kapittel 13 representerer utredningens avslutning med oppsummering og handlingsstrategi (konklusjon).

2 Presentasjon av bransje og virksomhet

Dette kapittelet vil i hovedsak fremstille forhold som kjennetegner Veidekke som selskap, presentasjon av bransjeforhold, komparative virksomheter og relevante makroforhold.

2.1 Om Veidekke

2.1.1 Selskapets historie

Veidekkes historie startet allerede i 1936 med hugging og legging av brostein i Østfold. Etter noen år ble virksomheten utvidet med veiforbedringskontrakter flere steder på Østlandet, både på fylkes- og kommunenivå. Det store gjennombruddet skulle imidlertid komme omtrent tolv år etter oppstarten, da selskapet fikk i oppdrag å bygge Sola flyplass (Veidekke, 2016c).

I de påfølgende årene ble Veidekke etablert som en viktig aktør innen flyplassutbygging i Norge. Dette skulle senere lede til selskapets første utenlandskontrakt der oppdraget var å bygge flyplass i Etiopia (Veidekke, 2016c).

På 60- og 70-tallet var det store anleggsjobber som utgjorde mesteparten av Veidekkes virksomhet. Selskapet skulle bli en stor aktør innen bygging av vei, men også bygging av kraftverk og prosjekter i oljesektoren, engasjerte selskapet i denne perioden (Veidekke, 2016c).

80-tallet skulle imidlertid by på en del endringer i bygg- og anleggsbransjen, der mange av de store aktørene fusjonerte. Veidekke gjennomførte oppkjøp av til sammen 10 selskaper på 80-tallet, før ytterligere omkring 70 selskaper er blitt kjøpt opp i senere tid. Selskapet engasjerte seg i bolig- og yrkesbyggmarkedet som nytt markedsområde på 80-tallet, og ble i 1986 notert på Oslo Børs (Veidekke, 2016c).

I 1991 kjøpte Veidekke et nytt selskap; Aker Entreprenør. Dette bidro til at Veidekke umiddelbart doblet omsetningen. I løpet av 90-tallet ble også eiendomsutvikling et nytt virksomhetsområde for selskapet. Mot slutten av århundret besluttet Veidekke å ekspandere til det skandinaviske markedet og markerte dette ved å starte anleggsvirksomhet i Göteborg i samarbeid med lokale virksomheter (Veidekke, 2016c).

Den danske entreprenøren Hoffmann A/S ble kjøpt opp av Veidekke i år 2000. På dette tidspunktet var Hoffmann danskernes eldste og fjerde største entreprenør. Veidekke etablerte også eiendoms- og entreprenørvirksomhet i Sverige dette året (Veidekke, 2016c).

I dag er Veidekke Norges største og Skandinavias fjerde største entreprenør- og eiendomsutviklingselskap. Gjennom hele sin historie har selskapet aldri gått med underskudd (Veidekke, 2016c).

2.1.2 Målsetting og strategi

Veidekkes strategi er å utvikle selskapet gjennom de eksisterende produkt- og markedsområdene, og på denne måten sørge for lønnsom vekst i fremtiden (Veidekke, 2016c).

Den strategiske målsettingen er å utvikle selskapet til å bli en enda større aktør i de eksisterende virksomhetsområdene i Skandinavia. Utover dette skal selskapet være blant de mest lønnsomme entreprenørene og eiendomsutviklerne på det skandinaviske markedet (Veidekke, 2016c).

Videre er det også et sentralt mål å eliminere alle tilfeller av alvorlige skader og at antall skader totalt skal reduseres med 80 prosent (Veidekke, 2016c).

2.1.3 Organisasjonsstruktur

Tabell 2-1 viser en oversikt over de mest sentrale av Veidekkes datterselskaper. Samlet består konsernet av omtrent 50 operative datterselskaper, som er direkte eller indirekte eid av Veidekke ASA. Veidekke Agder AS, som var et meget sentralt datterselskap i Veidekkekonsernet, ble i 2015 fusjonert inn i Veidekke Entreprenør AS (Veidekke, 2017b).

Selskap	Virksomhetsområde	Hovedsete	2016
Veidekke entreprenør AS	Entreprenør	Oslo, Norge	100 %
Block Berge Bygg AS	Entreprenør	Klepp, Norge	100 %
Kynningsrud Fundamentering AS	Entreprenør	Fredrikstad, Norge	80 %
Leif Grimsrud AS	Entreprenør	Halden, Norge	80 %
Hoffmann A/S	Entreprenør	Glostrup, Danmark	100 %
Veidekke Sverige AB	Entreprenør	Stockholm, Sverige	100 %
Veidekke Entreprenad AB	Entreprenør	Stockholm, Sverige	100 %
Arcona AB	Entreprenør	Stockholm, Sverige	100 %
Veidekke Bostad AB	Eiendom	Stockholm, Sverige	100 %
VeiBo Group AB	Eiendom	Stockholm, Sverige	100 %
Veidekke eiendom AS	Eiendom	Oslo, Norge	100 %
Veidekke Bolig AS	Eiendom	Oslo, Norge	100 %
Veidekke Industri AS	Industri	Oslo, Norge	100 %

Tabell 2-1 Organisasjonskart over de mest vesentlige av Veidekkes datterselskaper fordelt på virksomhetsområder, lokalisering og eierandel. Fritt etter Veidekke (2017b).

2.1.4 Eierstruktur og kursutvikling

Ved utgangen av 2016 hadde Veidekke 9029 aksjonærer. Tabell 2-2 viser en oversikt over selskapets viktigste aksjonærer. De tre største aksjeeierne er OBOS BBL, Folketrygdfondet og IF Skadeforsikring AB. Selskapets ansatte eier også en betydelig del av virksomheten, med en andel på 14,9 prosent. Selv om flesteparten av de store aksjonærene er finansinstitusjoner, er OBOS, som institusjonell investor, den største. OBOS er også en svært viktig forretningspartner for selskapet. I 2016 hadde Veidekke og OBOS til sammen 8 felleskontrollerte selskaper, samtidig som felles boligutviklingsprosjekter er en viktig del av samarbeidet (Veidekke, 2017b).

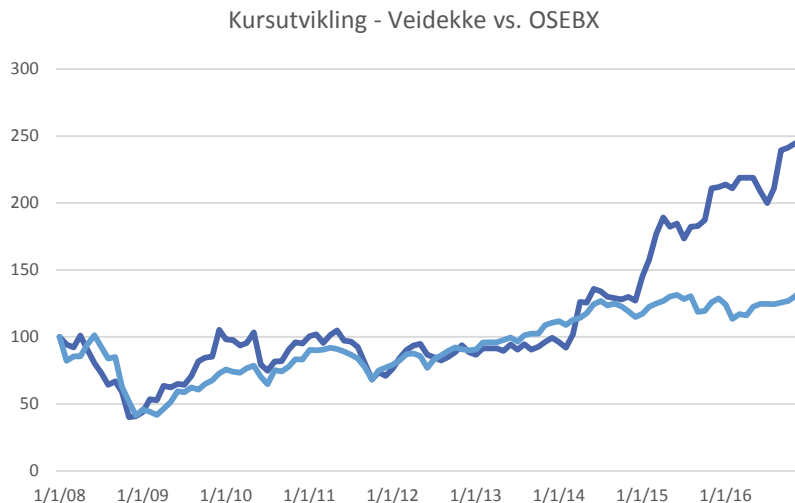
Største aksjeeiere pr. 31. Desember 2016	Eierandel i %
OBOS BBL	17,80 %
Folketrygdfondet	12,50 %
IF Skadeforsikring AB	6,90 %
Handelsbanken Fonder	3,40 %
Danske Invest Norske instit. II	2,10 %
Must invest AS	2,10 %
MP Pensjon PK	2,00 %
Swedbank Robur	1,50 %
Verdipapirfondet DNB Norge (IV)	1,40 %
Taiga Fund	1,30 %
Utenlandsandel	26,70 %
Ansattes samlede eierandel	14,90 %

Tabell 2-2 Eierstruktur for Veidekke ASA per 31.12.2016. Fritt etter Veidekke (2017b).

Figur 2-2 viser Veidekkes kursutvikling over en femårsperiode. En kan observere særlig sterk utvikling fra 2014 og ut 2016. Over perioden 2008-2016 har Veidekke hatt en avkastning på ca. 243 prosent¹, mens hovedindeksen på Oslo Børs viser en utvikling på ca. 135 prosent² i samme periode. Det er likevel ikke før de seneste årene at Veidekke har avviket kraftig fra konjunktorene i hovedindeksen.

¹ $123,50/50,75 = 2,433 \cong 243 \%$

² $662,79/490,81 = 1,350 = 135 \%$



Figur 2-1 Veidekkes kursutvikling mot OSEBX i perioden 2008-2016, med referanseverdi 100. Mørkeblå farge = Veidekke, Lyseblå farge = OSEBX. Data er hentet fra Thomson Reuters Datastream.

2.1.5 Forretningsområder

Veidekke har i hovedsak tre ulike forretningsområder; entreprenørvirksomhet, eiendomsvirksomhet og industrivirksomhet.

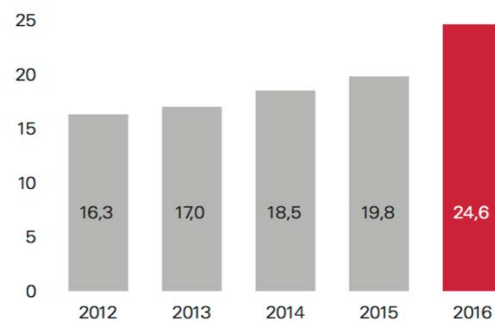
2.1.5.1.1 Entreprenørvirksomhet

Selskapets entreprenørvirksomhet knytter seg hovedsakelig til bygge- og anleggsbransjen. Veidekke er betydelige aktører på landsbasis i Norge og Danmark, mens virksomheten i Sverige lokaliserer seg omkring de største byene som Stockholm, Malmö, Göteborg og Helsingborg (Veidekke, 2016c).

Veidekke tilbyr i utgangspunktet alle tjenester innen bygg og anlegg. Selskapets byggevirksomhet omfatter oppføring av alle typer bygg, herunder offentlige og private yrkesbygg og boliger. Byggevirksomheten utgjør omkring 50 prosent av Veidekkes totale omsetning og er nært tilknyttet selskapets eiendomsvirksomhet (Veidekke, 2017b).

Anleggsvirksomheten omfatter i hovedsak samferdselsprosjekter knyttet til vei og jernbane. Utover dette utfører anleggsvirksomheten prosjekter innen blant annet industrianlegg, vind- og vannkraft, flyplasser, kaianlegg og parkeringsanlegg. I Norge utføres virksomheten i bygg- og anleggsbransjen gjennom Veidekke Entreprenør AS, mens tilsvarende virksomhet i Sverige og Danmark foregår gjennom henholdsvis Veidekke Entreprenad AB og Hoffman A/S (Veidekke, 2016c). Figur 2-2 fremstiller entreprenørvirksomhetens omsetningsvekst de seneste årene. Veksten var særlig jevn i perioden 2012-2015, før en meget sterk vekst i 2016.

OMSETNING NOK 24,6 MILLIARDER

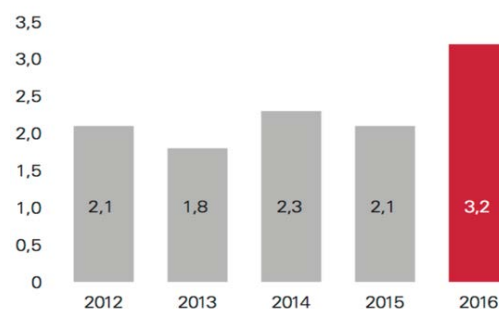


Figur 2-2 Totalomsetning i Veidekkes entreprenørvirksomhet i perioden 2012-2016 (Veidekke, 2017b)

2.1.5.1.2 Eiendomsvirksomhet

Veidekkes eiendomsvirksomhet foreligger i og rundt de største byene i Norge og Sverige. Eiendomsvirksomheten omfatter hovedsakelig boligutvikling og kjøp & salg av eiendom. Det er imidlertid entreprenørene som bygger boligene. Entreprenørene involveres allerede før beslutningen om eventuelle tomtekjøp for å avdekke hvilke muligheter og risikoforhold som foreligger. Det tette samspillet mellom Veidekkes eiendoms- og entreprenørvirksomhet gir synergier som er sentrale for lønnsomheten i selskapet. Eiendomsutvikling, isolert sett, utgjør omtrent 11 prosent av selskapets totale omsetning (Veidekke, 2017b). Figur 2-3 fremstiller utviklingen eiendomsvirksomhetens omsetning fra 2012 til 2016.

OMSETNING NOK 3,2 MILLIARDER

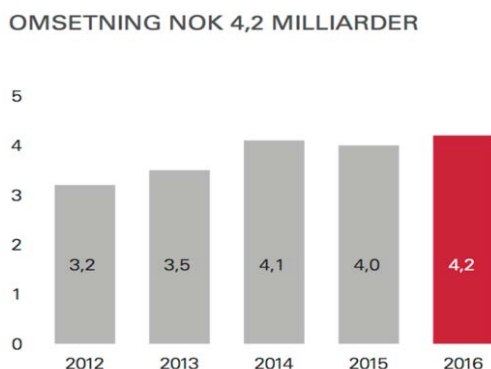


Figur 2-3 Totalomsetning i Veidekkes eiendomsvirksomhet i perioden 2012-2016 (Veidekke, 2017b).

2.1.5.1.3 Industrivirksomhet

Veidekke Industri AS er Norges største asfaltentreprenør og den nest største produsenten av pukk og grus. Virksomheten er også en betydelig aktør innen drift og vedlikehold av det offentlige veinettet. Industrivirksomheten utgjorde omkring 13 prosent av den totale omsetningen i Veidekke i 2016. Asfalt utgjorde den største delen av industrien i selskapet med 59 prosent av omsetningen. Drift og vedlikehold stod for 28 prosent, mens pukk og grus

utgjorde 13 prosent av industrivirksomheten (Veidekke, 2017b). Figur 2-4 fremstiller utviklingen i omsetning fra 2012-2016 for industrivirksomheten.



Figur 2-4 Totalomsetning i Veidekkes industrivirksomhet i perioden 2011-2015 (Veidekke, 2017b).

2.1.6 Nøkkeltall

Tabell 2-3 presenterer noen av Veidekkes mest sentrale nøkkeltall i perioden 2011-2016. Det er interessant å bemerke at selskapet har hatt sterk vekst i omsetning over perioden, der driftsresultatet ser ut til å følge veksten jevnt. Veidekke har også stort sett hatt jevn vekst i egenkapitalandelen. Nedgangen i 2016 skyldes stort sett et større investeringsbehov som følge av et høyere aktivitetsnivå i konsernet (Veidekke, 2017b).

NOK millioner	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter, segment	17 909	20 460	21 191	23 863	24 509	30 137
Driftsinntekter, IFRS	17 727	19 839	21 781	24 027	24 225	28 613
EBITDA	722,5	947,5	1001,5	1383	1316	1520
Resultat før skatt IFRS	747,7	698,3	718,8	1055	950	1092
Virksomhetsområde Entreprenør	-	-	-	549	644	804
Virksomhetsområde Eiendom	-	-	-	280	306	567
Virksomhetsområde Industri	-	-	-	210	190	136
Virksomhetsområde Annet	-	-	-	-73	-97	-47
Årsresultat	644,8	538	555,8	859	782	922
Egenkapitalandel	20 %	21 %	21 %	22 %	22 %	20 %
Ordrevolum	14591	16518	18273	16792	24404	24814
Ansatte	6121	6253	6286	6384	6995	7399

Tabell 2-3 Sentrale nøkkeltall for Veidekke i perioden 2011-2016. Begrepet EBITDA henviser til driftsresultat før avskrivninger og amortisering. Kilder: Årsrapporter Veidekke ASA 2011-2016

2.1.7 Klassifisering av bransje for Veidekkes virksomhet

Veidekkes virksomhet er knyttet til ulike næringer. For å senere kunne presentere eksterne forhold på en hensiktsmessig måte er det ønskelig å dele virksomhetsområdene inn i den spesifikke bransjen de tilhører. Dette er viktig for å være i stand til å analysere de ulike faktorer som påvirker forskjellige deler av virksomheten.

I presentasjonen videre er det derfor hensiktsmessig å se på bygge- og anleggsbransjen og eiendomsutvikling separat. Opprinnelig referer BAE-begrepet til bygg, anlegg og eiendomsdrift, noe vi skal se nærmere på i avsnitt 2.2.1. Dette innebærer at deler av eiendomsdrifts-begrepet blir utelatt videre i denne presentasjonen, men at eiendomsbransjen, vil omtales som et eget element. Ettersom Veidekke driver betydelig virksomhet knyttet til både bygge-, anleggs- og eiendomsmarkedet, er det viktig å skille mellom disse virksomhetene i verdsettelsen. På grunnlag av dette vil de relevante forhold som kartlegges i den strategiske analysen henviser til de markeder forholdene er relevante for.

2.2 Bransjeforhold

2.2.1 Bygg, anlegg og eiendom

Historisk sett er bygge- og anleggsvirksomhet og eiendomsutvikling omtalt separat, både i tidsskrifter og innad i bransjen. På 2000-tallet er det derimot blitt stadig mer vanlig å omtale bygge- og anleggsvirksomhet i et større perspektiv. I dag omtaler mange bygg- og anleggsvirksomhet i sammenheng med en større verdikjede; bygg, anlegg og eiendomsdrift, forkortet BAE. Byggenæringens Landsforening (heretter BNL) benytter selv denne betegnelsen for næringen. Eiendom omfatter blant annet byggevareindustri og arkitektvirksomhet i tillegg til eiendomsutvikling og eiendomsforvaltning (Linstad, Thomassen, Aukrust, & Skirstad, 2006).

Bygg, anlegg og eiendomsdrift utgjør samlet Norges største fastlandsnæring målt i verdiskapning. I 2013 sysselsatte næringen omkring 20 prosent av den total sysselsetting på fastlandet (Bygballe, Espelien, & Theie, 2015). Av aktørene i bransjen har ca. 75 prosent en årlig omsetning på mindre enn 4 millioner kroner, mens hele 97 prosent har færre enn 20 ansatte. En stor andel av aktørene i bransjen er altså relativt små bedrifter, mens et fåtall aktører er relativt store (Virke, 2014).

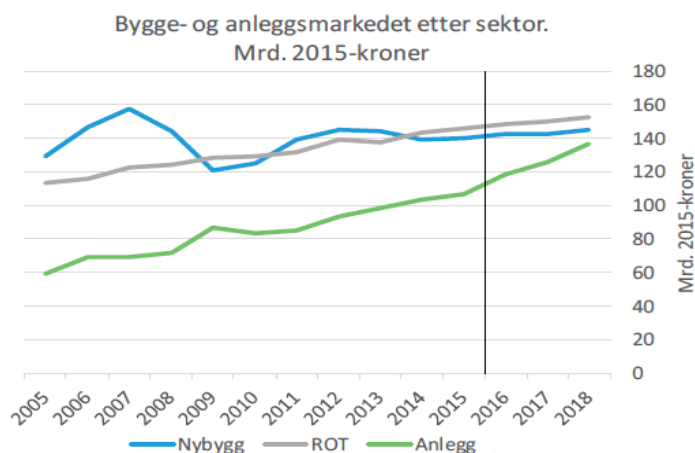
I den videre presentasjonen vil, som nevnt, bygge- og anleggsbransjen og eiendomsbransjen omtales isolert sett. Dersom det er hensiktsmessig vil imidlertid BAE benyttes som et samlebegrep. Begrepets betydning vil begrenses til å omfatte bygge- og anleggsbransjen, eiendomsutvikling og kjøp & salg av eiendom. Dette innebærer at deler av eiendomsdrifts-begrepet blir utelatt.

2.2.1.1 Bygg og anlegg

Bygge- og anleggsvirksomhet omfatter en rekke næringer. SSB deler begrepet inn i ulike næringsgrupper som utgjør den totale bygge- og anleggsvirksomheten. Næringene omfatter oppføring av bygninger; bygging av jernbane og vei; bygging av anlegg for telekommunikasjon, vann- og kloakk, elektrisitet og annet; grunnarbeid og riving; installasjonsarbeid, herunder blant annet VVS og elektrisk; og annen bygg- og anleggsvirksomhet (Statistisk sentralbyrå, 2016c).

2.2.1.1.1 Bransjen i dag

Verdien av produksjonen i bygge- og anleggsmarkedet i Norge var i følge BNL 393,2 milliarder kroner i 2015, 1,8 prosent økning fra 2014. Av den totale omsetningen kom omkring 35,71 prosent fra oppføring av nybygg, 37,13 prosent fra ROT³ mens anleggsmarkedet utgjorde 27,16 prosent (Prognosesenteret, 2016). Næringen totalt utgjorde 56 553 foretak i 2015 og sysselsatte 229 922 personer. Dette utgjorde omkring 8,9 prosent av den totale nasjonale sysselsettingen i 2015 (Statistisk sentralbyrå, 2016b, 2016d).



Figur 2-5 Verdi av produksjonen i bygge- og anleggsmarkedet i perioden 2005-2016, med videre prognostisert utvikling fra 2016-2018 (Prognosesenteret, 2016).

Figur 2-5 viser at verdien av produksjonen i det norske bygge- og anleggsmarkedet var omkring 393 milliarder kroner i 2015. En ser at økningen i anleggsmarkedet, isolert sett, er meget sterk, mens nybygg og ROT også viser en stigende trend (Prognosesenteret, 2016).

³ ROT = Renovering, ombygging og tilbygg.

I det svenske bygge- og anleggsmarkedet ble det investert om lag 370 milliarder svenske kroner i 2015 og rapportert om en vekst på 17 prosent for bolig, 4 prosent for private yrkesbygg og 1 prosent for offentlige yrkesbygg. Anleggsbransjen rapporterte null-vekst i 2015. Dette gir en total vekst i 2015 på 8 prosent. Det er imidlertid ventet at veksten vil være på totalt 9 prosent i 2016. Dette er basert på prognoser fra september 2016 (Veidekke, 2016a).

Figur 2-6 illustrerer historiske investeringer i bygg og anleggsmarkedet i Skandinavia. Figuren viser et meget sterkt investeringsnivå i bygge- og anleggsbransjen, sammenlignet med historiske nivåer.



Figur 2-6 Investeringer i skandinaviske B/A-markedet 2000-2017. Milliarder kroner i faste 2016-priser. Konjunkturrapport 2016: Veidekke, DST, SSB og SCB. (Veidekke, 2016a)

2.2.1.2 Eiendomsbransjen

Kaldestad & Møller (2016, s. 320) beskriver en eiendom som *et stykke land med en bygning oppå*. Dette er en enkel, men likevel beskrivende nok definisjon.

Dersom en sammenligner eiendomsbransjen med andre bransjer vil en raskt konkludere med at den er meget kapitalintensiv; det vil si at kapitalkostnadene er de mest essensielle fordi investeringene er betydelige av art og har en svært langsiktig tidshorisont (Dahl & Boye, 1997).

I følge Dahl & Boye (1997, s. 233) forekommer verdiskapningen i eiendomsselskaper som et resultat av tre ulike aktiviteter; eiendomsforvaltning, eiendomsutvikling og kjøp & salg av eiendom.

2.2.1.2.1 Eiendomsforvaltning

Formålet med eiendomsforvaltning er å få mest mulig ut av selskapets ferdig utviklede eiendommer. Målsettingen, så langt det er mulig, er å holde leieinntektene høye og sørge for

lave driftskostnader. Klarer en dette kan en si at det foreligger god drift. I tillegg er et viktig fokus at eiendommene har optimal finansiering slik at en begrenser finanskostnadene (Dahl & Boye, 1997).

2.2.1.2.2 Eiendomsutvikling

I følge Leikvam og Olsson (2014, s. 16) er eiendomsutvikling *å transformere et stykke areal fra én tilstand til en annen, slik at arealet gir en verdiøkning i seg selv, eller i form av økt løpende avkastning.*

Som eiendomsutvikler er det essensielt at utvikling av eiendommen gir avkastning. Det er ikke bare utvikling av tomtearealet som kan gi denne avkastningen, men også utvikling av bygningsmessige objekter knyttet til tomten. Altså er eiendomsutvikling å anse som en kommersielt drevet prosess for å gi økonomisk avkastning på utvikling av eiendom (Leikvam & Olsson, 2014). Dermed er brukerens behov og etterspørsel meget sentrale i eiendomsutvikling (Kristoffersen & Røsnes, 2009).

2.2.1.2.3 Kjøp & salg av eiendom

Dahl & Boye (1997, s. 235) sier at *det å gjøre gunstige kjøp eller salg av eiendommer, forutsetter evne og kunnskap til å vurdere inntekspotensialet for eksisterende og nye eiendommer i forhold til eiendommenes markedsverdi.*

For å være en god aktør i eiendomsbransjen gjennom kjøp & salg av eiendom er det helt essensielt å forstå markedet. En kan si at en må evne å se boligprisene relativt til samfunnet økonomiske aktivitetsnivå. Dersom en forstår når prisene i markedet er presset og i tillegg har evne til å investere på dette tidspunkt, vil en ha større mulighet til å selge med gevinst. Det er imidlertid avgjørende at en også evner å selge når prisene er generelt høye (Dahl & Boye, 1997).

2.2.1.2.4 Tilknytning til byggebransjen

Eiendomsbransjen er på mange måter tilknyttet byggebransjen. En kan si at aktørene i eiendomsbransjen setter premissene for aktørene i byggebransjen gjennom sin rolle som oppdragsgiver. Dette gjelder imidlertid også for den rådgivende delen av byggebransjen, slik som eiendomsmeglere, eiendomsjurister og arkitekter (Senter for eiendomsfag, u.å.).

Eiendom har alltid vært en sentral del av samfunnet. Både private husholdninger, myndigheter, næringsliv og organisasjoner har benyttet eiendom som et symbol på både sosiale relasjoner,

aktiviteter og status. For eksempel har kirken benyttet eiendom som symbol på sitt religiøse standpunkt, mens kongen har benyttet eiendom for å kommunisere sin maktposisjon (Senter for eiendomsfag, u.å.). Sistnevnte er kanskje ikke oppfattet som et symbol på makt i dag, men sannsynligvis heller som et symbol på nasjonale verdier og historie.

2.3 Makroforhold

Det er mange ulike faktorer som påvirker BAE-næringen. Som de fleste andre bransjer påvirkes også BAE-næringen av makroøkonomiske størrelser av betydning for utviklingen i økonomien generelt. Selv om oljeprisen er en svært viktig faktor for utviklingen i norsk økonomi, vil ikke denne utgjøre en selvstendig faktor i vår fremstilling. Vi vil imidlertid trekke frem faktorer som har en mer direkte påvirkning på tilbud og etterspørsel i BAE-næringen fordelt på fire kategorier; økonomiske forhold, politiske forhold, miljømessige forhold og sosiokulturelle forhold.

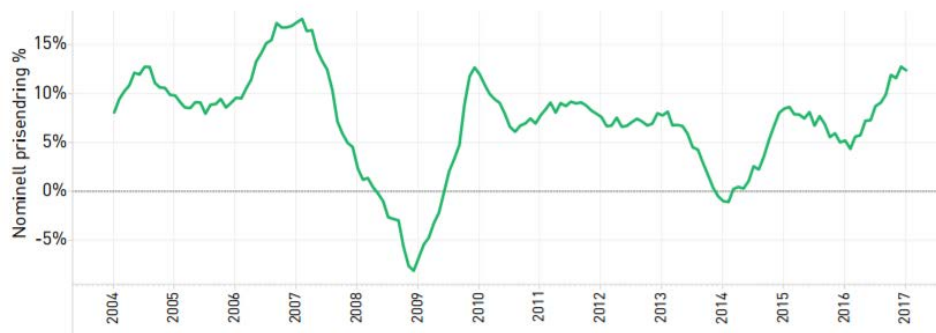
Dette delkapittelet vil kun omfatte en kort presentasjon av relevante faktorer for næringen. Faktorene som kartlegges i dette delkapitlet vil danne grunnlaget for en grundigere gjennomgang i den strategiske analysen i kapittel 4.

2.3.1 Økonomiske forhold

2.3.1.1 Boligpriser

Boligpriser er en viktig variabel for bygge- og eiendomsbransjen (Meld. St. 1, 2016-2017). Ettersom tilbudssiden på kort sikt er ganske stabil vil boligprisene være ekstra følsomme mot makroøkonomiske konjunkturer som påvirker etterspørselen i boligmarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 320-321).

Figur 2-7 viser at norske boligpriser har vist sterk utvikling de seneste årene. Etter en periode med avtagende vekst i 2013 og negativ prisutvikling i begynnelsen av 2014, har boligprisene vist sterk vekst i 2015 og 2016.



Figur 2-7 Nominell prisendring i norske boligpriser i perioden 2004-2017. Tallene er sesongjusterte (Eiendom Norge, FINN, & Eiendomsverdi AS, 2017a, s. 5).

Dersom en ser utviklingen i et lengre perspektiv kan en se at de nominelle prisene de siste 13 årene har hatt en positiv utvikling med unntak av to perioder. Den første perioden fra 2007 til 2009 som var i forbindelse med den globale finanskrisen. Den andre perioden fra 2013 til 2014 var et resultat av nedgang i oljeprisene som førte til økt arbeidsledighet (Finanstilsynet, 2015).

Boligprisene i Sverige har i likhet med de norske vist sterk vekst de seneste årene (DNB Markets, 2017). Prisutviklingen i Danmark har imidlertid vært mer beskjeden, selv om veksten har vært moderat siden 2012 (Danske Bank, 2017).

2.3.1.2 Rentenivå

Ved anskaffelse av bolig må de aller fleste husholdninger ty til boliglån for å finansiere kjøpet. Dermed er det viktig for etterspørselen på boligmarkedet hvor mye boliglånet koster. Dette leder til at rentenivået er en viktig faktor for bygge- og eiendomsbransjen (Statistisk sentralbyrå, 2011).

Norge befinner seg i en situasjon hvor styringsrenten er lav. Dette skyldes nedgangen i oljeprisen som inntraff i 2014. Styringsrenten er i dag på 0,50 prosent. I en pressemelding fra Norges Bank forteller sentralbanksjef Øystein Olsen at styringsrenten vil bli liggende på samme nivå i en periode fremover. (Norges Bank, 2016b).

Den svenske styringsrenten er for øyeblikket negativ og ligger på -0,50 prosent. Selv om den svenske økonomien har utviklet seg sterkt, kategoriserer den svenske sentralbanken usikkerheten i omverdenen som fortsatt stor. For å kunne beholde den økende trenden i inflasjon er det ifølge sentralbanken fortsatt nødvendig å føre en ekspansiv pengepolitikk. Derfor er det besluttet å holde renten uendret. Sentralbanken mener en hensiktsmessig

fremgangsmåte kan være å øke renten langsomt fra slutten av andre kvartal i 2017 (Dagens Næringsliv, 2016b).

Danmark har i dag en styringsrente på -0,65 prosent (Danmarks Nationalbank, u.å.). Siden 2012 har Danmark hatt en negativ styringsrente. Målet med å sette ned den danske styringsrenten var å svekke den danske kronen, slik at kursen kommer ned til det valutamålet sentralbanken hadde satt (E24, 2016).

Den langvarige lavkonjunktoren i forbindelse med finanskrisen omkring 2008, medførte at mange sentralbanker satte ned styringsrenten til svært lave nivåer. Det er ført slik ekspansiv pengepolitikk blant alle de skandinaviske landene for å stimulere til opprettholdelse av aktivitetsnivået i økonomien (Holden, 2015).

2.3.1.3 Sysselsetting

Sysselsetting er en viktig faktor for et lands økonomiske tilstand. For bygge- og eiendomsbransjen betyr økt sysselsetting at en større andel av befolkningen har fast jobb og en stabil inntekt, noe sannsynligvis vil gi positiv effekt på etterspørsel etter boliger (Larsen, 2016). Også skatteinntektene for stat og kommune øker med sysselsettingen. Dette fører til at tilgjengelige midler for investeringer i infrastruktur øker (Meld. St. 1, 2015-2016). På denne måten vil endringer i sysselsettingen kunne påvirke etterspørselen i BAE-næringen.

2.3.2 Politiske forhold

2.3.2.1 Skattepolitikk

Skattepolitikken fungerer som et politisk virkemiddel for å regulere ressursutnyttelsen i samfunnet. Den norske regjeringens mål er at fellesgoder skal finansieres på den mest effektive måten å gi gode vilkår for vekst i næringslivet (Meld. St. 1, 2016-2017).

2.3.2.2 Finansieringsreguleringer

Generelt sett er det flere metoder som internasjonalt benyttes for å regulere lånefinansiering. Metodene har ofte et formål om å begrense låntakers tilgang til kreditt, altså tilbudssiden av kreditt (Meld. St. 1, 2016-2017).

Det finnes i utgangspunktet to metoder som internasjonalt benyttes for å begrense tilgang til kreditt. Dette omtales ofte som kapital- og likviditetskrav. Den første metoden vedrører begrensning av belåningsgrad. Det betyr at det settes en grense på hvor stort et lån som er pantesikret kan være relativt til pantets verdi. Slik pant vil typisk være bolig. Den andre

metoden er å sette en begrensning på lånestørrelse som fastsettes relativt til låntakers inntekt (Meld. St. 1, 2016-2017).

Slike reguleringer påvirker befolkningens muligheter for å få innvilget boliglån. Det samme gjelder for næringseiendom. Bankenes vilje og mulighet, jamfør kapital- og likviditetskrav, er således en verdidriver i bygge- og eiendomsbransjen. Slike reguleringer påvirker dermed etterspørselen etter bygge- og eiendomsbransjens tjenester (Kaldestad & Møller, 2016, s. 321).

2.3.2.3 Offentlige investeringer

Anleggsmarkedet består i stor grad av offentlig engasjement. Dette gjelder vedlikehold og investeringer i energianlegg, samferdsel, vann- og avløp osv. Derfor er det essensielt for anleggssektoren at de offentlige investeringene opprettholder et visst nivå. I perioder hvor den norske økonomien går dårligere hender det at det offentlig intensiverer investeringer i anlegg for å stimulere til bedring i økonomien (Prognosesenteret, 2016).

Også byggenæringen påvirkes av investeringer fra det offentlige. Dette er knyttet til blant annet kulturbygg, undervisningsbygg, helse- og sosialbygg og ellers andre offentlige bygg (Meld. St. 1, 2016-2017).

2.3.3 Miljømessige forhold

BAE-næringen påvirker i stor grad miljøet rundt seg. Bransjen står for omkring 40 prosent av all ressursbruk på verdensbasis, og bidrar med 36 prosent av de globale klimagassutslippene. Det jobbes derfor med et grønt skifte i denne sektoren. Det grønne skifte innebærer økt verdiskapning med mindre samlet miljøbelastning (Byggenæringens landsforening, 2016).

BAE-næringen blir også påvirket av de stadige klimaendringene som foregår i verden i dag. Hyppigere tilfeller av ekstremvær som flom, skred og kraftig regnvær gjør at bransjen må tilpasse bygninger og veier til å tåle disse klimaendringene (Miljødirektoratet, 2016).

2.3.4 Sosiokulturelle forhold

2.3.4.1 Populasjon

Dersom en har befolkningsvekst vil dette kunne påvirke etterspørselen i bygge- og eiendomsbransjen. Et sted å bo er noe alle har behov for og noe Skandinaviske innbyggere stort sett forventer. Befolkningsveksten i Skandinavia skyldes blant annet innvandring, noe som er med på å løfte etterspørselen på boligmarkedet (Statistisk sentralbyrå, 2011). Befolkningsvekst krever også ytterligere investeringer i infrastruktur, noe som kan øke

etterspørselen i anleggsbransjen i form av offentlige investeringer. Økte behov for infrastruktur generelt vil også øke behovet for offentlige bygg som sykehus og utdanningsinstitusjoner (Meld. St. 1, 2016-2017).

2.4 Komparative selskaper

Det finnes mange aktører i de ulike bransjene for Veidekkes virksomhet, isolert sett. Majoriteten av disse er imidlertid svært små, mens kun et fåtall er relativt store aktører.

Når en skal velge selskapene som utgjør den komparative bransjen er det viktig at disse så langt som mulig tilsvare målselskapet (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 366). Dette er en utfordring i vårt tilfelle fordi virksomhetens omfang er omfattende i bredde. Vi har likevel valgt ut komparative selskaper som i størst mulig grad ligner på Veidekke. For at tilstrekkelig og troverdig informasjon skal være tilgjengelig er det et kriterie for valget at selskapene er notert på børs i Norden. I tillegg er det viktig at de utvalgte selskapene i størst mulig grad opererer i de samme markedene som Veidekke.

Selskaper som har inngått i vurderingen er Skanska, Selvaag Bolig, AF Gruppen, NCC og PEAB. Vi velger å utelate Skanska på grunn av deres verdensomspennende virksomhet, slik at aktørene i vår bransje i hovedsak er lokalisert i Norden. I tillegg regnes heller ikke Selvaag Bolig som komparativt nok som følge av et mer begrenset segment enn de andre. Dermed er det AF Gruppen, Veidekke, NCC og PEAB som utgjør vår bransje.

2.4.1 AF gruppen

AF gruppen er et av Norges ledende entreprenør- og industrikonsern med virksomhet innen anlegg, bygg, eiendom, offshore, energi- og miljøteknologi. Virksomheten har de siste årene båret preg av sterk vekst. Selskapets kjerne er å utvikle eksisterende og nye virksomhetsområder for å finne bedre og mer fremtidsrettede måter å skape verdi på (AF Gruppen, u.å.-b).

2.4.1.1 Forretningsområder

AF Gruppen driver virksomhet innen anlegg, bygg, eiendom, offshore, energi- og miljøteknologi (AF Gruppen, u.å.-b). Vi velger å presentere anlegg, bygg og eiendom, da dette er mest relevant for utredningen.

I anleggsbransjen utfører AF Gruppen prosjekter innenfor vei og bane, havn, fundamentering, kraft og energi samt landanlegg for olje og gass. Kundene er hovedsakelig offentlige og kommunale etater, samt større energi- og industriselskap (AF Gruppen, u.å.-b).

I byggebransjen er AF gruppen en av de største entreprenørene innenfor boliger, næringsbygg og offentlige bygg. Selskapet er også en ledende entreprenør innen rehabilitering. AF gruppen leverer tjenester til alt fra mindre selskaper, til store private eller offentlige aktører med langvarige kundeforhold (AF Gruppen, u.å.-b).

I eiendomssegmentet utvikler AF Gruppen boliger og næringsbygg i egen regi. De fleste av prosjektene er geografisk plassert der AF Gruppen har egne entreprenørtjenester. Selskaper samarbeider tett med andre aktører i bransjen, og utbyggingsprosjektene organiseres ofte gjennom felles utbyggingselskaper (AF Gruppen, u.å.-b).

AF gruppen driver det meste av sin virksomhet i Skandinavia, der den største delen utføres i Norge og Sverige. Selskapet er også notert på Oslo Børs (AF Gruppen, 2017).

2.4.1.2 Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-4 viser en oppsummering av de finansielle nøkkeltallene for perioden 2011-2016. Som figuren viser har AF Gruppen generelt hatt en stigende trend i driftsinntekter og årsresultat i perioden.

Tall i NOK millioner	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	7 356	9 830	10 127	9 935	12 398	11 876
EBITDA	475	430	679	752	1 151	1 212
Resultat før skatt	405	318	580	625	1 004	1 040
Årsresultat	304	225	453	483	778	787
Egenkapitalandel	28,9 %	24,4 %	25,5 %	27,6 %	29,1 %	29,8 %
Ordrevolum	9 826	9 074	10 976	9 429	11 183	15 332
Ansatte	2 394	2 670	2 708	2 797	3 030	3 049

Tabell 2-4 Sentrale nøkkeltall for AF Gruppen i perioden 2011-2016. Kilder: Årsrapporter AF Gruppen ASA 2011-2016.

2.4.2 NCC

NCC er en av BAE-næringens største aktører i Norden, og har en omsetning på 53 milliarder SEK, med omkring 17 000 medarbeidere. Selskapet arbeider med utvikling og bygging av boliger og næringseiendom, utbygging av industrianlegg, offentlige bygninger og infrastruktur. (NCC, u.å.-f).

NCC tilbyr også råmaterialer innen bygging og står for asfaltlegging og veiservice (NCC, u.å.-f).

2.4.2.1 Forretningsområde

Selskapets virksomhet kan dekomponeres i fire forretningsområder; eiendomsutvikling, bygg, anlegg og industri. (NCC, u.å.-f).

Innen eiendomsutvikling legger NCC hovedvekt på bærekraftig kontor-, handels- og logistikkeiendommer med attraktiv beliggenhet, og kjennetegnes for en grundig forståelse av spesifikke kundebehov (NCC, u.å.-d).

Et av NCC satsningsområder er å forutsi fremtidige trender, for å alltid kunne stille de krav kunder skulle ha i fremtiden. Eiendomsutvikling er en tidkrevende prosess, der det er viktig å kunne tilegne seg kunnskap om spesifikke kundebehov frem i tid. NCC skaffer seg denne innsikten gjennom undersøkelser om fremtidstrender, kundeintervjuer og trendovervåkning (NCC, u.å.-d).

NCC er Nordens største produsent av steinmaterialer og asfalt. Forretningsområdet er hovedsakelig lokalisert i Norden, men det leveres også noe til andre europeiske land (NCC, u.å.-b). Virksomheten har fokus på å begrense miljøbelastningen i størst mulig grad både knyttet til produksjonsmetode og produktkvalitet. Noen av tiltakene gjelder gjenvinning av asfalt, utvikling av mer energibesparende asfaltprodukter og bruk av alternativt drivstoff. (NCC, u.å.-b).

Selskapets aktivitet i byggebransjen er konsernets største forretningsområde, med en andel på 45 prosent av konsernets totale omsetning. Forretningsområdet strekker seg over hele Norden og er godt etablert i Sverige, som står for det største byggemarkedet av de nordiske landene (NCC, u.å.-a).

Kjernevirksomheten i dette segmentet er bygging og rehabilitering av boliger, private næringsbygg som for eksempel kjøpesentre og kontorer, og offentlige bygg, herunder sykehus og skoler (NCC, u.å.-a).

Anleggsvirksomheten på sin side står for omkring 30 prosent av den totale omsetningen i NCC. I et voksende marked knyttet til infrastruktur, særlig i Sverige og Norge, er markedet en viktig del av konsernets ambisjoner om å være Nordens ledende bygge- og anleggsselskap.

Virksomheten knytter seg til både kreasjon, vedlikehold og servicetjenester, og omfatter blant annet prosjekter innen vei og bane, kraftanlegg og andre industrianlegg (NCC, u.å.-c).

2.4.2.2 Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-5 fremstiller de finansielle nøkkeltallene for NCC. Som en kan se av tabellen har driftsinntektene forholdt seg relativt stabile i perioden 2011-2016. Utviklingen har hovedsakelig vært positiv, med unntak av 2015. Nedgangen dette året skyldtes avvikling av et datterselskap (NCC, u.å.-f).

Tall i SEK millioner	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	52 535	57 227	57 823	56 867	53 116	52 934
EBITDA	2 509	3 076	3 300	1 203	1 354	1 993
Resultat før skatt	2 017	2 519	2 679	2 604	1 661	1 453
Årsresultat	1 312	1 910	1 989	1 838	1 321	1116
Egenkapitalandel	25 %	23 %	22 %	23 %	25 %	22 %
Ordrevolum	57 867	55 759	56 979	61 379	62 506	56 506
Ansatte	17 459	18 175	18 360	17 669	17 872	16 793

Tabell 2-5 Sentrale nøkkeltall for NCC i perioden 2011-2016. Kilder: Årsrapporter NCC AB 2011-2016.

2.4.3 PEAB AB

PEAB ble etablert av brødrene Erik og Mats Paulsson i 1959. På dette tidspunkt var virksomheten å hjelpe bønder med renhold og søppeltømming, før de etterhvert overtok Lennart Axelssons maskinstasjon. Etter dette økte antall ansatte og nye maskiner kom til virksomheten, som bandtraktor og lastebiler. PEAB fikk sitt første kontor i 1967 i Förslöc i Sverige, og er fortsatt selskapets hovedkontor (PEAB, u.å.-c).

I dag er PEAB er et av Nordens ledende bygge- og anleggsvirksomheter, med en omsetning på 46 milliarder SEK og omkring 14 000 ansatte (PEAB, u.å.-e).

2.4.3.1 Forretningsområder:

Selskapet driver innenfor fire forretningsområder;: Bygg, anlegg, industri og eiendomsutvikling (PEAB, u.å.-f).

PEABs byggevirksomhet knytter seg både til offentlige bygg, yrkesbygg og boliger. Selskapet er et av Skandinavias største i bygge- og anleggsbransjen, med bygg som største forretningsområde. Byggevirksomheten står for omtrent 46 prosent av selskapets totale omsetning (PEAB, u.å.-b).

Anleggsvirksomheten består i hovedsak av bygging av veier, bruer og jernbaner, men også energianlegg og arbeid tilknyttet vindkraftverk. Samlet sett generer det finske, norske og svenske anleggsmarkedet en total omsetning på ca. 11,5 milliarder SEK, noe som utgjør omtrent 20 prosent av den totale omsetningen, og sysselsetter omkring 3.500 arbeidere (PEAB, u.å.-a).

Industrivirksomheten tilbyr asfaltering, fundamentering, pæling, spunting, boring og grunnarbeider. Segmentet står for omkring 20 prosent av selskapets totale omsetning (PEAB, u.å.-d).

PEAB utøver sin virksomhet i Norge, Finland og Sverige, der hele 86 prosent av virksomhetens totalomsetning kommer fra Sverige. Selskapets bygge- og anleggsvirksomhet er landsdekkende i Sverige, mens den i Norge og Finland er konsentrert omkring de største byene. Anleggsvirksomheten er derimot landsdekkende både i Norge, Sverige og Finland (PEAB, 2015).

2.4.3.2 Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-6 viser en oppsummering av de finansielle nøkkeltallene til PEAB. Selskapet har hatt jevn årlig omsetningsvekst i perioden 2011-2016, med unntak av 2013, mens årsresultatet er noe mer ustabil. Selskapets egenkapitalprosent øker med 5 prosentpoeng i perioden.

Tall i SEK millioner	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	43 539	46 840	43 127	43 630	44 376	46 337
EBITDA	2 421	2 027	1 496	2 596	1 851	2 937
Resultat før skatt	1 195	815	383	1 230	906	2 050
Årsresultat	943	726	298	1 027	798	1 727
Egenkapitalandel	25 %	25 %	24 %	28 %	29 %	30 %
Ordrevolum	37 986	38 743	34 292	31 690	37 812	41 445
Ansatte	14 560	14 828	13 792	13 176	13 036	13 869

Tabell 2-6 Sentrale nøkkeltall for PEAB i perioden 2011-2016. Kilder: Årsrapporter PEAB AB 2011-2016.

3 Valg av verdsettelsesteknikk

I dette kapittelet skal vi presentere det teoretiske grunnlaget for å kunne verdsette selskapet. Verdivurdering kan deles opp i tre hovedteknikker/metoder; fundamental verdivurdering, komparativ verdivurdering og opsjonsbasert verdivurdering (Damodaran, 2012, s. 11). Etter de ulike metodene er presentert, vil det argumenteres for hvilke av teknikkene som bør danne grunnlaget for den videre verdsettelsen.

3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikk

Fundamentet for å investere i et selskap er å forstå selskapets underliggende verdier, men også kildene til disse verdiene. Det kan være svært mange faktorer som påvirker verdien på en eiendel (Damodaran, 2012, s. 11-12). Verdsettelse er derfor nyttig ved flere anledninger. Eksempler på dette er bl.a. ved kjøp og salg av bedriftsandeler, utløsning av minoritetsaksjonærer, fusjoner, fisjoner, emisjoner og ved generasjonsskifte (Dahl & Boye, 1997, s. 3). Formålet med verdsettelse av et selskap er å finne antatt omsetningsverdi for selskapet. Gjennom en verdivurdering kan også selskapet få innsikt i styrker og svakheter knyttet til verdiskapningen i bedriften. Uavhengig av om selskapet antas å drive videre eller legges ned, er verdien av selskapet lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i selskapet (Sørensen, 1998).

Hvilken teknikk en benytter for å verdsette det spesifikke selskap avhenger av flere forhold, som for eksempel tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet. Valg av teknikk vil også avhenge av forhold knyttet til selve virksomheten, som for eksempel hvilken fase i livssyklusen og bransje selskapet befinner seg i. Det er viktig å huske at de forskjellige verdsettelsesteknikkene ikke er alternativer til hverandre. Alle verdsettelsesteknikkene har sine fordeler og svakheter og bør derfor anses som supplement. En bør derfor benytte flere forskjellige verdsettelsesteknikker når man skal verdsette et selskap (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33).

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er ekvivalent med den kontantstrømbaserte metode, og er en av de tre verdsettelsesteknikkene. Fundamental-teknikken er ansett som grunnlaget for andre verdsettelsesteknikker.

Metoden baserer seg på analyse av fundamentale forhold i selskapet, gjennom strategisk analyse, regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2016, s. 46). Denne verdsettelsesteknikken tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap eller en eiendel kan forvente å generere fremover. Dette gjør at prognostisering spiller en viktig rolle i fundamental verdsettelse. Slike prognoser kan ikke lages uten at man har en forståelse om hvordan selskapets kontantstrømmer genereres. Det krever altså at man må ha kjennskap til virksomheten og den strategien det har. Dette opparbeides gjennom analysene som er nevnt over.

Fundamental verdivurdering tar utgangspunkt i underliggende informasjon vedrørende selskapet, som vil kunne gi et bilde av selskapets prestasjoner og den forventede utviklingen fremover. Slik informasjon kan danne grunnlaget for strategisk analyse og regnskapsanalyse, som videre vil gi en bedre innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten. På bakgrunn av analysene kan en lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer, estimere et avkastningskrav og diskontere kontantstrømmene slik at en finner et rimelig verdiestimat på selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 46-59).

Prognoseperioden i fundamental verdivurdering bør strekkes frem til *steady state* eller *normalisert fase*. *Steady state* er ofte definert som stadiet der stabil vekst og stabil bruttomargin er oppnådd. Lengden på den eksplisitte prognoseperioden avhenger blant annet av hvilken fase selskapet er i. De fleste selskaper må antas å leve *evig*. For å unngå å prognostisere kontantstrømmer utover prognoseperioden, beregnes det ofte en terminalverdi, basert på antatt stabil vekst, som skal fange opp inntjening etter prognoseperioden. Terminalverdien utgjør derfor vanligvis en stor del av den estimerte verdien av selskapet. Foreligger det konstant vekst, kan terminalverdien beregnes ut fra Gordons vekstformel, under forutsetning av at selskapet har evig levetid (Kaldestad & Møller, 2016, s. 113-124).

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm til Egenkapital}}{\text{Avkastningskrav} - \text{Vekstfaktor}}$$

Ettersom denne forutsetningen ikke tar høyde for at selskapet kan gå konkurs på et tidspunkt i fremtiden, er det viktig å justere for konkurrisiko. Damodaran (2012, s. 906-907) peker imidlertid på viktigheten av å ikke justere for konkurrisikoen mer enn en gang i verdiestimatet. Dersom konkurrisikoen allerede er tatt høyde for i avkastningskravet, så bør en ikke justere verdiestimatet ved hjelp at et sannsynlighetstre i tillegg. Formelen for å justere for konkurrisiko gjennom et sannsynlighetstre kan fremstilles slik (Damodaran, 2012, s. 907):

$$V_{etter\ justering} = p * V_{før\ justering} + (1 - p) * 0$$

Betegnelser:

V = Verdiestimat

P = Sannsynlighet for konkurs

I likhet med kontantstrømmene må også terminalverdien neddiskonteres med et avkastningskrav for å finne verdiestimatet på verdsettelsestidspunktet.

Innenfor fundamental verdivurdering finnes det mange måter å verdsette et selskap på, men det er vanlig å skille mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Selv om begge metodene diskonterer fremtidig kontantstrøm, vil den relevante kontantstrøm og avkastningskravet variere, men begge metodene vil gi samme verdi så lenge man er konsistent med forutsetninger i verdsettelsen (Damodaran, 2012, s. 14).

3.1.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en *direkte* verdsettelse av kontantstrømmen til selskapets egenkapital. Innenfor denne metoden fremkommer verdien av selskapet ved å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen med et egenkapitalkrav. Det finnes fire forskjellige modeller innenfor egenkapitalmetoden: utbyttemodellen, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Modellene har ulik fremgangsmåte, men vil alltid gi samme verdiestimat ved konsistent bruk (Damodaran, 2012, s. 14).

3.1.1.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapsmetoden er en *indirekte* verdsettelse av selskapets egenkapital. For å finne verdien av egenkapitalen må en først estimere verdien av selskapet, før en så trekker fra selskapets netto rentebærende gjeld (Damodaran, 2012, s. 15). Kaldestad & Møller (2016, s. 36) benytter to ulike mål på selskapskapitalen; sysselsatt kapital og netto driftskapital.

3.1.2 Relativ verdivurdering

Selv om fundamental verdivurdering ofte er den meste omtalte metoden i litteraturen, er relativ verdivurdering den mest brukte i praksis.

Utgangspunktet for denne teknikken er at en benytter markedsverdien på komparative eiendeler eller selskap for å estimere verdien av eiendelen eller selskapet en verdsetter. Det er for eksempel en slik metode de fleste bruker ved kjøp av hus, bil eller investeringer i

aksjemarkedet. En sammenligner prisen med andre priser i markedet. Det gjør at en slik metode setter lit til effektive markeder som gir korrekt prising (Damodaran, 2012, s. 19-21).

Relativ verdivurdering karakteriseres ofte som en ganske enkel og lite ressurskrevende tilnærming, men avhenger av at en klarer å finne sammenlignbare selskaper eller eiendeler. Å finne sammenlignbare selskaper kan ofte skape utfordringer.

Kaldestad & Møller (2016, s. 28) skiller mellom to tilnærminger innen relativ verdivurdering; markedsbasert tilnærming og balansebasert tilnærming.

3.1.2.1 Markedsbasert tilnærming

Den markedsbaserte tilnærmingen estimerer verdien av selskapets egenkapital ved å ta utgangspunkt i hva komparative selskaper omsettes for i markedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30).

Metoden tar utgangspunkt i at like selskaper bør ha like og dermed komparative multiplikatorer. Dette er noe mer abstrakt enn hva som gjerne er tilfellet i virkeligheten. En slik metode kan likevel benyttes dersom markedet er tilstrekkelig effektivt (Penman, 2013, s. 78).

Graden av sammenlignbarhet med de komparative selskapene vil kunne påvirke nyttigheten av en slik metode. Det må justeres for forskjeller mellom selskapene, hvilket betyr at en lav grad av sammenlignbarhet fordrer flere justeringer enn om det motsatte var tilfellet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30).

Vanlige multiplikatorer benyttet i denne metoden er P/E (price-to-earnings), P/S (price-to-sales) og P/B (price-to-book).

3.1.2.2 Balansebasert tilnærming

En annen relativ metode er balansebasert tilnærming. Konseptuelt sett er dette også en markedsbasert metode, men metoden er substansbasert og baserer seg på selskapets eiendeler og gjeld fremfor selskapets egenkapital (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31).

Metoden verdsetter selskapets egenkapital ved å identifisere selskapets eiendeler, for deretter å summere eiendelene og trekke fra total gjeld (Penman, 2013, s. 82). En slik tilnærming betinger det at det finnes effektive og aktive markeder hvor tilsvarende eiendeler omsettes

(Kaldestad & Møller, 2016, s. 31). Dette viser seg imidlertid å by på utfordringer fordi perfekte markeder sjelden eksisterer (Penman, 2013, s. 83).

En balansebasert tilnærming vil sannsynligvis undervurdere selskaper der mye av verdien i selskapet baserer seg på ansattes kompetanse, opparbeidede kunderelasjoner eller andre verdier som ikke oppfyller kravene for balanseføring, typisk for en del immaterielle eiendeler, fordi disse kan være vanskelig å måle pålitelig (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31).

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Den opsjonsbaserte tilnærmingen benyttes gjerne i de tilfeller der fundamental verdivurdering ikke er effektivt, dvs. at en slik metode undervurderer verdien. En opsjon beskrives som en rettighet til å gjøre noe på et fremtidig tidspunkt, men ikke en plikt. Den fundamentale tilnærmingen tar ikke hensyn til verdien av slike rettigheter, selv om de for noen selskaper kan være betydelige (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32).

Den opsjonsbaserte tilnærmingen tar uansett utgangspunkt i en fundamental verdivurdering ved å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Deretter beregner man nåverdien av selskapets fremtidige fleksibilitet, sagt på en annen måte; en tar med verdien av eventuelle rettigheter selskapet har til å gjøre noe på et tidspunkt mellom i dag og fremtiden. Nåverdien på opsjonen/rettigheten kan for eksempel beregnes ved hjelp av Black & Scholes-modellen (Brealey, Myers, & Allen, 2014).

Beskrevet abstrakt som en matematisk formel vil en opsjonsbasert verdivurdering blir slik (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32):

$$V_0 = PV \text{ av fremtidige kontantstrømmer} + PV \text{ av fleksibilitet}$$

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Vi har i de foregående kapitlene beskrevet de tre verdsettelsesteknikkene og vil følgelig argumentere for hvilke av de tre verdsettelsesteknikkene som passer best i denne utredningen. Det er ikke nødvendigvis slik at en må velge en bestemt metode for verdivurdering. De ulike metodene har forskjellige styrker og svakheter. Derfor vil en kombinasjon av de ulike tilnærmingene være optimalt for å gjøre en god verdivurdering. De inntjeningsbaserte og markedsbaserte tilnærmingene vil i mange tilfeller gi mer troverdige svar enn de øvrige metoder. Man bør derfor søke å kombinere noen varianter av disse metodene. Valg av verdsettelsesteknikk avhenger av en rekke forhold knyttet til virksomheten som skal

verdsettes. Vanligvis ser en på hvilken bransje selskapet befinner seg i, og hvilken fase i livssyklusen de befinner seg i (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33-35).

3.2.1 Tilgang på informasjon

De ulike metodene for verddivurdering krever forskjellig mengde informasjon. Den fundamentale metoden baserer seg på fremtidige kontantstrømmer. Disse må prognostiseres med grunnlag i en bred informasjonsbase (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33).

Veidekke ASA er notert på børs, noe som i seg selv fører til at en betydelig mengde historisk informasjon er tilgjengelig. Dermed er det grunnlag for å gjøre en fundamental verddivurdering, så vel som andre metoder.

3.2.2 Krav til pålitelighet

I enkelte tilfeller vil et grovt overslag av verdien være nok, særlig i tilfeller hvor en verdsetter selskap som utgjør en liten andel av totalporteføljen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33).

Formålet med denne oppgaven er å verdsette et konkret selskap, ikke ulike selskaper som skal utgjøre en portefølje. Dette setter krav til et presist verdiestimat. Krav til pålitelighet må følgelig være høy, noe som antyder at en fundamental verddivurdering er et passende valg.

3.2.3 Bransje

Dette er en bransje som påvirkes av konjunktursvingninger. På bakgrunn av dette settes det krav til en grundig analyse av makroforhold, noe som taler for en fundamental verddivurdering. Eiendomsbransjen baserer imidlertid sin vurdering på hva eiendommen kan bli solgt for i markedet. Dette kan tale for en markedsbasert verddivurdering. Bransjeforholdene kan dermed tale for at en kombinasjon av disse to verdsettelsesteknikkene er hensiktsmessig.

3.2.4 Tid til disposisjon

Tid er gjerne en knapp faktor når en skal verdsette et selskap. Enkelte metoder er mer tidkrevende enn andre og tid til rådighet er derfor et viktig element i forbindelse med valg av verdsettelsesteknikk.

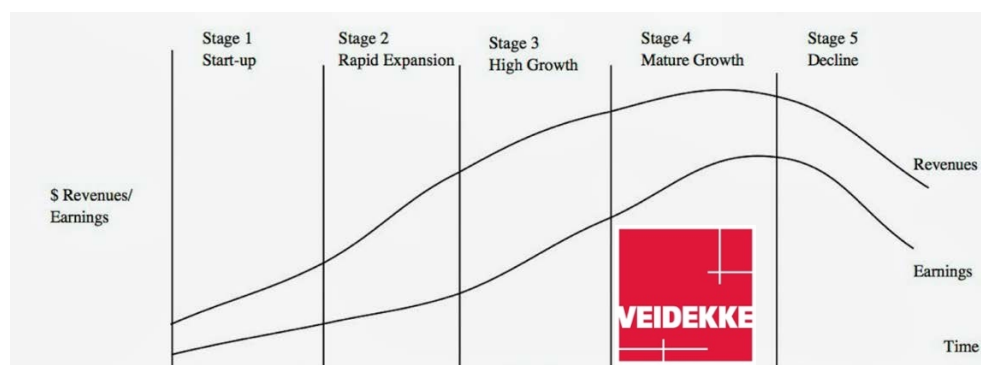
Verdsettelsen gjennomføres i forbindelse med masteroppgave der den tiden er ca. fem måneder. Dette bør i utgangspunktet være tilstrekkelig god tid for å gjennomføre grundige analyser. Likevel kan det føre til noen begrensninger. Verddivurderingen innebærer omfattende analyser av eksterne og interne faktorer. Dersom selskapet som skal verdsettes opererer innen

flere bransjer vil den eksterne analysen være mer omfattende og kreve mer tid. Slike plausible begrensninger kan ha betydning for beregning av selskapets verdi i fremtiden.

Tid til disposisjon anses likevel ikke som en betydelig begrensning i denne oppgaven og vil dermed ikke legge noen klare føringer for valg av metode.

3.2.5 Fase i livssyklusen

Figur 3-1 fremstiller hvilken fase i livssyklusen Veidekke befinner seg i.



Figur 3-1 Faser i virksomheters livssyklus (Damodaran, 2012, s. 645)

I henhold til Damodarans livssyklus-perspektiv virker det naturlig å sette Veidekke inn under steg fire i livssyklusen. Damodaran (2012, s. 645) karakteriserer denne fasen med flere kjennetegn:

- stabil vekst og fortsatt økende driftsresultat
- mangfold av historiske data som kan benyttes for å estimere verdien av selskapet
- mange komparative selskaper
- verdiøkning stammer hovedsakelig fra eksisterende eiendeler

Veidekke startet sin virksomhet i 1936 og har de siste 10 årene hatt en relativt stabil vekst i omsetning og resultat. De har aldri gått med underskudd og har siden slutten av 1990-tallet også etablert seg som aktører i både Sverige og Danmark (Veidekke, 2016c). Selskapets historie strekker seg langt tilbake i tid og det foreligger en stor mengde informasjon som kan benyttes for å verdsette selskapet. Videre er det ifølge Damodaran (2012, s. 646) et nøkkelpunkt at selskapet har mange komparative selskaper i ulike faser av syklusen. Veidekke er aktive innen flere segmenter. Det finnes mange komparative selskaper for Veidekke i de ulike segmentene isolert sett, men også andre betydelige aktører som opererer som totalentreprenør, som utgjør komparative selskaper.

Selskapets mål er å videreutvikle eksisterende produkter og tjenester, noe som indikerer at det er eksisterende eiendeler som står for brorparten av selskapets utvikling og verdiøkning.

3.2.6 Endelig valg av verdsettelsesteknikk

På bakgrunn av diskusjonene ovenfor virker det mest hensiktsmessig å benytte den fundamentale metoden. Metoden tar utgangspunkt i selskapets underliggende økonomiske forhold, samtidig som grundige kvalitative og kvantitative undersøkelser danner grunnlaget for verdsettelsen. Som følge av at vi har tilstrekkelig tid til disposisjon og tilgjengelig informasjon for å gjøre grundige vurderinger, samtidig som Veidekke er i stabil vekst, er det rimelig å tro at den fundamentale metoden vil gi det beste verdiestimatet.

Likevel baserer metoden seg på mange skjønsmessige vurderinger i forbindelse med prognostisering av fremtidige kontantstrømmer. Dermed er det potensielt stor usikkerhet i verdiestimatet, selv om den fundamentale metoden tillater grundige vurderinger. For å teste robustheten i verdiestimatet fra den fundamentale verdivurdering, ser vi det fornuftig å gjennomføre en kortfattet relativ verdsettelse av selskapet avslutningsvis i utredningen.

3.3 Det fundamentale rammeverket

Penman (2013, s. 85) presenterer det fundamentale rammeverket gjennom 5 steg for å forklare prosessen i fundamental verdsettelse.

1. Strategisk analyse.
2. Regnskapsanalyse.
3. Budsjettering av fremtidsregnskap.
4. Verdivurdering basert på budsjettert fremtidsregnskap og estimert avkastningskrav.
5. Handling basert på verdiestimatet.

Det første steget omhandler å gjennomføre en strategisk analyse. Med dette menes det å få en forståelse om selskapet hvor en både ser på eksterne og interne forhold. Å opparbeide seg en forståelse av selskapet er viktig for å få kunnskap om eventuelle strategiske fordeler som vil kunne øke verdiestimatet. Ved intern analyse ser en på produkter/tjenester selskapet tilbyr, kunnskapsbasen og ledelsens effektivitet. Ved ekstern analyse ser en på konkurrenter og mulige regulatoriske begrensninger.

Det neste steget i rammeverket er regnskapsanalysen. Her vil majoriteten av informasjonen komme fra finansregnskapet, som for eksempel salg, kontantstrøm og resultat. I dette steget

er det viktig å skille relevant informasjon fra den irrelevante informasjonen, og omgruppere informasjonen.

Videre i prosessen skal en budsjettere et fremtidsregnskap. Dette gjøres normalt i to steg. Det første steget er å spesifisere hvordan inntjening er målt, mens det andre steget er å budsjettere den fremtidige inntjeningen. Det første steget er essensielt da gyldigheten av verdivurderingen alltid vil avhenge av hvordan avkastningen er målt.

Det fjerde steget i rammeverket er verdivurdering basert på budsjettert fremtidsregnskap og estimert avkastningskrav. Prosjekter nedbetales over flere år. Normalt baserer fremtidsregnskap seg på en strøm av fremtidige innbetalinger. For å kunne ferdigstille analysen må en omgjøre de fremtidige innbetalingene til et estimat. Vi må derfor neddiskontere forventede innbetalinger for å justere for tidsverdien av penger. Dette gjøres ved å neddiskontere med et avkastningskrav.

Det siste steget er å komme med en anbefaling om investor bør kjøpe, selge eller holde aksjene. Anbefalingen vil basere seg på å sammenligne verdierestimatet med dagens aksjekurs. Er verdierestimatet høyere enn dagens aksjekurs vil anbefalingen være å kjøpe aksjer da aksjekursen forventes å stige. Dersom estimatet er lavere enn dagens aksjekurs anbefales investor å selge, da aksjekursen er ventet å synke (Penman, 2013, s. 85).

4 Strategisk analyse

I dette kapitlet vil det redegjøres for strategiske forhold knyttet til målselskapet. Formålet med å gjøre en strategisk analyse er å avdekke selskapets konkurranseposisjon og vurdere hvorvidt det foreligger grunnlag for vekst og meravkastning⁴. Dersom det er grunnlag for slik meravkastning er det tale om et konkurransefortrinn (Roos, Krogh, Roos, & Boldt-Christmas, 2010, s. 59).

Ved å benytte ulike analyseverktøy vil dette kapitlet drøfte eksterne og interne faktorer som avgjør Veidekkes strategiske posisjon i forhold til konkurrerende selskaper. Drøftelsene baserer seg i noen grad på de forhold som ble presentert i kapittel 2, men vil også ta for seg øvrige relevante forhold. For å finne selskapets strategiske posisjon må en vite hvilke verdidrivere som er relevante for selskapet og bransjen. En må også kartlegge muligheter for meravkastning og vekst, og årsaker til en eventuell mindrevkastning (Kaldestad & Møller, 2016, s. 97).

Innledningsvis presenteres rammeverket for den strategiske analysen. Videre vil en analyse av selskapets omgivelser i form av makro- og bransjeforhold finne sted. Deretter gjennomføres en analyse av selskapets interne ressurser, før en oppsummering av funn presenteres til slutt i kapitlet.

4.1 Rammeverket for strategisk analyse

Selskapets strategiske posisjon påvirkes av faktorer som kan klassifiseres i ulike nivåer. Det øverste nivået er makroforhold. Disse forholdene er samfunnsmessige og påvirker i større eller mindre grad alle selskaper. Typiske variabler er rentenivå, sysselsetting, befolkningsvekst, regulering fra myndigheter, miljøkrav og lignende (Roos, et al., 2010, s. 67). Som et hjelpemiddel for å analysere makroforhold i dette kapitlet benyttes en PESTEL-analyse. For den påfølgende bransjeanalysen benyttes Porters *five forces* for å kartlegge lønnsomhets- og konkurranseforhold i bransjen. Deretter gjennomføres en VRIO-analyse for å bli kjent med og analysere selskapets interne ressurser, før en oppsummering presenteres ved hjelp av en SWOT-modell. Figur 4-1 illustrerer hvordan de ulike faktorene påvirker hverandre. Det er

⁴ Meravkastning er den avkastningen selskapet har utover avkastningskravet. Det er denne avkastningen som sørger for selskapers verdistigning. På verdsettelsesspråket kalles dette ofte «superprofit» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 97).

disse sammenhengene dette kapitlet skal kartlegge, for å avgjøre selskapets strategiske posisjon i forhold til omgivelsene.



Figur 4-1 Relevante omgivelser for selskapers strategiske posisjon i markedet. Fritt etter Johnson, Scholes & Whittington (2012, s. 20)

4.2 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse deler omstendighetene inn i politiske, økonomiske, sosiokulturelle, miljømessige, teknologiske og juridiske forhold (Roos, et al., 2010, s. 66).

Politiske forhold knytter seg til de involverte myndigheter da disse har regulerende makt i form av blant annet finans- og pengepolitikk, konkurranseregulering, offentlige investeringer og skatte- og avgiftspolitik; **Økonomiske forhold** referer til makroøkonomiske størrelser som utvikling i BNP, inflasjon, rentenivå og lignende; **Sosiokulturelle forhold** baserer seg på forhold som blant annet befolkningsvekst, utdanningsnivå og befolkningens holdninger; **Teknologiske forhold** er forhold som forskning, ny teknologi og ellers andre innovasjoner; **Miljømessige forhold** er sterkt knyttet til det mye omtalte «grønne skifte» og omfatter forhold som påvirker klima og natur; **Juridiske forhold** knytter seg til lovgivning og reguleringer (Johnson, et al., 2012, s. 21).

4.2.1 Politiske forhold

4.2.1.1 Skattepolitikk

De siste årene har den norske regjeringen gjort det mindre lønnsomt å drive med boligspekulasjon. I tillegg foregår en gradvis nedgang i skattesatsene på alminnelig inntekt både for person og selskap. I 2017 er forslaget en reduksjon fra 25 prosent til 24 prosent, og

det er foreslått at reduksjonen skal fortsette til den alminnelige skattesatsen⁵ når 20 prosent (Prop.1 LS, 2016-2017). Det er også foreslått at den alminnelige skattesatsen skal reduseres til 23 prosent i 2018 (Meld. St. 1, 2016-2017). Dette vil føre til at selskapene over tid beholder større deler av overskuddet for videre investering i virksomheten. For personer betyr dette blant annet at den skattemessige verdien av rentefradraget blir mindre og gjør det mindre gunstig å låne penger (Meld. St. 1, 2016-2017). Dette er i tråd med IMF's bemerkninger (Enge, Barstad, Dahl, & Hveem, 2016).

Siden 2013 er andelen av sekundærbolig som skal medberegnes som formue økt fra 50 til 80 prosent, mens formueskattesatsen i seg selv er redusert med 0,25 prosentpoeng til 0,85 prosent. Formålet med denne endringen er å gjøre det mindre attraktivt å benytte boligmarkedet som *sparegris* relativt til investeringer i aksjer, fond og andre næringsrelaterte investeringer. På denne måten forsøker en å forebygge rask vekst i boligprisene ettersom slik vekst øker risikoen for finansiell ustabilitet (Meld. St. 1, 2016-2017).

Tiltakene antas å kunne føre til økt etterspørsel etter private yrkesbygg. Dette skyldes at selskaper beholder større andel av overskuddet og redusert etterspørsel etter bolig som følge av dårligere insentiver for å ta opp boliglån.

4.2.1.2 Finansieringsreguleringer

Når det gjelder boliglån i Norge ble det gitt retningslinjer fra Finanstilsynet i 2010 om hva som ville være en forsvarlig utlånspraksis. Retningslinjene satte en maksimal belåningsgrad på 90 prosent av boligverdien. Dette ble imidlertid redusert i 2011 til en maksimal belåningsgrad⁶ på 85 prosent. I 2011 ble det også anbefalt at en belåningsgrad på mer enn 70 prosent bør være avdragspliktig, slik at en ikke kan få avdragsfrihet om belåningsgraden overstiger dette. Det ble også spesifisert at vurderingen av låntakers evne til å betjene gjelden skulle ta høyde for en eventuell renteøkning på inntil 5 prosentpoeng. Finanstilsynets retningslinjer ble senere innholdet i boliglånsforskriften som trådte i kraft 1. juli 2015. Forskriften inneholder også et slingringsmonn for bankene, der de står fritt til å fravike kravene

⁵ Det gjøres oppmerksom på at utbytteskattesatsen økes tilnærmet tilsvarende reduksjonen i skattesatsen for alminnelig inntekt slik at insentivene for å reinvestere pengene i selskapet øker (Prop.1 LS, 2016-2017).

⁶ Den maksimale belåningsgraden er mer alminnelig kjent som et egenkapitalkrav. I den forbindelse tilsvarer en belåningsgrad på 85 prosent et egenkapitalkrav på 15 prosent.

i forskriften på inntil 10 prosent av verdien på alle utlån hvert kvartal. (Meld. St. 1, 2016-2017).

I Sverige har Finansinspektionen, som tilsvarer det norske Finanstilsynet, også innført begrensning av belåningsgrad ved boliglån. Denne begrensningen er tilsvarende den norske på 85 prosent og ble innført som et krav allerede i 2010 (Finansinspektionen, 2016b). Etter 1. januar 2017 gjelder også et amortiseringskrav for boliglån. Dette innebærer at boliglån med belåningsgrad som overstiger 70 prosent skal amortiseres⁷ med minst to prosent per år, mens boliglån med en belåningsgrad som utgjør mellom 50 og 70 prosent skal amortiseres med en prosent per år (Finansinspektionen, 2016a).

Finanstilsynet i Danmark har imidlertid innført en maksimal belåningsgrad på 80 prosent for kjøp av boliger, med en maksimal lånetid på 30 år (Finanstilsynet Danmark, 2015). Når det gjelder avdragsfrihet er dette tillatt i opp til 10 år så lenge belåningsgraden ikke overstiger 75 prosent (Realkreditrådet, u.å.).

Slike innstramminger i likviditets- og kapitalkravene vil kunne dempe etterspørselen etter boliger. Dersom det er sterk vekst i etterspørselen betyr ikke slike innstramminger nødvendigvis at etterspørselen blir lavere, men det kan bety at veksten i etterspørselen dempes i noen grad. Dette kan dermed svekke veksten i bygge- og eiendomsbransjen. Likevel er det verdt å nevne at motivasjonen bak innstrammingene er å hindre en kunstig høy vekst i boligprisene. En slik vekst kan føre til resesjon, noe som vil være dårlig nytt for bygge- og eiendomsbransjen. Boligmarkedets syklus vil bli presentert og diskutert i 4.2.2.

4.2.1.3 Offentlige investeringer

Offentlige investeringer er viktige for anleggsbransjen ettersom store deler av etterspørselen i denne bransjen består av offentlige investeringer, jamfør 2.3.2. I den norske bygge-bransjen utgjør offentlige bygg i overkant 20 prosent⁸ av alle nye yrkesbygg og omtrent 40 prosent av ROT-markedet for yrkesbygg i Norge (Prognosesenteret, 2016). Offentlige investeringer er derfor også en viktig faktor for etterspørselen i byggenæringen, jamfør 2.3.2.

⁷ Med amortisering menes, i forbindelse med boliglån, det en betaler i form av avdrag på et lån (Lederkilden, u.å.).

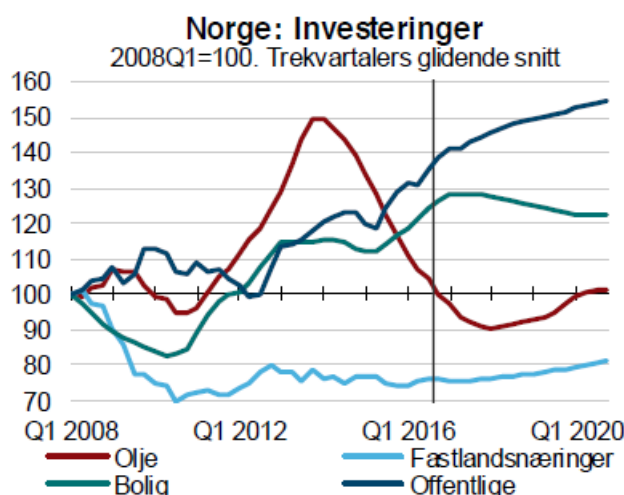
⁸ Offentlige bygg utgjør i overkant av 20 prosent av igangsatt yrkesbyggareal (Prognosesenteret, 2016).

Det offentlige står for omkring 70-80 prosent av etterspørselen i det norske anleggsmarkedet (Prognosesenteret, 2016). I Sverige utgjorde anleggsinvesteringer fra det offentlige omkring 45 prosent (ByggKonjunkturen, 2016). Det totale bygge- og anleggsmarkedet i Danmark bestod i 2016 av omtrent 24 prosent⁹ offentlige investeringer. Dette bidrar til at anleggsmarkedet er mindre volatil enn bygg- og eiendomsmarkedet fordi den offentlige etterspørselen ikke vil påvirkes i like stor grad på kort sikt som privat etterspørsel av endringer i makroøkonomiske forhold. Derfor er det essensielt for anleggssektoren at de offentlige investeringene opprettholder et visst nivå. I perioder hvor den norske økonomien går dårligere hender det at det offentlige intensiverer investeringer i anlegg for å stimulere til bedring i økonomien (Prognosesenteret, 2016).

Den norske regjeringen ønsker å fortsette utviklingen av infrastrukturen i landet ved å opprettholde høyt investeringsnivå i vei, bane og kollektiv. Regjeringens økte bruk av oljepenger er ment til å blant annet forbedre infrastrukturen i landet og deler av de økte investeringene vil dermed gå til veier, jernbane og offentlige bygg. Dette er godt nytt for bygge- og anleggsbransjen. Det er ventet at den videre utviklingen i offentlige investeringer vil basere seg på befolkningsvekst og strengere miljøkrav (Meld. St. 1, 2016-2017). Disse to størrelsene vil dermed bidra til å bestemme behovet for utvikling i infrastrukturen i tiden fremover.

Det ble nylig bemerket at Oslo er den byen i Norden hvor innbyggerne bruker mest tid i bilkø. Dette er et tegn på at infrastrukturen er for dårlig. En grunn til dette kan være den sterke befolkningsveksten i Oslo-området og at utviklingen i infrastrukturen ikke har vært tilstrekkelig for å holde følge med veksten (Brekkehus, 2017). Dette er imidlertid et godt tegn for bygge- og anleggsbransjen. Figur 4-2 fremstiller historisk og prognostisert utvikling i investeringer i sentrale næringer i norsk økonomi.

⁹ Denne størrelsen er egenkomponert basert på tall fra Finansministeriet og Dansk Byggeri (Dansk Byggeri, 2016; Finansministeriet, 2016b)



Figur 4-2 Historisk utvikling fra 2008-2016 og prognoser fra 2016-2020 for investeringer i sentrale næringer i norsk økonomi. Q1 indikerer første kvartal i tilhørende år. Figuren viser en indeks med bestemt referanseverdi 100. Data er hentet fra Statistisk sentralbyrå, Thomson Datastream, og DNB Markets (DNB Markets, 2017)

I Sverige er det ventet en nedgang i jernbaneinvesteringer fremover, sammenlignet med 2015. Likevel er det forventet en økning i offentlige anleggsinvesteringer på omkring 2 prosent i 2017, som et resultat av økte veiinvesteringer. Veksten er likevel ganske beskjeden. Det er også forventet økte investeringer i offentlige bygg i 2017. Den sterkeste veksten var imidlertid i 2016 (ByggKonjunkturen, 2016).

Danmark ønsker å intensivere offentlige investeringer i infrastruktur frem mot 2025. Rammen for offentlige investeringer skal økes i 2021-2025 der en blant annet planlegger bygging av sykehus og forbedring av vei og jernbane. Det er ikke tatt politisk standpunkt til prioriteringen av offentlige investeringer etter 2025, men det er ventet at en vil bygge videre på plattformen fra 2025 (Finansministeriet, 2016a).

4.2.2 Økonomiske forhold

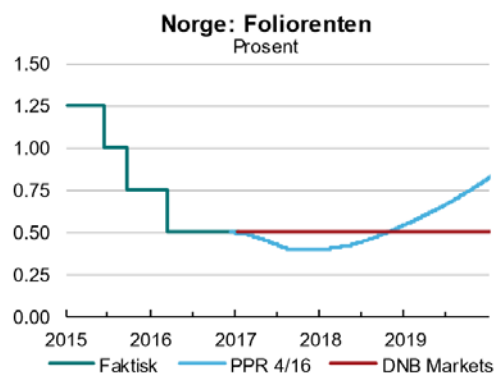
4.2.2.1 Rentenivå

Den økonomiske situasjonen er i dag i en lavkonjunktur, noe som i stor grad kan tilskrives ringvirkninger fra finanskrisen. Dette har medført hyppige tilfeller av ekspansiv pengepolitikk i store deler av verden. Enkelte land operer for øyeblikket med negativ styringsrente, jamfør 2.3.1.2.

Den norske styringsrenten er for øyeblikket 0,5 prosent. Virkningen av dette er at bankenes lånerenter har falt drastisk. Dette innebærer at selskaper som har gjeld med flytende rente vil få et mye billigere lån, og for de som eventuelt har fastrente-lån vil det kunne lønne seg å ta

opp ny kreditt. Som en virkning av den lave styringsrenten har også boliglånet blitt billigere i form av lavere renter, og det er mer attraktivt å ta opp nye lån. Dette fører til at etterspørselen etter bolig har blitt større, og flere ønsker å skaffe seg bolig når rentene er lave. For bygge- og eiendomsbransjen er dette en stor fordel, da den lave renten gir kunden et høyre insentiv for å kjøpe bolig, og etterspørselen etter boliger dermed øker. Det er likevel antydninger til at boliglånsrenten er på vei opp, ettersom bankenes innlånsrente er fallende (Dagens Næringsliv, 2016a). Historisk sett er rentenivået ekstremt lavt, noe som fortsatt har en stimulerende effekt på boligmarkedet (Statistisk sentralbyrå, 2011).

DNB Markets (2017) tror sannsynligheten for at rentene blir satt ned ytterligere er svært liten, men at rentenivået vil holdes på et lavt nivå i mange år fremover. I motsetning til Norges Bank¹⁰ tror DNB Markets (2017) at renten vil holdes uendret i hele prognoseperioden, det vil si, omtrent fire år frem i tid. Dette begrunnes med en forventning om at Norge står overfor en avtagende inflasjon, samtidig som den norske kronen forventes å styrke seg og dermed forhindre en eventuell renteoppgang. DNB Markets (2017) argumenterer for lavere inflasjon og sterkere norsk krone enn det Norges Bank gjør i sin rapport. Sistnevnte mener i sin prognose at renten vil settes ytterligere ned i midten av 2017, før den gradvis begynner å stige omkring februar 2018. Figur 4-3 illustrerer historisk utvikling og prognostisert styringsrenten i Norge i fremtiden.



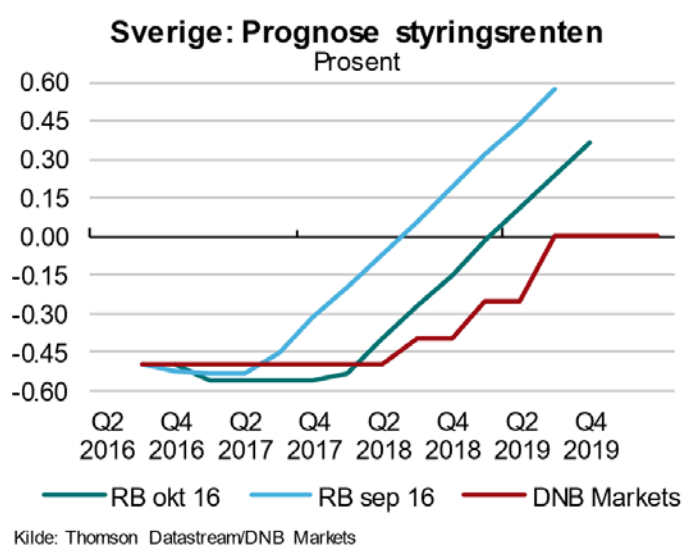
Figur 4-3 Historisk utvikling fra 2015-2016 og prognoser fra 2017-2020 for foliorenten/styringsrenten i Norge. PPR 4/16 referer til pengepolitisk rapport 4/16 (Norges Bank, 2016a). Data er hentet fra Thomson Datastream, Norges Bank og DNB Markets (DNB Markets, 2017).

Det er imidlertid verdt å nevne at IMF har påpekt at den nåværende pengepolitikken i Norge er fornuftig for øyeblikket, men at en på sikt bør opp på et «normalt» rentenivå (Andersen-

¹⁰ Kilde: Norges Bank (2016a)

Ulven, Lundeby, & Ringstad, 2016). Dette kan delvis forklares med at *når styringsrenten er nær en nedre grense, er usikkerheten om virkningene av pengepolitikken større enn ved et mer normalt rentenivå* (Norges Bank, 2016a, s. 39)

I Sverige og Danmark er det for øyeblikket en negativ styringsrente, på henholdsvis -0,5 og -0,65 prosent, jamfør kapittel 2.3.1.2. Det blir også her mer attraktivt å låne penger, noe som gjør at etterspørselen etter bolig går opp. Den økonomiske situasjonen har altså hatt en positiv innvirkning på bygge- og eiendomsbransjen. I Sverige antas også styringsrenten å være uendret i nærmeste fremtid, men at den kan øke langsomt i slutten av 2017. DNB Markets (2017) er imidlertid ikke overbevist om at renten vil settes opp allerede i 2017, men tror at den vil øke gradvis fra andre kvartal i 2018, før den balanserer seg på null i 2019, og holdes stabil ut prognoseperioden. Riksbankens prognoser viser også en ytterligere nedgang i rentenivået i 2017. Dette synet deler imidlertid ikke DNB Markets (2017) som argumenterer for at det ikke er nødvendig å sette ned renten ytterligere. Figur 4-4 fremstiller utviklingen i den svenske styringsrenten.



Figur 4-4 Historisk utvikling fra 2016-2017 og prognoser fra 2017-2020 for foliorenten/styringsrenten i Sverige. RB indikerer Riksbankens anslag, mens Q indikerer kvartal. Data er hentet fra Thomson Datastream og DNB Markets (DNB Markets, 2017).

Et lavt rentenivå bidrar ikke bare til å gjøre det mer attraktivt for privatpersoner å investere i bolig, men også det private næringslivet vil få muligheten til å låne penger til en lavere rente. Dette kan bidra til vekst i markedet for yrkesbygg.

4.2.2.2 Bruttonasjonalprodukt

Bruttonasjonalprodukt (BNP) sier noe om verdien av tjenester og varer som produseres i et land i løpet av et år (Kværne, 1973). BNP er derfor et godt mål på et lands økonomiske utvikling.

Norge har den siste tiden hatt svak vekst i økonomien. Vekstbunnen i norsk økonomi ble nådd i 2016, da en hadde svak oppgang i BNP på fastlandet på 0,7 prosent fra 2015-2016. Det var et stort fall i oljeinvesteringene som tynget den norske økonomien. I 2017 ligger veksten an til å bli noe høyere. Ringvirkningene fra nedgangen i oljen vil sannsynligvis gi noe mindre effekt. Det er forventet en oppgang i privat forbruk, som følge av høyere reell disponibel inntekt. Etter fallet i den norske eksporten i 2016, tror DNB Markets (2017) at denne vil reverseres til en viss grad. Prognosene for fremtidig BNP tilsier en økning på 1,3 prosent i 2017. Videre anslår de en oppgang på 1,6 prosent i 2018 og om lag 2 prosent i 2019 og 2020 (DNB Markets, 2017).

Svensk økonomi har hatt en sterk vekst de siste årene. I 2015 hadde den svenske økonomien en annualisert veksttakt på 5,6 prosent, mens den i 2016 gikk ned til omkring 2 prosent. Nedgangen i veksttakten skyldes i stor grad at de faktorene som trakk veksten opp mot slutten av 2015, reverserte i begynnelsen av 2016. Prognosene for fremtidig BNP tilsier et vekstanslag på omkring 2 prosent inn i 2017, før den gradvis reduseres til rundt 1,9 prosent i 2020. Årsaken skyldes i hovedsakelig nedgangen i bruttoinvesteringer (DNB Markets, 2017).

Danmark har hatt en svak vekst i BNP på ca. 1 prosent i 2016. Den svake veksten i 2016 skyldes en svak utvikling i produktiviteten, da spesielt andre halvdel av 2015 som trakk veksten voldsomt ned. Prognosene for BNP i Danmark er at den positive utviklingen vil fortsette. Allerede i 2017 er veksten i BNP antatt å stige til 2 prosent, og den gjennomsnittlige veksten forventes å ligge på dette nivået frem til 2025 (De Økonomiske Råd, 2016). Veksten fremover vil bli sterkt påvirket av det private forbruket og eksporten, som også har hatt en sterk utvikling det siste året (Europa-Kommissionen, 2016). De kommende årene vil også investeringer bidra positivt til BNP. Prognosene for BNP bygger på en rekke antagelser om sammenhengen i dansk økonomi, forutsetninger om vekst i utlandet og den økonomiske politikken. Det foreligger en naturlig usikkerhet i disse antakelsene, og vekstbildet kan dermed vise noe annet enn forventet i fremtiden (De Økonomiske Råd, 2016).

4.2.2.3 Boligpriser

Det er i utgangspunktet to etterspørselsgrupper i boligmarkedet som påvirker boligprisene. En av disse er de som etterspør bolig for boformål, mens den andre er de som etterspør bolig for investeringsformål. Av disse gruppene utgjør «boformål» den klart største og vil dermed naturligvis tillegges mest vekt (Jacobsen & Naug, 2004). Tilbudssiden på boligmarkedet er ganske fast som følge av den lange ledetiden. Dermed fører variasjoner i etterspørselen raskt til endringer i boligprisene, da tilbudssiden ikke er rask nok til å *tilpasse seg* etterspørselen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 321).

Faktorene som påvirker boligprisene er mange. Kort oppsummert kan en si at rentenivå, befolkningsvekst, lønnsnivå, sysselsetting, boligbygging, offentlig regulering av bankenes utlånspolitikk og psykologiske faktorer er blant de viktigste driverne for boligpriser. Denne listen er ikke uttømmende men gir et rimelig bilde på viktige prisdrivere i boligmarkedet (Jacobsen & Naug, 2004).

Norske boligpriser var i gjennomsnitt 7,2 prosent høyere i 2015 enn året før, mens tilsvarende sammenligning var 8,3 prosent i 2016 (Eiendom Norge, FINN, & Eiendomsverdi AS, 2017a). En kraftig prisvekst på mer enn 20 prosent i Oslo-området i 2016 har bidratt sterkt til denne utviklingen (Eiendom Norge, FINN, & Eiendomsverdi AS, 2017b). Den sterke utviklingen skyldes i stor grad et meget lavt rentenivå, samtidig som befolkningsveksten har vært stor. I tillegg har boligbyggingen vært forholdsvis lav etter finanskrisen. Dette har skapt ubalanse i forholdet mellom tilbud og etterspørsel. Veksten er imidlertid dempet i noen grad som følge av økt arbeidsledighet og lav oljepris (Bjørnstad, Eggen, Gran, Kostøl, & Nymoen, 2016). I en markedsrapport¹¹ utarbeidet på oppdrag fra BNL kommer det imidlertid frem at oljeprisfallet i størst grad har påvirket boligmarkedet på sør-vest-landet, mens boligmarkedet i resten av landet ikke er særlig påvirket (Prognosesenteret, 2016).

I følge DNB er det ventet at veksten i boligprisene vil avta noe i 2017. Bakgrunnen for dette er at boligprisene har kommet opp på et høyt nivå, samtidig som rentene ikke lenger skal falle. Det er forventet at renten vil holdes på et lavt nivå i en periode fremover, men historisk sett er

¹¹ Markedsrapporten er utarbeidet av Prognosesenteret AS med Byggenæringens Landsforening (BNL) som oppdragsgiver (Prognosesenteret, 2016).

det selve endringene i rentenivået som driver boligprisene, noe som rettferdiggjør antakelsen om lavere vekst i boligprisene (DNB Markets, 2017).

Det internasjonale pengefondet (IMF) er av den oppfatning at det norske boligmarkedet er sterkt overpriset. Arbeidsledigheten har vært lav også de seneste årene dersom en sammenligner med andre land, samtidig har rentenivået vært lavt. Det pekes også på at det er sterke insentiver for å investere i fast eiendom i Norge. Dermed er det mer attraktivt å investere i fast eiendom enn for eksempel aksjer og fond. Et annet sterkt argument er den sterke befolkningsveksten og hva denne bringer med seg. Det er mange som flytter til byene, og dette er en utfordring fordi reguleringene demper boligbyggingen i disse områdene. Dette fører til sterk prisvekst grunnet økt arealknapphet. IMF kritiserte også at rentekostnader kan trekkes fra på skatten og at dette oppmuntrer husholdningene til å låne penger. De konkluderer med at slike insentiver bør balanseres/fjernes over tid (Enge, et al., 2016).

Som belyst i kapittel 2.3.2 har regjeringen allerede gjort en rekke endringer. Disse svarer til flere av IMF's bemerkninger. Insentivene for å investere i fast eiendom fremfor aksjer er redusert. Dette er gjort ved å innføre endringer i skattepolitikken slik at nettoskatteeffekten blir gunstigere enn tidligere for de som ønsker å investere i aksjer og fond. Dette er gjort ved å endre den generelle formuesskattesatsen og sekundærboligers formueseffekt. Formuesskattesatsen er redusert med 0,25 prosentpoeng og sekundærboligers effekt på formue er endret fra 50 til 80 prosent av boligens verdi. Også bankenes utlånspraksis er skjerpet, samtidig som det stilles strengere kapitalkrav til bankene (Meld. St. 1, 2016-2017).

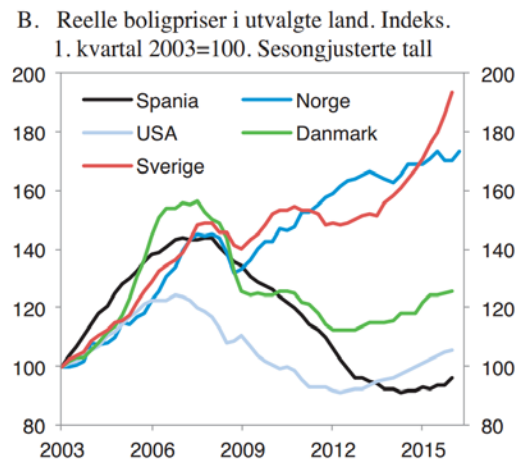
Det bemerkes i nasjonalbudsjettet at endringen gjøres for å opprettholde finansiell stabilitet og unngå en negativ utvikling i boligprisene (Meld. St. 1, 2016-2017). Det ble observert sterk oppgang i antall registrerte igangsettingstillatelser for bygging av bolig i 2016. Oppgangen var på mer enn 15 prosent sammenlignet med året før (Statistisk sentralbyrå, 2017). I nasjonalbudsjettet blir det kommunisert en forventning om at den høye boligbyggingen vil opprettholdes fremover (Meld. St. 1, 2016-2017).

At rentenivået gradvis må stige betyr ikke nødvendigvis at boligprisene vil få en negativ utvikling som følge av dette. I en rapport publisert av Norges Bank ble det presisert at en slik renteøkning gjerne vil gjøres med utgangspunkt i vekst i sysselsetting og lønninger. Formålet med å redusere renten i utgangspunktet er å stimulere til økonomisk vekst. Det er derfor rimelig å forvente vekst i lønninger og sysselsetting (Jacobsen & Naug, 2004).

De svenske boligprisene steg med omkring 7 prosent i 2016. Dette er noe mer beskjedent enn utviklingen i 2015 som viste omkring 15 prosent vekst. I en pressemelding fra Svensk Mäklarstatistik (2017) bemerkes det at prisveksten i Göteborg- og Malmö-området var på godt over 10 prosent i 2016, noe om var en sterk bidragsyter til den gode utviklingen på nasjonal basis. Göteborg-området hadde en prisvekst på omkring 12 prosent, mens den i Malmö-området endte på nærmere 15 prosent. Prisveksten skyldes i stor grad det lave rentenivået i Sverige (Svensk Mäklarstatistik AB, 2017). I 2017 er det imidlertid ventet at boligprisene vil stagnere ytterligere. Skilsmisse Swedbanks analyser er det ventet at boligprisveksten i 2017 blir på mellom 0 og 5 prosent. Ifølge DNB Markets (2017) er bakgrunnen for dempet vekst hovedsakelig at rentene ikke lenger er fallende og strengere krav til private boliglån. Sjefsøkonom i Swedbank, Anna Breman, mener likevel at befolkningsvekst, lav boligbygging og god etterspørsel er faktorer som sannsynliggjør lav risiko for nedgang i boligprisene (Meiten, 2017).

Også i Danmark har boligprisene i stor grad vært drevet av et redusert rentenivå de siste årene. Det danske boligmarkedet i 2016 var preget av en gjennomsnittlig prisvekst på 3,3 prosent sammenlignet med 2015, noe som bidrar til en stabil vekst i boligprisene siden 2013 (Danske Bank, 2017). Prognosene for fremtiden er imidlertid avhengig av hvilket tidspunkt en vil få en endring i rentenivået (Nykredit, 2016). I følge eksperter er det vanskelig å si om en vil få nedgang eller stigning i de danske boligprisene. Ettersom det sannsynligvis ikke vil skje videre negativ utvikling i den danske renten, er det nærliggende å forvente at boligprisene uansett ikke vil stige i samme tempo som de seneste årene (Olsen, 2017).

I figur 4-5 kan en se utviklingen i boligprisene for Spania, USA, Danmark, Sverige og Norge. Spania og USA er tatt med i fremstillingen for å gi et perspektiv på hvordan boligprisutviklingen er i Skandinavia sammenlignet med andre økonomier. Som en kan se av figuren, illustreres boligprisindeksen der prisnivået i 2003 er benyttet som referanseverdi. Etter en rask titt på referanseverdiene kan en se at boligprisene i Sverige og Norge har steget betraktelig siden 2003, mens prisene i Danmark, USA og Spania har vært fallende siden finanskrisen inntil de seneste årene.



Figur 4-5 – Reell historisk boligprisindeks med referanseverdi 100 i perioden 2003-2016. Tallene er sesongjusterte¹² (Meld. St. 1, 2016-2017)

4.2.2.3.1 Boligmarkedets trender

Historisk sett er boligpriser en meget sentral faktor i økonomiske resesjoner. En kan si at boligprisene og -markedet går i sykler. Boligprisutviklingen var i store deler av verdensøkonomien sterkt voksende før den siste globale finanskrisen. Dette kan beskrives som en del av den finansielle syklusen knyttet til boligmarkedet.

Den første fasen i syklusen begynner etter en resesjon ved at samfunnet og bankene blir konservative og forsøker å gjenoppbygge økonomien. I denne fasen er en tilbakeholden med tanke på investeringer og nybygging, noe som fører til at boligledigheten synker (Nicolais, u.å.). Bankene er konservative i denne fasen og vil bare gi utlån til personer med høy inntekt og med svært god betjeningsevne (Leamer, 2007).

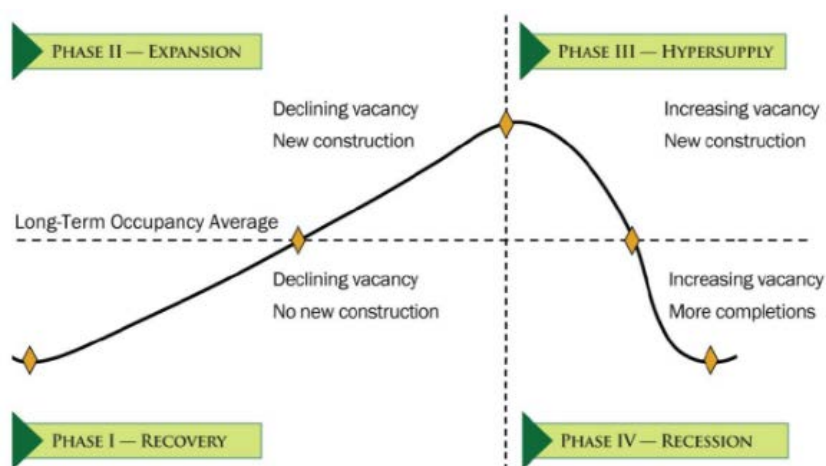
Den andre fasen skiller seg fra den første ved at fokuset endres fra gjenoppbygging til nybygging og vekst. Ledigheten er også i denne fasen synkende. Overgangen mellom disse fasene finner sted når tilbudet av boliger blir lavere enn etterspørselen slik at boligprisene både knyttet til kjøp og leie øker. Utfordringen er imidlertid at tilbudssiden på boligmarkedet er mye langsommere enn etterspørselssiden. Det tar flere år (omtrent 2-5) fra en utfører et tomtekjøp til eiendommen blir ferdigstilt og klar for salg. I denne perioden blir det svært turbulent i boligmarkedet slik at veksten i boligprisene akselererer gjentatte ganger. En

¹² Sesongjustering skyldes at boligprisene stiger mest på våren, mens prisene synker eller vekster avtar på høsten. Dermed er prisene i diagrammet kontrollert for sesongvariasjoner (Eiendom Norge, et al., 2017a).

konstant forventning fra investorenes side om at prisene vil stige ytterligere presser prisene videre opp (Nicolais, u.å.).

Utfordringen viser seg imidlertid i fase tre når nybyggingen av boliger fører til at tilbudet overstiger etterspørselen av boliger. Dette resulterer i at prisutviklingen snur. Optimalt sett bør eiendomsutviklere stoppe byggingen på dette tidspunktet, men dette skjer sjelden i praksis (Nicolais, u.å.).

Denne utviklingen leder mot en resesjon i fase fire. Hvor omfattende resesjonen blir avhenger av hvor stort tilbudsoverskuddet er. I tillegg kan situasjonen forverres dersom rentenivået settes opp på et tidspunkt der boligprisene er overpriset. Disse fire fasene utgjør boligmarkedets syklus. Historisk sett forekommer resesjonen hvert 18. år. Dette kan likevel avvike dersom det forekommer hendelser som medfører større økonomiske konsekvenser. Et godt eksempel på dette er annen verdenskrig (Nicolais, u.å.).



Figur 4-6 Boligmarkedets syklus. Data er hentet fra Mueller, *Real Estate Finance*, 1995 (Nicolais, u.å.).

Det er sannsynlig å anta at de Skandinaviske markedene befinner seg i fase en eller to. Ettersom boligprisen har hatt sterk vekst i Norge og Sverige de seneste årene er det rimelig å tro at disse befinner seg i fase to, mens Danmark ikke har opplevd tilsvarende vekst. I tillegg har det tatt lenger tid for den danske prisutviklingen å bli positiv etter finanskrisen. Dette kan tyde på at Danmark fortsatt er i den første fasen. Likevel er det ikke rimelig på dette tidspunkt å anta at de danske boligprisene vil ha sterk vekst de nærmeste årene ettersom renten nå er

negativ¹³. Den norske boligprisutviklingen ble forstyrret noe av nedgangen i oljepris omkring 2014 og har opplevd en sterk prisvekst de seneste årene. Likevel har svenske boligpriser oversteget de norske i det siste og vist enorm akselerasjon. Dette kan tyde på at det svenske boligmarkedet nærmer seg fase tre i markedssyklusen. Økningen i boligbyggingen på det norske markedet kan imidlertid indikere at en nærmer seg fase tre også her.

Likevel er det flere offentlige reguleringer som i Skandinavia de siste årene har bidratt til en strengere utlånspraksis blant bankene, jmfør 4.2.1. Dette kan være en tendens som bidrar til å tvinge etterspørselen på boligmarkedet noe lavere, slik at en unngår eller begrenser en eventuell resesjon (Meld. St. 1, 2016-2017).

4.2.2.4 Sysselsetting

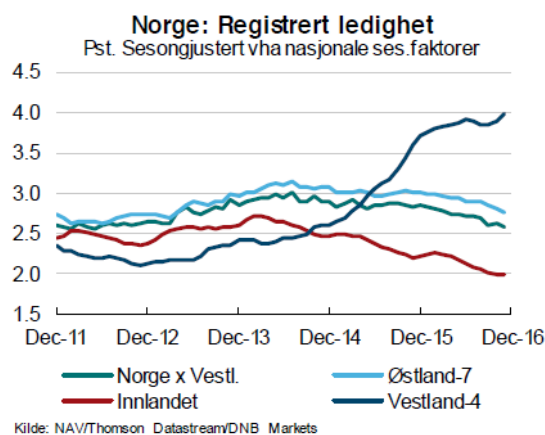
Den norske økonomien er på vei opp igjen etter oljenedturen i 2014. Den økte ledigheten som følge av konjunkturedgangen er i hovedsak knyttet til oljenæringen. Dersom en ser på registrert ledighet fordelt på regioner kan en se at det i utgangspunktet bare er på Vestlandet¹⁴ at ledigheten har økt de siste årene, og at ledigheten i resten av landet har hatt en fallende trend siden sommeren 2014. Dette bemerker at sysselsettingen i andre norske næringer har tatt seg opp etter oljeprisfallet. Sysselsettingen i offentlig sektor og bygge- og anleggsbransjen har økt med omkring 21 900 personer fra første kvartal 2015 til tredje kvartal 2016, mens fristilte fra oljesektoren i samme periode er omtrent 21 000 personer. Det er rimelig å anta at store deler av veksten i offentlig sektor og bygge- og anleggsbransjen er arbeidere som har mistet jobben i oljenæringen og dermed måttet omstille seg. Bygge- og anleggsbransjen nyter godt av det lave rentenivået for øyeblikket og det antas at den ekspansive pengepolitikken er med på å stabilisere sysselsettingen ved å skape vekst i andre næringer enn den som er rammet av oljeprisfallet (DNB Markets, 2017).

I Nasjonalbudsjettet (2016-2017) bemerkes det at det er tegn til bedring i den registrerte ledigheten. Den registrerte ledigheten var på sitt høyeste nivå vinteren 2016, 0,3 prosentpoeng høyere enn før oljeprisfallet. Det er ventet at den registrerte ledigheten vil stabilisere seg på omkring tre prosent de neste årene, før den senere er ventet å falle et par prosentpoeng. Dette

¹³ Basert på historiske erfaringer om at det er selve endringen, ikke rentenivået, som driver boligprisene (DNB Markets, 2017).

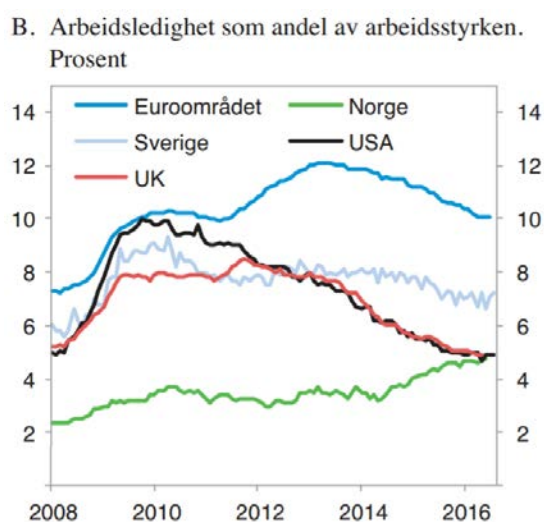
¹⁴ Vestlandet inkluderer Vest-Agder i denne statistikken (DNB Markets, 2017).

er likevel antatt å skje etter prognoseperioden som varer til 2019. (Meld. St. 1, 2016-2017). Figur 4-7 viser utviklingen i registrert ledighet i Norge.



Figur 4-7 Registrert ledighet i Norge i perioden desember 2011-desember 2016.

Dersom en derimot ser på arbeidskraftundersøkelsen (AKU) er denne ledigheten noe høyere og viser en noe mer ubehagelig trend sammenlignet med viktige handelspartnere for Norge. Denne er imidlertid ventet å falle med omkring 0,5 prosentpoeng innen 2019. Forskjellen på registrert ledighet og AKU-ledighet er at registrerte ledige er registrert i NAV-systemet, mens AKU-ledigheten også inneholder de som ikke melder seg som arbeidsledig til NAV eller som er på arbeidsmarkedstiltak. At en ikke melder seg ledig kan blant annet være en fordi en ikke har rett til dagpenger. Figur 4-8 viser historisk AKU-ledighet i perioden 2008-2016.



Figur 4-8 Utvikling i arbeidsledighet, i Norge, Sverige, USA, UK og Euroområdet, i prosent i perioden 2008-2016.

Den svenske arbeidsledigheten er lav sett i historisk sammenheng. Det er stor vekst i sysselsettingen, hovedsakelig i offentlig sektor. Privat sektor har for øyeblikket utfordringer med at manglende tilgang på kompetent arbeidskraft begrenser produksjonen. AKU-ledigheten har vist en jevn synkende trend de siste årene og er i dag på omtrent 7 prosent. (DNB Markets, 2017).

Den danske AKU-ledigheten har de siste årene hatt en svært fallende tendens. Fra 2014 til 2016 falt AKU-ledigheten fra 6,8 prosent til omkring 5,9 prosent. Denne utviklingen er ventet å fortsette i årene fremover og prognosene for 2017 viser en ytterligere nedgang i AKU-ledigheten på 0,2 prosentpoeng (Finansministeriet, 2016b).

Trendene i sysselsettingen anses positive for BAE-næringen. Selv om AKU-ledigheten i Norge har vært stigende på Vestlandet etter oljeprisfallet har dette bidratt til vekst i BAE-næringen, både omsetningsmessig og knyttet til tilgang på kompetent arbeidskraft. Bransjen er også tjent med gradvis lavere ledighet i Sverige og Danmark.

4.2.3 Sosiokulturelle forhold

4.2.3.1 Populasjon

I dag har Norge en befolkning på omkring 5,2 millioner innbyggere. Norge passerte 5 millioner innbyggere i 2012, og har en forventet levealder på omtrent 82 år. Levealderen forventes å stige i årene som kommer. Siden år 2000 har Norge hatt en befolkningsvekst på omkring 14 prosent, og befolkningsprognosene viser at Norge i 2030 vil ha en befolkning på omtrent 6 millioner (Statistisk sentralbyrå, 2016a).

Sverige har en befolkning på omtrent 9,9 millioner innbyggere. Også i Sverige har befolkningsveksten vært stor siden år 2000 og er samlet på omtrent 11 prosent. Forventet levealder er i dag 83 år, og denne er forventet å øke ytterligere (Statistiska centralbyrån, u.å.-b). Dette betyr at det er forventet en sterk økning i befolkningen i tiden fremover, og i 2030 er befolkningstallet forventet å være rundt 10,6 millioner (Statistiska centralbyrån, u.å.-a).

Den danske befolkningen er i dag omkring 5,7 millioner. Danmark har hatt en noe svakere befolkningsvekst enn Norge og Sverige siden år 2000, selv om veksten samlet har vært på 7 prosent. Forventet levealder er omkring 80 år i Danmark, og prognosene viser at denne er ventet å øke videre. Befolkningsprognosene viser at det er forventet sterk vekst i befolkningen, og i 2030 er befolkningstallet ventet å nærme seg 6 millioner (Danmarks statistik, u.å.).

Fellesnevneren for de skandinaviske landene er dermed at forventet levealder stadig øker, mens befolkningsveksten er ventet å være sterk i tiden fremover.

4.2.4 Teknologiske forhold

BAE-næringen står overfor et grønt skifte. I det grønne skiftet blir det nå satt fokus på grønn teknologi for å motvirke blant annet temperaturøkninger i urbane strøk, som foreksempel vannfordrøyningstiltak. De forventede klimaendringene samfunnet står overfor i dag gjør at bransjen vil få økt krav til bygg, med redusert energibruk for lavere klimagassutslipp, samtidig som bygg og infrastruktur må tåle hyppigere ekstremvær. Dette tvinger bransjen til å utvikle den nødvendige kompetansen for å kunne nå de fremtidige utfordringene dette skiftet innebærer. Utvikling i kompetansen innebærer riktigere, bedre og mer kostnadseffektiv produksjon. Bransjen må satse på forskning innen ny teknologi, nye produkter, nye arbeidsmetoder og samhandlingsprosesser. Bransjen vil være en stor bidragsyter for å nå nasjonale målsettinger innen energi, klima og miljø (Byggenæringens landsforening, 2010a).

Forsknings- og utviklingsandelen i BAE-næringen ligger på et lavere nivå enn det den gjør i mange andre konkurrerende land, og det må derfor satses på økt og målrettet FoU. Miljøkrav, kvalitetskrav, nedbygging eller utflagging av norsk industri, og frem i tid en reduksjon i aktivitetsnivået innen olje- og gassvirksomhet i Norge, vil tvinge frem økt forståelse for verdiskapning gjennom kompetanse- og teknologiutvikling. For at satsningen på økt forskning og utvikling skal gjennomføres, er en avhengig av sterke forskningsmiljøer og av prosjektet som støttes av det offentlige (Byggenæringens landsforening, 2010b).

Videre er BAE-næringen utsatt for et høyt kostnadspress. Dette har medført et økt fokus på innovasjon og nyskapning for å kunne senke dette kostnadspresset. Målet er å redusere tidsbruken og øke effektiviteten på prosjekter. Konkurransen fra andre aktører i Europa er en av faktorene som øker kostnadspresset i denne bransjen (Onsagers, u.å.).

4.2.5 Miljømessige forhold

BAE-næringen er en stor bidragsyter til de store klima- og miljøbelastningene. Gjennom et stort forbruk av energi og naturressurser, klimautslipp og avfallsmengder, etterlater næringen et stort fotavtrykk i miljømessige problemstillinger. Til sammen står næringen for omkring 40 prosent av den samlede ressursbruken på verdensbasis. Her inngår både material- og energiforbruk. Også innen klimagassutslipp er BAE-næringen en betydelig bidragsyter med omkring 36 prosent av alle utslippene (Byggenæringens landsforening, 2016).

Dagens bygningsmasse har et stort potensiale knyttet til energieffektivisering. Regjeringen i Norge har fått en anbefaling av Arnstadsutvalget, der rådet er en energieffektivisering tilsvarende 10 ganger dagens vindmøllepark. Mesteparten av denne effektiviseringen må skje i den eksisterende bygningsmassen. En slik utvikling vil utvilsomt ha betydning for BAE-næringen ettersom det etterlater et større behov for investeringer i ROT-markedet (Byggenæringens landsforening, 2010a).

Den fjerde november 2016 ratifiserte Norge seg til *Parisavtalen*. Dette er en klimaavtale som er til for at alle medlemsland forplikter seg til å redusere miljøskadelige utslipp. Alle land skal lage en plan for hvordan de skal kunne redusere sine klimautslipp, og hvordan dette skal gjøres i praksis. Det langsiktige målet med Parisavtalen er å oppnå klimanøytralitet. I-landene skal bidra med støtte til kutt i utviklingslandene tilsvarende NOK 860 milliarder frem til år 2020. Dette har en betydning da dette kan føre til økte investeringer knyttet til miljøvennlige teknologier og metoder. For BAE-næringen kan dette ha en potensiell betydning da det kan forventes mer investeringer i for eksempel vindkraft. (Byggenæringens landsforening, 2016).

4.2.6 Juridiske forhold

BAE-næringen følger et rammeverk som er konstruert etter PBL (Plan- og bygningsloven). Rammeverket er reguleringsplanen. En reguleringsplan består av et detaljert arealplankart, reguleringsbestemmelser og planbeskrivelser. Den beskriver hvordan et område skal brukes frem i tid. Den gjør rede for planens formål, hvordan den påvirker miljø og samfunn og hvilke alternativer som har vært vurdert. Reguleringsplanen styrer hvilke bygge- og anleggstiltak som kan gjennomføres i planområdet, og sikrer at en planlegger og bygger gode løsninger (Statens Vegvesen, u.å.).

Videre må også selskaper i bransjen følge rammeverket som gjelder i det landet en operer i. Veidekke, for eksempel, er notert på Oslo Børs, og må derfor også følge den norske aksje-, regnskaps-, børs- og verdipapirlovgivningen. Det er selskapenes eget ansvar å holde seg oppdatert på mulige endringer i lover og regler.

4.2.7 Konklusjon

BAE-næringen er gjenstand for påvirkning fra flere ulike makrofaktorer som i liten grad er mulig å kontrollere eller påvirke. Sterk befolkningsvekst bidrar til økt satsning på infrastruktur i de skandinaviske landene i årene fremover. Dette er en positiv utvikling for BAE-næringen både for anleggsbransjen så vel som byggenæringen. Fokus på infrastruktur øker

etterspørselen etter blant annet veier og jernbane, samt offentlige bygg som sykehus, barnehager og skoler. Befolkningsveksten øker også behovet for boliger.

Det er imidlertid en trussel for næringen at kravene for boliglån innstrammes, og at det gjøres mindre skattemessig gunstig å investere i fast eiendom. Det er sannsynlig at denne utviklingen fortsetter i årene fremover, i tråd med anbefalingene fra IMF. En potensielt større trussel kan være et stort fall i boligprisene. Den sterke veksten i boligprisene har bidratt til gode tider for boligbyggerne, noe som kan skyldes at boligbyggingen har vært for lav sammenlignet med etterspørselen den siste tiden. Den sterke utviklingen i Norge og Sverige kan potensielt medføre en økonomisk resesjon. Samtidig må også det lave rentenivå ta mye av skylden for høye boligpriser. Skal en følge IMF's anbefalinger må rentenivået opp på et normalt nivå for å beholde sin posisjon som et effektivt politisk virkemiddel. Ifølge DNB og Norges Bank vil økningen skje svært gradvis for å sikre rasjonell aktivitet i økonomien gjennom å opprettholde investeringsvilligheten blant befolkningen.

Offentlige investeringer er svært viktige for anleggsbransjen, spesielt i Norge der majoriteten av markedet skapes av offentlig etterspørsel, men også i Sverige der den offentlige etterspørselen utgjør omtrent halvparten av markedet. Ettersom fokuset på infrastruktur stadig øker, vil dette bidra til en positiv utvikling i offentlige investeringer. Anleggsbransjen er også i mye mindre grad volatil enn i bygge- og eiendomsbransjen som følge av at offentlig etterspørsel er relativt stabil. Dette gjelder i større grad det norske enn det svenske og danske markedet. Også den delen av byggebransjen som knytter seg til offentlige bygg er dermed mindre volatil enn bransjen forøvrig.

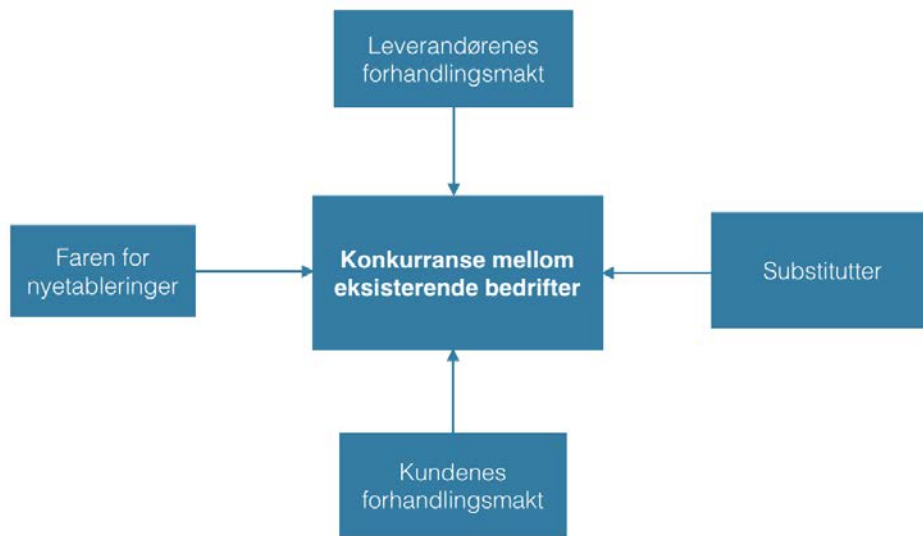
Et stadig økt fokus på miljømessige forhold kan utgjøre en trussel for BAE-næringen. Næringen utgjør en stor andel av verdens ressursbruk. Påkrevde endringer vil nødvendigvis gjøre betydelige investeringer i næringen, og det er ikke ventet at fokuset på klimaendringer reduseres i tiden fremover.

4.3 Porters *five forces*-analyse

Porters *five forces* er en av de vanligste modellene for å analysere konkurransen og lønnsomheten i en bransje. Modellen peker på fem konkurransekrefter som kombinert bestemmer lønnsomheten i bransjen. Gjennom analysen kartlegger en verdifull informasjon knyttet til konkurransekraftenes styrker og utviklingen i disse. Dersom kreftene er sterke, anses

bransjen å være lite attraktiv, og motsatt. Dette skyldes at sterk konkurranse presser lønnsomheten ned (Grant, 2013, s. 64-65).

Kreftene kan deles opp i horisontale og vertikale konkurransekrefter. Konkurranse mellom eksisterende bedrifter, faren for nyetableringer og trussel fra substitutter utgjør de horisontale kreftene, mens de vertikale består av kundenes og leverandørens forhandlingsmakt (Johnson, et al., 2012, s. 25-26). Figur 4-9 fremstiller rammeverket for Porters five forces-analyse.



Figur 4-9 Porters five forces-modell. Fritt etter Grant (2013, s. 65)

4.3.1 Faren for nyetableringer

4.3.1.1 Inngangsbarrierer

I BAE-næringen foreligger inngangsbarrierer i form av offentlige reguleringer av byggetillatelse og tomter. Slike reguleringsprosesser kan være betydelige både med hensyn til tidsbruk og uforutsette kostnader. Dette fører til inngangsbarrierer i bransjen, ettersom de store etablerte entreprenørene ofte er bedre rustet enn nyetablerte til å håndtere slike kostnader og tidsbruk.

Byggebransjen må forholde seg til en rekke kvalitetskrav. Kravenes omfang er stadig i utvikling og er den siste tiden spesielt knyttet til nye energikrav som følge av globale klimaendringer. Energiforskriftene er fastsatt i lover og forskrifter som byggebransjen til enhver tid må forholde seg til. Byggebransjen må imidlertid også forholde seg til en rekke detaljerte og omfattende standarder. Dette favoriserer de større aktørene i bransjen ettersom det krever både tid og ikke minst kompetanse for å holde seg oppdatert på og følge lovverket (Meyer, 2014).

Likevel viser det seg å være svært attraktivt for nye selskaper å etablere seg. Næringen opplever sterk vekst, noe som frister nye aktører. Oppstartskostnadene i seg selv er lave, og mange ønsker å prøve. Dette har ført til at byggebransjen bidrar med omtrent 25 prosent av alle konkurser i Norge. Mangel på kompetanse og markedsstrategier nevnes som grunner for den store andelen (Experian, 2015).

4.3.1.2 Stordriftsfordeler

I et marked av stort volum er det adgang til å realisere stordriftsfordeler. Dette gjelder også for BAE-næringen. Stordriftsfordeler i næringen vil knytte seg til for eksempel mulighet for satsning innen forskning og utvikling. Dette vil kunne bidra til at de større aktørene får et teknologisk forsprang. Som nevnt i forrige avsnitt foreligger også stordriftsfordeler knyttet til standarder, lover og forskrifter i byggenæringen. Det er mer ressurskrevende for små aktører å følge med på nye kvalitetskrav (Meyer, 2014). Når slike stordriftsfordeler er tilstede medfører det at eventuelle nye aktører enten må trenge inn på markedet som en allerede stor aktør eller akseptere ulempene det innebærer å være en liten aktør (Roos, et al., 2010, s. 70).

Etterspørselen i deler av BAE-næringen er meget konjunkturavhengig. I gode tider er dermed etterspørselen i næringen høy, noe som fører til høyere priser. Når prisene er høye vil også aktørene tåle høyere kostnader. I nedgangsperioder vil dette bli en utfordring for mindre aktører. I en rapport fra Virke (2014, s. 10) bemerkes det at aktører i BAE-næringen tidligere har bestått av en stor andel mindre bedrifter, der omkring 75 prosent av aktørene har hatt en årlig omsetning på mindre enn fire millioner. Dette er imidlertid i ferd med å endre seg som følge av stadig høyere kompetansekrav og større lønnsomhetsbehov i næringen. Mange mindre aktører ønsker sammenslåinger for å oppnå disse stordriftsfordelene. Virke tror imidlertid det vil ta lang tid før strukturen i bransjen endrer seg helt og at den derfor fortsatt vil preges av mange små aktører i perioden fremover (Virke, 2014). På sikt vil det imidlertid være nærliggende å tro at flere store aktører etablerer seg i næringen. Dette vil kunne redusere lønnsomheten for de større aktørene.

4.3.1.3 Kapitalintensivitet

Deler av BAE-næringen er svært kapitalintensiv. Det er et stort behov for kapital knyttet til eiendomsinvesteringer. Denne kapitalen er bundet opp helt til eiendommen er ferdigutviklet og solgt, noe som ofte tar flere år (Dahl & Boye, 1997, s. 232). En kan si at eiendomsbransjen er kapitalintensiv, mens bygge- og anleggsbransjen er arbeidsintensiv (Espelien & Reve,

2009). Dermed kreves det mindre kapital for nye aktører i bygge- og anleggsbransjen, enn for nye aktører i eiendomsbransjen.

4.3.1.4 Distribusjonskanaler

BAE-næringen har fokus på langsiktige kunderelasjoner og omdømme-/merkevarebygging (Espelien & Reve, 2007). Utviklingen de senere årene har bidratt til at merkevarebygging kan gjøres hurtigere og billigere enn tidligere. Dette skyldes i stor grad mulighetene til å markedsføre merkevaren via internett og dermed nå ut til en større andel av befolkningen (Roos, et al., 2010, s. 71). I en forskningsrapport fra Espelien & Reve (2007) kom det frem at kunderelasjoner, merkevare og omdømme var de viktigste metodene for å øke lønnsomheten i BAE-næringen, mens internasjonal ekspansjon var minst viktig. Viktig er det også at aktørene har evne til å tilpasse seg svingninger i markedet. Det tar ofte tid å bygge et godt omdømme, noe som fortsatt gir etablerte aktører en fordel, selv om det må antas at nye aktører har bedre anledning til å nå kundene i markedet enn tidligere.

4.3.2 Trussel fra substitutter

Substitutter kan beskrives som *andre produkter som kan dekke samme funksjon og behov som produktet til den aktuelle bransjen* (Roos, et al., 2010, s. 73). Disruptive teknologier kan også anses som substitutter. Dette er teknologier som har dårligere ytelse enn den etablerte på lanseringstidspunktet, men som har raskere ytelsesutvikling (Lien & Jakobsen, 2015).

Produkter eller tjenester som BAE-næringen tilbyr, lar seg vanskelig substituere. Dette er fordi produktene eller tjenestene de tilbyr er nok så ensartede, men også fordi produktene eller tjenestene de tilbyr er nokså elementære for samfunnet. Alle trenger et hus og alle trenger veier. Selv om en ikke ser nære substitutter i Norge, finnes det faktisk interessante disruptive innovasjoner andre steder i verden knyttet til byggebransjen. Det kinesiske selskapet, Shanghai WinSun Decoration Design Engineering Co, presenterte i 2014 det som trolig er det første huset i verden laget av en 3D-printer (E24, 2014). I 2016 skrev Braathen (2016) at det allerede bygges 3D-printede hus i Kina, Nederland og California. Det meldes om et teknologisk skifte i byggebransjen der 3D-printing vil ta over for tradisjonell bygging, noe som i verste fall kan føre eksisterende aktører bak lyset dersom en ikke er forberedt på utviklingen (Bygballe, 2015). Byggenæringens landsforening innrømmer at den norske byggebransjen har vært for passive med å involvere seg i denne utviklingen, men at denne innstillingen må endres fremover (Braathen, 2016). Noen hevder også at det er en lite proaktiv holdning til innovasjon i bransjen fordi en ikke har møtt store nok trusler fra utenlandske

aktører enda. Dersom det skjer en fundamental innovasjon i byggebransjen gjennom 3D-printing vil dette kunne true eksisterende aktørers posisjon i markedet, med mindre en etablerer en mer innovativ holdning (Bygballe, 2015).

4.3.3 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørs forhandlingsmakt omhandler leverandørs evne til å presse ned overskuddet i en bransje. Dette skjer med trusler om å øke prisen eller redusere kvaliteten på de varer og tjenester de leverer. Dette er svært aktuelt i bransjer hvor leverandørgruppen er dominert av få bedrifter (Roos, et al., 2010, s. 75). Vi kan generelt dele Veidekkes leverandører inn i arbeidskraft og underleverandører.

4.3.3.1 Arbeidskraft

Arbeidskraften i BAE-næringen vil være sensitiv til konjunktorene næringen befinner seg. En økonomi i lavkonjunktur fører til at etterspørselen etter arbeidskraft svekkes. På samme måte vil etterspørselen etter arbeidskraft være sterk i høykonjunkturer (Statistisk sentralbyrå, 2008). Ved lavkonjunktur, hvor bransjen er presset, vil dermed kunne føre til at flere mister jobben og flere bedrifter slås konkurs. Dermed blir det kamp om arbeidsplassene i BAE-næringen, og arbeidere får en svekket forhandlingsmakt. I motsatt tilfelle hvor næringen befinner seg i høykonjunktur, vil den søke etter kompetent arbeidskraft. Her vil arbeidere kunne ha større forhandlingsmakt, da det er mange arbeidsgivere i markedet (Holden, 2008). Arbeidskraft kan dermed både være en stor og liten trussel. I dagens marked anses arbeidskraft å ha høy forhandlingsmakt, da BAE-næringen ligger i en høykonjunktur, jamfør 2.2.1.1.1.

4.3.3.2 Underleverandører

Underleverandører er en stor gruppe i bygge- og anleggsbransjen, og består av blant annet leverandører av direkte materiale til bygging, anleggsmaskiner og ulike konsulenttjenester. Leverandørene består av mange bedrifter som tilbyr de samme varene og tjenestene, og det foreligger dermed stor konkurranse mellom tilbyderne. I 2011 var det 2631 grossister i bygge- og anleggsbransjen. På samme tidspunkt var det 1888 butikker som solgte varer knyttet direkte til næringen (Virke, 2014, s. 10). Dette taler for at underleverandører har lav forhandlingsmakt i BAE-næringen og at byttekostnadene¹⁵ er lave.

¹⁵ Byttekostnader knytter seg til kostnaden ved å bytte fra en leverandør til en annen. Høye byttekostnader gir større forhandlingsmakt for leverandørene (Johnson, et al., 2012).

De senere årene er det også i større grad satset på e-handel rettet mot bygge- og anleggsbransjen. Her har også internasjonale aktører kommet på banen, noe som styrker konkurransen blant leverandørene og sørger for enda større valgmuligheter for bransjen (Virke, 2014). Mulighet for å benytte e-handel reduserer dermed byttekostnadene ytterligere ettersom lokalisering innen rimelig fysisk avstand ikke lenger vil være av betydning. Likevel vil ulike leveransetider kunne påvirke byttekostnadene.

4.3.4 Kundernes forhandlingsmakt

Kunders forhandlingsmakt defineres som konkurranseforhold mellom kunden og aktøren. Kundene er som oftest opptatt av å få best mulig kvalitet og best mulig service til den laveste prisen. Foreligger det en høy kunde-forhandlingsmakt kan dette gå på bekostning av lønnsomheten hos det selgende selskap. Kundens forhandlingsmakt er derfor essensiell for hvordan lønnsomheten er i selskapet (Roos, et al., 2010, s. 74).

BAE-næringens kunder består av både det offentlige og det private markedet. Pris er ofte det sentrale temaet i utbygging, der kundens forhandlingsmakt er stor. Det er mange bedrifter som kan tilby det samme i BAE-næringen, og kundene har mulighet for å legge ut anbud, hvor laveste pris vinner anbudet. Kunder har også ofte mulighet for å komme med krav om hvordan sluttproduktet skal se ut, da spesielt innenfor boligsegmentet. Spesielt i disse tider, det miljøet er et sentralt tema, vil kunder stille høyere krav til utbyggingen.

Bolig er vanligvis en av de største investeringene en privatperson gjør i løpet av livet. Det er derfor rimelig å anta at en gjør nøyaktige vurderinger av produktet en vurderer å kjøpe. Dette kan være noe av grunnen til at omdømme og kunderelasjoner anses som meget viktige i BAE-næringen (Espelien & Reve, 2007). Internett har også bidratt til at kunder har bedre tilgang på informasjon i dag enn tidligere, og sørger for gjennomsiktighet i markedet. Dette innebærer at konkurrenters priser og produkter blir mer synlig (Roos, et al., 2010, s. 74).

4.3.5 Konkurransen mellom eksisterende bedrifter

Konkurransen i BAE-næringen påvirkes blant annet av antall lokale virksomheter. Noen steder er konkurransen svært høy og marginene lave, mens andre steder er det nesten ikke konkurranse i det hele tatt, noe som øker lønnsomheten i disse områdene. Dette gjelder imidlertid ofte mindre prosjekter som utføres av mindre aktører. Større prosjekter involverer gjerne mange selskaper, og avhenger ikke bare av den lokale konkurransen. Innovasjonsbetingelsene er i deler av næringen ganske dårlig. I områdene der konkurransen er

svak føler ikke aktørene at innovasjon er nødvendig, mens i områder med sterk konkurranse er marginene svært lave på grunn av den sterke konkurransen at innovasjon ikke er mulig (Espelien & Reve, 2007)

I tabell 4-1 vises en undersøkelse som ble utført vedrørende konkurransesituasjonen i BAE-næringen, der de ulike delene av næringen ble rangert fra 1 (svak konkurranse) til 4 (sterk konkurranse). Tabellen viser at næringen generelt sett er meget konkurranseutsatt. Lokalt og nasjonalt er konkurransen intens, mens det nordiske markedet forøvrig er noe mindre konkurranseutsatt. De minste aktørene vil stort sett operere lokalt og dermed kunne oppleve sterkere konkurranse enn de store aktørene, særlig dersom disse opererer på det nordiske markedet. Eiendomsbransjen skiller seg noe fra de øvrige ved å ha vesentlig svakere konkurranse på det nordiske markedet (Espelien & Reve, 2007).

Marked	Produksjon	Handel	Utleie	Arkitekter	Rådgivning	Eiendom	Utførende	Snitt
Det lokale markedet	2,9	3,4	3,7	2,7	2,8	3,5	3,1	3,2
Det norske markedet	3,2	3,3	3,6	2,7	2,7	3,1	2,9	3,1
Det nordiske markedet	2,7	2,4	2,3	2,6	2,3	1,8	2,6	2,4
Snitt	2,9	3,0	3,2	2,7	2,6	2,8	2,9	2,9

Tabell 4-1 Konkurransesituasjonen i BAE-næringen. 1 = svak konkurranse, 4 = sterk konkurranse (Espelien & Reve, 2007, s. 79)

BAE-næringen har i lengre tid opplevd gode tider i Norge. Bedriftene i næringen mener som nevnt at omdømme og kunderelasjoner er det viktigste for å gjøre seg bemerket i bransjen, noe som sannsynligvis skyldes de gode tidene. Det er få av aktørene som anser innovasjon og lave priser som viktige konkurransefortrinn og 40 prosent angir at de ikke bruker noe penger på FoU (Bygballe, et al., 2015).

Etter den sterke veksten i næringen er kvalifisert arbeidskraft blitt en knapp faktor. Dette gjelder hele næringen og i stor grad for utførende bygge- og anleggsvirksomhet.

I anleggsbransjen er prosjektene stadig mer omfattende. Store deler av bransjen består av offentlige investeringer i infrastruktur og konkurransen er sterk. Utviklingen i form av mer omfattende kontrakter kan gjøre konkurransesituasjonen for de mindre aktørene svært vanskelig dersom den fortsetter (Maskinentreprenørenes forbund, 2016). MEF¹⁶ (2016) tror

¹⁶ Maskinentreprenørenes forbund.

videre utvikling i samme retning kan føre til at de mindre aktørene ikke vil klare å konkurrere med de større entreprenørene.

Selv om aktørene i BAE-næringen generelt antyder at den viktigste kilden til konkurransefortrinn er kunderelasjoner og godt omdømme, kan situasjonen være en annen i anleggsbransjen isolert sett. Etersom de fleste oppdrag i bransjen er av offentlig regi og kontraktene er anbudsbasert, drives bransjen av priskonkurranse. Ifølge Ivar Brynhildsvoll, ansvarlig for kontrakter og anskaffelsesprosesser i Statkraft, er det oppsiktsvekkende at aktørene i en så komplisert bransje blir vurdert på pris fremfor prestasjon. Han mener videre at denne praksisen skyldes at innkjøperne ikke kjenner bransjen (Maskinentreprenørenes forbund, 2013).

I den norske BAE-næringen gjøres det strukturendringer for å kjempe mot den harde konkurransen. Dette gjelder særlig entreprenørsiden av næringen der de store aktørene kjøper opp de små (Espelien & Reve, 2007)

Sterk konkurranse i næringen reduserer lønnsomheten. Likevel preges det nordiske markedet av svakere konkurranse enn det norske, noe som også kan skille de større aktørene fra de mindre. Det foreløpige konkurransebildet kan imidlertid endre seg dersom mindre aktører slår seg sammen og blir konkurransedyktige i større markeder, jamfør 4.3.1. Spesielt er lønnsomheten svak i anleggsbransjen som følge av priskonkurranse som følger med anbudsprosessene.

4.3.6 Oppsummering Porters "five forces"

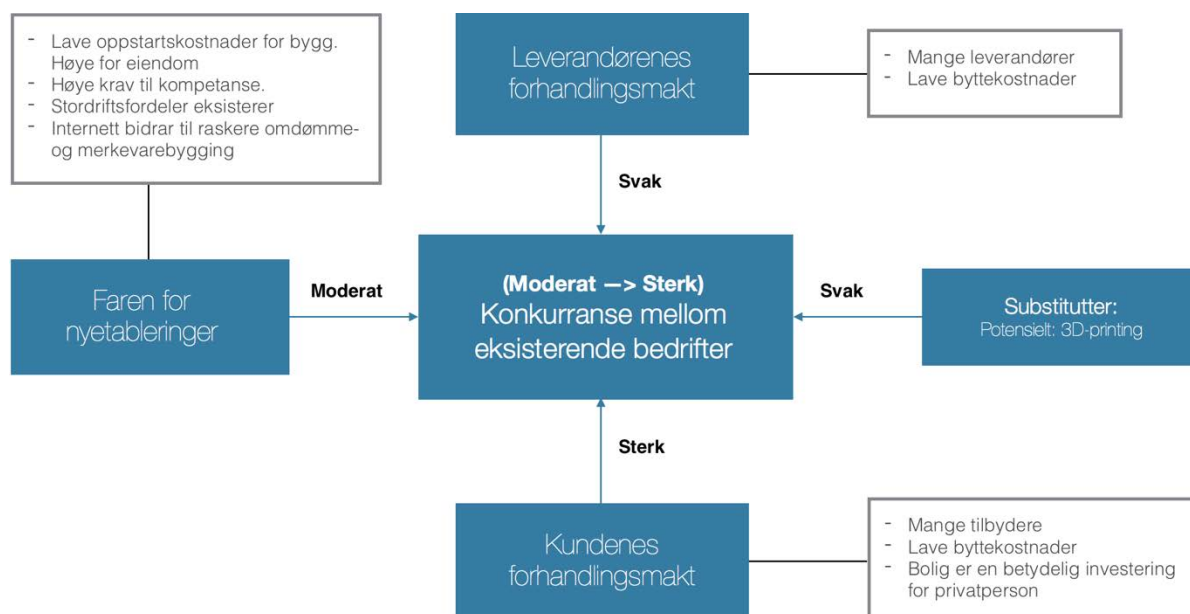
Lave oppstartskostnader bidrar til at mange nye aktører finner veien til bygge- og anleggsbransjen. Behovet for gode markedsstrategier og detaljerte reguleringer fra myndigheter krever kompetanse blant aktørene, noe som bidrar til at BA-bransjen alene står for omkring 25 prosent av alle konkurser i Norge, jamfør 4.3.1. Eiendomsbransjen er på sin side mer kapitalintensiv enn arbeidsintensiv og det krever derfor mer kapital å etablere seg her. Internett har de senere årene bidratt til at omdømme- og merkevarebygging kan skje raskere enn tidligere. Likevel har eksisterende aktører en stor fordel på dette punktet. På bakgrunn av dette vurderes faren for nyetableringer generelt i BAE-næringen som moderat.

Leverandørenes forhandlingsmakt preges av at leverandørene er mange og at byttekostnadene for bransjen er lave. Med dette som grunnlag er leverandørenes forhandlingsmakt ansett å være svak i BAE-næringen.

Selv om det ikke finnes substitutter på markedet i dag, er det viktig å være oppmerksom på det potensielle inntoget av 3D-printing. Slik teknologi kan føre til en drastisk endring for bransjen og i verste fall bidra til å presse eksisterende aktører ut av markedet, jamfør 4.3.2. Foreløpig må trusselen fra substitutter anses som svak, selv om dette potensielt kan være et sterkt substitutt i fremtiden.

Kundenes forhandlingsmakt påvirkes i særlig grad av antall aktører i bransjen. Kundene kan deles inn i offentlig og privat sektor. Offentlige innkjøp baserer seg i stor grad på anbudsprosesser, der det beste tilbudet får kontrakten. Som kunde har det offentlige derfor høy forhandlingsmakt. Også private kunder antas å ha høy forhandlingsmakt. Dette skyldes at det er mange tilbydere med få krav til innovasjon, noe som fører til at byttekostnadene for kunden er lave.

Konkurransen mellom eksisterende bedrifter preges av hard konkurranse med lave marginer i noen lokale områder, mens andre områder preges av svakere konkurranse. Bransjen består av både noen store og mange små aktører. På sikt vil imidlertid bransjen kunne bære preg av flere større aktører enn i dag. Dermed vil stordriftsfordelene kunne reduseres over tid, og begrense lønnsomheten blant de større selskapene. Konkurransen i næringen antas å være *moderat-til-sterk* på det nåværende tidspunkt. Likevel er det sannsynlig at konkurransen vil være sterkere i fremtiden.



Figur 4-10 Oppsummering Porters five forces for BAE-næringen.

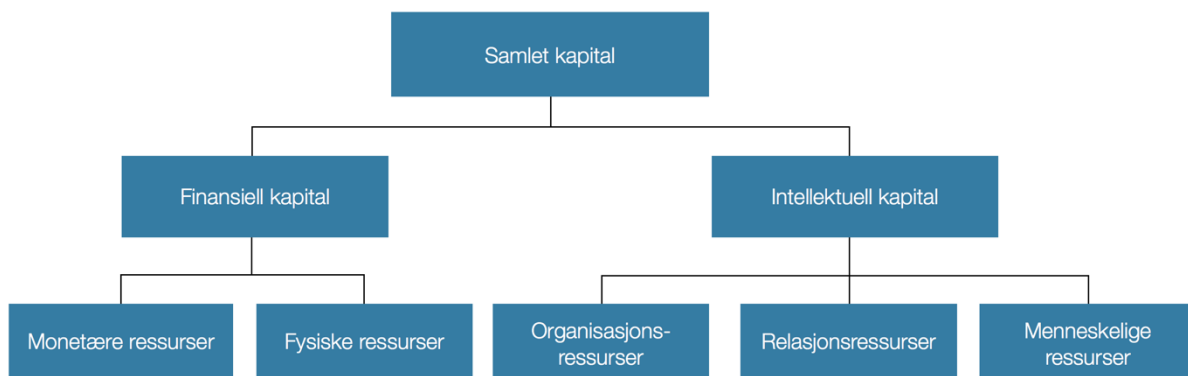
4.4 Offentlige myndigheter

Offentlige myndigheter kan påvirke lønnsomheten i en bransje. Dette kan være i form av blant annet lover og reguleringer, proteksjonisme eller for å stimulere til økt sysselsetting (Kaldestad & Møller, 2016, s. 101)

Som nevnt i 4.2.1 står offentlige investeringer for omkring 70-80 prosent av det norske anleggsmarkedet. I dårligere tider kan myndighetene investere ekstra mye penger i infrastruktur for å holde aktivitetsnivået i økonomien oppe. Dette bidrar til en lite konjunkturfølsom anleggsbransje (Prognosesenteret, 2016). Ved å opprettholde den økonomiske aktiviteten kan myndighetene beskytte arbeidsplasser. En konsekvens av dette kan være at det opprettholdes kunstig høy aktivitet i bransjen. Dermed kan selskaper som normalt sett ville gått konkurs eller bli nedlagt skape unaturlig stor konkurranse i bransjen og presse lønnsomheten ned (Kaldestad & Møller, 2016, s. 101).

4.5 Interne ressurser (VRIO)

Formålet med den interne analysen er å kunne forklare bedriftens konkurransevne ut i fra deres ressurser. Vi ønsker å undersøke hvorvidt bedriftens ressurser representerer en strategisk fordel eller ulempe i forhold til konkurrentene. For at en ressurs skal kunne være en vedvarende fordel, må en vurdere om det foreligger en manglende mulighet for bedriftens eksisterende og kommende konkurrenter til å kopiere strategien som er kilden til konkurransefortrinnet (Roos, et al., 2010, s. 103).



Figur 4-11 Kart over selskapers samlede interne ressurser fordelt på finansiell og intellektuell kapital (Roos, et al., 2010, s. 106)

Som fremstilt i figur 4-11 kan selskapers ressurser deles inn i intellektuell og finansiell kapital. Intellektuell kapital kan videre dekomponeres i menneskelige ressurser, organisasjons- og relasjonsressurser, mens finansiell kapital består av fysiske og monetære ressurser.

Menneskelige ressurser knytter seg typisk til de ansattes ferdigheter, kompetanse, intellekt og tilpasningsdyktighet. Slike ressurser er særlig viktige i forbindelse med selskapets utvikling og evne til innovasjon. **Organisasjonsressurser** vedrører unike ressurser i en organisasjon. Disse er typisk knyttet til immaterielle ressurser som varemerke, omdømme, prosesser, patenter og systemer, og er i liten grad imiterbare for konkurrentene. **Relasjonsressurser** omhandler selskapets forhold og tilknytning til eksterne aktører som er verdifulle for virksomheten. Typiske eksterne aktører kan være kunder, leverandører og andre partnere.

Fysiske ressurser er selskapets maskiner, bygninger, og lokaler. Et eksempel på dette kan være gravmaskiner og dumpere for et selskap i anleggsbransjen. **Monetære ressurser** omfatter selskapets kilder til kapital. Typisk vil dette knytte seg til selskapets kundefordringer, leverandørgjeld, likviditet og for eksempel bankrelasjoner (Roos, et al., 2010, s. 105).

4.5.1 Menneskelige ressurser

4.5.1.1 Kompetanse

Kompetente medarbeidere er selskapets viktigste ressurs. Veidekke jobber kontinuerlig med å skape en arbeidsplass som tiltrekker seg kompetent arbeidskraft og har derfor utviklet et rekrutteringsprogram med særlig fokus på studenter og nyutdannede. Dette innebærer at selskapet er representert på karrieredager ved høyskoler og universiteter i Skandinavia. Programmet har ført til en økning i antall søknader tilknyttet traineestillinger med omtrent 50 prosent.

For å nå sine forretningsmessige målsettinger er det essensielt å tilrettelegge for kompetanseutvikling blant selskapets medarbeidere. Ved hjelp av kurs og andre programmer for kompetanseutvikling kan selskapet skape en god kunnskapsplattform innad, noe som sannsynligvis vil bidra positivt til videre utvikling. Organisasjonen består av omkring 7 400 ansatte. I samarbeid med Stanford University kan selskapets ansatte få opplæring og sertifiseringer i BIM (Building Information Modelling) og VDC (Virtual Design and Construction). I dag har 37 av Veidekkes medarbeidere VDC-sertifisering. VDC representerer en ny teknologi som effektiviserer og kvalitetssikrer planleggings- og gjennomføringsprosessen ved prosjektarbeid. Teknologien bidrar til å redusere kostnader knyttet til disse prosessene (Veidekke, 2017a).

Utover dette tilbys også kurs i forbindelse med prosjekt- og produksjonsledelse, kontraktsrett, økonomi, energi og miljø, HMS, lederutvikling og compliance til selskapets medarbeidere.

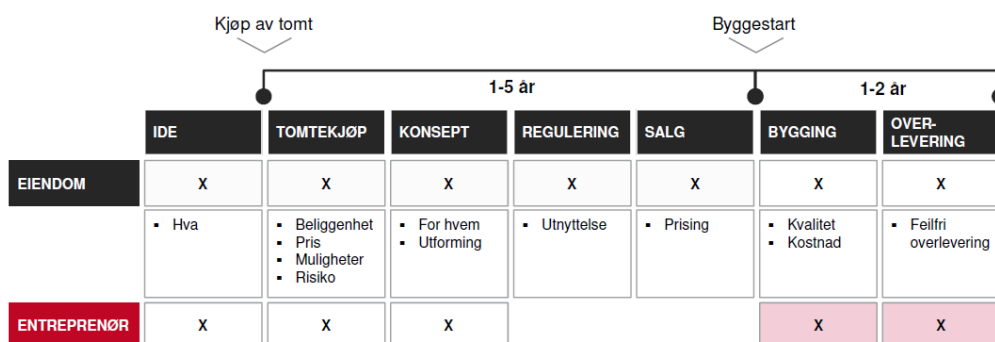
Satsningen på kontinuerlig utvikling og rekruttering av kompetente medarbeidere gjør at selskapets arbeidsstyrke alltid vil være kompetente for den jobben som skal gjøres, samtidig som en vil være oppdatert på nye byggemetoder og –standarder. På denne måten er medarbeiderne mer tilpasningsdyktige når nye retningslinjer eller ny teknologi skal implementeres (Veidekke, 2017a).

Kompetent arbeidskraft er utvilsomt en meget verdifull ressurs i BAE-næringen. Veidekkes største konkurrenter¹⁷ har også fokus på kompetanseutvikling og rekruttering av kompetent personell. Selv om selskapene sannsynligvis har noe forskjellig tilnærming til hvilke metoder som er mest effektive, er det vanskelig å vurdere de ulike selskapenes rekrutterings- og kompetanseprogrammer opp mot hverandre. Det konkluderes med at kompetanse blant ansatte er verdifullt for Veidekke, men det utgjør neppe noen konkurransefordel. Det mest nærliggende er å konkludere med konkurransemessig paritet knyttet til kompetanse med den forutsetning at kompetent arbeidskraft er imiterbart over tid.

4.5.2 Organisasjons- og relasjonsressurser

4.5.2.1 Verdiskapende samspill

Selskapets entreprenør- og eiendomsvirksomhet er overlappende. Ved å kombinere disse virksomhetene er Veidekke en totalleverandør for kunden (Veidekke, 2016c). Figur 4-12 illustrerer hvordan dette fungerer i praksis.



Figur 4-12 Verdiskapende samspill mellom Veidekkes entreprenør- og eiendomsvirksomhet i byggeprosessen (Veidekke, 2016b).

¹⁷ NCC, AF Gruppen og PEAB har alle fokus på rekruttering og kompetanseutvikling (AF Gruppen, u.å.-a; NCC, u.å.-e; PEAB, u.å.-g).

Entreprenørvirksomheten er hovedsakelig involvert i begynnelsen og slutten av prosessen, mens eiendomsselskapet er involvert gjennom hele prosessen fra idé til overlevering. Tilnærmet alle boligprosjekter utviklet av eiendomsselskapet bygges av entreprenørvirksomheten. Derfor er det hensiktsmessig at denne delen av virksomheten involveres også på et tidlig tidspunkt i prosessen, slik at eventuelle risikoer kan avdekkes så tidlig som mulig. På denne måten kan Veidekke høste synergier gjennom samarbeidet mellom virksomhetene (Veidekke, 2016c).

Selskapet er også meget opptatt av å danne verdiskapende samspill med eksterne aktører som kunder, leverandører og partnere. *Veidekkehuset* er bygget opp på fire grunnleggende verdier, og legger fundamentet for et verdiskapende samspill mellom selskapets viktigste interessenter. De fire verdiene kommuniseres som profesjonell, redelig, entusiastisk og grensesprengende. I kombinasjon med samspillet mellom selskapets ulike virksomhetsområder bidrar dette til å skape gode omgivelser for selskapets eksterne aktører (Veidekke, u.å.-a).

Også eierstrukturen bidrar til å forsterke samspillet. OBOS er den største aksjonæren i Veidekke og på samme tid Norges største boligforvalter med mer enn 215 000 boliger i sin portefølje (OBOS, u.å.). De to selskapene samarbeider om en rekke boligutviklingsprosjekter, og det er liten tvil om at OBOS, med sin posisjon, styrker Veidekkes posisjon i markedet, jamfør 2.1.4.

Veidekke er imidlertid ikke de eneste som har sterke synergier i virksomheten. Flere av selskapets konkurrenter er også etablert som entreprenører og eiendomsutviklere¹⁸ og oppnår flere av de samme synergieffektene. Likevel er samarbeidet med aksjonæren OBOS en viktig brikke for Veidekke. Selv om OBOS også er største aksjonær i AF Gruppen, er det likevel nærliggende å konkludere med at Veidekke har en midlertidig strategisk fordel knyttet til deres verdiskapende samspill.

4.5.2.2 Omdømme

Som omtalt i den eksterne analysen er kunderelasjoner og omdømme vurdert som den viktigste kilden til lønnsomhet i BAE-næringen. Oppdragene i næringen er hovedsakelig prosjektbaserte, og betydningen av varige kunderelasjoner er mindre, da bedriftene må fremstå

¹⁸ Se presentasjon av komparative selskaper i kapittel 2.4.

som konkurransedyktige i hvert enkelt byggeoppdrag. Av den grunn er bedriftens omdømme er særdeles viktig faktor (Espelien & Reve, 2007).

Veidekke har et sterkt renommé i arbeidsmarkedet. I Universums årlige norske undersøkelse ble Veidekke kåret til den mest attraktive arbeidsgiveren blant unge ingeniører i 2015. Lignende undersøkelser i Sverige og Danmark viser også økt attraktivitet. I tillegg har Veidekke blitt tildelt diverse priser for kåringer som *Årets Leanbyggare* i Sverige, Arbeidsmiljøprisen i Danmark og Innovasjonsprisen for arbeidsmetodikken *involverende planlegging* (IP) i Norge. Dette har bidratt til at selskapet har fått økt omtale som innovativ og profesjonell aktør i bransjen (Veidekke, 2016c).

Selv om selskapet har et godt omdømme blant arbeidere og sannsynligvis blant kunder, er det rimelig å tro at det er vanskelig å oppnå noe særlig fortrinn mot konkurrentene på dette området. Det konkluderes med konkurransemessig paritet.

4.5.2.3 Produksjon av pukk og grus

Veidekke er en betydelig produsent av pukk og grus på det norske markedet. Det foreligger lite informasjon vedrørende hvor mye av produksjonen som går til eget bruk, mens det antas at virksomheten bidrar til bedret ressurstilgang for Veidekke.

Selv om produksjon av pukk og grus er en verdifull ressurs for Veidekke, er ikke dette heller uvanlig blant konkurrentene. Det er derfor hensiktsmessig å anta at disse forhold ikke gir noe konkurransefortrinn for selskapet.

4.5.2.4 WAM Foam

For å møte strenge miljøkrav og redusere utslippet av miljøskadelige gasser har Veidekke, sammen med Shell, utviklet en ny prosess for produksjon av asfalt. *WAM Foam*, som prosessen kalles, gjør det mulig å redusere temperaturen i asfaltproduksjonen med omkring 40-50°C. Dette fører til lavere utslipp av CO₂, samtidig som energiforbruket i produksjonsprosessen reduseres. Prosessen er også patentert og skal sørge for et bedre og mindre helseskadelig arbeidsmiljø. I tillegg bidrar et lavere energiforbruk til reduserte kostnader. Det er estimert at prosessen reduserer energiforbruk og CO₂-utslipp med omkring 30 prosent, mens kvaliteten på asfaltdekket er dokumentert å være den samme som tidligere (Veidekke, u.å.-b).

Spørsmålet er hvorvidt WAM Foam gir Veidekke en strategisk fordel. Patentet er verdifullt for selskapet fordi det bidrar til å forbedre håndteringen av eksterne trusler og muligheter vedrørende miljømessige forhold samtidig som det ivaretar de ansattes arbeidsforhold på en bedre måte (Veidekke, 2016c). I 2013 innførte Statens Vegvesen, som er norske asfaltentreprenørers største kunde, et bonussystem for å benytte lavtemperaturasfalt (LTA) (Nordisk Vegforum, 2015).

Ifølge Barney & Clark (2007, s. 149) kan en patent både redusere og øke imiterbarheten til et produkt eller en prosess. Utfordringen er at myndighetene krever mye informasjon om teknologien for å godkjenne patentet, noe som gir konkurrentene mulighet til å lage et substitutt for teknologien til en lavere kostnad enn ellers. Veidekke og Shell har imidlertid solgt rettigheter for implementering av WAM Foam til selskaper i Italia, Luxemburg, Canada, New Zealand og Australia (Nordisk Vegforum, 2015).

Selv om et patent kan være beskyttende for en periode, kan det også føre til at substitutter lettere kommer på markedet (Barney & Clark, 2007, s. 149). Det virker fornuftig å konkludere med at WAM Foam representerer en midlertidig strategisk fordel. Faren for at et mulig substitutt kan etableres over tid ligger til grunn for konklusjonen.

4.5.3 Fysiske ressurser

4.5.3.1 Driftsmidler

Veidekke har mange forskjellige fysiske ressurser. Eksempler på disse er driftsmidler som eiendom, biler, maskiner og asfaltverk. Etter selskapets regnskapsprinsipper¹⁹ er levetiden på de forskjellige driftsmidlene estimert til å være følgende:

- Biler 5 år
- Maskiner mv. 5 til 7 år
- Asfaltverk 10 til 15 år.
- Bygninger 20 til 50 år

Selskapets fysiske ressurser kan vanskelig utgjøre noen strategisk fordel eller ulempe. Dette skyldes i stor grad at utstyret er å regne for standard innen BAE-næringen, der alle selskaper mer eller mindre har tilgang til de samme ressursene (Veidekke, 2017a). Dette kan delvis

¹⁹ Kilde: (Veidekke, 2016c)

forklares med at innovasjonen i næringen er relativt svak. Felles for selskapene i bransjen er også at flere driftsmidler er hentet på leiekontrakter. Dette tyder på at de fleste driftsmidlene er tilgjengelig på markedet.

Selv om næringen har fått noe kritikk for lite innovativt fokus²⁰, har selskapet de senere årene blant annet testet ut el-drevne betongspruteriggler. Slike maskiner vil kunne redusere CO2-utslippet på dette området med hele 60 prosent, samtidig som at investeringskostnadene vil gå ned. I tillegg vil det fysiske arbeidsmiljøet bli bedre (Veidekke, 2017a).

Fysiske ressurser kan likevel ikke anses å gi noen strategisk fordel eller ulempe i BAE-næringen.

4.5.4 Monetære ressurser

4.5.4.1 Kapitalstruktur

Selskapets finansielle stilling er god, noe som vil opprettholdes gjennom en kombinasjon av god drift og å begrense eksponeringen mot finansiell risiko så mye som mulig. Det foreligger sentrale parametere for å kunne opprettholde en solid kapitalstruktur. Disse er konsernets egenkapitalnivå, utvikling av netto rentebærende gjeld, løpende kontantstrøm og finansielle rammer. Selskapets likviditet er preget av sesongmessige variasjoner der det er større gjeldsbelastning i sommerhalvåret som følge av høyere aktivitet i virksomheten. Kapitalstyringen er innrettet for å ta hensyn til disse svingningene.

Det er også mulighet å gjennomføre tilbakekjøp av opptil 10 prosent av aksjekapitalen som instrument for å optimalisere kapitalstrukturen i perioder hvor konsernet står sterk finansielt.

Veidekke har en differensiert låneportefølje med hensyn til både lånekilder og forfallsstruktur. Selskapet benytter i stor grad bank-, obligasjons- og sertifikatmarkedet som finansieringskilder, og har inngått en låneavtale med DNB, hvor en kredittramme på NOK 3,6 milliarder er gjeldende. De har også et obligasjonslån på NOK 750 millioner som forfaller i 2018. 31. Desember 2016 hadde ikke selskapet noe netto rentebærende gjeld, mens det i 2015 hadde en netto rentebærende gjeld på 606 millioner. Årsaken til den store nedgangen i netto

²⁰ Jamfør kapittel 4.3.2.

rentebærende gjeld skyldes god kontantstrøm i byggevirksomheten gjennom året (Veidekke, 2017b).

Tabell 4-2 fremstiller utviklingen i egenkapitalen til Veidekke mot de komparative selskapene. Som en kan se av tabellen har Veidekke i perioden 2011-2016 en lavere egenkapital prosent sett relativt mot de komparative selskapene. Dette kan indikere en svakere kapitalstruktur enn de komparative selskapene. Dette støttes også av den statistiske analysen som er presentert i kapittel 6.2.4.

Utvikling i egenkapital	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Veidekke	20 %	21 %	21 %	22 %	22 %	20 %	21 %
NCC	25 %	23 %	22 %	23 %	25 %	22 %	23 %
PEAB	25 %	25 %	24 %	28 %	29 %	30 %	27 %
Afgruppen	29 %	24 %	26 %	28 %	29 %	30 %	28 %

Tabell 4-2 Egenkapitalprosent for Veidekke, NCC, PEAB og AF Gruppen i perioden 2011-2016.

Den noe svakere kapitalstrukturen anses ikke som en varig strategisk ulempe. Av den grunn anser vi kapitalstrukturen til Veidekke som en midlertidig ulempe.

4.5.5 Oppsummering interne ressurser (VRIO)

Tabell 4-3 oppsummerer de ressurser som er kartlagt gjennom den interne analysen. Det viser seg å være konkurransemessig paritet knyttet til menneskelige og fysiske ressurser blant bransjeutvalget. Dette skyldes at det er vanskelig å skille seg ut i særlig grad på disse områdene.

Organisasjons- og relasjonsressurser virker på den annen side å representere en midlertidig strategisk fordel for Veidekke. Sterkt verdiskapende samspill som inkluderer alle de viktigste selskapsinteressentene er en nøkkelfaktor til den antatte fordelen. Særlig vil det tette samarbeidet med OBOS, selskapets største aksjonær, gjøre at selskapet skiller seg fra noen av konkurrentene. Den patenterte asfaltproduksjons-prosessen, *WAM Foam*, virker også å representere en midlertidig strategisk fordel. Prosessen er antatt å redusere CO₂-utslippet i asfaltproduksjonen med omkring 30 prosent, noe som vekker internasjonal interesse. Selskaper lokalisert i nasjoner som Italia, Luxemburg, Canada, New Zealand og Australia har kjøpt rettigheter for å implementere prosessen.

Monetære ressurser virker på den annen side å representere en midlertidig strategisk ulempe for Veidekke. Selskapets egenkapitalprosent har jevnlig ligget lavere enn konkurrentene i perioden 2011-2016.

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Styrke eller svakhet	Utfall
Menneskelig ressurser						
Kompetanse	Ja	Nei	Nei	Ja	Styrke	Konkurransemessig paritet
Organisasjons- og relasjonsressurser						
Verdiskapende samspill	Ja	Nei	Tja	Ja	Styrke	Midlertidig strategisk fordel
Omdømme	Ja	Nei	Nei	Ja	Styrke	Konkurransemessig paritet
WAM-Foam	Ja	Ja	Tja	Ja	Styrke	Midlertidig strategisk fordel
Produksjon av pukk og grus	Ja	Nei	Nei	Ja	Styrke	Konkurransemessig paritet
Fysiske Resurser						
Driftsmidler	Ja	Nei	Nei	Ja	Styrke	Konkurransemessig paritet
Monetære ressurser						
Kapitalstruktur	Ja	Nei	Nei	Ja	Svakhet	Midlertidig strategisk ulempe

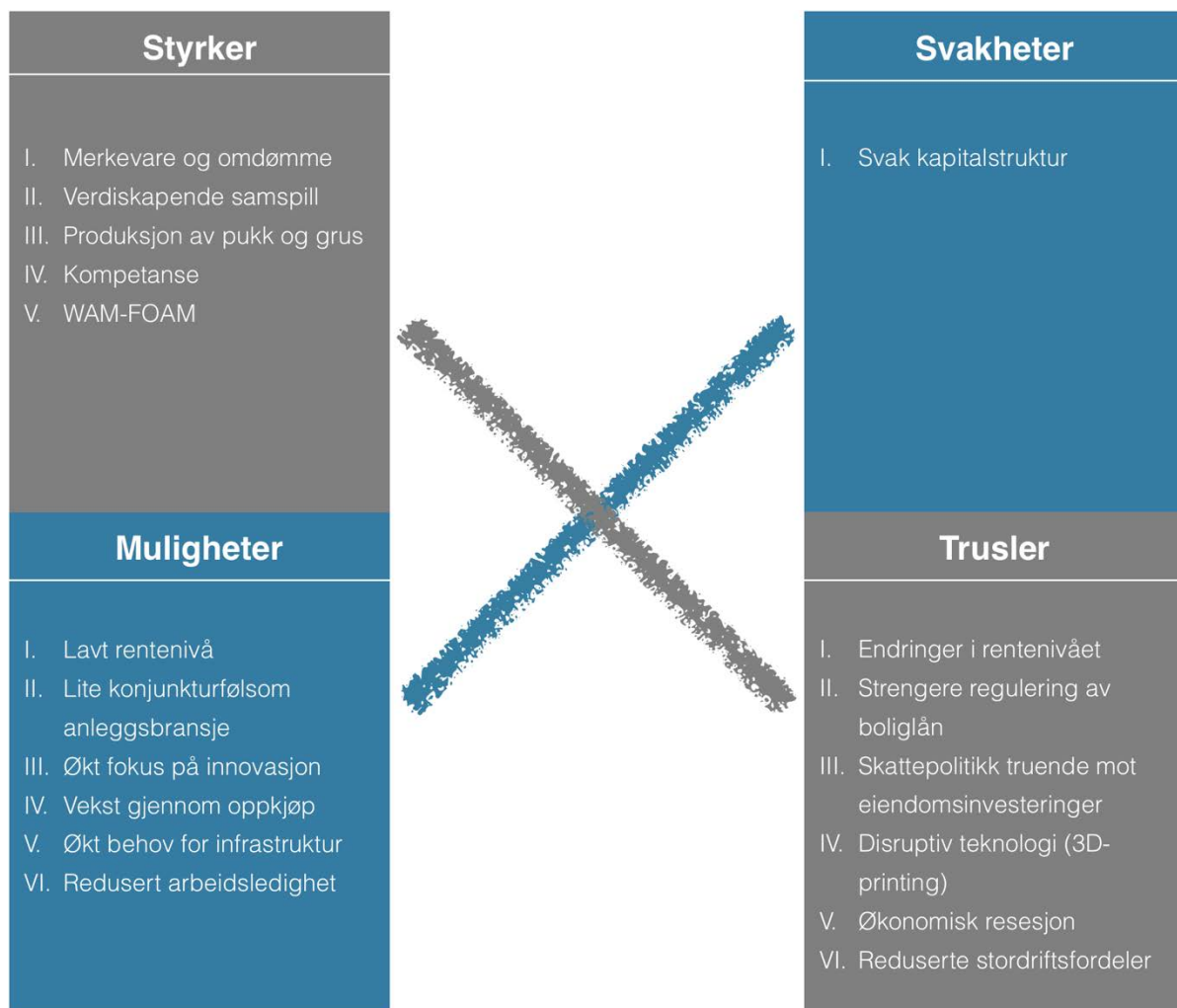
Tabell 4-3 Oppsummering av Veidekkes interne ressurser gjennom VRIO. Fritt etter Roos, et al. (2010, s. 108)

4.6 Oppsummering (SWOT)

Figur 4-13 fremstiller en SWOT-analyse som oppsummerer funnene fra den strategiske analysen. Styrker og svakheter har blitt kartlagt gjennom analyse av interne ressurser, mens trusler og muligheter knytter seg til bransjens eksterne omgivelser.

Blant de viktigste funnene kan det særlig nevnes at behovet for infrastruktur sannsynligvis vil øke gradvis over tid. Dette vil sannsynligvis føre til vekst i anleggsbransjen og økt etterspørsel etter offentlige bygg, noe som kan bidra til at næringen blir mindre konjunkturavhengig enn tidligere. Det er også rimelig å anta at det historisk lave rentenivået vil bevege seg mot et mer *normalt* nivå i fremtiden, selv om rentenivået ventes å holdes stabilt i en periode fremover. Dette innebærer at aktiviteten på boligmarkedet vil bli noe lavere i perioden fremover. Boligprisene i Sverige har hatt en meget aggressiv utvikling i 2015 og 2016, og faren for en resesjon i denne delen av markedet er utvilsomt tilstede på kort sikt. Boligmarkedet antas derfor å ha en lavere vekst enn anleggsbransjen og offentlige bygg fremover, og representerer høy risiko for bransjen.

Fra internanalysen ble det kartlagt en svakere kapitalstruktur for Veidekke enn konkurrentene, noe som øker risikoen forbundet med selskapet. Det ventes likevel at denne ulempen er midlertidig. Det er også observert midlertidige strategiske fordeler for Veidekke. Disse forbindes med selskapets organisatoriske synergieffekter og den patenterte asfaltproduksjonsprosessen *WAM Foam*.



Figur 4-13 Oppsummering av stategisk analyse gjennom SWOT, fritt etter Johnson, et al. (2012, s. 68).

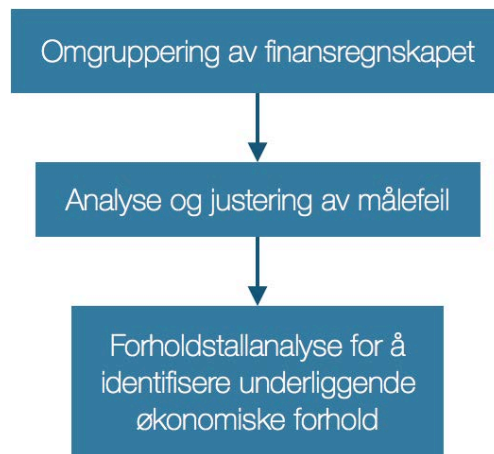
5 Regnskapsanalyse

I regnskapsanalysen skal en gjennomgå virksomhetens regnskapsinformasjon over tid for å identifisere de underliggende økonomiske forhold (Kaldestad & Møller, 2016, s. 60-61). Ved å analysere historiske regnskapstall kan en få kjennskap til selskapets evne til verdiskaping og vekst, samt se utvikling i forhold til konkurrentene (Koller, et al., 2015, s. 207).

Innledningsvis i kapitlet vil rammeverket for analysen presenteres. Deretter fremstilles historisk utvikling i resultat- og balanseregnskapet, før omgruppering og justering av regnskapet gjøres for å optimalisere informasjonen for analyseformål.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Figur 5-1 fremstiller regnskapsanalysen i tre steg.



Figur 5-1 – Regnskapsanalysen i tre steg. Fritt etter Knivsflå (2017i).

Før en begynner med analysen må en ta stilling til **analysenivå**, **analyseperiode** og hvilke **komparative selskaper** som er hensiktsmessig å benytte.

5.1.1 Valg av analysenivå

For å gjennomføre en regnskapsanalyse, må en vurdere hvorvidt en skal benytte konsernregnskapet eller selskapsregnskapet som grunnlag. Det er flere faktorer som bør påvirke dette valget. Dersom selskapet i stor grad er konsentrert rundt ett virksomhetsområde, er konsernregnskapet ofte det beste utgangspunktet for analysen. Dette er imidlertid en utfordring dersom selskapet operer i forskjellige land. Kontantstrømmer som ikke er i samme valuta, bør analyseres for seg selv, samtidig som valutabehandlingen i konsernregnskapet er noe omfattende. Dersom selskapets forretningsområder er svært ulike, bør disse også

analyseres hver for seg. Likevel er det slik at regnskapsinformasjonen fra datterselskaper, dersom disse ikke er børsnoterte, ofte er svært begrenset. Dette gjør det vanskelig å anvende informasjonen for analyseformål. I et børsnotert selskap er ofte informasjon om segmentene offentliggjort i årsrapporten. Denne informasjonen er ofte tilstrekkelig til å kunne gjøre en verdivurdering av de ulike virksomhetsområdene. Det er også forskjeller knyttet til regnskapsspråk. Konsernregnskapet vil typisk være hensiktsmessig for analyseformål fordi strenge krav til hvilke vurderings- og regnskapsprinsipper som benyttes, ivaretar sammenlignbarhetskravet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 84-85).

Veidekke opererer innen tre ulike segmenter, der driften utføres gjennom egne selskap knyttet til hvert segment. Dette taler for at analyse av hvert enkelt selskap er den beste tilnærmingen. Disse datterselskapene er imidlertid ikke notert på børs, noe som gjør at tilgang på informasjon er noe begrenset. Selskapets virksomhet i Skandinavia foregår også gjennom egne ikke-noterte selskaper i Sverige og Danmark. Det samme gjelder for de komparative selskapene. Dette skaper utfordringer ettersom de ulike land opererer med forskjellige regnskapsspråk. Ettersom børsnoterte selskaper rapporterer sine konsernregnskaper etter IFRS, er konsernregnskapet mer sammenlignbart over landegrensene. Konsernregnskapet reflekterer også hele konsernets virksomhet, mens selskapsregnskapet kun presenterer datterselskapene som investeringer (Kvifte, Bernhoft, & Tofteland, 2011, s. 256).

Konklusjonen er dermed at Veidekkes konsernregnskap benyttes i analysen.

5.1.2 Analyseperiode

Før en gjennomfører regnskapsanalysen, må en bestemme hvor langt tilbake i tid det er hensiktsmessig å analysere. For å avgjøre dette bør en vurdere hvorvidt selskapet har vært stabilt eller labilt over tid. Stabile selskap bør typisk ha en lang analyseperiode, mens labile selskap optimalt har kortere analyseperiode fordi sistnevnte bærer preg av større endringer i virksomheten. En lang tidsperiode bør velges der det er fornuftig ettersom tidsserien av forholdstall blir lenger og mer representative (Knivsflå, 2017h).

Veidekke har røtter tilbake til 1936. Virksomheten har naturligvis endret seg mye i løpet av den lange historien, men de siste årene har utviklingen foregått forholdsvis stabilt. Selv om anleggsbransjen er forholdsvis stabil, er bygge- og eiendomsbransjen mer konjunkturavhengig, noe som fører til et behov for å inkludere både samfunnsøkonomiske høy- og lavkonjunkturer i analyseperioden. Selskapet ekspanderte virksomheten til Danmark

og Sverige tidlig omkring år 2000. Etter dette er det ikke foretatt ekstraordinære endringer i virksomheten, jamfør avsnitt 2.1.1.

På bakgrunn av diskusjonen ovenfor anses det hensiktsmessig med en forholdsvis lang analyseperiode. Tidshorizonten settes til 8 år, slik at konjunktursvingningene i forbindelse med den globale finanskrisen inkluderes i analysen.

5.1.3 Komparative selskap (benchmark)

For å finne en god målestokk på Veidekkes prestasjonsnivå er det ønskelig å benytte et bransjegjennomsnitt. For at bransjegjennomsnittet skal være mest mulig relevant for målselskapets virksomhet, vil de komparative selskapene velges utfra hvilke selskap som har tilsvarende størrelse og virksomhetsområder som målselskapet. Dette innebærer en implisitt forutsetning om at bransjeselskapene har tilsvarende vekst-, risiko- og kontantstrømprofil som målselskapet (Damodaran, 2012, s. 462).

I avsnitt 2.4 ble NCC, AF Gruppen og PEAB presentert som komparative virksomheter for Veidekke. Likheter mellom virksomhetene er at de har tilnærmet samme virksomhetsområder, samtidig som alle er lokalisert i Skandinavia. Det er derfor sannsynlig at selskapene har lignende risikoprofiler, og til en utstrekning også lignende kontantstrømmer og vekstprofil. Likevel er ikke selskapene perfekt sammenlignbare. For eksempel er det særlig forskjeller knyttet til hvilket land de ulike selskapene har sine største markedsandeler. I tillegg er selskapenes størrelse ulik. Likevel er det vanskelig å finne børsnoterte selskaper som er mer sammenlignbare enn disse. Etersom vi bare har identifisert tre sammenlignbare selskaper, ser vi det hensiktsmessig å inkludere Veidekke i bransjeutvalget. Dette virker rimelig ettersom Veidekke også er en betydelig aktør i bransjen og dermed representerer betydelige markedsandeler.

5.2 Presentasjon av resultat- og balanseregnskap

5.2.1.1 Resultatregnskap

Tabell 5-1 viser at Veidekke har hatt jevn omsetningsvekst i perioden 2010-2015. I 2016 viste imidlertid driftsinntektene stor vekst, noe som sannsynligvis skyldes et meget høyt aktivitetsnivå i bygge- og anleggsmarkedet, jamfør avsnitt 2.2.1.1. Boligmarkedet i Norge og Sverige har vært særlig *hett* den siste tiden, som følge av det rekordlave rentenivået, jamfør avsnitt 4.2.2.3. Selskapet hadde imidlertid en stor nedgang i driftsinntektene i 2009. Dette skyldes at hele den skandinaviske økonomien beveget seg fra finanskrisen og stor usikkerhet,

til lavkonjunktur. De ulike kostnadspostene har hovedsakelig variert i samsvar med omsetningen gjennom hele analyseperioden, noe som likevel ikke er tilfelle for driftsresultatet. Regnskapet viser at store variasjoner i resultat fra felleskontrollerte selskap medfører særlige ujevnheter.

Resultatregnskap i NOK millioner	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	19335,9	20225,7	15 923	15 745	17 727	19 839	21 781	24 027	24 225	28 613
Underentreprenører	-8350,2	-9031,2	-6 569	-6 027	-7 319	-9 053	-9 448	-10 811	-11 561	-14 430
Materialkostnader	-4971,3	-4485,7	-3 197	-3 368	-3 863	-3 785	-5 001	-4 154	-3 673	-3 939
Lønnskostnader	-3840,8	-4138,9	-3 827	-3 881	-4 162	-4 142	-4 450	-5 022	-5 233	-5 838
Andre driftskostnader	-1067,7	-1303,5	-1 402	-1 684	-1 656	-1 945	-1 934	-2 873	-2 573	-3 077
Nedskrivning		4,2		-14	-5	-3	-11			
Avskrivninger	-233,6	-291,8	-336	-349	-322	-303	-310	-338	-372	-466
Sum driftskostnader	-18463,6	-19255,3	-15 331	-15 323	-17 327	-19 229	-21 154	-23 199	-23 412	-27 750
Resultat fra investering i felleskontrollerte selskap	325,8	135,4	47	22	229	35	65	217	130	190
Driftsresultat	1 198	1 106	640	444	629	645	692	1 045	943	1 053
Finansinntekter	80,4	112,2	66	67	150	83	81	93	94	98
Finanskostnader	-97,5	-209,3	-77	-29	-31	-29	-54	-83	-88	-60
Resultat før skattekostnad	1181	1008,7	628	482	748	698	718	1 055	950	1 092
Skattekostnad	-179,9	-221,9	-119	-128	-103	-160	-163	-196	-167	-170
Årsresultat	1001,1	786,8	510	354	645	538	556	859	782	922
Verdiregulering pensjon etter skatt	-	-	-	-	-	176	-4	-151	25	4
Totalresultat som ikke kan reklassifiseres i senere periode -	-	-	-	-	-	176	-4	-151	25	4
Omregningsdifferanser valuta	-31,1	65	-95	4	0	-26	91	43	97	-102
Verdireguleringer finansielle eiendeler til virkelig verdi etter skatt	29,2	-39,8	7	-10	-41	9	4	-10	-	8
Totalresultat som kan reklassifiseres i senere periode	-1,9	25,2	-88	-7	-41	-17	95	33	97	-93
Sum andre inntekter og kostnader etter skatt	-1,9	25,2	-88	-7	-41	159	91	-118	123	-89
Totalresultat	999,2	812	422	347	604	697	647	741	905	832
Fordeling av Årsresultatet										
Eiere av morselskapet	989,7	782,6	501	345	638	527	544	843	765	887
Ikke-kontrollerende eierinteresser	11,4	4	9	9	7	11	12	16	18	35
Sum	1001,1	786,6	510	354	645	538	556	859	783	922
Fordeling av totalresultat										
Eiere av morselskapet	987,8	807,8	413	339	597	597	632	725	885	801
Ikke-kontrollerende eierinteresser	11,4	4,2	9	9	7	7	15	16	20	31
Sum	999,2	812	422	347	604	604	647	741	905	832
Resultat pr. Aksje (kr) (ordinært/utvannet)	7,1	5,8	3,7	2,6	4,8	3,9	4,1	6,3	5,7	6,6

Tabell 5-1 Resultatregnskap for Veidekke i perioden 2007-2016. Kilder: Årsrapporter Veidekke ASA 2007-2016. Verdier er i MNOK.

5.2.1.2 Balanse Eiendeler

Tabell 5-2 viser at Veidekke har hatt en jevn vekst i sine anleggs- og omløpsmidler over analyseperioden. Nominelt sett har verdien på Veidekkes maskiner mer enn doblet seg fra 2007 til 2016. Dette skyldes at et høyere aktivitetsnivå i konsernet har bidratt til økt investeringsbehov de senere årene (Veidekke, 2016c). Tabell 5-2 viser en oversikt over selskapets aktiva gjennom analyseperioden.

Balanse Eiendeler i NOK millioner	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Anleggsmidler										
Goodwill	504	557	523	558	546	631	775	804	1 151	1 248
Andre immaterielle eiendeler	-	27	27	38	34	46	105	110	104	136
Utsatt skattefordel	46	36	79	53	67	62	56	54	65	65
Eiendommer	495	576	511	484	488	512	500	501	556	560
Maskiner o.l.	927	1 200	1 206	1 207	1 137	1 235	1 230	1 389	1 689	1 954
Investeringer felleskontrollerte selskap	428	673	638	603	515	755	908	1 151	1 134	1 363
Finansielle eiendeler	405	303	317	280	280	394	417	408	852	649
Sum anleggsmidler	2 805	3 372	3 301	3 224	3 068	3 635	3 990	4 416	5 550	5 975
Omløpsmidler										
Næringsprosjekter	74	270	466	123	42	82	84	0	0	0
Boligprosjekter	1 297	1 481	1 443	1 851	3 220	3 542	3 064	2 797	3 355	4 877
Driftsbeholdninger	273	323	266	251	264	330	308	255	310	455
Kundefordringer	3 743	2 847	2 061	2 175	2 641	2 914	3 174	3 504	4 597	5 025
Andrefordringer	235	320	179	296	415	477	283	564	574	470
Finansielle plasseringer	-	-	-	-	-	-	-	412	-	-
Likvide midler	272	354	144	152	276	206	764	435	402	644
Sum omløpsmidler	5 894	5 594	4 560	4 847	6 857	7 550	7 676	7 966	9 238	11 471
Sum Eiendeler	8 699	8 966	7 860	8 071	9 925	11 185	11 666	12 382	14 788	17 445

Tabell 5-2 Oversikt over Veidekkes aktiva i perioden 2007-2016. Kilder: Årsrapporter Veidekke ASA 2007-2016. Verdier er i MNOK.

5.2.1.3 Balanse EK og Gjeld

Tabell 5-3 viser Veidekkes balanseregnskap i perioden 2007-2016. Selskapet har et obligasjonslån på 750 millioner som forfaller i 2018, jamfør 4.5.4. Det virker sannsynlig at selskapet vil refinansiere lånet før det forfaller, slik at situasjonen ikke vil ha innvirkning på selskapets likviditet. Det er likevel ønskelig å påpeke den store økningen i *annen kortsiktig gjeld* i 2016. Økningen kan særlig tilskrives en stor økning i forskuddsbetaling fra kunder på omkring 2 milliarder kroner. Forskuddsbetalinger knytter seg både til prosjekter som er fakturert før de er utført og salg av boliger (Veidekke, 2017b). Økningen i kortsiktige forpliktelser samsvarer derfor i stor grad med økningen i bokførte boligprosjekter i 2016, jamfør tabell 5-2.

Balanse Egenkapital og Gjeld i NOK millioner	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital										
Aksjekapital	70	68	67	67	67	67	67	67	67	67
Annen egenkapital	2 182	2 021	1 920	1 912	2 161	2 051	2 338	2 606	3 006	3 219
Ikke-kontrollerende eierinteresser	34	25	35	56	67	65	62	71	145	179
Sum Egenkapital	2285,9	2113,9	2 022	2 035	2 294	2 183	2 466	2 744	3 218	3 465
Langsiktig gjeld										
Pensjonsforpliktelser	260	253	311	139	167	226	216	523	512	877
Utsatt skatt	215	88	113	136	220	258	342	222	427	
Obligasjonsgjeld							750	750	750	750
Gjeld til kredittinstitusjoner	458	884	306	563	803	1 856	53	73	517	212
Annen langsiktig gjeld	111	115	46	42	380	28	37	104	103	136
Sum langsiktig gjeld	1043,3	1339,6	775	879	1 570	2 367	1 398	1 671	2 309	1 975
Kortsiktig gjeld										
Gjeld til kredittinstitusjoner	163	0,4	1	2	2	218	672	55	43	44
Leverandøregjeld	3 031	2 536	2 496	2 495	2 820	2 798	3 029	3 132	3 778	4 182
Skyldige offentlige avgifter	423	426	310	308	320	355	580	605	689	656
Reklamasjonsavsetninger mv.	621	964	840	739	716	788	740	825	848	915
Betaltbar skatt	153	290	127	95	17	14	90	241	71	128
Annen kortsiktig gjeld	980	1 296	1 289	1 518	2 185	2 462	2 691	3 109	3 832	6 080
Sum Kortsiktig gjeld	5370	5512,1	5 063	5 158	6 061	6 635	7 802	7 967	9 261	12 005
Sum egenkapital og gjeld	8699,3	8965,6	7 860	8 071	9 925	11 185	11 666	12 382	14 788	17 445

Tabell 5-3 Oversikt over Veidekkes passiva i perioden 2007-2016. Kilder: Årsrapporter Veidekke ASA 2007-2016. Verdier er i MNOK.

5.3 Omgruppering av finansregnskap

Det tradisjonelle finansregnskapet er ikke organisert for robuste vurderinger av driftens ytelse og verdi. Balansen blander sammen operative eiendeler, ikke-operative eiendeler, og kilder til finansiering. Resultatregnskapet, i likhet med balansen, kombinerer operativ fortjeneste med finansrelaterte kostnader. For å kunne forberede finansregnskapet til å analysere økonomisk ytelse, må vi omgruppere postene i balansen, resultatregnskapet og kontantstrømpoppstillingen i tre kategorier; operative, ikke-operative og kilde til finansiering. Dette innebærer å gå igjennom notene i finansregnskapet for å kunne separere kontoer som samler operative og ikke-operative elementer. Dette er viktig for å unngå dobbelttelling, utelate kontantstrøm, eller skjulte innflytelse som øker det rapporterte resultatet (Koller, et al., 2015, s. 169).

5.3.1 Omgruppering av resultat

Hensikten med å omgruppere resultatoppstillingen er å kartlegge hvilke poster som utgjør endringen i egenkapital. Disse postene kan deles inn i (1) drifts- og finansieringsposter, og (2) normale og unormale poster. Omgruppering av resultatoppstillingen kan deles inn i fire steg (Knivsflå, 2017g):

- *Steg 1. Identifiser fullstendig nettoresultat*
- *Steg 2. Fordeling av fullstendig nettoresultat*
- *Steg 3. Identifisering av normale og unormale poster*
- *Steg 4. Fordeling av skattekostnaden*

5.3.1.1 Steg 1

Det første steget i omgrupperingen av resultatoppstillingen er å identifisere det fullstendige nettoresultatet til majoriteten sin del av egenkapitalen. Fullstendig nettoresultat kan finnes gjennom følgende sammenheng (Lundesgaard, 2012):

$$\text{Fullstendig nettoresultat} = EK_t^* - EK_{t-1}$$

, der EK_t^* inneholder både *clean surplus* og *dirty surplus*. Førstnevnte representerer ordinært totalresultat, mens sistnevnte representerer regnskapsposter som er ført direkte mot egenkapitalen. *Dirty surplus* bryter imidlertid med kongruensprinsippet etter regnskapsloven § 4-3, som sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres (Lundesgaard, 2012).

Ettersom Veidekkes konsernregnskap er utarbeidet i tråd med IFRS, vil andre resultatelementer presenteres som en egen post i resultatoppstillingen. Dette innebærer at selskapets totalresultat består av rapportert årsresultat *tillagt* andre resultatelementer. Fullstendig nettoresultat kan klassifiseres som den andel av årsresultatet som tilfaller Veidekkes majoritet. Ettersom oppstillinger etter IFRS inneholder *annet fullstendig resultat*, vil *dirty surplus* som utgangspunkt være lik null. Det finnes imidlertid noen inntekter og kostnader som likevel føres direkte mot egenkapitalen. Dette er poster som emisjonskostnader og diverse justeringer og prinsippendringer (Knivsflå, 2017g). Veidekke har en andel *dirty surplus* knyttet til endring av regnskapsprinsipper, mens øvrige endringer i egenkapitalen er kapitalendringer. Tabell 5-4 viser beregningen av fullstendig nettoresultat.

Fullstendig nettoresultat (FNR)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Årsresultat (til majoritet)	990	783	501	345	638	527	544	843	765	887
Annet fullstendig resultat	-2	25	-88	-7	-41	70	88	-118	120	-86
Totalresultat	988	808	413	339	597	597	632	725	885	801
Dirty surplus	0	0	-10	0	0	-405	0	0	0	-1
	988	808	402	339	597	192	632	725	885	800

Tabell 5-4 Fullstendig nettoresultat for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

Den store andelen *dirty surplus* i 2012 skyldes endring av regnskapsprinsipp knyttet til pensjonsforpliktelser. I 2011 ble IAS 19 *Ytelser til ansatte* endret. Endringen medførte at IFRS-rapporterende foretak ikke lenger kunne benytte *korridormetoden* i regnskapsføringen av pensjon, og at alle estimatavvik dermed skulle føres over *annet fullstendig resultat* (Bernhoft, Kvifte, & Puri, 2013). Veidekke implementerte de nye retningslinjene i sitt regnskap for 2013, med tilbakevirkende kraft for 2012. I 2012 er de akkumulerte ikke-resultatførte estimatavvikene derfor ført direkte mot egenkapitalen. Ettersom vi konsekvent

har benyttet de siste tilgjengelige offentlige regnskapstallene, vil resultateffekten denne endringen medfører allerede gjenspeiles i tallene for 2012 (Veidekke, 2014).

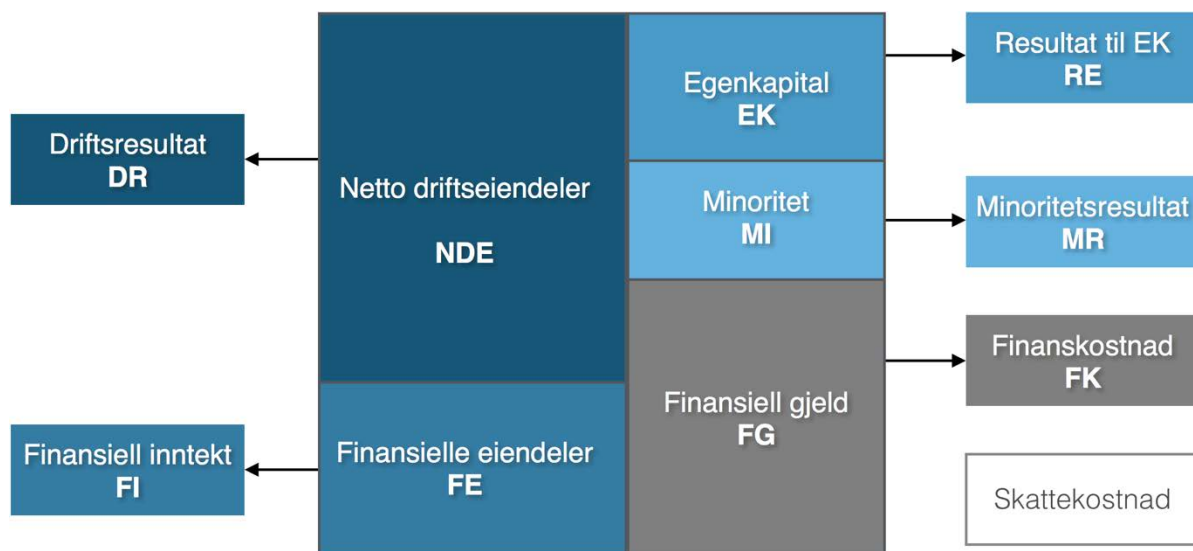
5.3.1.2 Steg 2

Steg 2 omhandler fordeling av fullstendig nettoresultat. Dette innebærer å identifisere kildene til endringen i egenkapital. På denne måten vil alle kapitaler i balansen få sin andel av resultat før skatt. Fordeling av skattekostnaden presenteres nærmere i avsnitt 5.3.1.4. Figur 5-2 illustrerer allokeringen av fullstendig nettoresultat før skatt.



Figur 5-2 Kilder til fullstendig nettoresultat. Fritt etter Knivsflå (2017g)

Figur 5-3 viser sammenhengen mellom resultat generert gjennom virksomhetens kapitaler og tilhørende finansieringskilde. Verdiskapning i virksomhetens aktiva kan deles inn i to kategorier; netto driftseiendeler og finansielle eiendeler. Driftsresultatet er generert gjennom virksomhetens netto driftseiendeler, mens finansinntekten kan tilskrives finansielle eiendeler.



Figur 5-3 Sammenheng mellom resultat før skatt, eiendeler og finansiering (Knivsflå, 2017g)

5.3.1.2.1 Tilknyttede og felleskontrollerte selskaper

Med felleskontrollerte virksomheter menes virksomheter hvor Veidekke har en eierandel på 50 prosent eller mer. Felleskontrollerte virksomheter fremkommer som en egen post før

driftsresultatet, med betegnelsen *resultat fra investering i felleskontrollerte selskap*. Tilknyttede selskap er definert som virksomheter hvor en har betydelig innflytelse over den finansielle og operasjonelle styringen, men som ikke er datterselskap eller et felleskontrollert selskap. Betydelig innflytelse vil normalt tilsi en eierandel på mellom 20 prosent og 50 prosent. Resultatet fra tilknyttede og felleskontrollerte selskap innregnes i resultatregnskapet etter skatt, og påvirker derfor ikke konsernets resultatførte skattekostnad (Veidekke, 2016c). Driften i Veidekkes tilknyttede virksomheter kan hovedsakelig knyttes til konsernets kjernevirksomhet. Som følge av dette ser vi det rimelig å omgruppere *resultat fra investering i felleskontrollerte selskap*, slik at dette inngår i driftsresultatet.

5.3.1.2.2 Annet fullstendig resultat

Videre har vi foretatt en dekomponering av *annet fullstendig resultat* for å skille mellom drifts- og finansrelaterte poster. En av problemstillingene knytter seg til hvorvidt pensjon bør knyttes til driften eller behandles som en finansrelatert post. Ettersom pensjon for norske selskaper behandles som en del av lønnskostnaden, er det nærliggende å konkludere med at pensjon knytter seg til driften. Et alternativt syn er imidlertid at rentekostnader og eventuell avkastning på pensjonsfond bør klassifiseres som finansielle poster (Knivsflå, 2017f). På bakgrunn av at pensjon er sterkt tilknyttet driften (lønn), virker det likevel unaturlig å klassifisere det som en finansiell post. Dermed vil endring av regnskapsprinsipp knyttet til pensjon, jamfør avsnitt 5.3.1.1, behandles som driftsrelatert *dirty surplus*.

Verdiregulering av finansielle eiendeler er ikke direkte knyttet til driften, og anses derfor som en finansrelatert post. Tabell 5-5 og 5-6 fremstiller beregningen av fullstendig drifts- og finansresultat før skatt.

Fullstendig driftsresultat	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	19 336	20 226	15 923	15 745	17 727	19 839	21 781	24 027	24 225	28 613
Driftskostnader	-18 464	-19 255	-15 331	-15 323	-17 327	-19 229	-21 154	-23 199	-23 412	-27 750
Driftsresultat fra egen virksomhet	872	970	593	422	400	610	627	828	813	863
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat tilknyttede og felleskontrollerte selskap	326	135	47	22	229	35	65	217	130	190
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	-31	65	-95	4	0	61	84	-108	120	-94
Driftsrelatert DSP	0	0	-10	0	0	-405	0	0	0	0
Fullstendig driftsresultat før skatt	1 167	1 171	534	448	630	301	776	937	1 063	959

Tabell 5-5 Fullstendig driftsresultat før skatt for Veidekke i perioden 2007-2016. DSP = Dirty surplus. Verdier er i MNOK.

Fullstendig finansresultat	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekt	80	112	66	67	150	83	81	93	94	98
Finanskostnad	-98	-209	-77	-29	-31	-29	-54	-83	-88	-60
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielt AFR	29	-40	7	-10	-41	9	4	-10	0	8
Finansielt DSP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig finansresultat før skatt	12	-137	-4	28	77	62	31	0	6	46

Tabell 5-6 Fullstendig finansresultat før skatt for Veidekke i perioden 2007-2016. AFR = Annet fullstendig resultat. DSP = Dirty surplus. Verdier er MNOK.

5.3.1.3 Steg 3

Det tredje steget er å normalisere regnskapet ved å skille mellom normale og unormale poster. Formålet er å identifisere virksomhetens underliggende *normaliserte* økonomiske forhold som er egnet for prognoseformål (Kaldestad & Møller, 2016, s. 64-65).

Allokeringen av normale og unormale poster baserer seg i stor grad på skjønnsmessige vurderinger. Dette skyldes at det ikke finnes noen konkret definisjon på hva som er normalt eller unormalt. Normale regnskapsposter er gjerne varige og permanente poster som er forventet å forekomme regelmessig, mens unormale poster kan beskrives som engangsposter eller hendelser som ikke regelmessig gjentar seg. En ønsker å skille ut unormale poster fordi disse kun påvirker den perioden de inntreffer eller et fåtall perioder frem i tid. Dette innebærer at slike poster sannsynligvis er lite representative for virksomhetens fremtid, noe som gjør de lite egnet som utgangspunkt for å predikere fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 65-67). Eksempler på mulige unormale poster er nedskrivninger eller kostnader knyttet til rettstvister.

Beslutningsgrunnlaget for klassifiseringen av normale og unormale poster bygger på informasjon fra årsrapporter, samt tilgjengelig teori på dette området. Det ses imidlertid bort fra Veidekkes egne vurderinger angående hva som er normalt og unormalt, da slike uttalelser kan bygge på et insentiv om å kategorisere en for stor andel av kostnadene som engangsposter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 65-67).

Ettersom det er vanskelig å observere regelmessighet knyttet til gevinst/tap ved salg av driftsmidler, vil disse vurderes som unormale poster i resultatregnskapet. Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 68) er det uproblematisk å utelukke slike poster fra det normaliserte resultatet når slike salg ikke knytter seg til den underliggende driften av selskapet. Dette skyldes at maskiner og eiendom har lang levetid, og det er store årlige variasjoner knyttet til omfanget

av driftsmidler som selges. I Veidekkes årsrapporter²¹ presiseres det at gevinster ved salg av driftsmidler inngår i driftsinntektene, mens eventuelle tap føres som driftskostnader. Likevel er ikke disse gevinstene/tapene spesifisert i årsrapportene, men kun kommunisert som en nettogevinst-post. Dette innebærer at vi ikke har tilstrekkelig informasjon til å korrigere driftsinntekter og -kostnader for gevinst/tap ved salg av driftsmidler. Vi velger likevel å korrigere for nettogevinsten i det normaliserte driftsresultatet, slik at dette ikke overvurderes.

Nedskrivninger er en nedjustering av verdier i selskapet, som følge av uventet verdifall. Denne posten anses som unormal da den ikke kan ventes å gjenta seg systematisk i fremtiden. Tabell 5-7 fremstiller Veidekkes omgrupperte driftsregnskap for perioden 2007-2016.

Driftsregnskap	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ordinære driftsinntekter	19 267	20 151	15 817	15 644	17 632	19 729	21 680	23 918	24 082	28 480
Leieinntekter	13	18	44	30	43	52	45	15	26	0
Andre inntekter	55	57	62	72	52	58	56	94	117	134
Sum driftsinntekter	19 336	20 226	15 923	15 745	17 727	19 839	21 781	24 027	24 225	28 614
Underentreprenører	-8 350	-9 031	-6 569	-6 027	-7 319	-9 053	-9 448	-10 811	-11 561	-14 430
Materialkostnader	-4 971	-4 486	-3 197	-3 368	-3 863	-3 785	-5 001	-4 154	-3 673	-3 939
Lønnskostnader	-3 841	-4 139	-3 827	-3 881	-4 162	-4 142	-4 450	-5 022	-5 233	-5 838
Andre driftskostnader	-1 068	-1 304	-1 402	-1 684	-1 656	-1 945	-1 934	-2 873	-2 573	-3 077
Avskrivninger	-234	-292	-336	-349	-322	-303	-310	-338	-372	-466
Sum driftskostnader	-18 464	-19 251	-15 331	-15 309	-17 322	-19 227	-21 143	-23 198	-23 412	-27 750
<i>Korrigering for netto gevinst salg driftsmiddel</i>	-25	-30	-4	-33	-26	-23	-31	-40	-39	-29
Normalt driftsresultat før skatt	847	945	589	403	379	589	607	789	774	835
Sum netto salgsgevinst driftsmiddel	25	30	4	33	26	23	31	40	39	29
Nedskrivning	0	-4	0	-14	-5	-3	-11	0	0	0
Unormalt driftsresultat før skatt	25	26	4	19	21	20	20	40	39	29
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Driftsresultat før skatt	872	970	593	422	400	609	627	829	813	864

Tabell 5-7 Veidekkes omgrupperte driftsregnskap i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 64) er det hensiktsmessig å vurdere hvorvidt det er snakk om tilfeldige inntekter og kostnader som er vanskelige å beregne i et fremtidsregnskap. Gevinster og tap knyttet til valuta har hatt varierende påvirkning på Veidekkes finansresultat. Denne påvirkningen skyldes svingninger på valutamarkedet; forhold en med rimelighet verken kan kontrollere eller predikere. Veidekke er i liten grad direkte påvirket av svingninger på valutamarkedet som følge av selskapets nasjonale karakter (Veidekke, 2016c). Internasjonale undersøkelser viser at et lands inflasjon og valutakurs har en tendens til å ivareta kjøpekraftsparitet med landets handelspartnere på sikt. På denne måten vil utviklingen på

²¹ Kilde: Årsrapporter Veidekke ASA 2007-2016

valutamarkedet være av liten betydning på lang sikt (Bernhardsen & Røisland, 2000). Gevinst/tap som følge av valutasvingninger behandles derfor som unormale poster.

Salg av aksjer eller virksomheter varierer gjerne fra år til år. At slike regnskapsposter ikke gjentar seg regelmessig kan være et godt argument for at disse ikke bør være en del av det normalisert resultatet. Selv om disse postene sannsynligvis også vil forekomme i fremtiden, er det mest nærliggende å karakterisere disse som engangsposter og dermed unormale. Dette begrunnes med at det normaliserte resultatet utarbeides for prognoseformål, der regelmessige poster gjerne gir et bedre bilde av fremtiden. Et godt eksempel på at slike poster kan ha uregelmessig påvirkning på resultatet, er Veidekkes gevinst ved salg av aksjer i datterselskap i 2011 på 110 millioner kroner. Gevinsten medførte et finansresultat før skatt på 118 millioner i 2011 (Veidekke, 2012). Til sammenligning er dette omkring tre ganger²² høyere enn i 2010.

Det finnes også eksempler på bruk av derivater over analyseperioden. Dette gjelder blant annet gevinst ved utøvelse av opsjon på salg av virksomhet i 2012 (Veidekke, 2013). I likhet med øvrige poster knyttet til gevinst/tap ved salg av virksomhet, behandles dette som en unormal post.

Deler av konsernets virksomhet er eksponert for renterisiko. Finansielle instrumenter benyttes derfor for å begrense eventuelle effekter på resultatet (Veidekke, 2016c). Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 66) bør sikringskontrakter antakelig anses som engangsposter, og det er uten betydning om posisjonene oppfyller kravene for sikring eller om de representerer spekulasjon. Knivsflå (2017f) mener imidlertid at vurderingen bør ta utgangspunkt i det underliggende som skal sikres. Dette betyr at dersom den underliggende posisjonen anses som normal, så må også sikringskontrakten inngå i det normaliserte resultatet, og motsatt. Ettersom renteinntekter og -kostnader vurderes som normale poster, er det også rimelig at sikringskontraktene knyttet til disse postene anses som normale. Dette er likevel ikke tilfelle dersom derivatet ikke oppfyller kravene om sikringseffektivitet på 80-125 prosent²³ etter IAS 39²⁴. Derivater som ikke

²² Utregning: $118 / 38 = 3,11$

²³ Kilde: EY Treasury Services (2013)

²⁴ Merk at disse kravene endres ved implementering av ny standard for finansielle instrumenter, IFRS 9 (Madsen, 2015). Den nye standarden har virkning fra 1. januar 2018 (Finanstilsynet, 2016).

oppfyller effektivitetskravet vurderes derfor som unormale poster. Tabell 5-8 fremstiller omgruppert finansresultat før skatt.

Finansresultat før skatt	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekter	67	88	26	39	32	49	69	83	76	48
Finanskostnader	-88	-90	-50	-20	-24	-17	-40	-42	-45	-46
Normalt finansresultat	-21	-2	-24	19	8	32	29	41	31	2
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valutagevinst	7	20	38	7	7	11	12	10	18	27
Gevinst salg av aksjer tilgjengelig for salg	1	2	2	14	0	0	0	0	0	23
Salg av aksjer datterselskap	0	0	0	8	110	0	0	0	0	0
Gevinst derivater	6	2	0	0	0	23	0	0	0	0
Valutatap	-10	-15	-25	-7	-7	-11	-15	-17	-23	-12
Tap salg av aksjer tilgjengelig for salg	0	-11	0	0	0	0	0	0	0	0
Tap derivater	0	-93	-2	-1	0	-1	0	-24	-20	-2
Unormalt finansresultat	4	-95	12	19	110	22	-2	-31	-25	36
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansresultat før skatt	-17	-97	-11	38	118	53	27	10	6	38

Tabell 5-8 Omgruppert finansresultat før skatt over perioden 2007-2016. Data er hentet fra selskapets årsrapporter for 2007-2016. Verdier er i MNOK.

Det foreligger også unormale skattekostnader i konsernets regnskaper. Disse knytter seg særlig til korrigeringer av tidligere års skattekostnad og anses som unormale fordi postene vedrører tidligere forhold og ikke forhold som er aktuelle for driftsåret. Størrelsen på postene er ikke betydelig, men de vil likevel skilles ut som unormale gjennom det neste steget i omgrupperingen.

5.3.1.4 Steg 4

Det fjerde og siste steget i omgrupperingen er å fordele skattekostnaden. Den norske selskapsskattesatsen går for øyeblikket gjennom en endringsfase der det er stadig nye forslag til reduksjoner i skattesatsen, jmfør avsnitt 4.2.1.1. Tabell 5-9 tar for seg utviklingen i skattesatsene gjennom hele analyseperioden.

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skattesatser	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,27	0,27	0,25

Tabell 5-9 Utvikling i norske selskapsskattesatser i perioden 2007-2016 (Prop.1 LS, 2016-2017)

Selskapsskattesatsen anvendes i utgangspunktet for finansresultat så vel som driftsresultat. Det finnes imidlertid en bestemmelse i den norske skattelovgivningen som innebærer et generelt skattefritak på utbytte og gevinst på aksjer for norske selskaper. Bestemmelsen er populært kalt fritaksmetoden, og ble innført for å unngå en kjedebeskatning der utbytter og gevinster blir skattlagt flere ganger (Prop.1 LS, 2016-2017). For Veidekke innebærer denne bestemmelsen et skattefritak for utbytter og gevinster fra selskapene de eier. Ettersom analysen

tar utgangspunkt i konsernregnskapet, er utbytter og gevinster fra datterselskaper allerede eliminert i regnskapet. Dette gjelder imidlertid kun selskapene som inngår i konsernet (Kvifte, et al., 2011, s. 250). På denne måten er det likevel innslag av poster i Veidekkes finansinntekter som er fritatt fra skattlegging. Dermed vil den effektive finansielle skattesatsen avhenge av andelen på skattepliktige elementer i finansinntektene. Tabell 5-10 fremstiller fordelingen av normale og unormale finansposter etter skatt.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekt - normal	67	88	26	39	32	49	69	83	76	48
Skatt normal finansinntekt	13	16	5	7	6	9	13	15	14	8
Netto normal finansinntekt	54	71	21	31	26	40	56	68	62	40
Finanskostnad - normal	-88	-90	-50	-20	-24	-17	-40	-42	-45	-46
Skatt normal finanskostnad	25	25	14	6	7	5	11	11	12	12
Netto normal finanskostnad	-63	-65	-36	-14	-17	-13	-29	-31	-33	-35
Normal netto finansresultat	-9	7	-14	17	9	27	27	37	29	6
Valutagevinst	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gevinst derivater	7	20	38	7	7	11	12	10	18	27
Valutatap	6	2	0	0	0	23	0	0	0	0
Tap derivater	-10	-15	-25	-7	-7	-11	-15	-17	-23	-12
Gevinst salg av aksjer tilgjengelig for salg	0	-93	-2	-1	0	-1	0	-24	-20	-2
Salg av aksjer datterselskap	1	2	2	14	0	0	0	0	0	23
Tap salg av aksjer tilgjengelig for salg	0	0	0	8	110	0	0	0	0	0
Unormalt finansresultat	0	-11	0	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt finansresultat	4	-95	12	19	110	22	-2	-31	-25	36
Skattekostnad	1	-18	2	4	20	4	0	-6	-5	6
Finansielt annet fullstendig resultat	29	-40	7	-10	-41	9	4	-10	0	8
Finansielt DSP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto unormalt finansresultat	32	-117	17	5	49	26	2	-35	-21	38

Tabell 5-10 Unormalt og normalt finansresultat etter skatt for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

Før en kan beregne den normaliserte driftsskattesatsen i selskapet, må det velges en metode for beregning av effektiv finansinntektsskattesats. Knivsflå (2017g) argumenterer for at det kan være rimelig å anta at 1/3 av finansinntektene er skattefrie, der finansinntektsskattesatsen vanskelig kan beregnes nøyaktig. Dette kan imidlertid føre til betydelige avvik i tilfeller der fritaksmetoden gjelder for særlig små eller større deler av finansinntektene. Ifølge Veidekkes årsrapporter²⁵ består finansinntektene hovedsakelig av renteinntekter. Det er imidlertid vanskelig å vite å vite hva som ligger i *annen finansinntekt*, samtidig som selskapet regelmessig mottar aksjeutbytter. Det er ikke en urimelig antakelse at 1/3 av finansinntektene er skattefrie. Dermed virker det hensiktsmessig å benytte å benytte tommelfingerregelen på selskapets finansinntekter.

$$\text{Finansinntektsskattesatsen} = \frac{2}{3} * \text{selskapsskattesatsen}$$

²⁵ Kilde: Årsrapporter Veidekke ASA 2007-2016

Videre er det hensiktsmessig å beregne den årlige driftsskattesatsen, før et gjennomsnitt av de årlige driftsskattesatsene i analyseperioden vil danne den normaliserte driftsskattesatsen. Den normaliserte driftsskattesatsen er beregnet i tabell 5-11.

$$dss = \frac{NSK - (fiss * FI) - (ufrss * UFR) + (fkss * FK)}{DR + UDR}$$

Betegnelser:

NSK = Normal skattekostnad

FK = Normale finanskostnader

FI = Normale finansinntekter

DR = Normalt driftsresultat

UFR = Unormalt finansresultat

UDR = Unormalt driftsresultat

fiss = finansinntektsskattesats

ufrss = skattesats for unormalt finansresultat

Driftsrelatert skattekostnad	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Normal skattekostnad	170,7	221,9	115,0	127,0	100,9	154,7	157,0	190,0	165,0	172,0
Skatt finansinntekt	12,5	16,3	4,9	7,2	6,0	9,2	12,8	14,9	13,7	8,0
Skatt finanskostnad	24,6	25,1	13,9	5,6	6,7	4,9	11,1	11,3	12,2	11,5
Skatt unormalt finansresultat	0,7	-17,7	2,3	3,6	20,5	4,0	-0,4	-5,6	-4,5	6,0
Normalt driftsresultat	847,3	944,6	588,9	402,7	379,4	589,3	606,9	789,0	774,0	835,0
Unormalt driftsresultat	25,1	25,6	4,0	19,1	20,8	19,9	20,0	40,0	39,0	29,0
Driftsskattesats	21 %	26 %	21 %	29 %	20 %	24 %	25 %	23 %	21 %	20 %
Normalisert driftsskattesats	23 %									

Tabell 5-11 Beregning av Veidekkes driftsskattesats og normalisert driftsskattesats i perioden 2007-2016.

Tabell 5-12 viser hvordan de ulike delene av regnskapet skattlegges og tilsammen utgjør den rapporterte skattekostnaden. I fremstillingen er det skilt mellom skattekostnad som tilfaller normale og unormale poster for både driftsrelaterte og finansielle poster.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Normal driftsskattekostnad	196,6	219,2	136,6	93,4	88,0	136,7	140,8	183,1	179,6	193,7
Skatt på finansinntekt	12,5	16,3	4,9	7,2	6,0	9,2	12,8	14,9	13,7	8,0
Skatt på finanskostnad	24,6	25,1	13,9	5,6	6,7	4,9	11,1	11,3	12,2	11,5
Skatt på unormalt driftsresultat	5,2	6,6	0,8	5,5	4,2	4,8	5,0	9,3	8,1	5,7
Unormal skatt på normaldrift	-19,7	22,7	-15,7	22,8	-11,2	4,9	9,9	-0,4	-19,7	-29,9
Skatt på unormalt finansresultat	0,7	-17,7	2,3	3,6	20,5	4,0	-0,4	-5,6	-4,5	6,0
Unormal skatt	9,2	0,0	3,5	1,2	2,0	5,5	6,0	6,0	2,0	-2,0
Rapportert skattekostnad	179,9	221,9	118,5	128,2	102,9	160,2	163,0	196,0	167,0	170,0

Tabell 5-12 Fordeling av Veidekkes skattekostnad i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

5.3.1.5 Endelig omgruppert resultat

Det omgrupperte resultatet fremstilles i tabell 5-13. En kan se en gjennomgående positiv trend knyttet til verdiskapingen i selskapet, med få unntak. Det er også tydelige tendenser til at konsernet påvirkes av boligmarkedets konjunkturavhengighet. Dette kommer særlig godt frem i perioden 2008-2009 da finanskrisen rystet verdensøkonomien, jamfør avsnitt 4.2. Fra 2008

til 2009 falt Veidekkes omsetning med omkring 20 prosent²⁶. Den årlige verdiskapingen gjennom sysselsatt kapital er utelukkende positiv, selv i 2008-2009. Likevel ble verdiskapingen sterkt redusert i denne perioden. Nedgangen kan ha blitt begrenset av selskapets økende satsning på anleggsbransjen i 2009, ettersom denne er mindre konjunktursensitiv i slike perioder enn resten av BAE-næringen, jmfør 4.2.1. I den etterfølgende perioden er den underliggende trenden sterk vekst i verdiskapingen, noe som kan ha blitt forsterket av det lave rentenivåets positive innvirkning på næringen, jmfør avsnitt 4.2.2.

Omgruppert regnskap	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ordinære driftsinntekter	19 267	20 151	15 817	15 644	17 632	19 729	21 680	23 918	24 082	28 479
Leieinntekter	13	18	44	30	43	52	45	15	26	0
Andre inntekter	55	57	62	72	52	58	56	94	117	134
Sum driftsinntekter	19 336	20 226	15 923	15 745	17 727	19 839	21 781	24 027	24 225	28 613
Underentreprenører	-8 350	-9 031	-6 569	-6 027	-7 319	-9 053	-9 448	-10 811	-11 561	-14 430
Materialkostnader	-4 971	-4 486	-3 197	-3 368	-3 863	-3 785	-5 001	-4 154	-3 673	-3 939
Lønnskostnader	-3 841	-4 139	-3 827	-3 881	-4 162	-4 142	-4 450	-5 022	-5 233	-5 838
Andre driftskostnader	-1 068	-1 304	-1 402	-1 684	-1 656	-1 945	-1 934	-2 873	-2 573	-3 077
Avskrivninger	-234	-292	-336	-349	-322	-303	-310	-338	-372	-466
Sum driftskostnader	-18 464	-19 251	-15 331	-15 309	-17 322	-19 227	-21 143	-23 198	-23 412	-27 750
<i>Korrigerings for netto gevinst salg driftsmiddel</i>	-25	-30	-4	-33	-26	-23	-31	-40	-39	-29
Driftsresultat fra egen virksomhet	847	945	589	403	379	589	607	789	774	834
Driftsrelatert skattekostnad	197	219	137	93	88	137	141	183	180	194
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	651	725	452	309	291	453	466	606	594	640
Resultat fra investering i felleskontrollerte selskap	326	135	47	22	229	35	65	217	130	190
Netto driftsresultat	976	861	499	331	521	488	531	823	724	830
Netto finansinntekt	54	71	21	31	26	40	56	68	62	40
Netto resultat til sysselsett kapital	1 031	932	520	363	547	528	587	891	787	870
Netto finanskostnad	-63	-65	-36	-14	-17	-13	-29	-31	-33	-35
Netto minoritetsresultat	11	4	9	9	7	11	12	16	18	35
Netto resultat til egenkapitalen	956	863	475	339	523	504	547	844	736	801
Unormalt netto driftsresultat	-1	61	-90	-6	26	-338	83	-84	170	-39
Unormalt netto finansresultat	32	-117	17	5	49	26	2	-35	-21	38
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	988	808	402	339	597	192	632	725	885	800
Netto betalt utbytte	483	971	473	346	349	302	18	456	485	587
Endring i egenkapital	505	-163	-71	-7	249	-110	286	269	400	213

Tabell 5-13 Omgruppert resultatoppstilling for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

5.3.2 Omgruppering av balansen

I den typiske balansen vil eiendeler og gjeld kategoriseres som kortsiktig og langsiktig. En slik inndeling vil gi uttrykk for likviditet i selskapets aktiva, mens den for gjeld synliggjør forfallstiden. Denne oppstillingen er i større grad kreditororientert, og er dermed mer relevant for en analyse av risiko. På samme måte som vi omgrupperte resultatregnskapet for å få et mer investororientert perspektiv, må dette også gjøres med balansen. Dette gjøres ved å kategorisere både eiendeler og gjeld i operasjonelle og finansielle poster (Kaldestad & Møller, 2016, s. 36).

²⁶ Beregning: $\frac{(20151-15817)}{20151} = 0,215076$

Knivsfå (2017f) fremstiller 4 steg for å omgruppere balansen:

- 1) Reklassifisering av avsatt utbytte.
- 2) Skille mellom drift og finansiering i totalbalansen.
- 3) Fra totalbalanse til sysselsett kapital.
- 4) Fra sysselsett kapital til netto driftskapital.

5.3.2.1 Steg 1

Etter NGRS er foreslått utbytte ført opp som en forpliktelse i balansen. Dette skyldes en forventning om utbetaling av utbytte, dersom det blir vedtatt ved neste generalforsamling. Det kan på den annen side diskuteres om avsatt utbytte egentlig er en tilbakeføring av egenkapital til eierne (Knivsfå, 2017f). For å gjøre balansen mer investororientert må avsatt utbytte reklassifiseres slik at egenkapitalen først påvirkes når utbyttet er utbetalt. Etter IFRS blir utbytte ikke avsatt som kortsiktig gjeld. Avsetningen skjer dermed ikke før utbytte endelig er vedtatt på generalforsamlingen. Dette betyr at egenkapitalen reduseres når utbyttet utbetales i løpet av året (Kvifte, et al., 2011, s. 174). Ettersom Veidekke rapporterer etter IFRS er omgruppering av utbytte ikke nødvendig.

5.3.2.2 Steg 2

5.3.2.2.1 Omgruppering av eiendeler

Det neste steget er å gjøre balansen mer investororientert. Fokuset er her å skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster. Balansens aktiva deles inn i driftsrelaterte- og finansielle eiendeler, mens passiva deles inn i egenkapital, minoritetsinteresser og driftsrelatert og finansiell gjeld. Driftsrelaterte eiendeler og gjeld er poster som knytter seg til operasjonelle aktiviteter. Dette er aktiviteter som inngår i eller representerer infrastruktur for driftssyklusen. Finansielle eiendeler er på sin side pengeplasseringer og andre driftsfremmede eiendeler (Koller, et al., 2015, s. 176-178). Tabell 5-14 fremstiller fordelingen av driftsrelaterte og finansielle eiendeler.

Eiendeler omgruppert	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Utsatt skattefordel	46	36	79	53	67	62	56	54	65	65
Eiendommer	495	576	511	484	488	512	500	501	556	560
Maskiner o.l.	927	1 200	1 206	1 207	1 137	1 235	1 230	1 389	1 689	1 954
Investeringer felleskontrollerte selskap	428	673	638	603	515	755	908	1 151	1 134	1 363
Andre immaterielle eiendeler	-	27	27	38	34	46	105	110	104	136
Goodwill	504	557	523	558	546	631	775	804	1 151	1 248
Driftsrelaterte anleggsmidler	2 400	3 068	2 983	2 944	2 788	3 241	3 573	4 009	4 699	5 326
Kundefordringer	3 743	2 847	2 061	2 175	2 641	2 914	3 174	3 504	4 597	5 025
Driftsbeholdninger	273	323	266	251	264	330	308	255	310	455
Boligprosjekter	1 297	1 481	1 443	1 851	3 220	3 542	3 064	2 797	3 355	4 877
Andrefordringer	235	320	179	296	415	477	283	564	574	470
Næringsprosjekter	74	270	466	123	42	82	84	0	0	0
Driftsrelaterte omløpsmidler	5 622	5 240	4 416	4 695	6 581	7 344	6 913	7 120	8 836	10 827
Driftseiendeler	8 022	8 308	7 399	7 639	9 369	10 585	10 485	11 129	13 535	16 153
Finansielle eiendeler	405	303	317	280	280	394	417	408	852	649
Finansielle anleggsmidler	405	303	317	280	280	394	417	408	852	649
Finansielle plasseringer	-	-	-	-	-	-	-	412	-	-
Likvide midler	272	354	144	152	276	206	764	435	402	644
Finansielle omløpsmidler	272	354	144	152	276	206	764	847	402	644
Finansielle eiendeler	678	657	461	433	556	600	1 181	1 255	1 254	1 293
Eiendeler	8 699	8 966	7 860	8 071	9 925	11 185	11 666	12 384	14 789	17 446

Tabell 5-14 Omgrupperte eiendeler for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

Veidekkes driftsrelaterte anleggsmidler knytter seg til varige driftsmidler som maskiner og eiendom, men også utsatt skattefordel, investeringer i felleskontrollerte selskap, goodwill og andre immaterielle eiendeler. Andre immaterielle eiendeler består av uttaksrettigheter i forbindelse med produksjon av pukk og grus, samt kundeporteføljer (Veidekke, 2017b). Allokeringen av driftsrelaterte anleggsmidler støttes av Kaldestad & Møller (2016, s. 196) som påpeker at utsatt skattefordel, goodwill og andre immaterielle eiendeler åpenbart er en del av driften.

Driftsrelaterte omløpsmidler består av bolig- og næringsprosjekter, kundefordringer, andre driftsrelaterte fordringer og driftsbeholdninger. Med boligprosjekter menes i all hovedsak påløpte kostander tilknyttet tomter for utbygging og boliger under oppføring. Driftsbeholdninger omfatter selskapets portefølje av entreprenørprosjekter og ulike materialer og reservedeler knyttet til industrivirksomheten (Veidekke, 2017b). Det er åpenbart at nevnte eiendeler utgjør en del av selskapets drift.

Finansielle anleggsmidler og finansielle omløpsmidler utgjør konsernets finansielle eiendeler. (Veidekke, 2017b). Kontantekvivalenter inngår i finansielle omløpsmidler. Optimalt sett ønsker en å skille ut nødvendig driftslikviditet og kontanter som inngår i virksomhetens skattetrekk, ettersom det er naturlig å kategorisere dette som driftsrelaterte midler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 194-195). Mangel på informasjon vedrørende skattetrekk og nødvendig driftslikviditet i årsrapportene gjør det imidlertid vanskelig å finne ut hvor mye som er driftsrelatert. For enkelhets skyld velger vi å behandle kontantekvivalenter som finansielle eiendeler.

5.3.2.2.2 Omgruppering av egenkapital og gjeld

Omgruppet egenkapital og gjeld presenteres i tabell 5-15. Inndelingen av driftsrelatert- og finansiell gjeld er basert på en forutsetning om at all rentebærende gjeld er finansiell gjeld, mens ikke-rentebærende gjeld er driftsrelatert gjeld (Koller, et al., 2015, s. 176-177).

Omgruppet Egenkapital og Gjeld	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital	2 252	2 089	1 986	1 979	2 228	2 118	2 404	2 673	3 073	3 286
Minoritetsinteresser	34	25	35	56	67	65	62	71	145	179
Egenkapital konsern	2 286	2 114	2 022	2 035	2 294	2 183	2 466	2 744	3 218	3 465
Pensjonsforpliktelse	260	253	311	139	167	226	216	523	512	404
Utsatt skatt	215	88	113	136	220	258	342	222	427	474
Annen langsiktig gjeld	111	115	46	42	380	28	37	104	103	136
Langsiktig driftsrelatert gjeld	586	455	470	317	767	512	594	849	1 042	1 014
Leverandøregjeld	3 031	2 536	2 496	2 495	2 820	2 798	3 029	3 132	3 778	4 182
Skyldige offentlige avgifter	423	426	310	308	320	355	580	605	689	656
Reklamasjonsavsetninger mv.	621	964	840	739	716	788	740	825	848	915
Betalbar skatt	153	290	127	95	17	14	90	241	71	128
Annen kortsiktig gjeld	980	1 296	1 289	1 518	2 185	2 462	2 691	3 109	3 832	6 080
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	5 207	5 512	5 062	5 156	6 059	6 417	7 130	7 912	9 218	11 961
Driftsrelatert gjeld	5 792	5 967	5 532	5 472	6 826	6 929	7 724	8 761	10 260	12 975
Obligasjonsgjeld	-	-	-	-	-	-	750	750	750	750
Gjeld til kredittinstitusjoner	458	884	306	563	803	1 856	53	73	517	212
Langsiktig finansiell gjeld	458	884	306	563	803	1 856	803	823	1 267	962
Gjeld til kredittinstitusjoner	163	0	1	2	2	218	672	55	43	44
Kortsiktig finansiell gjeld	163	0	1	2	2	218	672	55	43	44
Finansiell gjeld	621	885	307	564	805	2 073	1 476	878	1 310	1 006
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Egenkapital og gjeld	8 699	8 966	7 860	8 071	9 925	11 185	11 666	12 383	14 788	17 446

Tabell 5-15 Omgruppet egenkapital og gjeld for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

Driftsrelatert gjeld kan deles inn i langsiktig og kortsiktig driftsrelatert gjeld. Pensjonsforpliktelse anses som langsiktig driftsrelatert gjeld, jmfør avsnitt 5.3.1.2.2. Det foreligger begrenset informasjon knyttet til annen langsiktig gjeld. Vi vet imidlertid at denne er ikke-rentebærende, og anser den derfor som relatert til driften. Annen kortsiktig gjeld består av ikke-rentebærende forskuddsbetalinger fra kunder, der gjelden i stor grad knyttes opp mot boligprosjekter, jmfør avsnitt 5.2.1.3. Annen kortsiktig gjeld kan derfor kategoriseres som driftsrelatert gjeld.

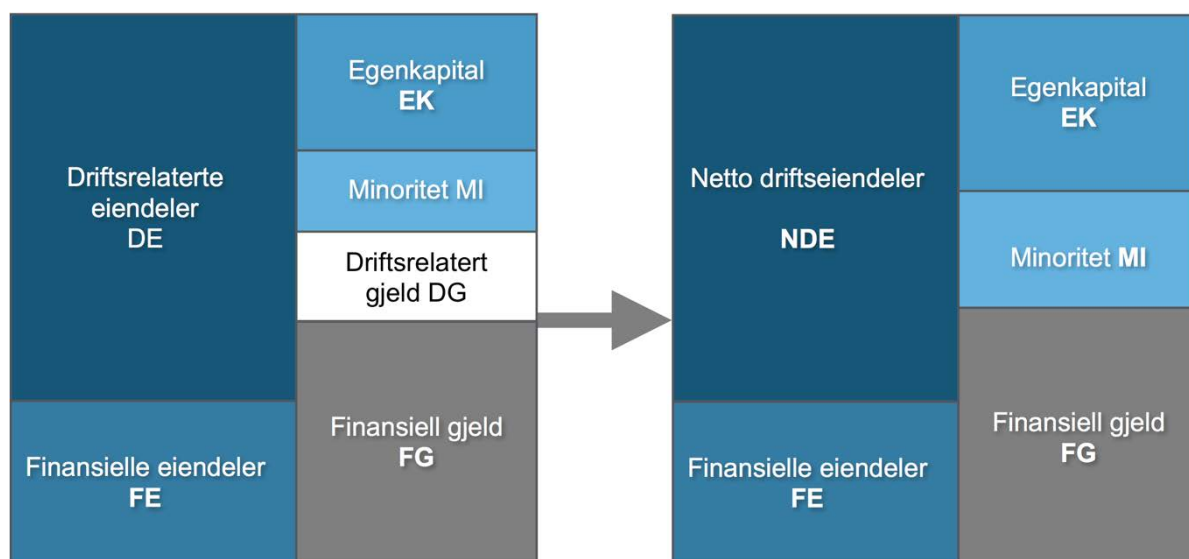
Videre er det også skilt mellom kortsiktig- og langsiktig finansiell gjeld. Veidekkes obligasjonslån kategoriseres som langsiktig finansiell gjeld. Dette skyldes at lånet er rentebærende og forfaller i 2018 (Veidekke, 2016c). Tabell 5-16 fremstiller den omgrupperte totalbalansen for Veidekke.

Totalbalanse	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anleggsmidler	2 400	3 068	2 983	2 944	2 788	3 241	3 573	4 009	4 699	5 326
Driftsrelaterte omløpsmidler	5 622	5 240	4 416	4 695	6 581	7 344	6 913	7 120	8 836	10 827
Driftsrelaterte eiendeler	8 022	8 308	7 399	7 639	9 369	10 585	10 485	11 129	13 535	16 153
Finansielle anleggsmidler	405	303	317	280	280	394	417	408	852	649
Finansielle omløpsmidler	272	354	144	152	276	206	764	847	402	644
Finansielle eiendeler	678	657	461	433	556	600	1 181	1 255	1 254	1 293
Totale eiendeler	8 699	8 966	7 860	8 071	9 925	11 185	11 666	12 384	14 789	17 446
Egenkapital	2 252	2 089	1 986	1 979	2 228	2 118	2 404	2 673	3 073	3 286
Minoritetsinteresse	34	25	35	56	67	65	62	71	145	179
Langsiktig driftsrelatert gjeld	586	455	470	317	767	512	594	849	1 042	1 014
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	5 207	5 512	5 062	5 156	6 059	6 417	7 130	7 912	9 218	11 961
Driftsrelatert gjeld	5 792	5 967	5 532	5 472	6 826	6 929	7 724	8 761	10 260	12 975
Langsiktig finansiell gjeld	458	884	306	563	803	1 856	803	823	1 267	962
Kortsiktig finansiell gjeld	163	0	1	2	2	218	672	55	43	44
Finansiell gjeld	621	885	307	564	805	2 073	1 476	878	1 310	1 006
Totalkapital	8 699	8 966	7 860	8 071	9 925	11 185	11 666	12 383	14 788	17 446

Tabell 5-16 Omgruppert totalbalanse for Veidekke gjennom analyseperioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

5.3.2.3 Steg 3

Det tredje steget innebærer å omgruppere balansen fra totalkapital til sysselsatt kapital. Kaldestad & Møller (2016, s. 36) definerer sysselsatt kapital som ekvivalent med investert kapital. Sysselsatt kapital, i motsetning til totalkapitalen, eliminerer den delen av gjelden som ikke er rentebærende, slik at en oppnår konsistens mellom kapital og avkastning. Totalkapitalen medfører inkonsistens fra et investorperspektiv da den driftsrelaterte gjelden (ikke-rentebærende gjeld) allerede betjenes gjennom driften, og dermed ikke skal tilskrives noe av avkastningen (Mohn, Emhjellen, Helgeland, & Osmundsen, 2002). Dermed bør ikke driftsrelaterte forpliktelser kategoriseres som gjeld, men heller en korreksjon av driftsrelaterte eiendeler (Koller, et al., 2015, s. 170). Figur 5-4 illustrerer omgrupperingen fra totalkapital til sysselsatt kapital.



Figur 5-4 Fra totalkapital til sysselsatt kapital, fritt etter Petersen (2017, s. 114).

Etter en har omgruppert balansen, kan netto driftseiendeler deles inn i to poster. En kan skille mellom netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital. Netto anleggsmidler representerer eiendeler knyttet til driftens infrastruktur, mens driftsrelatert arbeidskapital er de eiendelene som assosieres med driftssyklusen (Knivsflå, 2017). Netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital kan finnes slik:

$$\text{Netto anleggsmidler} = \text{DAM} - \text{LDG}$$

$$\text{Driftsrelatert arbeidskapital} = \text{DOM} - \text{KDG}$$

Betegnelser:

DAM = driftsrelaterte anleggsmidler LDG = langsiktig driftsrelatert gjeld

DOM = driftsrelaterte omløpsmidler KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld

Tabell 5-17 fremstiller netto driftsrelaterte anleggsmidler og den driftsrelaterte anleggskapitalen, mens tabell 5-18 viser sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital. Førstnevnte har hatt en underliggende økende trend gjennom analyseperioden, noe som symboliserer at konsernets investeringer i driftsrelatert infrastruktur er økende. Den driftsrelaterte arbeidskapitalen er negativ i store deler av analyseperioden. Dette indikerer at den kortsiktige driftsrelaterte gjelden, i tillegg til å finansiere hele driftssyklusen, også finansierer deler av konsernets driftsrelaterte infrastruktur.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anleggsmidler	2400	3068,3	2983,4	2943,5	2787,8	3240,9	3572,6	4009	4699	5326
Langsiktig driftsrelatert gjeld	585,5	455,2	469,6	316,6	766,9	511,9	594,2	849	1042	1014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1814,5	2613,1	2513,8	2626,9	2020,9	2729	2978,4	3160	3657	4312
Driftsrelaterte omløpsmidler	5621,5	5240,1	4415,6	4695,3	6581,3	7344,2	6912,6	7120	8836	10827
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	5206,8	5511,7	5062,2	5155,8	6059	6417,3	7130	7912	9218	11961
Driftsrelatert arbeidskapital	414,7	-271,6	-646,6	-460,5	522,3	926,9	-217,4	-792	-382	-1134

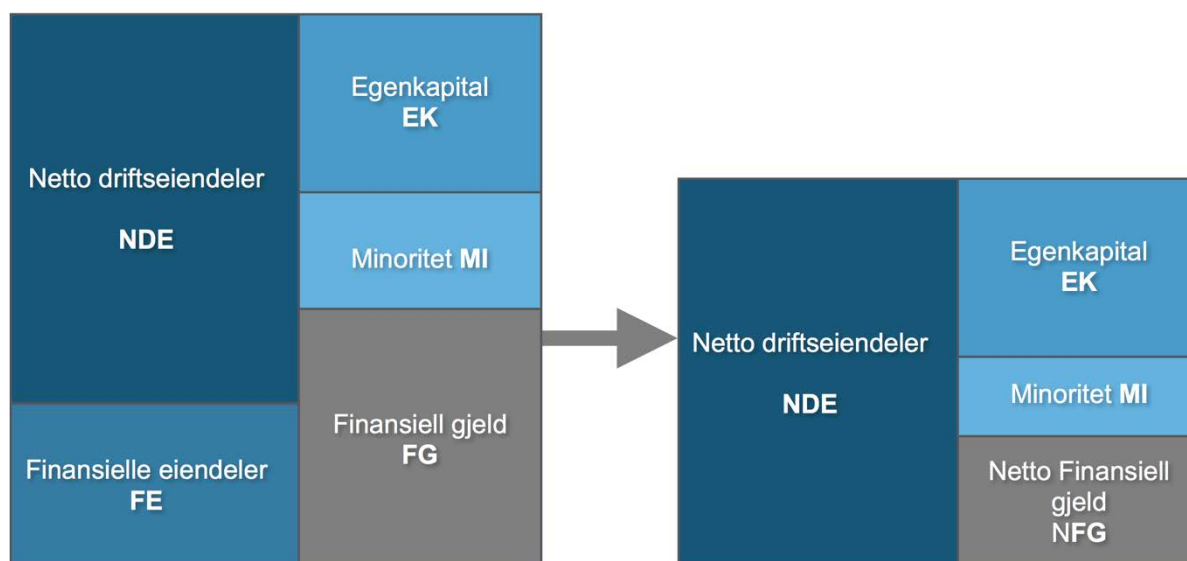
Tabell 5-17 Driftsrelatert arbeidskapital for Veidekke gjennom analyseperioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1814,5	2613,1	2513,8	2626,9	2020,9	2729	2978,4	3160	3657	4312
Driftsrelatert arbeidskapital	414,7	-271,6	-646,6	-460,5	522,3	926,9	-217,4	-792	-382	-1134
Netto driftsrelaterte eiendeler	2229,2	2341,5	1867,2	2166,4	2543,2	3655,9	2761	2368	3275	3178
Finansielle eiendeler	677,8	657,2	461,2	432,5	556,1	599,6	1181	1255	1254	1293
Sysselsatte eiendeler	2907	2998,7	2328,4	2598,9	3099,3	4255,5	3942	3623	4529	4471
Egenkapital	2252,4	2089	1986,4	1979,2	2227,6	2118,2	2404,4	2673	3073	3286
Minoritetsinteresse	33,5	24,9	35,3	55,5	66,8	64,5	62	71	145	179
Finansiell gjeld	621,1	884,8	306,7	564,2	804,9	2073,1	1475,8	878	1310	1006
Sysselsatt kapital	2907	2998,7	2328,4	2598,9	3099,3	4255,8	3942,2	3622	4528	4471

Tabell 5-18 Sysselsatt kapital for Veidekke gjennom analyseperioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

5.3.2.4 Steg 4

Det siste steget i omgrupperingen av balansen omfatter å eliminere finansielle eiendeler, som illustrert i figur 5-5. Bakgrunnen for dette er at finansielle eiendeler representerer eiendeler som ikke er direkte nødvendig for videre drift, men som enkelt kan benyttes for å betale ned gjeld til kreditorer. Fra et investorperspektiv er det ønskelig å skille ut kapitalen som finansierer driften, ettersom driften er hovedfokus i analysen. Det anses derfor naturlig å beregne netto finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld fremstilles som finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler, som vist i tabell 5-19.



Figur 5-5 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital, fritt etter Petersen (2017, s. 114-115)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansiell gjeld	621,1	884,8	306,7	564,2	804,9	2073,1	1475,8	878	1310	1006
Finansielle eiendeler	677,8	657,2	461,2	432,5	556,1	599,6	1181	1255	1254	1293
Netto finansiell gjeld	-56,7	227,6	-154,5	131,7	248,8	1473,5	294,8	-377	56	-287

Tabell 5-19 Netto finansiell gjeld for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

Tabell 5-19 viser at netto finansiell gjeld blir negativ i årene 2016, 2014, 2009 og 2007. Dette skyldes at finansielle eiendeler overstiger finansiell gjeld disse årene. Knivsflå (2017f) påpeker at det er uproblematisk å operere med negativ finansiell gjeld. I tabell 5-20 fremstilles omgruppert balanse, organisert med netto driftseiendeler på aktivasiden, mens passivasiden viser egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1814,5	2613,1	2513,8	2626,9	2020,9	2729	2978,4	3160	3657	4312
Driftsrelatert arbeidskapital	414,7	-271,6	-646,6	-460,5	522,3	926,9	-217,4	-792	-382	-1134
Netto driftseiendeler	2229,2	2341,5	1867,2	2166,4	2543,2	3655,9	2761	2368	3275	3178
Egenkapital	2252,4	2089	1986,4	1979,2	2227,6	2118,2	2404,4	2673	3073	3286
Minoritetsinteresser	33,5	24,9	35,3	55,5	66,8	64,5	62	71	145	179
Netto finansiell gjeld	-56,7	227,6	-154,5	131,7	248,8	1473,5	294,8	-377	56	-287
Netto driftskapital	2229,2	2341,5	1867,2	2166,4	2543,2	3656,2	2761,2	2367	3274	3178

Tabell 5-20 Omgruppert balanse for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm

Etter IFRS viser kontantstrømoppstillingen i finansregnskapet hovedsakelig selskapets likviditet, der det skilles mellom drift, investering og finansiering. Dette er et mer kreditororientert perspektiv enn hva som er ønskelig i en investororientert regnskapsanalyse. Det er også en svakhet at kontantstrømmer fra drift i den kreditororienterte oppstillingen inneholder finansposter, ettersom denne tar utgangspunkt i resultat før skatt (Koller, et al., 2015, s. 172-174). For å omgruppere til en mer investororientert kontantstrømoppstilling er det derfor ønskelig å fokusere på kontantstrømmer som er tilgjengelig for utdeling til selskapets ulike kapitalkilder, justert for eventuelle re- og nyinvesteringer (Damodaran, 2012, s. 351-352). Den omgrupperte kontantstrømoppstillingen fremstilles i tabell 5-21.

Omgruppert kontantstrøm	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	861	499	331	521	488	531	823	724	830
Netto unormalt driftsresultat	61	-90	-6	26	-338	83	-84	170	-39
Endring i netto driftseiendeler	112	-474	299	377	1 113	-895	-393	907	-97
Fri kontantstrøm fra drift	810	883	26	170	-963	1 509	1 132	-13	889
Netto finansinntekt	71	21	31	26	40	56	68	62	40
Netto unormal finansinntekt	8	13	3	23	120	3	3	5	7
Endring i finansielle eiendeler	-21	-196	-29	124	44	581	74	-1	39
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	909	1 113	90	96	-847	987	1 129	55	896
Netto finanskostnad	65	36	14	17	13	29	31	33	35
Unormale netto finanskostnader	30	19	2	2	3	4	11	12	4
Endring i finansiell gjeld	264	-578	258	241	1 268	-597	-598	432	-304
Netto minoritetsresultat	4	9	9	7	11	12	16	18	35
Netto unormalt minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring minoritetsinteresser	-9	10	20	11	-2	-3	9	74	34
Fri kontantstrøm til egenkapital	1 096	501	344	324	395	347	482	499	557

Tabell 5-21 Omgruppert kontantstrøm for Veidekke i perioden 2008-2016. Verdier er i MNOK.

5.4 Analyse av målefeil og justering

Virksomhetens regnskapstall er en av de mest essensielle faktorene for å gjøre en investororientert analyse. Utfordringen er at regnskapsstandardene åpner opp for stor grad av skjønn i utarbeidelsen av regnskapet. Et konsernregnskap består av et stort antall estimater og det vil være vanskelig å vurdere hvorvidt estimatene er beskjedne eller mer aggressive (Kaldestad & Møller, 2016, s. 85-86). I dette delkapittelet vil mulige målefeil i finansregnskapet presenteres innledningsvis, før justering av hensiktsmessige poster vil foregå i avsnitt 5.4.

Finansregnskapet er utarbeidet i samsvar med IFRS, og skal gi en tilstrekkelig fremstilling av underliggende økonomiske forhold i foretaket. Regnskapet utarbeides etter de standarder som til enhver tid er gjeldende for å sikre at kvalitetskravene er ivaretatt (Baksaas, Stenheim, & Keeping, 2015, s. 135). Regnskapskvalitet kan også beskrives som *fravær av regnskapsmessig støy*. Denne typen støy oppstår dersom det er ikke er konsistens mellom regnskapsmessige og økonomiske verdier og resultat. Avviket mellom regnskapsmessige og økonomiske størrelser tilsvarer mengden regnskapsmessig støy. Jo større avviket er, desto dårligere er regnskapskvaliteten (Baksaas, et al., 2015, s. 386-387). I denne utredningen velger vi å omtale slik støy som *målefeil*.

Det finnes i utgangspunktet tre mulige kategorier²⁷ for målefeil:

1. Utsiktede målefeil som oppstår da selskapsledelsen ikke kan predikere fremtiden perfekt.
2. Målefeil som følge av regnskapsstandardenes form.
3. Systematisk manipulering av regnskapet.

I mange tilfeller er det ønskelig å justere for målefeil i regnskapet knyttet til beregningen av virksomhetens strategiske fordel. Utsiktede målefeil (type 1) forekommer for eksempel der et foretak gjennomfører et salg til en kunde på kreditt. Det er en skjønsmessig vurdering å avgjøre sannsynligheten for at kunden vil betale. Dersom det foreligger *betryggende sikkerhet* for at kunden betaler vil salget føres som en eiendel i regnskapet, med en kanskje for lav avsetning for tap, noe som vil føre til målefeil dersom det viser seg at kunden ikke betaler (Palepu, et al., 2010, s. 96). En har imidlertid ingen forutsetning for å kunne utføre en mer korrekt måling enn det som allerede er gjort av foretaket. Målefeil av type 1 vil derfor ikke justeres for.

Målefeil av type 3 forekommer typisk i situasjoner der ledelsen har insentiver for å manipulere regnskapet til å vise et ønsket utfall, det vil si at regnskapet ikke føres i samsvar med gjeldende standarder. Eksempler på dette kan være jobbsikkerhet eller resultatbasert bonusprogram (Palepu, et al., 2010, s. 97). Ettersom både Veidekke og de komparative selskapene har

²⁷ (Palepu, Healy, & Peek, 2010, s. 96)

revisjonsplikt, må en gå ut fra at målefeil av type 3 ikke foreligger, og det gjøres derfor heller ingen justeringer knyttet til dette.

Regnskapsstandardenes utforming er også en viktig kilde til potensielle målefeil. Bakgrunnen for at slike målefeil mulig kan finne sted er at regnskap utarbeidet etter IFRS både skal gi relevans og troverdig representasjon. Forholdet mellom de to kvalitetskravene er imidlertid ikke kompromissløst. For eksempel vil eiendeler og gjeld målt til virkelig verdi gjerne være mer relevant enn historisk kost i en verdivurdering. Det er likevel ofte slik at målinger til virkelig verdi ofte er basert på estimater, ikke komparative markedsverdier. Dette gjør målingene mindre pålitelig (Palepu, et al., 2010, s. 390). Som nevnt i neste avsnitt kan en derfor oppnå en nokså presis måling av strategisk fordel ved bruk av historisk kost. Et annet og mer konkret eksempel er regnskapsføringen av utgifter til forskning og utvikling etter IFRS, jamfør IAS 38. Etter denne standarden er det ikke tillatt å balanseføre utgifter til forskning. Utviklingsutgifter kan imidlertid balanseføres dersom en rekke vilkår er oppfylt. Dette medfører at forskningsutgifter alltid må kostnadsføres, selv om disse mulig kan tilknyttes en immateriell eiendel i fremtiden (Baksaas, et al., 2015, s. 390). Av ovennevnte grunner er det ønskelig å justere for denne typen målefeil.

Det finnes imidlertid andre målefeil som også følger av regnskapsstandardenes utforming. Denne oppstår som følge av regnskapsføring til historisk kost i stedet for virkelig verdi. I disse tilfeller forekommer det et avvik mellom historisk kost og virkelig verdi. Dette avviket representerer virksomhetens strategiske fordel og kan kategoriseres som en *god* målefeil, under forutsetning av at historisk rentabilitet sier noe om fremtidens rentabilitet (Knivsflå, 2017j). Det vil ikke justeres for slike målefeil.

En justerer for målefeil ved å korrigere rapporterte regnskapstall til å gi et bedre bilde av underliggende økonomiske realiteter. Det er likevel ønskelig å inneha en noe konservativ holdning i justeringen ettersom feiljusteringen kan tilføre ytterligere støy i regnskapstallene. Som eksterne analytikere og brukere av regnskapet er det et spørsmål hvorvidt en har tilstrekkelig med informasjon for å gjøre justeringer som bedre skal reflektere virksomhetens underliggende økonomiske forhold.

5.4.1 Justering av målefeil

5.4.1.1 Forskning og utvikling

En justering som ofte gjøres i verdsettelsessammenheng knytter seg til balanseføring av forskning og utvikling. Ifølge Palepu et al. (2010, s. 154-155) er justeringer av undervurderte immaterielle eiendeler viktig for selskaper der immaterielle verdier er knyttet til produktene. Det er imidlertid medgått svært lite kostnader til FoU i både Veidekke og de komparative selskapene, samtidig som informasjonen i årsrapportene vedrørende FoU er meget begrenset. Dette virker lite hensiktsmessig å gjennomføre justeringer her.

5.4.1.2 Funksjonell valuta

Etter IAS 21, om virkninger av valutaendringer, har IFRS-rapporterende foretak både funksjonell valuta og representasjonsvaluta. Den funksjonelle valutaen reflekterer gjerne miljøet der selskapet driver sin virksomhet. Ettersom ulike konsernselskaper opererer i ulike omgivelser, benytter disse noen ganger ulik funksjonell valuta. I konsernregnskapet skal det imidlertid velges én felles valuta, slik at en oppnår konsistens i fremstillingen. Dette innebærer at en inkluderer posten *omregningsdifferanse valuta* i annet fullstendig resultat for å presentere regnskapet samlet i én valuta. I denne omregningen benytter en valutakursen på balansedagen for balanseposter, mens resultatregnskapet omregnes med valutakursen på dagen for den respektive transaksjonen (Picker, 2016, s. 689-690).

Både Veidekke og AF Gruppen benytter norske kroner (NOK) som presentasjonsvaluta i konsernregnskapet. PEAB og NCC rapporterer i svenske kroner (SEK)²⁸.

For å oppnå nødvendig sammenlignbarhet mellom Veidekke og bransjen velger vi å justere regnskapene for PEAB og NCC som benytter svenske kroner som presentasjonsvaluta. For enkelhets skyld vil alle resultatposter bli omregnet til NOK med en årlig gjennomsnittlig valutakurs, mens balanseposter tar utgangspunkt i valutakursen ved det respektive årets slutt. Dette blir ikke nødvendigvis helt korrekt, men feilmarginen antas å ikke være særlig utslagsgivende i det store bildet. Tabell 5-22 og 5-23 illustrerer valutakursene benyttet for justering av regnskapene.

²⁸ Kilder: Årsrapporter Veidekke (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016c, 2017b), AF Gruppen (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017), PEAB (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017) og NCC (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017).

Valutakurser resultat	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SEK/NOK	0,8667	0,8548	0,8223	0,8402	0,8663	0,8593	0,9022	0,9184	0,9571	0,9816

Tabell 5-22 Gjennomsnittlig årlige valutakurser SEK/NOK i perioden 2007-2016.

Valutakurser balanse	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SEK/NOK	0,8499	0,876	0,8082	0,8727	0,8589	0,8494	0,9384	0,9545	1,0233	0,9296

Tabell 5-23 Valutakurser SEK/NOK ved årsslutt i perioden 2007-2016.

5.4.1.3 Leieforpliktelser

Virksomheter som rapporterer etter IFRS skiller i dag mellom operasjonell og finansiell leie. Forskjellen utarter seg i hvorvidt det vesentligste av økonomisk risiko og kontroll knyttet til leieobjektet er overført til leietaker. Dersom dette ikke er tilfelle vil ikke leieavtalene synes i balansen, jamfør IAS 17 Leieavtaler (Picker, 2016, s. 323-324). Fra og med 1. januar 2019 vil imidlertid en ny standard som vedrører leieavtaler ikraftsettes. Dette innebærer at selskapers valgfrihet knyttet til balanseføring innskrenkes. Som en konsekvens blir selskaper i stor grad nødt til å balanseføre operasjonell leie som følge av at skillet mellom operasjonell og finansiell leie mer eller mindre hvikes ut i den nye standarden. Endringen vil ha vesentlig innvirkning på sentrale nøkkeltall (Deloitte, u.å.).

Etter dagens bestemmelser vil leiekostnader gjenkjent som operasjonelle, direkte kostnadsføres på årlig basis. Dette gjør det utfordrende å sammenligne selskaper med ulik finansieringsstrategi, ettersom enkelte ønsker å leie store deler av sine driftsmidler, mens andre velger å kjøpe (Koller, et al., 2015, s. 198).

Veidekke har operasjonelle leieforpliktelser knyttet til eiendommer og andre driftsmidler på uoppsigelige kontrakter (Veidekke, 2017b). Disse er kostnadsført direkte og følgelig ikke synlig i balansen. Det er få ulikheter mellom operasjonell leie og lånefinansiering av eiendeler. Dette taler for at disse bør behandles likt i regnskapet og at valg mellom disse finansieringsformene ikke bør slå ut på viktige nøkkeltall som kan påvirke selskapers kredittrating og dermed evne til å reise fersk kapital til en lav kostnad (Koller, et al., 2015, s. 431-432). Det anses derfor hensiktsmessig å justere for kostnadsført operasjonell leie. Koller, et al. (2015, s. 438) presenterer følgende tilnærming for å beregne en passende verdi på operasjonell leie:

$$\text{Verdi på operasjonell leie} = \frac{\text{Gjennomsnittlig leiekostnad}}{\left(r_{\text{Gjennomsnitt}} + \frac{1}{\text{Levetid}}\right)}$$

Betegnelser:

r = gjennomsnittlig rente

Leiekostnader	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Husleie	62,5	66,8	95,9	102,5	98,0	115,0	118,0	127,0	160,0	100,3
Driftsmidler	31,6	34,9	32,9	37,1	25,8	20,0	36,0	48,0	71,0	35,8
Sum	94,1	101,7	128,8	139,6	123,8	135,0	154,0	175,0	231,0	136,1

Tabell 5-24 Operasjonelle leiekostnader for Veidekke i perioden 2008-2016. Verdier er i MNOK.

Tabell 5-24 fremstiller kostnadsført operasjonell leie i Veidekke over analyseperioden. Den gjennomsnittlige årlige kostnaden er 136 millioner og gjennomsnittlig levetid antas å være fem år. Finansielt gjeldskrav er estimert i kapittel 7.3.1.

$$\text{Verdi på operasjonell leie} = \frac{136}{\left(0,047 + \frac{1}{5}\right)} = 560$$

Tabell 5-25 fremstiller hvordan justeringen påvirker resultatet og balansen.

Justering i resultatet	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Reversering rentekostnad	46,21	36,36	31,01	36,11	23,44	11,91	10,52	15,68	28,24	19,35
Utsatt skatt (ndss)	10,72	8,44	7,20	8,38	5,44	2,76	2,44	3,64	6,55	4,49
Netto driftsresultat	35,48	27,92	23,81	27,73	18,00	9,15	8,08	12,04	21,69	14,86
Netto finanskostnad	35,48	27,92	23,81	27,73	18,00	9,15	8,08	12,04	21,69	14,86
Fullstending nettoresultat til egenkapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Justering i balansen	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Leierett	550,94	550,94	550,94	550,94	550,94	550,94	550,94	550,94	550,94	550,94
Utsatt skatt (ndss)	127,84	127,84	127,84	127,84	127,84	127,84	127,84	127,84	127,84	127,84
Justering netto driftseiendel	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10
Egenkapital	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kortsiktig finansiell gjeld	24,19	44,34	54,29	71,19	89,21	85,93	95,59	106,23	112,71	162,54
Langsiktig finansiell gjeld	398,92	378,76	368,82	351,92	333,89	337,18	327,51	316,88	310,40	260,56
Justering netto driftskapital	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10	423,10

Tabell 5-25 Effekter av kapitalisert operasjonell leasing på Veidekkes resultat og balanse i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

5.4.2 Oppsummering - regnskapsanalyse

Formålet med å omgruppere resultatet og balansen var å klargjøre regnskapstallene til den videre analysen og verdsettelsen. Dette innebærer å konvertere resultat og balanse fra en kreditororientert oppstilling til en mer investororientert oppstilling.

Tabell 5-26 viser endelig omgruppert og justert resultat for Veidekke. Resultatregnskapet er inndelt i finansielle og driftsrelaterte poster, samtidig som det er tatt høyde for unormale poster. Det er også blitt beregnet en normalisert driftsskattesats, slik at vi får en skattesats som kan benyttes gjennom hele perioden.

Videre er det foretatt kapitalisering av selskapets operasjonelle leie. Dette innebærer at leide driftsmidler får den samme regnskapsmessige behandlingen som lånefinansierte driftsmidler. Dermed blir regnskapet mer sammenlignbart på tvers av virksomheter, uavhengig av finansieringskilde. Justeringen medførte at leiebeløpet ble delt inn i en rentekomponent og en avskrivningskomponent, der rentekomponenten ble kategorisert som en finansiell post.

Omgruppert regnskap	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ordinære driftsinntekter	19 267	20 151	15 817	15 644	17 632	19 729	21 680	23 918	24 082	28 479
Leieinntekter	13	18	44	30	43	52	45	15	26	0
Andre inntekter	55	57	62	72	52	58	56	94	117	134
Sum driftsinntekter	19 336	20 226	15 923	15 745	17 727	19 839	21 781	24 027	24 225	28 613
Produksjonskostnader	-13 322	-13 517	-9 766	-9 395	-11 182	-12 837	-14 449	-14 965	-15 234	-18 365
Lønnskostnader	-3 841	-4 139	-3 827	-3 881	-4 162	-4 142	-4 450	-5 022	-5 233	-5 838
Andre driftskostnader	-1 021	-1 267	-1 371	-1 648	-1 633	-1 933	-1 923	-2 857	-2 545	-3 058
Avskrivninger	-234	-292	-336	-349	-322	-303	-310	-338	-372	-466
Sum driftskostnader	-18 417	-19 215	-15 299	-15 273	-17 298	-19 215	-21 133	-23 182	-23 384	-27 731
Korrigerings for netto gevinst salg dri	-25	-30	-4	-33	-26	-23	-31	-40	-39	-29
Driftsresultat fra egen virksomhet	894	981	620	439	403	601	617	805	802	853
Driftsrelatert skattekostnad	207	228	144	102	93	140	143	187	186	198
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	686	753	476	337	309	462	474	618	616	655
Resultat fra investering i felleskotrol	326	135	47	22	229	35	65	217	130	190
Netto driftsresultat	1 012	889	523	359	539	497	539	835	746	845
Netto finansinntekt	54	71	21	31	26	40	56	68	62	40
Netto resultat til sysselsatt kapital	1 066	960	544	390	565	537	595	903	808	885
Netto finanskostnad	-99	-93	-60	-42	-35	-22	-37	-43	-55	-49
Netto minoritetsresultat	11	4	9	9	7	11	12	16	18	35
Netto resultat til egenkapitalen	956	863	475	339	523	504	547	844	736	801
Unormalt netto driftsresultat	-1	61	-90	-6	26	-338	83	-84	170	-39
Unormalt netto finansresultat	32	-117	17	5	49	26	2	-35	-21	38
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	988	808	402	339	597	192	632	725	885	800
Netto betalt utbytte	-1 265	971	505	346	349	301	346	456	485	587
Endring i egenkapital	2 252	-163	-103	-7	248	-109	286	269	400	213

Tabell 5-26 Omgruppert og justert resultatregnskap for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

Tabell 5-27 viser Veidekkes omgrupperte og justerte balanseregnskap. Kapitaliseringen av operasjonell leie har medført en økning i netto driftseiendeler på 423,10 millioner kroner per år.

Omgruppert balanse	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2 238	3 036	2 937	3 050	2 444	3 152	3 402	3 583	4 080	4 735
Driftsrelatert arbeidskapital	415	-272	-647	-461	522	924	-217	-792	-382	-1 134
Netto driftseiendeler	2 652	2 765	2 290	2 590	2 966	4 076	3 184	2 791	3 698	3 601
Egenkapital	2 252	2 089	1 986	1 979	2 228	2 118	2 404	2 673	3 073	3 286
Minoritetsinteresser	34	25	35	56	67	65	62	71	145	179
Netto finansiell gjeld	366	651	269	555	672	1 894	718	47	480	136
Netto driftskapital	2 652	2 765	2 290	2 590	2 966	4 076	3 184	2 791	3 698	3 601

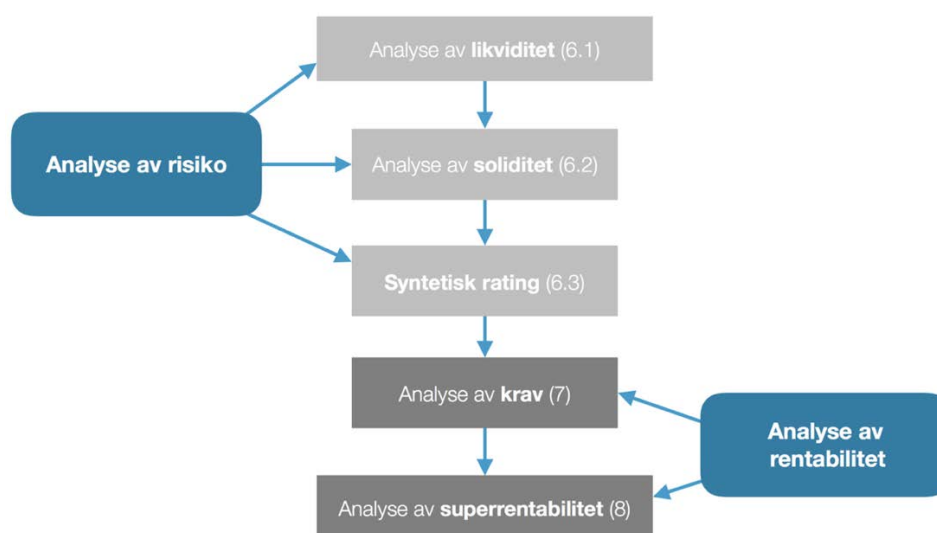
Tabell 5-27 Omgruppert og justert balanseregnskap for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.

6 Analyse av risiko

I dette kapitlet ønsker vi å kartlegge selskapets risiko gjennom en forholdstallsanalyse, noe som videre vil danne grunnlaget for analyse av lønnsomhet i kapittel 7 og 8. Forholdstallsanalyse av selskapets opptreden over tid gir verdifull informasjon om virksomhetens framtidsutsikter (Palepu, et al., 2010, s. 205). For å være bedre rustet til å prognostisere Veidekkes prestasjoner i fremtiden er det derfor hensiktsmessig å gjennomføre analyser av forholdstall. Innledningsvis vil vi presentere det benyttede rammeverket for analyse av forholdstall, før analyse av risiko gjennomføres i avsnitt 6.2.

6.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Figur 6-1 viser rammeverket for forholdstallsanalysen. Som figuren viser er det nødvendig å kartlegge selskapets risiko og historiske avkastningskrav for å finne selskapets og bransjens evne til å generere superprofitt. Kapittel 6.2 vil omfatte analyse av kortsiktig og langsiktig risiko. Kortsiktig risiko identifiseres gjennom likviditetsanalyser, mens den langsiktige risikoen avdekkes gjennom analyse av selskapets soliditet. Dette danner grunnlag for å angi syntetisk rating for selskapet og bransjen. Den syntetiske ratingen benyttes for finne historiske avkastningskrav for selskapets ulike finansieringskilder i kapittel 7. I kapittel 8 vil vi foreta en analyse av selskapets og bransjens evne til å generere superprofitt basert på de historiske avkastningskravene.



Figur 6-1 Rammeverk for analyse av forholdstall. Tall som står i parentes indikerer kapittelnummer for hvert emne. Fritt etter Knivsflå (2017e).

Ettersom boligmarkedet er konjunktursensitivt bør en være forsiktig med å vektlegge enkelte år mer enn andre. Likevel bærer BAE-næringen preg av at de største aktørene kjøper opp mindre aktører for å opprettholde sin strategiske posisjon. I tillegg har Veidekke hatt stabilt sterk vekst de siste årene. Dette taler for at de seneste årene bør bli vektlagt mest da disse sannsynligvis er mer representative for Veidekkes strategiske posisjon i fremtiden. På bakgrunn av dette ser vi det hensiktsmessig å ilegge de tre siste årene noe mer vekt. Likevel holdes vektingen forholdsvis høy gjennom hele perioden, for å ikke utelukke boligmarkedets sykluser fra analysen, jmfør avsnitt 4.2.2.3.1. Den endelige tidsvektingen fremstilles i tabell 6-1.

Periode	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vekting	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,50 %	12,50 %	15 %

Tabell 6-1 Tidsvekting av ulike regnskapsperioder.

Videre velger vi å vektlegge bransjetallene basert på virksomhetenes andel av total omsetning, slik at bransjesnittene i forholdstallsanalysen i noen grad tar hensyn til markedsandeler.

6.2 Analyse av risiko

For å gjøre en fundamental verdivurdering er avkastningskravet en essensiell størrelse. Kravet benyttes for å justere fremtidige kontantstrømmer for risiko, inflasjon og pengenes tidsverdi, slik at en kan finne dagens verdi av en investering. Kapitalinvestorene står i utgangspunktet overfor både generell markedsrisiko (systematisk risiko) og selskapsspesifikk risiko (usystematisk risiko) (Kaldestad & Møller, 2016, s. 53, 152).

Markedsrisikoen reflekterer i hovedsak selskapers eksponering mot konjunktursvingninger, rentenivå og andre makroforhold. Enkelte virksomheter påvirkes i større grad av de underliggende faktorene enn andre, selv om alle påvirkes av den generelle markedsrisikoen. Det er derfor viktig å identifisere hvor sensitivt selskapet er til den generelle markedsrisikoen. Selskapsspesifikk risiko reflekterer forhold som utelukkende påvirker den spesifikke bedriften. Eksempler på slike forhold kan være sannsynligheten for at selskapet vinner en anbudskonkurranse eller at det klarer å etablere seg i et nytt marked (Kaldestad & Møller, 2016, s. 155). Usystematisk risiko blir ofte eliminert av rasjonelle investorer gjennom tilstrekkelig diversifisering. Slik diversifisering er til sammenligning uten hensikt mot markedsrisikoen. Rasjonelle investorer med perfekt diversifisering vil derfor kun stå overfor systematisk risiko. Likevel vil også den usystematiske risikoen være relevant for investorer uten perfekt diversifisert portefølje (Penman, 2013, s. 648).

$$\text{Totalrisiko} = \text{systematisk risiko} + \text{usystematisk risiko}$$

Kreditorerne er på sin side mest opptatt av kredittrisiko. Kredittrisikoen reflekterer sannsynligheten for at selskapet går konkurs. Jo større sannsynlighet for konkurs, desto større mulighet for at selskapet misligholder sine lån (Penman, 2013, s. 681). Selskaper kan gå konkurs som følge av forhold som påvirker markedsrisikoen, men dette er nok snarere et resultat av forhold som knytter seg til den selskapsspesifikke risikoen. En analyse av også denne risikoen er derfor i høyeste grad aktuelt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 404).

Knivsfå (2017e) beskriver kredittrisiko som et produkt av sannsynlighet for konkurs og forventet tap på utlån ved at konkurs inntreffer.

$$\text{Forventet tap på utlån dersom konkurs inntreffer} = p * t$$

Betegnelser:

p = Sannsynligheten for konkurs

t = Tapsprosent

For å analysere den selskapsspesifikke risikoen vil det videre gjennomføres relevante forholdstallanalyser. Disse vil fokusere på selskapets kortsiktige og langsiktige kredittrisiko som videre vil danne grunnlag for å angi selskapets syntetiske rating.

6.2.1 Likviditetsanalyse

Risiko forbundet med selskapets evne til å innfri sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller, kan vurderes gjennom en likviditetsanalyse (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 215). I dette kapitlet gjennomføres en analyse av likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Innledningsvis vil en analyse av likviditetssyklusen forberede omløpsmidlene slik at en hensiktsmessig kan foreta analyse av virksomhetens likviditet.

6.2.1.1 Likviditetssyklusen - kundefordringer

Ved å undersøke likviditetssyklusen kan en finne ut om arbeidskapitalen er tilfredsstillende effektiv. Jo kortere livssyklus, desto kortere tid tar det å konvertere netto arbeidskapital til penger. Dette innebærer en vurdering av virksomhetens evne til å holde kredittider til kunder så lave som mulig og på samme tid arbeide mot lengre kredittider hos sine leverandører. I tillegg inkluderes varelagerets omløpshastighet i likviditetssyklusen. Denne angår selskapets evne til å omgjøre varer til penger (Petersen, et al., 2017, s. 228-229).

Det bør være et mål å til enhver tid ha så kort likviditetssyklus som mulig. Dette oppnås gjerne ved å kontinuerlig forhandle med leverandører for å øke kredittiden, eller gjennom nøye oppfølging av varelageret for å holde det til et minimum av hva som er nødvendig (Petersen, et al., 2017, s. 229).

Selv om en optimalt sett skulle undersøkt hele likviditetssyklusen, inneholder noen årsrapportene i bransjen for lite informasjon til at disse kan beregnes eksakt. Denne blir imidlertid beregnet for Veidekke slik at en kan se tiden det tar å konvertere omløpsmidlene til penger. For bransjen rettes fokus mot den delen av likviditetssyklusen som angår kundefordringer for å enklere kunne bestemme hvilke omløpsmidler som er aktuelle for å ta del i analysen av likviditetsgradene i avsnitt 6.2.1.2 og 6.2.1.3. Likviditetssyklusen kan fremstilles slik (Petersen, et al., 2017, s. 229)

$$\text{Likviditetssyklusen} = \frac{365}{\frac{\text{Materialkostnad}}{\text{Varelager}}} + \frac{365}{\frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Kundefordringer}}} - \frac{365}{\frac{\text{Varekjøp}}{\text{Leverandørgjeld}}}$$

Likviditetssyklus (målt i dager)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Veidekke											
Varelager	20	26	30	27	25	32	22	22	31	42	28
Kundefordringer	71	52	47	51	55	54	53	53	70	64	57
Leverandørgjeld	83	68	94	97	92	79	77	77	90	82	84
Syklus	8	10	-16	-19	-12	6	-1	-1	10	24	1
Bransjen											
Kundefordringer	66	66	56	57	62	61	58	58	56	45	59

Tabell 6-2 Likviditetssyklusen i Veidekke og kundekredittid i bransjen. Fritt etter Petersen, et al. (2017, s. 229). Beregningen av kredittid for leverandørgjeld inkluderer kostnader til underleverandører og materialer for beregning av varekjøp.

Som tabell 6-2 illustrerer, omgjøres alle Veidekkes omløpsmidler til penger på mindre enn tre måneder. Det gjenspeiler seg i en gjennomsnittlig kredittid på 57 dager for kundefordringene og gjennomsnittlig liggetid for varer på 28 dager. Leverandørgjelden har på sin side noe lengre kredittid, noe som er positivt for selskapets likviditet og medfører at en i enkelte år oppnår negativ likviditetssyklus. Negativ likviditetssyklus innebærer at en får inn pengene fra kunden før en betaler leverandøren. Dette må likevel tolkes med varsomhet ettersom begrenset informasjon i årsrapportene knyttet til varekjøp begrenser treffsikkerheten i analysen.

Det som imidlertid er interessant er å nærmere analysere forholdet mellom kundenes kredittid i Veidekke og i bransjen. Kredittiden i Veidekke har vært forholdsvis stabil gjennom analyseperioden med unntak av økningen i 2015 og 2007. I 2015 skyldtes økningen hovedsakelig at fakturerte kundefordringer på 590 millioner kroner ikke var betalt da det var

30-60 dager siden forfall. Beløpet utgjør omtrent 13 prosent²⁹ av totale kundefordringer på balansedagen og er en økning på omkring 460 millioner kroner fra året før. Det presiseres også i årsrapporten at kundefordringene inneholder store summer som forfalt for mer enn 180 dager siden. Dette skyldes en rekke tvister som tar lang tid å løse. Nødvendige avsetninger er imidlertid foretatt (Veidekke, 2016c). Tvistene kan indikere at kundenes kredittid i 2015 er noe lengre enn reelt. I 2007 skyldes den unormale kredittiden også økninger i kundefordringer som ikke ble betalt til forfall (Veidekke, 2008). En mulig forklaring kan være at en var mindre kritisk til å gi kunder kreditt i perioden før den globale finanskrisen (Holden, 2009).

I gjennomsnitt har Veidekke noe lavere kredittid på kundene enn bransjen. Denne forskjellen er imidlertid marginal og kan ikke ilegges særlig vekt. Dette indikerer likevel at kundefordringene for Veidekke og bransjen i stor grad er sammenlignbare. I tillegg kan kredittiden på 55-60 dager gi uttrykk for at kundefordringene er ganske likvide. Vi velger derfor å medberegne kundefordringene i vurderingen av selskapets evne til umiddelbar innfrielse av kortsiktige forpliktelser i kapittel 6.2.1.3.

6.2.1.2 Likviditetsgrad 1

Forholdstallet likviditetsgrad 1 gir et bilde av selskapets evne til å innfri sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller. Nøkkeltallet ser på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Mer direkte er det evnen til å innfri forpliktelser som forfaller innen ett år som inngår i nøkkeltallet. Ettersom alle selskapets omløpsmidler tas med i beregning gir det riktignok ikke et godt bilde på hvordan selskapet er i stand til å håndtere umiddelbar innfrielse av forpliktelsene (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 216). Det er ingen definitiv målestokk på hva som er et bra forholdstall. Det finnes likevel en tommelfingerregel som sier at denne likviditetsgraden er tilfredsstillende dersom den er større enn to. Dersom forholdstallet er to betyr dette at halvparten av omløpsmidlene er finansiert 50 prosent av kortsiktig kapital og 50 prosent med langsiktig kapital (Hoff, Voldsund, & Hansen, 2007, s. 228). Tommelfingerreglene bør derimot ikke ilegges særlig vekt. Dette skyldes at hva som er et godt forholdstall vil variere med bransje- og selskapsspesifikke forhold. Det anses derfor hensiktsmessig å sammenligne med et bransjesnitt.

²⁹ Beregning: $\frac{590}{4\,597} = 0,128$

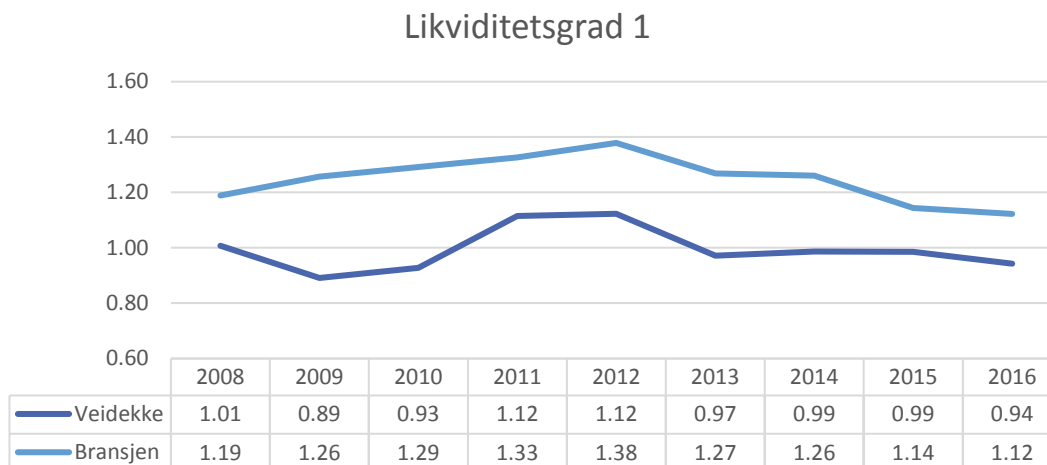
Likviditetsgrad 1 tar ikke høyde for at de fleste selskapers kortsiktige driftsrelaterte gjeld, som for eksempel leverandørgjeld, kontinuerlig er refinansiert som en konsekvens av den fortsatte driften. For eksempel vil kjøp av varer føre til at leverandørgjelden øker. Dermed vil en virksomhet alltid kunne refinansiere sin kortsiktige driftsrelaterte gjeld, så lenge de fortsetter driften. Om bedriften selger sine driftsrelaterte omløpsmidler, og ikke kjøper inn nye, mens pengene benyttes til å nedbetale kortsiktig gjeld, vil dette ha en negativ innvirkning på driftsresultatet. Dermed kan selskapet være nødt til å legge ned virksomheten, selv om likviditetsgrad 1 er god. Det er også slik at, om det er fare for mislighold, vil sannsynligvis ikke bokført verdi på driftsrelaterte omløpsmidler være representativ for likvidasjonsverdien, da IFRS forutsetter fortsatt drift. Om et selskap skulle likvideres er det tvilsomt om en kan selge eiendelen til bokført verdi. Dette kan for eksempel skyldes at ny teknologi er kommet på markedet, noe som medfører at varelageret faller i verdi.

Hva som kan kategoriseres som et bra eller dårlig forholdstall avhenger også av hvilken bransje en driver virksomhet i. For eksempel vil en dagligvareforretning ofte ha en høyere likviditet enn hva for eksempel et forsikringsselskap vil ha (Petersen, et al., 2017, s. 231-232). Likviditetsgrad 1 kan fremstilles slik (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 215-216):

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{(\text{finansielle omløpsmidler} + \text{driftsrelaterte omløpsmidler})}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

Som en kan se av figur 6-2 ligger Veidekke noe under bransjegjennomsnittet gjennom hele analyseperioden. Dette indikerer at selskapet har en likviditetsulempe sammenlignet med bransje. Utviklingen i likviditetsgrad 1 for selskapet, har hovedsakelig fulgt trenden i bransjen. Likevel hadde Veidekke et stort fall i likviditeten i 2009. Dette skyldes særlig at kundefordringene falt i forbindelse med finanskrisen. Store deler av driften i bransjen finansieres gjennom kortsiktig gjeld. Det foreligger så og si perfekt korrelasjon mellom endringer i driftsrelaterte omløpsmidler og endringer i kortsiktig driftsrelatert gjeld. Dette kan skyldes at mange prosjekter ikke kan inntektsføres før de er fullført, og at kortsiktig gjeld dermed *blåses opp* ved at betaling fra kunder må kategoriseres som forskuddsbetaling, jmfør avsnitt 5.2.1.3. Dermed kan likviditetsgrad 1 være noe undervurdert. Dette vil inngå i en totalvurdering i avsnitt 6.3

Veidekkes likviditetsgrad varierer mellom 0,94-1,01. Likviditetsutviklingen er blant annet en følge av flere oppkjøp, midlertidig finansiering av OPS-prosjekter³⁰ og økt kapitalbinding i den norske anleggsvirksomheten (Veidekke, 2016c).



Figur 6-2 Likviditetsgrad 1 til Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016

6.2.1.3 Likviditetsgrad 2

I motsetning til likviditetsgrad 1, tar ikke likviditetsgrad 2 for seg de mindre likvide omløpsmidlene. Ved å utelukke varelager som likvid, ser en heller nærmere på selskapets evne til å tåle umiddelbar innfrielse av kortsiktige forpliktelser (Penman, 2013, s. 685). Avhengig av kundefordringenes omløpshastighet kan det imidlertid vurderes om disse bør være med i beregningen eller ikke. Dersom kundefordringene har en rimelig høy omløpshastighet, og kan beskrives som svært likvide, bør disse inkluderes for å gi et bedre bilde av selskapets evne til umiddelbar innfrielse (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 215-216).

Kundefordringers omløpshastighet	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Veidekke	76	60	57	49	50	51	51	51	61	62	54

Tabell 6-3 Kundefordringers omløpshastighet i perioden 2007-2016

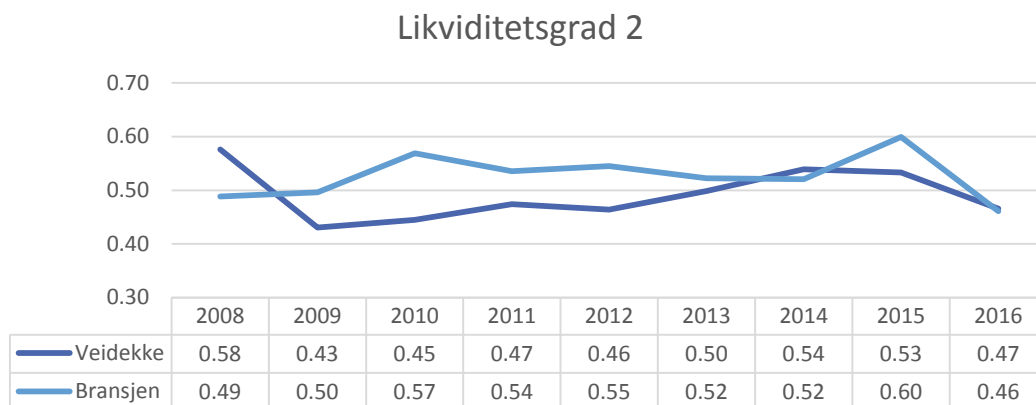
Tabell 6-3 viser at Veidekke har en gjennomsnittlig omløpshastighet på kundefordringer på 54 dager. Kundefordringene anses derfor som meget likvide. Dette innebærer at kundefordringer inkluderes i beregningen av likviditetsgrad 2.

³⁰ OPS = Offentlig-privat samarbeid.

På samme måte som ved likviditetsgrad 1 er det ikke definitivt hva som er et bra eller dårlig nøkkeltall. Likviditetsgrad 2 vil videre settes i perspektiv ved å sammenligne med bransjesnittet. Forholdstallet kan fremstilles slik (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 215-216):

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{finansielle omløpsmidler} + \text{kundefordringer}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

Figur 6-3 viser at Veidekke også her ligger noe lavere enn bransjesnittet gjennom analyseperioden, med unntak av 2008, 2014 og 2016. Veidekke har en ganske bratt helning fra 2008 til 2009. Dette skyldes at reduksjonen i kundefordringer, som følge av finanskrisen, får enda større betydning for dette forholdstallet, jamfør kapittel 5.2.1.2. I øvrige år har Veidekke fulgt bransjens utvikling relativt jevnlig. Likevel vil også likviditetsgrad 2 sannsynligvis være undervurdert, som følge av en noe *oppblåst* kortsiktig gjeld knyttet forskuddsbetaling fra kunder, der boligprosjekter ikke enda er fullført og inntektsført, jamfør avsnitt 6.2.1.2.



Figur 6-3 Utvikling i likviditetsgrad 2 for Veidekke og bransjeutvalget i perioden 2008-2016

6.2.1.4 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm kan defineres som forholdet mellom fri kontantstrøm til sysselsatt kapital og fri kontantstrøm til finansiell gjeld. Forholdstallet indikerer om konsernet klarer å generere nok kontanter for å betjene de løpende gjeldsforpliktelsene. Sammenhengen kan presenteres som følger:

$$\frac{\text{Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital}}{\text{Fri kontantstrøm til finansiell gjeld}} = \frac{\text{Fri kontantstrøm fra drift} + \text{Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler}}{\text{Netto finanskostnad} - \Delta \text{ finansiell gjeld}}$$

Forholdstallet er kun relevant dersom netto finanskostnader overstiger endringer i finansiell gjeld. Dette innebærer at forholdstallet er lite nyttig for virksomheter som netto øker sin

finansielle gjeld (Knivsflå, 2017e). Tabell 6-4 viser den omgrupperte kontantstrømmen fra avsnitt 5.3.3. En kan se at netto finanskostnad kun er større en endring finansiell gjeld i 2014, 2013 og 2009. Det er derfor lite hensiktsmessig å analysere dette forholdstallet nærmere.

Omgruppert kontantstrøm	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	861	499	331	521	488	531	823	724	830
Netto unormalt driftsresultat	61	-90	-6	26	-338	83	-84	170	-39
Endring i netto driftseiendeler	112	-474	299	377	1 113	-895	-393	907	-97
Fri kontantstrøm fra drift	810	883	26	170	-963	1 509	1 132	-13	889
Netto finansinntekt	71	21	31	26	40	56	68	62	40
Netto unormal finansinntekt	8	13	3	23	120	3	3	5	7
Endring i finansielle eiendeler	-21	-196	-29	124	44	581	74	-1	39
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	909	1 113	90	96	-847	987	1 129	55	896
Netto finanskostnad	65	36	14	17	13	29	31	33	35
Unormale netto finanskostnader	30	19	2	2	3	4	11	12	4
Endring i finansiell gjeld	264	-578	258	241	1 268	-597	-598	432	-304
Netto minoritetsresultat	4	9	9	7	11	12	16	18	35
Netto unormalt minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring minoritetsinteresser	-9	10	20	11	-2	-3	9	74	34
Fri kontantstrøm til egenkapital	1 096	501	344	324	395	347	482	499	557

Tabell 6-4 Omgruppert kontantstrømmen for Veidekke i perioden 2008-2016. Verdier er i MNOK.

En svakhet ved forholdstallet er imidlertid at det ikke direkte tar for seg de årlige avdragene som må dekkes, men snarere endringen i finansiell gjeld. Ifølge Petersen et al. (2017, s. 224) vil det være hensiktsmessig å benytte avdrag sammen med netto rentekostnader i nevner, og på denne måten avdekke risikoen for at selskapet møter kortsiktige likviditetsproblemer, dersom en avtale om refinansiering ikke finner sted. Det presiseres imidlertid at en inkludering av avdragene bør være supplerende til et forholdstall som kun har fokus på netto rentekostnader, ettersom det viktigste for selskapet er å dekke rentekostnadene.

Den omgrupperte kontantstrømoppstillingen viser likevel at Veidekke generer positiv fri kontantstrøm fra drift alle årene, bortsett fra 2015 og 2012, noe som gir en positiv effekt på likviditeten i konsernet. Selskapet dekker også rentekostnadene alle år, med unntak av 2012, der et mye høyere investeringsbehov ble finansiert gjennom opptak av ny gjeld. Selskapet generer imidlertid positiv fri kontantstrøm til egenkapitalen gjennom hele analyseperioden, noe som gir selskapet mulighet til å betale netto utbytte til aksjonærene.

6.2.2 Soliditetsanalyse

Langsiktig kredittrisiko omhandler i særlig grad virksomhetens evne til å overleve større finansielle utfordringer. I den forbindelse er det hensiktsmessig å fokusere på selskapets soliditet der forholdstall som egenkapitalandel, rentedekningsgrader og gjeldsgrader er særlig relevante (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 212).

For å redusere kreditorenes kredittrisiko er det etter aksje- og allmennaksjeloven § 3-4 krav om forsvarlig egenkapital for norske aksje- og allmenaksjeselskaper. Det er heller ingen definert størrelse hva som er å regnes for forsvarlig egenkapital. Slike forholdstall er lite anvendelige på tvers av bransjer, noe som gjør det desto viktigere å ha et godt sammenligningsgrunnlag i form av komparative selskaper. Det er imidlertid viktig å huske på konjunktursvingninger når en vurderer hva som er forsvarlig egenkapital for det spesifikke selskap. Dersom sannsynligheten for at et selskap misligholder sine forpliktelser i utgangspunktet er 5 prosent, kan dette bety at risikoen er eksempelvis 2,5 prosent ved høykonjunktur og 10 prosent ved lavkonjunktur. Selv om en kan være fristet til å konkludere med at konkurser skyldes mangel på reserver for å overleve i dårligere perioder, er dette sjelden en korrekt tilnærming. Utfordringen er snarere heller at høykonjunkturer likevel har en tendens til å skjule eventuelle dårlige avgjørelser, redusert lønnsomhet i bransjen osv. Virksomheter bør alltid være finansiert for å tåle en lavkonjunktur (Kaldestad & Møller, 2016, s. 404).

For å undersøke virksomhetens evne til å overleve på lengre sikt vil det gjennomføres en analyse av egenkapitalprosent. Denne viser i hvilken grad eiendelene er finansiert av egenkapital relativt til fremmedkapital. Videre vil rentedekningsgrad og gjeldsdekningsgrad analyseres der en ser på både finansielle og driftsrelaterte eiendeler.

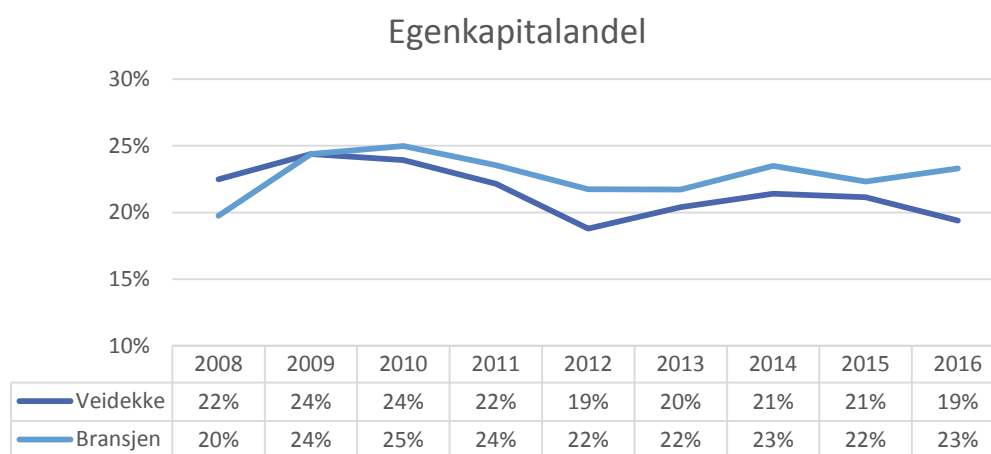
6.2.2.1 Egenkapitalandel

Et godt mål på selskapets soliditet er egenkapitalandelen. Forholdstallet sier noe om i hvilken grad selskapet er utsatt for konkurrisiko. Dersom egenkapitalandelen er 100 prosent, betyr dette at selskapet utelukkende er finansiert av egenkapital. I dette tilfelle er selskapet i mindre grad eksponert for konkurrisiko (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 212-213). Egenkapitalandelen anses som et av de beste målene for å predikere konkurs på et tidlig stadium. Dersom forholdstallet er negativt er dette en sterk indikasjon på konkurrisiko (Petersen, et al., 2017, s. 217-218). Det foreligger således ingen målestokk for hva som er et akseptabelt mål for egenkapitalandel, men en skal i det minste ha en egenkapital som kan absorbere forventet tap som kan oppstå over tid i henhold til firmaets risikoprofil (Petersen, et al., 2017, s. 220).

$$Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital}{Sum\ eiendeler}$$

Figur 6-4 viser at Veidekke har noe lavere egenkapitalandel enn bransjen gjennom hele analyseperioden, med unntak av 2008 og 2009. AF Gruppen og PEAB økte sin egenkapitalprosent betraktelig i 2009, noe som i stor grad har drevet bransjesnittet opp. I 2012 rammes hele bransjen av redusert egenkapital. Mye av dette skyldes implementeringen av revidert IAS 19, da selskaper ikke lengre kunne benytte seg av *ikke-resultatført estimatavvik* knyttet til pensjonsforpliktelser i regnskapet, jmfør 5.3.1.1. Dette førte til at selskapene måtte føre estimatavvikene direkte mot egenkapitalen. Øvrige svingninger i egenkapitalandeler skyldes variasjon i resultatene.

Selskapets egenkapitalprosent varierer fra 19-24 prosent over analyseperioden, noe som er godt innenfor konsernets målsettinger med hensyn til soliditet, optimalisert risikojustert avkastning og fremtidige investeringsbehov. Det er viktig å påpeke at Veidekkes egenkapitalprosent ligger forholdsvis nære bransjesnittet, med unntak av 2016 der differansen er på fire prosentpoeng. Nedgangen i egenkapitalandelen skyldes et større investeringsbehov i konsernet, ettersom aktiviteten har økt, samtidig som det har vært en rekke oppkjøp og annen ekspansjon.



Figur 6-4 Veidekkes og bransjens egenkapitalandel i perioden 2008-2016

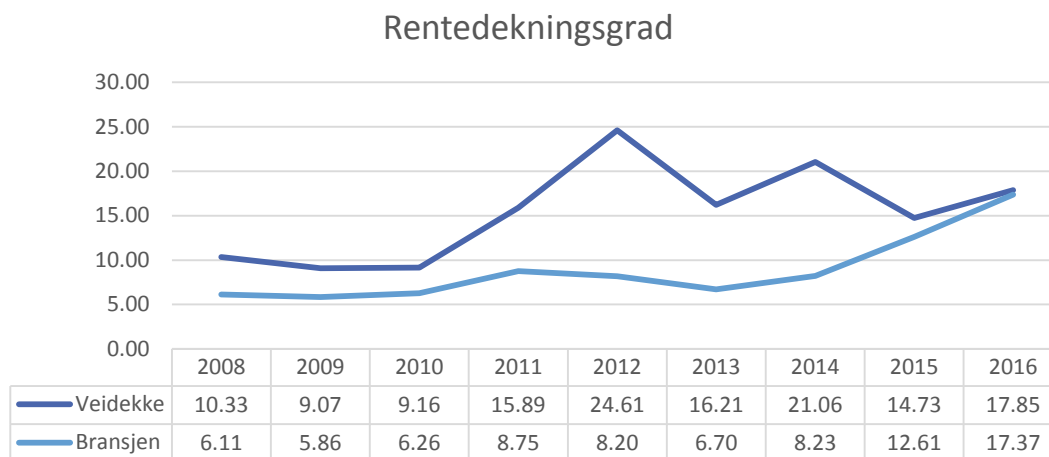
6.2.2.2 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden er et forholdstall som representerer både et mål på lønnsomhet og soliditet. Rentedeckningsgrad kan defineres slik (Kaldestad & Møller, 2016, s. 406):

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Rentedekningsgraden forteller hvor godt virksomheten evner å betale sine rentekostnader. På bakgrunn av dette er rentedekningsgraden et soliditetsmål, siden den indikerer graden av risiko knyttet til bedriften finansieringsstruktur. Rentedekningsgraden er også en indikator på om virksomheten evner til å påta seg større gjeldsforpliktelser. Det finnes ingen eksakt målestokk for hva rentedekningsgraden bør være. Noen hevder imidlertid at rentedekningsgraden bør være omkring 3 (Hoff, et al., 2007, s. 270-271). Dette kan likevel variere kraftig fra bransje til bransje.

Fremstillingen i figur 6-5 viser at Veidekke har svært mye bedre rentedekningsgrad enn tommelfingerregelen over analyseperioden. Dette gjelder også for bransjen, selv om Veidekkes rentedekningsgrad er betydelig høyere enn bransjen i årene 2011-2014. I 2015 kan en se at bransjen oppnår en høyere rentedekningsgrad, og nærmer seg Veidekkes nivå.



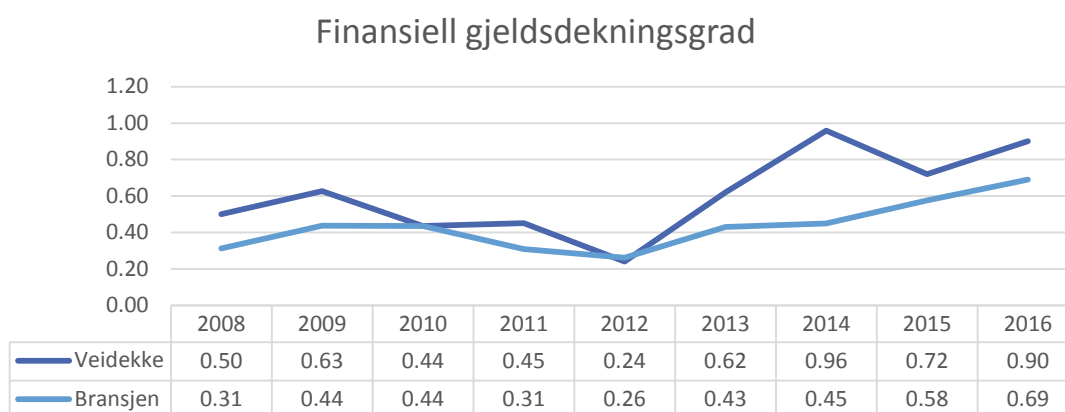
Figur 6-5 Rentedekningsgrad for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.

6.2.2.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Mens den kortsiktige gjeldsdekningen tas hånd om i likviditetsgrad 2, er det interessant å vurdere selskapets evne til å dekke gjeld på lenger sikt. Hensikten med å undersøke gjeldsdekningsgraden er å se de finansielle eiendelene i forhold til finansiell gjeld. Dersom forholdstallet er én eller mer betyr dette at de finansielle eiendelene dekker opp hele den finansielle gjelden. Dermed er sannsynligheten for at en eventuell likviditetskrise inntreffer, er lavere enn om forholdstallet var mindre enn én. Petersen, et al. (2017, s. 228) fremstiller finansiell gjeldsdekningsgrad følgende:

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

Som det fremkommer av figur 6-6 har Veidekkes finansielle gjeldsdekningsgrad vært varierende gjennom analyseperioden. Fra et minstenivå på 0,24 har forholdstallet beveget seg opp mot 0,96 på det meste. De store svingningene skyldes store endringer i størrelsen på gjeld til kredittinstitusjoner gjennom perioden. Dette gjelder også for bransjen. Det er imidlertid begrenset hvor godt forholdstallet klarer å beskrive sannsynligheten for en likviditetskrise. Både Veidekke og bransjen har avtaler om kassekreditt som kan benyttes ved akutt behov for likvider. Dermed er den finansielle gjeldsdekningsgraden lite beskrivende for denne risikoen selv om forholdstallet er mindre enn en gjennom perioden.



Figur 6-6 Utvikling i finansiell gjeldsdekningsgrad for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016

6.2.2.4 Kapitalstruktur

Analyse av kapitalstruktur er en statisk finansieringsanalyse som viser hvordan virksomhetens eiendeler er finansiert på ett bestemt tidspunkt. Tidspunktet settes til 31.12.2016 i vår analyse.

En sterkere kapitalstruktur gjenkjennes ofte gjennom at langsiktige eiendeler er finansiert med langsiktig kapital. I analysen av kapital er det ønskelig at driftsrelaterte anleggsmidler, som genererer kontantstrøm over flere år, skal finansieres gjennom den langsiktige finansieringen. Dette begrunnes med at egenkapitalfinansiering er den sikreste finansieringskilden (Knivsflå, 2017e). Det er også fordelaktig å benytte langsiktig finansiering på driftsrelaterte anleggsmidler, da nedbetalingsplanen er forutsigbar, noe som gir et mindre behov for refinansiering (Petersen, et al., 2017, s. 222). Kortsiktig finansiering krever hyppigere refinansiering. Dette fører til økt risiko, noe som gjør det lite hensiktsmessig å benytte denne type finansiering, særlig på de mer langsiktige eiendelene.

Tabell 6-5 og 6-6 viser Veidekkes kapitalstruktur ved utgangen av 2016. Det fremkommer av tabellene at 65 prosent av de driftsrelaterte anleggsmidlene er finansiert av egenkapital og

minoritetsinteresser. Dette er positivt, ettersom egenkapital er den minst risikable kapitalen. Videre er 19 prosent finansiert av langsiktig driftsrelatert gjeld, de resterende 16 prosent finansieres av langsiktig finansiell gjeld. Dette innebærer at alle de driftsrelaterte anleggsmidlene er finansiert gjennom de sikreste finansieringskildene, noe som har en positiv effekt på selskapets risikoprofil.

De finansielle anleggsmidlene har imidlertid en betydelig mer risikabel finansiering. Bare 18 prosent er finansiert med langsiktig gjeld, mens hele 82 prosent er finansiert med kortsiktig driftsrelatert gjeld. Dette innebærer en risiko for å ikke få refinansiert de finansielle anleggsmidlene. Likevel utgjør finansielle anleggsmidler 4 prosent av selskapets samlede eiendeler. Dermed er risikoen av begrenset omfang. Videre er driftsrelaterte og finansielle omløpsmidler 100 prosent finansiert av den kortsiktige gjelden.

Etttersom kun en svært begrenset andel av Veidekkes anleggsmidler finansieres gjennom kortsiktig gjeld, konkluderer vi med at kapitalstrukturen er akseptabel. Det er tatt i betraktning at deler av den kortsiktige gjelden består av forskuddsbetaling fra kunder, jamfør avsnitt 5.2.1.3.

Veidekke 2016 (verdier)	Egenkapital	Minoritetsinteresse	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelatert AM	3 286	179	1 013	848			5 326
Finansiell AM				114	535		649
Driftsrelatert OM					10 826		10 826
Finansiell OM					600	44	644
Total kapital	3 286	179	1 013	962	11 961	44	17 445

Tabell 6-5 Kapitalstrukturen til Veidekke ved utgangen av 2016. Verdiene er i MNOK.

Veidekke 2016 (prosent)	Egenkapital	Minoritetsinteresse	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelatert AM	62 %	3 %	19 %	16 %			31 %
Finansiell AM				18 %	82 %		4 %
Driftsrelatert OM					100 %		62 %
Finansiell OM					93 %	7 %	4 %
Total kapital	19 %	1 %	6 %	6 %	69 %	0 %	100 %

Tabell 6-6 Kapitalstrukturen til Veidekke i prosent ved utgangen av 2016.

Videre er det interessant å sammenligne kapitalstrukturen til Veidekke med bransjesnittet. Tabell 6-7 presenterer bransjens kapitalstruktur ved utgangen av 2016. I bransjen er 97 prosent av de driftsrelaterte anleggsmidlene finansiert gjennom egenkapital og minoritetsinteresser. Bransjen har dermed en tryggere finansiering av disse anleggsmidlene. Grunnen til dette er sannsynligvis at bransjen totalt sett har høyere egenkapitalprosent enn det Veidekke har. De resterende driftsrelaterte anleggsmidlene er finansiert gjennom langsiktig driftsrelatert gjeld.

Ettersom bransjen finansierer alle sine anleggsmidler gjennom langsiktig kapital, er det liten tvil om at Veidekke har en noe svakere kapitalstruktur enn bransjen.

Det er imidlertid viktig å påpeke at også bransjen finansierer store deler av de driftsrelaterte omløpsmidlene gjennom kortsiktig driftsrelatert gjeld. På samme måte som for Veidekke, kan noe av dette forklares ved forskuddsbetaling fra kunder for prosjekter som enda ikke er utført. Dette bidrar til at kapitalstrukturen for både Veidekke og bransjen er noe undervurdert.

Bransjen (prosent)	Langsiktig		Langsiktig finansiell		Kortsiktig		Totale eiendeler
	Egenkapital	Minoritetsinteresse	driftsrelatert gjeld	gjeld	driftsrelatert gjeld	gjeld	
Driftsrelatert AM	96 %	1 %	3 %				26 %
Finansiell AM			100 %				4 %
Driftsrelatert OM			5 %	13 %	82 %		62 %
Finansiell OM					46 %	54 %	8 %
Total kapital	25 %	0 %	7 %	8 %	55 %	4 %	100 %

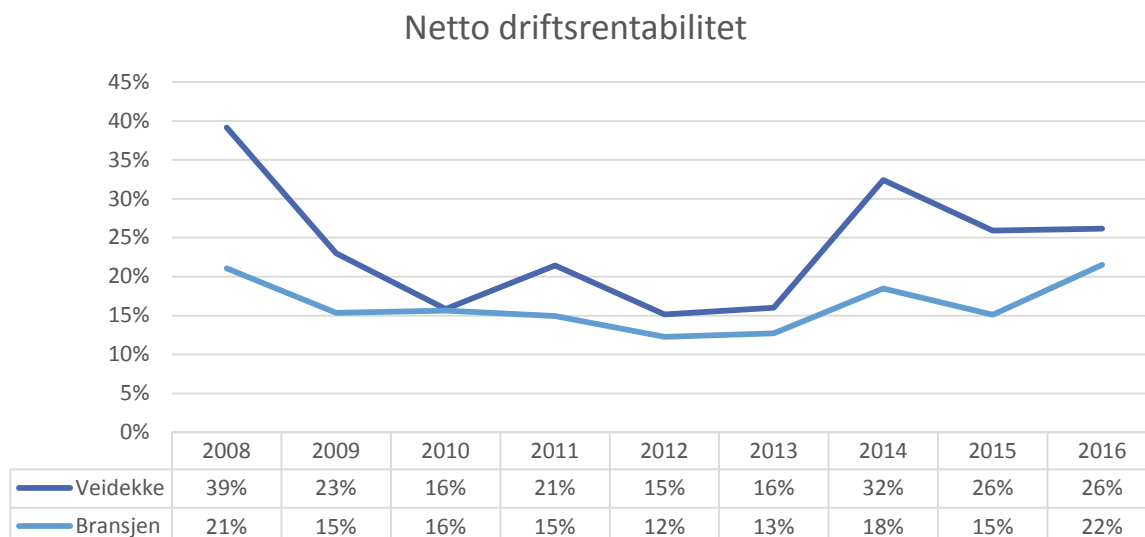
Tabell 6-7 Kapitalstrukturen til bransjen i prosent i 2016.

6.2.2.5 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet kommuniserer hvor lønnsom virksomhetens drift er. Formelen, som presentert under, baserer seg på netto driftsresultat fra det omgrupperte resultatregnskapet fordelt på gjennomsnittlige driftseiendeler justert for økningen i egenkapitalen (Knivsflå, 2017e).

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler IB} + \frac{\Delta \text{NDE} - \text{Netto driftsresultat}}{2}}$$

Som presentert i figur 6-7 har Veidekke hovedsakelig ligget over bransjesnittet gjennom hele analyseperioden. Den store nedgangen i netto driftsrentabilitet i perioden 2008-2010 skyldes i all hovedsak finanskrisen. Økningen fra 2013 skyldes mye større aktivitet i virksomheten. I 2014 hadde også Veidekke et høyt resultat fra tilknyttede og felleskontrollerte selskap.



Figur 6-7 Utvikling i netto driftsrentabilitet i perioden 2008-2016

6.3 Oppsummering (syntetisk rating)

For å oppsummere risikoanalysen vil det i dette delkapittelet gjøres en kredittvurdering av Veidekke og bransjen. Kredittvurderingen baserer seg på de foregående analysene av hensiktsmessige forholdstall knyttet til kortsiktig og langsiktig risiko. Forholdstallene benyttes som et verktøy for å si noe om selskapets og bransjens evne til å innfri sine forpliktelser umiddelbart og på lengre sikt.

Tabell 6-8 presenterer rammeverket for kredittvurdering for ikke-finansielle selskaper, og bygger på *Standard & Poors'* kredittvurderingssystem. Rammeverket er et forslag til en fornorsket utgave av det opprinnelige rammeverket, og er utviklet av Knivsflå (2017e). Karakterene baserer seg på fire ulike analysetall fra likviditets- og soliditetsanalysen. De ulike er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet. På bakgrunn av disse tallene vil rammeverket presentere en karakter som indikerer sannsynligheten for konkurs i fremtiden. Karakterskalaen går fra AAA til D, hvor D indikerer sterk sannsynlighet for at lån misligholdes (Kaldestad & Møller, 2016, s. 401).

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad (etter skatt)	Egenkapitalandel	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 6-8 Syntetisk rating basert på grenseverdier for fire nøkkeltall (Knivsflå, 2017e)

For å foreta kredittvurderingen basert på forholdstallanalysene foretatt tidligere i kapittelet er det hensiktsmessig å vurdere hvorvidt resultatene i analysene gir et riktig bilde av de faktiske forhold. For eksempel vil forholdstallene variere fra bransje til bransje, noe som vil kunne gjøre utslag i en kredittvurdering der rammeverket baseres på normerte forholdstall på tvers av bransjer. Likevel antas rammeverket å være bedre egnet for å vurdere norske selskaper enn det opprinnelige rammeverket fra Standard & Poors. For å gi et mer presist bilde på konkurssannsynligheten vil vi benytte sterke (+) og svake (-) karakterer som supplement for de ordinære bokstavkarakterene.

I fremstillingen av kredittvurderingen i tabell 6-9 kan en se at Veidekkes kredittvurdering ligger noe lavere enn bransjen. Forskjellen kan likevel beskrives som nokså marginal. Den totale kredittvurderingen for Veidekke gjennom hele analyseperioden er BBB+. Dette tilsier en konkurssannsynlighet på 0,2 prosent etter 1 år, der den øker til i underkant av 6 prosent etter 15 år. De samme sannsynlighetene for bransjen er omkring 0,1 og 2,5 prosent (Kaldestad & Møller, 2016, s. 401). Det er likevel hensiktsmessig å påpeke at Veidekke og bransjen ved flere nøkkeltall ble noe undervurdert. Dette skyldes at kortsiktig gjeld kan være noe *oppblåst* som følge av forskuddsbetalinger fra kunder på ikke-ferdigstilte og dermed ikke-inntektsførte prosjekter, jamfør avsnitt 6.2.1.2, 6.2.1.3 og 6.2.2.4. Etersom det er vanskelig å foreta noen eksakt beregning, vil det ikke gjøres justeringer basert på dette i den kvantitative

kredittvurderingen. For å supplere forholdstallsanalysen, vil det likevel foretas en kvalitativ vurdering av den syntetiske ratingen i avsnitt 6.3.1.

Veidekke	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	1,01 BB- 10 %	0,89 B 10 %	0,93 BB- 10 %	1,12 BB 10 %	1,12 BB 10 %	0,97 BB- 10 %	0,99 BB- 12,50 %	0,99 BB- 12,50 %	0,94 BB- 15 %	0,99 BB-
Rentedeckningsgrad	10,33 AAA	9,07 AAA	9,16 AAA	15,89 AAA	24,61 AAA	16,21 AAA	21,06 AAA	14,73 AAA	17,85 AAA	15,68 AAA
Egenkapitalandel	22 % BB	24 % BB	24 % BB	22 % BB	19 % B	20 % B	21 % B	21 % B	19 % B	21 % B
Netto driftsrentabilitet	39 % AAA	23 % AAA	16 % AA	21 % AA	15 % AA	16 % AA	32 % AAA	26 % AAA	26 % AAA	24 % AA
Samlet	A+	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A	A	A	BBB+
Bransjen	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	1,19 BBB-	1,26 BBB-	1,29 BBB-	1,33 BBB-	1,38 BBB-	1,27 BBB-	1,26 BBB-	1,14 BB	1,12 BB	1,24 BB
Rentedeckningsgrad	6,11 AAA-	5,86 AAA-	6,26 AAA	8,75 AAA	8,20 AAA	6,70 AAA	8,23 AAA	12,61 AAA	17,37 AAA	9,40 AAA
Egenkapitalandel	20 % BB	24 % BB	25 % BB	24 % BB	22 % BB	22 % BB	23 % BB	22 % BB	23 % BB	23 % BB
Netto driftsrentabilitet	21 % AA	15 % AA-	16 % AA-	15 % AA-	12 % A	18 % AA-	18 % AA-	15 % AA-	22 % AA-	17 % AA-
Samlet	A+	A+	A+	A+	A	A+	A+	A+	A+	A

Tabell 6-9 Kredittvurdering for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.

I utarbeidelsen av en passende kredittvurdering vil det ikke nødvendigvis være optimalt å kun benytte forholdstallsanalysen som grunnlag. Dette skyldes at forholdstallene kun baserer seg på historiske tall og er dermed ikke utelukkende egnet for å predikere fremtiden. Den strategiske analysen i kapittel 4 vil derfor videre benyttes som supplement til vurderingen for å inkludere eventuelle makroforhold og bransjeforhold som påvirker kortsiktig og langsiktig risiko for selskapet og bransjen.

6.3.1 Justering basert på strategiske faktorer

En særlig viktig vurdering knyttet til fremtidig konkurssannsynlighet for selskapet og bransjen kan tenkes å være hvilke endringer som vil påvirke bransjen fremover. Særlig interessant er det å sette lys på bransjens innovasjonsevne. I kapittel 4.7 kritiserer vi selskapets og bransjens foreløpige innovasjonsevne. Dette kan indikere at det foreligger en skjult risiko for fremtiden ved at det finnes en trussel i disruptive teknologier, jmfør kapittel 4.3.2. Risikoen kan representere både en trussel fra utenlandske mer innovative selskaper, men også en mulighet for en mer moderne og konkurransedyktig virksomhet. Et annet synspunkt er at dagens fokus på et grønt skifte kan gjøre denne risikoen mer reell i dag enn tidligere, jmfør kapittel 4.2.5. En slik tolkning kan gi uttrykk for at kredittvurderinger, som utelukkende baseres på historiske data, er noe overvurdert.

Andre faktorer som er særdeles viktig for både Veidekke og bransjen er fremtidige politiske og økonomiske forhold.

På kort sikt er det forventet at rentenivået vil forholde seg rimelig stabilt på et lavt nivå. I et mer langsiktig perspektiv er imidlertid ventet at rentenivået vil øke, noe som kan påvirke etterspørselen i boligmarkedet negativt i fremtiden, jmfør avsnitt 4.7. En økning av

rentenivået er også noe som kan påvirke forholdstall blant selskapene i bransjen ved at netto rentekostnader øker. Likevel har rentenivået ligget på et mer normalt nivå også tidligere i analyseperioden enn det som er dagens bilde, jamfør 4.2.2. Presiseringer i nasjonalbudsjettet kan også indikere at endringer i rentenivået er et politisk virkemiddel for å holde etterspørselen i boligmarkedet stabilt (Meld. St. 1, 2016-2017). Dermed er det lite som tyder på at eventuelle endringer i rentenivået vil ha en betydelig konsekvens for Veidekkes og bransjens risikoprofil.

Endringer knyttet til regulering av lån og skattepolitikk kan også påvirke etterspørselen på boligmarkedet. Trenden de seneste årene peker mot strengere regulering av boliglån og en skattepolitikk som ikke representerer et insentiv for investeringer i bolig. En mulig fare i fremtiden er imidlertid at rentekostnader på boliglån ikke lenger kan trekkes fra på skatten. Dette er riktignok ikke et forslag fra den norske regjeringen på det nåværende tidspunkt, men det er bemerket av IMF, jamfør 4.2.2. En slik endring i skattesystemet kan på lang sikt gjøre boligmarkedet mindre attraktivt og således dempe etterspørselen. På samme måte kan det være en fare for dempet etterspørsel dersom det stilles strengere krav for å få boliglån, jamfør 4.2.1. Som bemerket i avsnitt 4.2 betyr ikke dette nødvendigvis en negativ endring i etterspørselen på boligmarkedet i tiden fremover. Sterk befolkningsvekst kan tenkes å øke etterspørselen og vi tror moderate endringer i reguleringen av lån og skattepolitikken vil kunne være en demper for etterspørselen av begrenset omfang. Dette kan derfor representere en liten usikkerhet for det fremtidige boligmarkedet.

Det antas å være grunn til optimisme knyttet til offentlige investeringer fremover. Den sterke befolkningsveksten i Skandinavia bidrar til økt behov for investeringer i infrastruktur, jamfør avsnitt 4.2.1.3. Dette er gode nyheter for anleggs- og byggebransjen, noe som representerer en trygghet for både Veidekke og bransjen.

Kredittvurderingen for Veidekke og bransjen vil på bakgrunn av diskusjonen ovenfor nedjusteres svakt til henholdsvis BBB og BBB+. Dette skyldes usikkerheten knyttet til innovasjon og det grønne skifte, da det kan foreligge en større risiko for konkurs i fremtiden enn det forholdstallsanalysen gjenspeiler. Den antatte gode utviklingen i bransjen demper den antatte risikoen i noen grad.

7 Avkastningskrav

Dette kapitlet vil omfatte en analyse av historisk avkastningskrav. Avkastningskravet representerer den prisen egenkapital- og fremmedkapitalinvestorene krever som avkastning på sin innskutte kapital (Kaldestad & Møller, 2016, s. 153). Kravet skal reflektere den forventede avkastningen på investeringer med tilsvarende risikoprofil. Fastsettelsen av avkastningskravet er helt klart ingen definitiv vitenskap, men baserer seg på bruk av teori og skjønn (Dahl & Boye, 1997, s. 39-40).

Det historiske avkastningskravet vil danne grunnlaget for analysen av lønnsomhet i kapittel 8 da dette benyttes som diskonteringsrente ved verdivurdering (Dahl & Boye, 1997, s. 39). Avkastningskravet er også en god målestokk for om virksomheten genererer superprofitt, det vil si om rentabiliteten overstiger kravet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 97).

7.1 Teori for avkastningskrav

Avkastningskravet til totalkapitalen beregnes gjennom vekting av de ulike egen- og fremmedkapitalene som sammen utgjør totalkapitalen (Weighted Average Cost of Capital, *WACC*). Dette kan også beskrives som virksomhetens samlede kapitalkostnad. Virksomheter kan ha mange ulike finansieringskilder som bærer forskjellig risiko. Det er derfor nødvendig å se på avkastningen for de ulike finansieringskildene i forhold til hva investorer kan tjene på en investering med tilsvarende risiko. Ved å finne investorenes alternativkostnad kan en beregne avkastningskravet på totalkapitalen. Bakgrunnen for at en velger å undersøke avkastningskravet på totalkapitalen, forankrer seg i det faktum at den frie kontantstrømmen finansierer alle selskapets kapitaler. Det er denne kontantstrømmen som diskonteres for å estimere verdien av selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152-153).

I det omgrupperte balanseregnskapet i kapittel 5.3.2 presenterte vi Veidekkes netto driftskapital basert på selskapets egenkapital og netto finansiell gjeld. Samlet utgjør dette selskapets totalkapital og danner utgangspunktet for den videre analysen av avkastningskravet.

Videre vil vi estimere selskapets egenkapital- og netto finansiell gjeldskostnad før kapitalene vektet i beregningen av det totale avkastningskravet. For å beregne egenkapitalkostnaden benyttes kapitalverdimodellen. Det er denne modellen som benyttes mest i praksis og det antas at dette er et godt grunnlag for beregningen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 153-154).

7.2 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen tar utgangspunkt i rasjonelle investorer og at usystematisk risiko derfor diversifiseres bort. Dette er fordi den mest diversifiserte investoren alltid vil være i stand til å betale mest for et investeringsobjekt. Dermed vil rasjonelle investorer diversifisere bort usystematisk risiko og følgelig bare eksponeres mot systematisk risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 155-156). Modellen er noe abstrakt i sin natur ved at det kun er én faktor (betaen) som kan knyttes til selskapet. Ettersom en foreløpig ikke kan predikere fremtiden med mer presisjon, er dette likevel regnet som den mest egnede modellen for å beregne avkastningskravet (Damodaran, 2012, s. 77). De ulike risikoene er beskrevet nærmere i risikoanalyse., jmfør kapittel 6. Koller, et al. (2015, s. 293) presenterer kapitalverdimodellen som

$$ekk = r_f + \beta_e * (r_m - r_f) + \text{likviditetspremie}$$

Betegnelser:

ekk = egenkapitalkostnad/egenkapitalkrav

β_e = egenkapitalbeta

r_f = risikofri rente

r_m = markedsavkastning

Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes ved bruk av den risikofrie renten med tillegg for markedets risikopremie og likviditetspremie. Egenkapitalbetaen i formelen representerer selskapets eksponering mot markedsrisikoen (systematisk risiko). Dersom denne er lik 1 betyr det at selskapets systematiske risiko korrelerer perfekt med svingningene i markedet (Petersen, et al., 2017, s. 347). I det følgende vil modellens ulike komponenter presenteres, før selve beregningen av kravet finner sted mot slutten av delkapittelet.

7.2.1 Risikofri rente

Damodaran (2012, s. 154) definerer risikofri rente som avkastning en med sikkerhet vet vil tilfalle. Det kan fremstilles to forhold som må være oppfylt for at en investering kan omtales som risikofri. For det første kan det ikke være noen risiko for mislighold. For det andre kan det ikke være noen reinvesteringsrisiko forbundet med investeringen. Med sistnevnte menes at avkastningen ikke kan avvike fra det forventede ved at en er eksponert for endringer i rentenivået noen år frem i tid (Damodaran, 2012, s. 154-155).

Kaldestad & Møller (2016, s. 156) mener det nærmeste en kommer risikofrie investeringer er statsobligasjoner. Dette støttes av Damodaran (2012, s. 155). Den viktigste avgjørelsen knyttet til risikofri rente er hvorvidt en skal benytte kort eller lang statsobligasjonsrente. I praksis

benytter mange langsiktig rente for å unngå store variasjoner i den kortsiktige renten. En bør være tilbakeholden med å justere avkastningskravet basert på mindre endringer i det kortsiktige rentenivået (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156-157). Damodaran (2012, s. 155) peker på at det er mest hensiktsmessig å benytte en langsiktig statsobligasjonsrente i langsiktige analyser. Dette skyldes at selskaper gjerne ventes å leve *evig*. En bør likevel unngå å benytte langsiktig rente dersom *yield*-kurven er bratt, det vil si, dersom det er stor avstand mellom kortsiktige og langsiktige rentenivåer. Variasjonen bør ikke overstige 2-3 prosent (Damodaran, 2012, s. 155).

Som diskutert i kapittel 4.2.2 er det sannsynlig at rentenivået vil bevege seg mot et mer *normalt* nivå over tid. Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 157) skiller det omkring 0,8 prosentpoeng mellom det kortsiktige og langsiktige rentenivået på norske statsobligasjoner. Det virker dermed rimelig å benytte 10-åring statsobligasjonsrente for å finne risikofri rente.

Statsobligasjonsrenten er imidlertid ikke uten videre risikofri. Det kan være hensiktsmessig å justere for statens misligholdsrisiko (Damodaran, 2012, s. 157). Den norske stat har en syntetisk rating på AAA (Standard and Poors GLOBAL, 2017). Dette tilsvarer en misligholdsrisiko på 0,6 prosent, jamfør kapittel 6.3. Denne vil derfor fratrekkes 10-åring statsobligasjonsrente og utgjøre risikofri rente før skatt. Tabell 7-1 fremstiller beregnet risikofri rente etter skatt over analyseperioden. Den risikofrie renten defineres etter skatt ettersom den benyttes som målestokk mot *rentabilitet etter skatt* i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8.

Risikofri rente etter skatt viser stor nedgang over analyseperioden. Dette er en rimelig utvikling med tanke på det historisk lave rentenivået i Norge for øyeblikket, jamfør 4.2.2.1. Tabellen viser en gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt på 1,63 prosent i perioden 2008-2016.

10 års statsobligasjon	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
10 års statsobligasjon	4,47 %	4,000 %	3,520 %	3,120 %	2,100 %	2,580 %	2,520 %	1,570 %	1,330 %	3,168 %
Risikopremie	0,60 %	0,600 %	0,600 %	0,600 %	0,600 %	0,600 %	0,600 %	0,600 %	0,600 %	0,600 %
Risikofri rente før skatt	3,87 %	3,400 %	2,920 %	2,520 %	1,500 %	1,980 %	1,920 %	0,970 %	0,730 %	2,508 %
Skatt	0,013	0,011	0,010	0,009	0,006	0,007	0,007	0,004	0,003	0,000
Risikofri rente etter skatt	2,62 %	2,280 %	1,934 %	1,646 %	0,912 %	1,258 %	1,240 %	0,546 %	0,398 %	1,632 %

Tabell 7-1 Risikofri rente etter skatt utarbeidet med utgangspunkt i 10 års statsobligasjoner i perioden 2008-2016

7.2.2 Markedets risikopremie

Kaldestad & Møller (2016, s. 166) definerer markedets risikopremie som den meravkastningen investorer i markedet forventer å få i forhold til den risikofrie renten. Det er altså investorers avkastningskrav for å ta på seg risiko. Det foreligger ingen målinger på hva den eksakte risikopremien i markedet er, ettersom mange tidligere undersøkelser har gitt forskjellige svar (Damodaran, 2012, s. 161). Kaldestad & møller (2016, s. 166-171) presenterer tre metoder for å beregne markedets risikopremie.

$$\text{Markedes risikopremie} = R_m - R_f (1 - t)$$

Den vanligste metoden for å predikere markedets risikopremie er å se på den historiske meravkastningen som markedet gir utover risikofrie langsiktige statsobligasjoner. Denne metoden har en enkel fremgangsmetode. Først ser en på faktisk meravkastning på en aksje over en lengre periode, før en sammenligner meravkastningen med avkastningen på en risikofri statsobligasjon. Den årlige forskjellen mellom disse er da den historiske meravkastningen (Damodaran, 2012, s. 161).

Den store variasjonen i historisk meravkastningsestimater skyldes ifølge Damodaran (2012, s. 161-162) tre faktorer. For det første er det hvilken tidshorisont som benyttes, det skiller her mellom et langsiktig perspektiv og et kortsiktig perspektiv. Damodaran (2012, s. 161-162) benytter seg av to intervaller i beregningen av historisk meravkastning. Det kortsiktige intervallet er fra 1995-2016 og det langsiktige perspektivet er fra 1958-2016. For det andre er det valg av statsobligasjon, mens den siste faktoren er hvorvidt en bør benytte aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt. I henhold til Damodaran sine beregninger ligger markedets risikopremie i Norge på ca. 5,69 prosent.

Den andre metoden er å beregne den implisitte markedsrisikopremien. Denne metoden tar typisk utgangspunkt i Gordons vekstmodell. Metoden har som formål å finne en risikopremie som er egnet til å forsvare nåværende børsnivå. En benytter den forventede utbyttegraden i markedet sett i forhold til forventet økonomisk vekst, risikofri rente og markedets beta (=1) for å beregne en risikopremie basert på dagens børsnivåer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 168).

$$\text{Verdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{(\text{Avkastningskrav} - \text{vekstfaktor})} = \frac{\text{Utbytte}}{(R_f + \beta * R_p) - \text{vekstfaktor}}$$

Fordelen med å benytte en modell som tar utgangspunkt i dagens nivåer, er at en unngår usikkerhet omkring historiske datas relevans for markedets utvikling. Modellen er

fremtidsrettet, samtidig som den drives av markedsrelevante forhold. Et godt eksempel på forhold som med fordel kan tas hensyn til i beregningen av fremtidig risikopremie, er det svært lave rentenivået en har for øyeblikket, jamfør 4.2.2. Det er imidlertid ikke bare positivt med en modell som baserer seg på dagens antagelser om fremtiden. Disse antagelsene har en tendens til å forandre seg raskt, noe som gjør modellen sårbar. I tillegg kan det være noe optimistisk å benytte en modell som baserer seg på evig vekst, slik som Gordons vekstmodell (Kaldestad & Møller, 2016, s. 168-169). PWC (2013) beregnet i perioden 2010-2013 et estimat på en slik markedspremie, der det ble konkludert med en premie på 5,6 prosent, med variasjon fra 5-6,3 prosent. Beregningen baserer seg på en forholdsvis kort tidsperiode, samtidig som børsen var særlig volatil på tidspunktet.

Den tredje metoden baserer seg på informasjon fra ulike deltakeres oppfatning av markedets utvikling fremover. Gitt at deltakerne er representative for det markedet en undersøker, kan en slik metode gi et godt estimat på de forventingene som stilles til markedet fremover. Også denne metoden tar utgangspunkt i dagens situasjon, uten å ta hensyn til historiske tall og annen data. Det imidlertid en fare for at deltakerne lar seg påvirke av markedssituasjonen på det tidspunktet undersøkelsen gjennomføres eller at ens antagelser baserer seg på historiske erfaringer. Fernandez, Pizarro & Acln (2016) gjennomførte i 2016 slike undersøkelser i 71 ulike land, hvor undersøkelsen baserte seg på 6 734 respondenter. Gjennom disse undersøkelsene ble risikopremien for det norske markedet i gjennomsnitt fastsatt til å være 5,5 prosent, mens medianen endte på 5 prosent. PWC (2016) har imidlertid også gjort en tilsvarende undersøkelse, gjennomført i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening. Respondentene mente i gjennomsnitt at den norske risikopremien er 4,9 prosent, mens medianen i undersøkelsen er 5 prosent.

For å avgjøre hvilken risikopremie som er mest hensiktsmessig å benytte for det norske markedet, er det interessant å se på hva som skiller de ulike metodene. Ifølge PWC (2016) er den implisitt beregnede risikopremien noe høyere enn hva normalt ville ha vært grunnet volatiliteten i markedet på beregningstidspunktet. Dette estimatet anses derfor å ikke være særlig presist og illegges derfor noe mindre vekt i avgjørelsen. Vi anser derfor et estimat basert på de øvrige metodene for å være de mest relevante for vår vurdering. Markedets risikopremie fastsettes til 5,3 prosent.

7.2.3 Egenkapitalbeta

Kaldestad & Møller (2016, s. 159) beskriver betaen som en aksjes eksponering mot markedsrisikoen relativt til aksjemarkedet. Beregning av selskapets beta kan fremstilles slik (Damodaran, 2012, s. 67):

$$\text{Egenkapitalbeta} = \frac{\text{Kovarians mellom selskap og aksjemarkedet}}{\text{Varians i aksjemarkedet}}$$

En betaverdi på 1 vil for eksempel tilsi at selskapets aksje samvarierer 100 prosent med markedet. Dermed er aksjen i tilsvarende grad utsatt for markedssvingninger som markedet selv. På motsatt måte vil betaverdier på mindre enn 1 tilsi at selskapet i mindre grad påvirkes av markedsfluktuasjoner (Palepu, et al., 2010, s. 358).

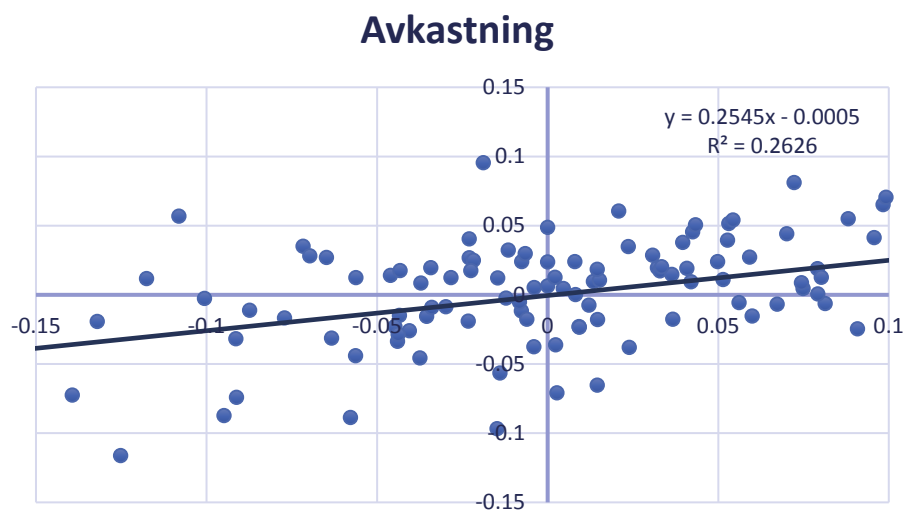
En ordinær måte å estimere egenkapitalbetaen på er å gjennomføre en regresjonsanalyse. Dette gjelder særlig for selskaper som har vært børsnotert over en lengre periode, ettersom disse har lett tilgjengelig historiske data. Analysen gjøres ved å se på korrelasjonen mellom avkastningsutviklingen i selskapet og avkastningen i aksjemarkedet (Damodaran, 2012, s. 183). Veidekke har vært børsnotert siden 1986, jmfør 2.1.1. Dermed er historiske data for selskapet lett tilgjengelig og en regresjonsanalyse er derfor en konvensjonell måte å estimere egenkapitalbetaen på.

Som en kan se av formelen ovenfor vil betaverdien også variere avhengig av hvilket marked en sammenligner med. Optimalt sett burde sammenligningsgrunnlaget kanskje inkludert alle selskaper i verden ettersom de ulike børsene gjerne har dominans av ulike næringer. Oslo Børs har for eksempel overvekt av oljerelatert næring. Dette gjør at veldiversifiserte selskaper som ikke driver oljerelatert virksomhet typisk vil ha en beta som ligger et stykke lavere enn én. På bakgrunn av dette bør en i utgangspunktet være forsiktig med å benytte Oslo Børs som målestokk for norske selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160-162). På den annen side gir Oslo Børs en god indikasjon på utviklingen i norsk økonomi. Den norske delen av BAE-næringen er nokså sensitive for makroforhold knyttet til norsk økonomi som befolkningsvekst, boligpriser, rentenivå o.l., jmfør kapittel 4. Likevel antas det at selskapets beta målt mot Oslo Børs vil gi en for lav beta. I beregningen av egenkapitalbetaen til Veidekke og bransjen benyttes derfor MSCI's verdensindeks³¹.

³¹ Kilde: MSCI (2017)

Damodaran (2012, s. 183) mener at en sentral vurdering knyttet til estimering av egenkapitalbeta er hvilke avkastningsintervall som bør benyttes. Historisk avkastning er tilgjengelig i daglig, ukentlig, månedlig og årlig data. Kaldestad & Møller (2016, s. 162) anbefaler bruk av et månedlig avkastningsintervall da dette fører til redusert forekomst av tallstøy. På den annen side vil bruk av mer kortsiktige avkastningsintervall, typisk daglig eller ukentlig, fange opp perioder der selskapets aksje preges av lav handelsaktivitet på børs (Damodaran, 2012, s. 183-192). Som diskutert i kapittel 7.2.4 handles Veidekkes aksje i gjennomsnitt mer enn 200 ganger per dag. Dette taler for at det er lite hensiktsmessig å benytte daglig eller ukentlig avkastningsintervall. Videre vil beregningen av beta baseres på månedlig data.

Regresjonsanalysen tar utgangspunkt i månedlige observasjoner tilbake til begynnelsen av 2007. Dette utgjør totalt 119 observasjoner, noe som er godt innenfor Koller (2015, s. 297-298) sine indikasjoner om at betaberegningen bør baseres på minst 60 observasjoner.



Figur 7-1 Regresjonanalyse av avkastningen til Veidekke mot avkastningen til MSCI.

Figur 7-3 viser at den estimerte egenkapitalbetaen for Veidekke er 0,26. Dette vil si at 1 prosent endring i verdensindeksen fører til en endring på 0,26 prosent i Veidekke-aksjen. Det er imidlertid begrenset hvor mye av utviklingen i selskapets aksje som kan forklares av markedsfluktuasjoner. Dette gjenspeiles i den lave R-kvadratverdien som indikerer at kun 26,3

prosent av endringene i Veidekke-aksjen skyldes svingninger i markedet. Relativt kan en tenke at 73,7³² prosent av aksjens endringer skyldes bedriftsspesifikke forhold.

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,512403054
R-kvadrat	0,262556889
Justert R-kvadrat	0,256253957
Standardfeil	0,036994097
Observasjoner	119

Variansanalyse					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,05700929	0,05700929	41,6563062	2,5687E-09
Residualer	117	0,16012189	0,00136856		
Totalt	118	0,21713118			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	-0,000490476	0,00340643	-0,14398543	0,88575968	-0,00723673	0,00625577	-0,00723673	0,00625577
X-variabel 1	0,254460992	0,03942583	6,45416968	2,5687E-09	0,1763802	0,33254178	0,1763802	0,33254178

Tabell 7-2 Utdata fra regresjonsanalysen. Veidekke-aksjen mot MSCI.

Det kan nevnes gode grunner for at selskapet i begrenset grad er utsatt for markedsfluktuasjoner. Veidekkes anleggsvirksomhet og oppføring av offentlig bygg er kanskje særlig unntatt for eksponering. Anleggsvirksomheten står for omkring 25 prosent av selskapets totale omsetning, jmfør kapittel 2.1.5. I perioder der norsk økonomi treffer lavkonjunkturer er det typisk at offentlige investeringer i infrastruktur økes for å holde økonomien i gang, jmfør kapittel 4.2.1. Dette kan bidra til at Veidekke presterer bedre i dette segmentet gjennom lavkonjunkturer og dermed i redusert grad eksponeres mot markedsfluktuasjoner. På den annen side er bygge- og eiendomsnæringen typisk sykliske næringer, særlig knyttet til boligmarkedet. Dette innebærer at denne delen av selskapet normalt sett skulle samvariere med økonomien forøvrig og at en beta på 0,26 sannsynligvis er et for lavt estimat. Dersom en ser på selskapets kursutvikling målt mot hovedindeksen på Oslo Børs fra 2007 til 2014 er det også tydelig samsvar mellom selskapets og markedets avkastning i denne perioden. De seneste årene har imidlertid aksjekursen for Veidekke steget betraktelig mer enn hovedindeksen, jmfør avsnitt 2.1.4.

På bakgrunn av diskusjonen i avsnittet over er det hensiktsmessig å justere råbetaen som er presentert i figur 7-3. Ifølge (Damodaran, 2012, s. 187) har de fleste betaestimer en tendens til å reversere mot markedsbetaen over tid. Dette indikerer at det kan være behov for å justere råbetaen noe. Utsagnet støttes av Kaldestad & Møller (2016, s. 164) som også peker på at en

³² Beregning: $1 - 0,2625569 = 0,73744$

generelt bør være skeptisk til betaverdier som er lavere enn 0,25. Den estimerte råbetaen er nær dette nivået og det er ønskelig å justere noe for å unngå ekstreme verdier og å ta hensyn til konjunkturavhengigheten i boligmarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 164);

$$\text{Justert beta} = 0,25446 * \frac{2}{3} + \frac{1}{3} = 0,503$$

Den justerte egenkapitalbetaen på 0,503 antas å være et mer representativt estimat. Til sammenligning opererer Thomson Reuters Datastream med en beta på 0,53. Differansen skyldes sannsynligvis at Thomson Reuters Datastream har benyttet en lengre analyseperiode der Veidekke har hatt høyere betaverdier enn i dagens situasjon, eller at andre forutsetninger ligger til grunn for estimatet. Damodaran, på sin side, operer med en egenkapitalbeta på 0,63 for bygg- og anleggsbransjen i Europa (Damodaran, 2017). Det virker likevel rimelig at Veidekkes egenkapitalbeta ligger noe lavere enn Damodaran sitt anslag, ettersom den norske staten ofte intensiverer offentlige investeringer i infrastruktur i nedgangstider, jmfør 4.2.1.3.

7.2.4 Likviditetspremie

I sin fremstilling av Kapitalverdimodellen velger Petersen et al. (2017, s. 363) å legge til en likviditetspremie. På denne måten tar en, selv om modellen i utgangspunktet forutsetter *perfekte* markeder, høyde for divergens i markedene. Slik divergens kan forårsake at aksjen ikke umiddelbart kan omgjøres til penger. Viktigheten av likvide markeder har lenge vært et kjent fenomen blant investorer og mange justerer sitt avkastningskrav med omkring 3-5 prosentpoeng for å ta høyde for en slik likviditetsrisiko (Petersen, et al., 2017, s. 363). At det er behov for å legge til en slik premie der børsomsetningen på aksjene er forholdsvis lav støttes av Dahl & Boye (1997, s. 43). Samtidig gjøres det oppmerksom på at en bør være forsiktig med å benytte kapitalverdimodellen for selskaper med lav børsomsetning. Imidlertid vil en benytte en lavere likviditetspremie for noterte enn unoterte selskaper. Basert på studier av amerikanske børsdata kan en argumentere for at likviditetspremien bør ligge omkring 2-4 prosent for de minst likvide aksjene på Oslo Børs. Størrelsen på premien vil sannsynligvis også variere mellom finansielle og forretningsmessige investorer. Dersom investoren har et kortsiktig perspektiv på investeringen, som typisk vil gjelde for en finansiell investor, vil likviditetspremien være viktig. For en forretningsmessig investor vil derimot likviditetspremien kanskje ikke være nødvendig i det hele tatt (Dahl & Boye, 1997, s. 48).

I kapittel 2.1.4 ble Veidekkes eierstruktur presentert. Ved kartleggelsen av eierstrukturen ble det oppdaget at de fleste store aksjonærer i selskapet er finansielle (institusjonelle) investorer.

Den største aksjonæren, OBOS, kan imidlertid kategoriseres som en langsiktig og således en forretningsmessig investor. Ettersom en stor del av aksjonærene antas å være finansielle investorer kan det være interessant å inkludere en likviditetspremie i avkastningskravet. På den annen side omsettes Veidekke-aksjen i snitt mer en 220 ganger per dag, noe som taler for at en kan veksle aksjene i penger innen forholdsvis kort tid (Oslo Børs, 2016b). Selv om aksjen ikke er blant de mest likvide på Oslo Børs, er den heller ikke blant de minst likvide. I Oslo Børs' likviditetsinndeling³³ er aksjen i den nest øverste kategorien, OB Match. Kategorien inneholder aksjer som handles minst 10 ganger per dag, mens den øverste kategorien, OBX, tar for seg de 25 mest likvide aksjene på markedet. Ifølge Dahl & Boye (1997, s. 48) bør bruk av store likviditetspremier (2-4 prosent) kun gjøres dersom likviditeten vil være av stor betydning for investorene.

På bakgrunn av diskusjonen ovenfor ser vi det hensiktsmessig at en likviditetspremie på 1 prosent pålegges avkastningskravet. I vurderingen er det særlig vektlagt at eierstrukturen er spredt på mange finansielle eiere i kombinasjon med at Veidekke-aksjen ikke er blant de mest likvide på Oslo Børs. Selv om gjennomsnittlig antall handler per dag kanskje er tilfredsstillende, foreligger det en risiko for at aksjen er mindre likvid på de dårligste dagene. Likevel er ikke disse forholdene betydelige nok til å utgjøre et behov for større tillegg på avkastningskravet.

I tillegg til den generelle likviditetspremien kan det også være hensiktsmessig å justere kravet for ytterligere faktorer. Særlig aktuelt kan det være å legge til en ytterligere likviditetspremie for minoritetsinteressene, ettersom minoritetsposten er mindre attraktiv enn majoritetsposten. Dette skyldes i stor grad at majoriteten primært er den som bestemmer i selskapet. Dermed er det majoriteten som fastsetter størrelsen på utbytte eller om utbytte i det hele tatt skal utbetales. Det nærmeste en kommer et vern mot slik *utsulting* i norsk lovgivning er aksjeloven § 4-24 som vedrører misbruk av posisjon. Formålet med bestemmelsen er imidlertid ikke å sikre at minoriteten har tilstrekkelig likviditet i sin posisjon, men heller å sørge for at selskapet blir drevet på en god måte (Kaldestad & Møller, 2016, s. 280). Det er dermed rimelig å anta at en investor har høyere betalingsvillighet for en kontrollposisjon i selskapet enn for en minoritetsposisjon (Kaldestad & Møller, 2016, s. 278). Ettersom en investor vil ha lavere betalingsvillighet for minoritetsposter er det ønskelig å justere minoritetskravet. For

³³ Kilde: (Oslo Børs, 2016a)

minoriteten kan det være rimelig å legge til en ekstra likviditetspremie som ligger noe nærmere Dahl & Boye (1997, s. 48) sitt anslag på 2-4 prosent. Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 56) kan det forekomme minoritetsrabatter for selskaper der majoritetsaksjonæren har kontroll over selskapet. En rekke av Veidekkes datterselskaper er 100 prosent kontrollert av selskapet, men det foreligger også tilfeller der selskapet er majoritetsaksjonær med en noe lavere andel, jmfør 2.1.3. Minoriteten har i disse tilfeller begrenset innflytelse. Dermed fastsettes den samlede likviditetspremien for minoritetsinteressene til 3 prosent.

7.2.5 Årlig egenkapitalbeta

Som følge av at kapitalstrukturen i selskapet endrer seg over tid, vil den årlige egenkapitalbetaen også variere. Imidlertid er det rimelig å anta at betaen til netto driftskapital er konstant. Dette høres umiddelbart underlig ut, ettersom en fornuftig tolkning kan være at betaen til netto driftskapital øker når egenkapitalandelen øker, siden kreditor alltid har høyere sikkerhet enn aksjonærene. Likevel vil økningen i egenkapitalkostnaden kompenseres ved at kredittrisikoen reduseres. Dette skyldes at økt egenkapitalprosent gir lavere sannsynlighet for konkurs. Dermed blir gjeldskravet redusert slik at driftsbetaen antas å være konstant. Dette er i tråd med Miller-Modigliani-teoremet som sier at verdien av selskapet er uavhengig av finansieringen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152-190). Tabell 7-3 illustrerer beregningen av årlig egenkapitalbeta.

Netto driftsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalbeta	0,46	0,45	0,44	0,48	0,63	0,63	0,51	0,45	0,45	0,5030
EK+MI/NDK	0,78	0,80	0,82	0,76	0,60	0,61	0,84	0,90	0,90	0,78
Netto finansiell gjeldsbeta	0,03	0,03	0,04	0,03	-0,03	-0,03	-0,38	-0,37	-0,39	-0,12
NFG/NDK	0,22	0,20	0,18	0,24	0,40	0,39	0,16	0,10	0,10	0,22
Netto driftsbeta	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37

Tabell 7-3 Netto driftsbeta for Veidekke i perioden 2008-2016.

7.2.6 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Videre kan en ved hjelp av kapitalverdimodellen beregne kravet til egenkapitalen og minoritetsinteressene. Kapitalverdimodellen oppstiller den forventede avkastningen som *risikofrirente pluss beta multiplisert med markedets risikopremie, tillagt en eventuell likviditetspremie*, jmfør kapittel 7.2.4.

Tabell 7-4 viser at selskapets gjennomsnittlige egenkapitalkrav er 5,1 prosent over analyseperioden. Kravets størrelse bærer preg av et historisk lavt rentenivå som reflekteres i den risikofrie renten, samtidig som selskapets egenkapitalbeta heller ikke er særlig høy.

Kaldestad & Møller (2016, s. 165) peker på at en betaverdi på 0,5 innebærer forholdsvis lav risiko.

Egenkapitalkrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 Snitt	
Risikofri rente etter skatt	0,026	0,023	0,019	0,016	0,009	0,013	0,012	0,005	0,004	0,014
Justerte beta	0,463	0,450	0,441	0,477	0,633	0,627	0,508	0,447	0,450	0,500
Markedetsrisikopremie	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053
Egenkapital - CAPM	0,051	0,047	0,043	0,042	0,043	0,046	0,039	0,029	0,028	0,041
Likviditetspremie majoritet	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Egenkapitalkrav	0,061	0,057	0,053	0,052	0,053	0,056	0,049	0,039	0,038	0,051

Tabell 7-4 Kravet til Veidekkes egenkapital i perioden 2008-2016.

For å kunne estimere det totale kravet til selskapet, må en også finne kravet til minoritetsinteressene. Minoriteten tillegges en ekstra likviditetspremie som fastsatt i avsnitt 7.2.4. Kravet til minoriteten fremstilles i tabell 7-5.

Minoritetskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 Snitt	
Egenkapitalkrav - CAPM	0,051	0,047	0,043	0,042	0,043	0,046	0,039	0,029	0,028	0,041
Likviditetspremie minoritet	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
Minoritetskrav	0,081	0,077	0,073	0,072	0,073	0,076	0,069	0,059	0,058	0,071

Tabell 7-5 Kravet til Veidekkes minoritetsinteresser i perioden 2008-2016.

7.3 Finansielle krav

I kapittel 7.2 ble kostnaden på egenkapital og minoritetsinteresser estimert. For å videre kunne finne det samlede selskapskravet må en også beregne kostnaden på virksomhetens gjeld. I de fleste tilfeller vil de løpende betalingene være spesifisert i kontrakten. Likevel må en vite kostnaden på fremtidige forpliktelser for å finne verdien av gjelden i dag. Avkastningskravet til gjeld representerer denne kostnaden, og benyttes til å neddiskontere fremtidige løpende betalinger, for å finne verdien av gjelden på verdsettelsestidspunktet.

Investorer står overfor både oppside- og nedsiderisiko på sine investeringer. Kreditorer står, til sammenligning, kun overfor nedsiderisiko. Dette innebærer at kreditorer krever en kompensasjon for misligholdsrisiko, utover den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 172). Vi vil følgelig beregne kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, som sammen danner kravet til netto finansiell gjeld.

7.3.1 Krav til finansiell gjeld

Videre vil *risikofri rente pluss risikopremie* danne grunnlaget for avkastningskravet til finansiell gjeld. Dette skyldes at risikopremien reflekterer risikoen for at selskapet misligholder sine gjeldsforpliktelser (Damodaran, 2012, s. 211). Den benyttede risikofrie renten er, som for egenkapitalkravet, beregnet etter skatt.

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = \text{Risikofri rente(etter skatt)} + \text{Kredittrisikopremie}$$

Ettersom det finansielle gjeldskravet baserer seg på Veidekkes kredittvurdering, er det hensiktsmessig å benytte deres *score* på Standard & Poors' rammeverk. Selskapets finansielle gjeld består i stor grad av langsiktige lån. Dette indikerer på at det er fornuftig å benytte den langsiktige kredittrisikopremien. Ettersom den langsiktige kredittrisikoen er høyere enn den kortsiktige, representerer dette et tilleggskrav for den finansielle gjelden i selskapet. Tabell 7-6 viser en oversikt over kortsiktige og langsiktige risikopremier for ulike syntetiske ratinger. Selskapets kredittrisiko ble vurdert til BBB i avsnitt 6.3, noe som indikerer en langsiktig risikopremie på 1,4 prosent i samsvar med rammeverket nedenfor.

Rating	Kortsiktig risikopremie	Langsiktig risikopremie
AAA	0,0020	0,0060
AA	0,0040	0,0080
A	0,0060	0,0100
BBB	0,0100	0,0140
BB	0,0270	0,0310
B	0,0400	0,0440
CCC	0,0790	0,0830
CC	0,1450	0,1490
C	0,2100	0,2100
D	0,2760	0,2800

Tabell 7-6 Oversikt over kortsiktig og langsiktig risikopremiebasert på syntetisk rating (Knivsflå, 2017a).

Tabell 7-7 viser at Veidekke hadde et gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav på 2,60 prosent over analyseperioden. Risikofri rente etter skatt har vært avtakende gjennom hele analyseperioden, noe som i stor grad kan tilskrives statens ekspansive pengepolitikk etter finanskrisen, jmfør 2.3.1.3.

Finansiell gjeldskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Syntetisk risiko	A+	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A	A	A	BBB+
Risikofri rente etter skatt	2,62 %	2,28 %	1,93 %	1,65 %	0,91 %	1,26 %	1,24 %	0,55 %	0,40 %	1,43 %
Kredittrisikopremie	1,00 %	1,00 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,18 %
Finansiell gjeldskrav	3,62 %	3,28 %	3,33 %	3,05 %	2,31 %	2,66 %	2,24 %	1,55 %	1,40 %	2,60 %

Tabell 7-7 Veidekkes finansielle gjeldskrav i perioden 2008-2016.

Finansiell gjeldsbeta kan beskrives som selskapets eksponering mot markedsfluktasjoner. Sammenhengen kan fremstilles som

$$\text{Finansiell gjeldsbeta} = \frac{\text{Markedetsrisikodel finansiell gjeld} * \text{Kreditrisikopremie}}{\text{Markedsrisikopremie}}$$

Markedsrisikodelen til finansiell gjeld knytter seg til forhold som typisk kan forklares gjennom endringer i økonomien. Dermed er den finansielle markedsrisikodelen lik forklaringsvariabelen til regresjonsanalysen vist i figur 7-3, justert med 1/3. Tabell 7-8 fremstiller utarbeidelsen av finansiell gjeldsbeta.

Finansiell gjeldsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Syntetisk risiko	A+	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A	A	A	BBB+
Langsiktig kreditrisikopremie	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,010	0,010	0,010	0,012
Markedspremie	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053
Markedsrisikodel EK	0,263	0,263	0,263	0,263	0,263	0,263	0,263	0,263	0,263	0,263
Justeringsfaktor til gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
Markedsrisikodel finansiell gjeld	0,088	0,088	0,088	0,088	0,088	0,088	0,088	0,088	0,088	0,088
Finansiell gjeldsbeta	0,017	0,017	0,023	0,023	0,023	0,023	0,017	0,017	0,017	0,019

Tabell 7-8 Veidekkes netto driftsbeta i perioden 2008-2016.

7.3.2 Krav til finansielle eiendeler

Kravet til finansielle eiendeler kan beregnes ved å dele de finansielle eiendelene inn i tre kategorier; kontanter/kontantekvivalenter, investeringer og fordringer. De ulike kategoriene har hvert sitt krav, som vektes med kategoriens andel av totale finansielle eiendeler. Fordringskravet tar utgangspunkt i den risikofrie renten etter skatt og den kortsiktige kreditrisikopremien, ettersom fordringer som hovedregel er kortsiktige. Investeringskravet tar utgangspunkt i investeringsbetaen, markedets risikopremie og likviditetspremien, med forutsetning om at investeringsbetaen er 1, samtidig som likviditetspremien antas å være null. Dette skyldes at investeringskravet optimalt sett burde være beregnet før skatt, da utbytte og aksjegevinster inngår i fritaksmetoden for norske aksjeselskaper, jmfør 5.3.1. Under disse forutsetninger blir imidlertid investeringskravet eksakt det samme før og etter skatt. I tillegg inngår også den risikofrie renten etter skatt som vanlig i beregningen av kravet. Den siste kategorien er det som angår kontanter og kontantekvivalenter. Denne baseres naturligvis utelukkende på den risikofrie renten etter skatt (Knivsflå, 2017a).

$$fek = kk * \frac{KON}{FE} + ik * \frac{INV}{FE} + fk * \frac{FOR}{FE}$$

Betegnelser:

fek = krav til finansielle eiendeler

fk = fordringskrav

ik = investeringskrav

kk = kontantkrav

FOR = Finansielle fordringer

INV = Finansielle investeringer

KON = Kontanter og kontantekvivalenter

FE = Finansielle eiendeler

Tabell 7-9 illustrerer utviklingen i det finansielle eiendelskravet. I Veidekkes tilfelle består hovedvekten av finansielle eiendeler i fordringer og kontanter. Utviklingen i det samlede kravet har vært nedadgående de seneste årene. En god grunn til dette er det historisk lave rentenivået, jmfør 4.2.2, som fører til at den risikofrie renten er på et mye lavere nivå enn tidligere.

Finansielle eiendeler krav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Syntetisk rating	A+	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A	A	A	BBB+
Fordingskrav	3,2 %	2,9 %	2,9 %	2,6 %	1,9 %	2,3 %	1,8 %	1,1 %	1,0 %	2,2 %
FOR/FE (vekt)	46,1 %	68,8 %	64,7 %	50,4 %	52,4 %	25,8 %	33,7 %	58,1 %	38,8 %	48,7 %
Investeringskrav	7,9 %	7,6 %	7,2 %	6,9 %	6,2 %	6,6 %	6,5 %	5,8 %	5,7 %	6,7 %
INV/FE (vekt)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	13,4 %	9,5 %	14,7 %	9,8 %	11,3 %	6,5 %
Kontantkrav	2,6 %	2,3 %	1,9 %	1,6 %	0,9 %	1,3 %	1,2 %	0,5 %	0,4 %	1,4 %
KON/FE (vekt)	53,9 %	31,2 %	35,1 %	49,6 %	34,3 %	64,7 %	51,6 %	32,1 %	49,8 %	44,7 %
Finansielle eiendeler krav	2,9 %	2,7 %	2,6 %	2,1 %	2,1 %	2,0 %	2,2 %	1,4 %	1,2 %	2,1 %

Tabell 7-9 Veidekkes finansielle eiendelskrav i perioden 2008-2016.

For å videre kunne estimere betaen for de finansielle eiendelene må en estimere fordringsbetaen. Utarbeidelsen vises i tabell 7-10.

Fordringsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Syntetisk rating	A+	A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A	A	A	BBB+
Kort risikopremie	0,0060	0,0060	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0060	0,0060	0,0060	0,0078
Markedsrisikopremie	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530	0,0530
Implisitt fordringsbeta	0,1132	0,1132	0,1887	0,1887	0,1887	0,1887	0,1132	0,1132	0,1132	0,1468
Markedsrisikoandel	0,0875	0,0875	0,0875	0,0875	0,0875	0,0875	0,0875	0,0875	0,0875	0,0875
Fordringsbeta	0,0099	0,0099	0,0165	0,0165	0,0165	0,0165	0,0099	0,0099	0,0099	0,0128

Tabell 7-10 Veidekkes fordringsbeta i perioden 2008-2016.

Videre følger estimering av betaen for de finansielle eiendelene samlet, som vist i tabell 7-11. Det er betaene for alle kategoriene av finansielle eiendeler som utgjør den samlede betaen. Knivsflå (2017a) mener et passende estimat på investeringsbetaen er 1 ettersom investeringer i utgangspunktet vil følge markedssvingninger. Kontantbetaen antas å alltid være 0 ettersom kontanter og kontantekvivalenter kun knytter seg til risikofri rente og ikke påvirkes av markedsrelatert risiko.

Finansiell eiendelsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Kontantbeta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kontantvekt	0,5388	0,3124	0,3510	0,4964	0,3433	0,6469	0,5160	0,3206	0,4981	0,4471
Fordringsbeta	0,0099	0,0099	0,0165	0,0165	0,0165	0,0165	0,0099	0,0099	0,0099	0,0128
Fordringsvekt	0,4612	0,6876	0,6467	0,5036	0,5235	0,2583	0,3369	0,5813	0,3882	0,4875
Investeringsbeta	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Investeringsvekt	-	-	-	-	0,1338	0,0948	0,1471	0,0981	0,1129	0,0652
Finansiell eiendelsbeta	0,0046	0,0068	0,0107	0,0083	0,1425	0,0991	0,1504	0,1038	0,1168	0,0714

Tabell 7-11 Veidekke finansielle eiendelsbeta i perioden 2008-2016.

7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld

Basert på beregnede betaer og krav for finansiell gjeld og finansielle eiendeler kan en nå beregne kravet og videre betaen til netto finansiell gjeld. Bakgrunnen for at en ønsker å

presentere et nettokrav følger av omgrupperingen til netto driftskapital i kapittel 5.3.2, der netto finansiell gjeld utgjør samlet finansiell kapital. Dermed må en beregne kravet for finansiell gjeld fratrukket kravet for finansielle eiendeler for å finne kravet til netto finansiell gjeld.

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

Betegnelser:

fgk = krav til finansiell gjeld

NFG = Netto finansiell gjeld

fek = finansielt eiendelskrav

FE = Finansielle eiendeler

FG = Finansiell gjeld

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

Tabell 7-12 illustrerer beregningen av netto finansielt gjeldskrav.

Netto finansiell gjeldskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 Snitt	
Finansiell gjeldskrav	0,036	0,033	0,033	0,030	0,023	0,027	0,022	0,015	0,014	0,026
Finansiell gjeldsvekt	2,252	2,226	2,043	1,781	1,430	1,652	3,945	5,458	5,039	2,870
Finansiell eiendelskrav	0,029	0,027	0,026	0,021	0,021	0,020	0,022	0,014	0,012	0,021
Finansiell eiendelsvekt	1,252	1,226	1,043	0,781	0,430	0,652	2,945	4,458	4,039	1,870
Netto finansiell gjeldskrav	0,045	0,040	0,041	0,037	0,024	0,031	0,023	0,021	0,021	0,035

Tabell 7-12 Netto finansielt gjeldskrav for Veidekke i perioden 2008-2016.

Selskapet får ved enkelte tilfeller negativ beta knyttet til netto finansiell gjeld, jamfør tabell 7-13. Dette skyldes at de finansielle eiendelene i virksomheten enkelte år overstiger den finansielle gjelden, jamfør 5.3.2.

Netto finansiell gjeldsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 Snitt	
Finansiell gjeldsbeta	0,017	0,017	0,023	0,023	0,023	0,023	0,017	0,017	0,017	0,019
Finansiell gjeldsvekt	2,252	2,226	2,043	1,781	1,430	1,652	3,945	5,458	5,039	2,870
Finansiell eiendelsbeta	0,005	0,007	0,011	0,008	0,142	0,099	0,150	0,104	0,117	0,071
Finansiell eiendelsvekt	1,252	1,226	1,043	0,781	0,430	0,652	2,945	4,458	4,039	1,870
Netto finansiell gjeldsbeta	0,031	0,028	0,036	0,035	-0,028	-0,026	-0,378	-0,373	-0,388	-0,078

Tabell 7-13 Netto finansiell gjeldsbeta for Veidekke i perioden 2008-2016.

7.4 Netto driftskrav

De estimerte kravene i de foregående delkapitlene danner videre grunnlag for å kunne estimere kravet til selskapets samlede kapital. Som følge av omgrupperingen av balansen i kapittel 5.3.2 er det netto driftskapital som utgjør den samlede kapitalen.

Som nevnt innledningsvis i kapittelet kan avkastningskravet til samlet kapital kalles *Weighted Average Cost of Capital* eller *WACC*. I denne oppgaven kan det samlede vektete kravet beskrives som netto driftskrav. WACC kan fremstilles slik (Petersen, et al., 2017, s. 341):

$$WACC = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Betegnelser:

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

NFG = Netto finansiell gjeld

fek = finansielt eiendelskrav

FE = Finansielle eiendeler

FG = Finansiell gjeld

NDK = Netto driftskapital

Beregningen av *WACC* kan tilpasses til å vedrøre de finansieringskildene en ønsker (Petersen, et al., 2017, s. 341). Som en ser av formelen er de aktuelle kapitalene fra omgrupperingen inkludert i beregningen. Formelen består primært av kravet til egenkapitalen, kravet til minoritetsinteressene og kravet til netto finansiell gjeld. De tre kravene er også definert etter skatt. De senere årene er det imidlertid blitt stadig mer problematisk å beregne et korrekt selskapskrav. Dette knytter seg særlig til hyppigere bruk av ekspansiv pengepolitikk i perioden etter finanskrisen, jamfør 2.3.1.3. Den ekspansive pengepolitikken har nemlig ført til unormalt lave rentenivåer, noe som igjen påvirker avkastningskravet (Koller, et al., 2015, s. 283). Dette problemet er forenlig med det historisk lave rentenivået vi har bevitnet i den strategiske analysen, jamfør kapittel 4.2.2.

Netto driftskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav	0,061	0,057	0,053	0,052	0,053	0,056	0,049	0,039	0,038	0,051
EK/NDK	0,766	0,792	0,800	0,732	0,586	0,590	0,821	0,870	0,859	0,757
Minoritetskrav	0,081	0,077	0,073	0,072	0,073	0,076	0,069	0,059	0,058	0,071
MI/NDK	0,012	0,011	0,018	0,023	0,018	0,017	0,023	0,034	0,045	0,022
Netto finansiell gjeldskrav	0,045	0,040	0,041	0,037	0,024	0,031	0,023	0,021	0,021	0,032
NFG/NDK	0,222	0,197	0,182	0,245	0,396	0,393	0,156	0,095	0,096	0,220
Netto driftskrav	0,058	0,054	0,051	0,049	0,042	0,046	0,046	0,038	0,037	0,047

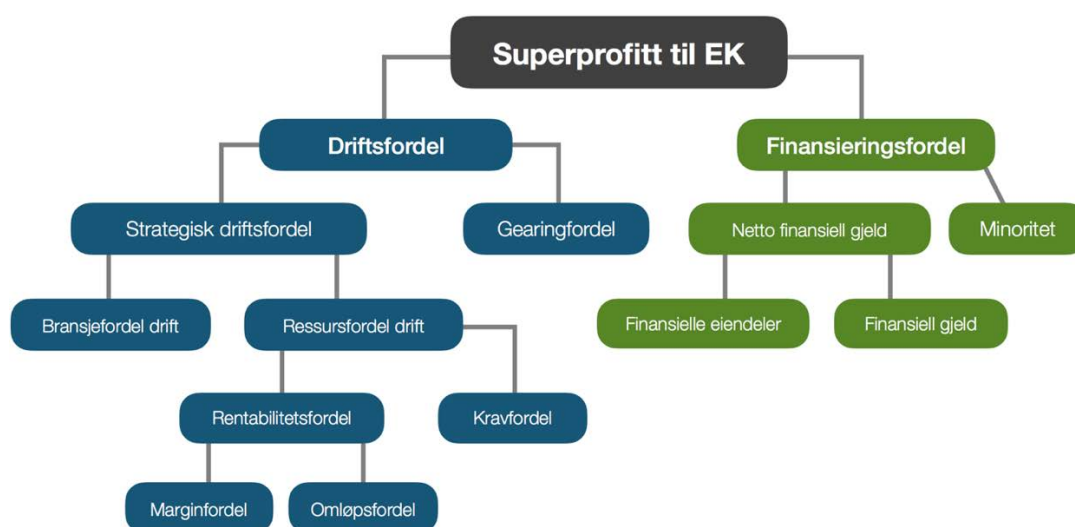
Tabell 7-14 Veidekkes netto driftskrav i perioden 2008-2016.

Tabell 7-14 viser at selskapets netto driftskrav over analyseperioden var på 4,7 prosent. Det lave kravet skyldes i stor grad det lave rentenivået, som nevnt i avsnittet ovenfor. Dette viser seg særlig i tabellen, der kravet beveger seg fra 5,8 prosent i 2008 til 3,7 prosent i 2016. Som diskutert i avsnitt 4.2.2.1 er det sannsynlig at rentenivået vil bevege seg mot et mer normalt nivå i fremtiden. Dermed er det hensiktsmessig å benytte en mer *normal* rente når en utarbeider fremtidskravene. Det lave kravet kan imidlertid også forklares ved at egenkapitalbetaen er svært lav, noe som indikerer at selskapet ikke er meget sensitivt for fluktasjoner i markedet, selv om tilknytningen til boligmarkedet bidrar til at deler av selskapet er syklisk.

8 Lønnsomhetsanalyse

Analyse av virksomheters lønnsomhet er en av de viktigste områdene knyttet til regnskapsanalyse. Tilfredsstillende lønnsomhet er et tegn på økonomisk trygghet, noe som sikrer viktige relasjoner mellom omgivelsene og selskapet. Historisk lønnsomhet er et viktig utgangspunkt for å si noe om et selskaps fremtidige lønnsomhet. Det er imidlertid ikke slik at all lønnsomhet er relevant for å predikere fremtiden. Derfor er det viktig å analysere kilden til den historiske lønnsomheten. Regnskapsposter kan kategoriseres som normale eller unormale. Unormale poster vil, som diskutert i kapittel 5.3, typisk være engangsposter som sier lite om hvordan driften vil utarte seg i fremtiden. Derfor har investorer ofte et ønske om at avkastningen skal komme naturlig fra selskapets drift, snarere enn engangshendelser (Petersen, et al., 2017, s. 140).

For å kartlegge virksomhetens lønnsomhet, vil analysene i dette kapitlet ta utgangspunkt i ulike kilder til avkastning. Bransjedata vil, som tidligere, benyttes som *benchmark* for å uttrykke selskapets relative prestasjoner gjennom analyseperioden. Analysen tar utgangspunkt i Du Pont-modellen som presentert i figur 8-1, der en dekomponerer for å finne kildene til egenkapitalens avkastning fratrukket avkastningskravene. Funnene i dekomponeringen drøftes mot funn i den strategiske analysen i kapittel 4, noe som vil bidra til å avgjøre hvor lenge den eventuelle superprofitten kan opprettholdes. Fremgangsmåten er i tråd med Kaldestad & Møller (2016, s. 97) sine anmerkninger vedrørende strategisk analyse. Rammeverket som benyttes i analysen baserer seg delvis på Penman (2013).



Figur 8-1 DU PONT-modellen fritt etter Petersen, et al. (2017, s. 139-182), Penman (2013, s. 364-382) og Knivsflå (2017m).

Rentabilitet kan beskrives som et mål på den forholdsmessige avkastningen på investert kapital (Damodaran, 2012, s. 44). At forholdstallet regnes på investert kapital reflekterer selskapets lønnsomhet i drift, slik at en kan vurdere om avkastningen er tilfredsstillende i forhold til kapitalkostnaden (Petersen, et al., 2017, s. 142). Avkastning utover kravet vil gi uttrykk for virksomhetens verdiskapning (Kaldestad & Møller, 2016, s. 88). Rentabilitet kan generelt fremstilles slik:

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

En utfordring med den generelle modellen er at resultatet til kapitalen måles gjennom hele året, mens kapitalen kun måles på ett tidspunkt. Dermed vil det være mer hensiktsmessig å benytte den gjennomsnittlige kapitalen gjennom året, slik at resultatet og kapitalen måles over samme periode (Koller, et al., 2015, s. 208). Siden avkastningskravet i kapittel 7 er estimert på basis av etterskuddsrente er det hensiktsmessig å beregne etterskuddsvis rentabilitet. Rentabilitetsberegningene i analysen vil derfor beregnes på inngående kapital justert for opptjent kapital, der det forutsettes at kontantstrømmer realiseres midtveis i året (Knivsflå, 2017m).

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{IB \text{ Kapital} + \frac{(\Delta \text{Kapital} - \text{Normalisert nettoresultat})}{2}}$$

Ettersom lønnsomhetsanalysen gjennomføres for prediksjonsformål benyttes normaliserte poster fra regnskapet, jamfør kapittel 5.3.1.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Umiddelbart er det interessant å rette oppmerksomheten mot den mest risikovillige kapitalen i selskapet. Egenkapitalinvestorene bærer mest risiko da det ikke er noen forhåndsavtalt avkastning på denne kapitalen (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 193). For å analysere egenkapitalrentabiliteten benyttes rentabilitetsformelen som presentert innledningsvis, spesifisert for egenkapitalen.

$$ekr = \frac{NRE_t}{EK_0 + \frac{(\Delta EK - NRE)}{2}}$$

Betegnelser:

ekr = egenkapitalrentabilitet

NRE = nettoresultat til egenkapital

EK = egenkapital

Tabell 8-1 fremstiller utviklingen i Veidekkes egenkapitalrentabilitet over analyseperioden. Egenkapitalrentabiliteten har i all hovedsak vært meget stabil gjennom hele perioden, med få unntak. Unntakene i 2008 og 2014 innebærer at egenkapitalrentabiliteten var mye høyere enn normalt. At denne var såpass høy i 2008 skyldtes sannsynligvis at økonomien viste svært sterk vekst i forkant av finanskrisen. Også meget høy etterspørsel på boligmarkedet kan være en bidragsfaktor, men det er sannsynlig at posisjonen til verdensøkonomien som helhet styrket etterspørselen i BAE-næringen, jamfør kapittel 4.2.2. Ytterligere kilder til utviklingen i egenkapitalrentabilitet vil kartlegges og diskuteres videre i kapittelet.

Egenkapitalrentabilitet	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,50 %	12,50 %	15 %	snitt
Netto resultat til EK	863	475	339	523	504	547	844	736	801	643
Egenkapital	1 739	1 800	1 813	1 842	1 921	1 988	2 117	2 505	2 779	2105
Egenkapitalrentabilitet	0,496	0,264	0,187	0,284	0,262	0,275	0,399	0,294	0,288	0,307

Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet for Veidekke i perioden 2008-2016.

8.1.1 Superprofitt til EK

For å tilfredsstille eierne må egenkapitalrentabiliteten overgå avkastningskravet og gi aksjonærene det en kaller superprofitt. Dermed er det hensiktsmessig å beregne selskapets superprofitt til egenkapitalen ved å beregne egenkapitalrentabilitet fratrukket egenkapitalkravet for hvert år i analyseperioden. Dette gir et bilde av selskapets strategiske posisjon og således om selskapet har en strategisk fordel eller ulempe (Kaldestad & Møller, 2016, s. 97).

Superprofitt til EK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Egenkapitalrentabilitet	0,50	0,264	0,187	0,284	0,262	0,275	0,399	0,294	0,288	0,307
Egenkapitalkrav	0,061	0,057	0,053	0,052	0,053	0,056	0,049	0,039	0,038	0,050
Superprofitt til EK	0,436	0,208	0,134	0,232	0,210	0,219	0,350	0,255	0,250	0,257

Tabell 8-2 Superprofitt til egenkapitalen i perioden 2008-2016.

Superprofitt til egenkapitalen kan videre dekomponeres ved hjelp av Du Pont-modellen som presentert innledningsvis. I dekomponeringen ønsker en først å dele den strategiske fordelen inn i driftsfordel og finansieringsfordel som illustrert i figur 8-1. Det gjøres ingen videre

analyse av superprofitt til egenkapitalen eller egenkapitalrentabilitet isolert sett. Dette skyldes at slike nøkkeltall knyttet til egenkapitalen avhenger av finansieringsstrukturen i hvert enkelt selskap og på den måten ikke er særlig sammenlignbart på tvers av virksomheter, selv om selskapene i seg selv er komparative. Derimot er det mer relevant å analysere fordeler knyttet direkte til driften av selskapet, ettersom denne utelukkende fokuserer på selskapets drift og kan dermed sammenlignes på tvers av virksomheter med tilsvarende drift (Koller, et al., 2015, s. 208).

8.2 Driftsfordel

Det første steget i dekomponeringen er å kartlegge selskapets fordel knyttet til drift. Formelen for å beregne driftsfordelen består av to komponenter; strategisk driftsfordel og gearingfordel, der den strategiske driftsfordelen utarter seg i differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Netto driftsrentabilitet er et naturlig mål på virksomhetens verdiskapning gjennom netto driftseiendeler (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 197). Gearingfordelen, på den annen side, kan omtales som en *boost* til driftsfordelen i tilfeller der netto driftsrentabilitet overstiger lånekostnaden (Knivsflå, 2017l).

$$\begin{aligned} \text{Driftsfordel} &= \text{Ren driftsfordel} + \text{Gearingfordel} \\ &= (\text{ndr} - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig}) \end{aligned}$$

Betegnelser:

ndr = netto driftsrentabilitet

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

ndk = netto driftskrav

mig = minoritetsgrad

Videre følger en utredning av de ulike elementene som danner driftsfordelen.

8.2.1 Ren driftsfordel

Den rene driftsfordelen kan defineres som summen av bransjefordel, rentabilitetsfordel og kravfordel (Knivsflå, 2017l).

$$\begin{aligned} \text{Ren driftsfordel} &= \text{ndr} - \text{ndk} \\ &= (\text{ndr}_B - \text{ndk}_B) + (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndk}_B - \text{ndk}) \\ &= \text{bransjefordel} + \text{rentabilitetsfordel} + \text{kravfordel} \end{aligned}$$

Betegnelser:

ndr = netto driftsrentabilitet

ndk = netto driftskrav

B = bransje

Den rene driftsfordelen er illustrert i tabell 8-3. Veidekke oppnår en gjennomsnittlig ren driftsfordel på 19,7 prosent over analyseperioden. En kan se at driftsfordelen svinger noe, særlig er det en stor gradvis nedgang fra 2008 til 2010. I denne perioden var verdensøkonomien sterkt preget av finanskrisen og nedgangen kan kanskje forklares med at deler BAE-næringen er syklisk og således svinger med markedet. Det er derfor interessant å dekomponere den rene driftsfordelen ytterligere for å finne ut om det er eksterne eller interne forhold som utgjør fordelene.

Ren driftsfordel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Netto driftsrentabilitet	0,391	0,230	0,158	0,214	0,152	0,160	0,324	0,259	0,261	0,243
Netto driftskrav	0,058	0,054	0,051	0,049	0,042	0,046	0,046	0,038	0,037	0,046
Ren driftsfordel	0,334	0,176	0,107	0,165	0,110	0,114	0,278	0,221	0,224	0,197

Tabell 8-3 Ren driftsfordel for Veidekke i perioden 2008-2016.

Ren driftsfordel kan videre dekomponeres i en bransjefordel og ressursfordel, der ressursfordelen består av rentabilitetsfordel og kravfordel.

8.2.1.1 Bransjefordel drift

Bransjefordelen fra drift utarter seg i hvorvidt avkastningen på netto driftseiendeler for bransjen overgår kravet til avkastning på netto driftseiendeler. I tabell 8-4 kan en se at bransjefordelen er forholdsvis jevn over analyseperioden. Utviklingen fra 2015 til 2016 viser imidlertid en sterk økning der bransjefordelen i 2016 er 16,18 prosent mot 8,73 prosent i 2015.

I den strategiske analysen i kapittel 4 ble det observert en sterk utvikling i boligpriser både i Norge og Sverige i 2015 og 2016, noe som kan ha påvirket bransjefordelen positivt. At boligprisutviklingen også var meget sterk i 2015, der bransjefordelen var forholdsvis lav, kan umiddelbart tenkes å indikere at bransjefordelen i liten grad påvirkes av utviklingen i boligmarkedet. Det er imidlertid viktig å huske at tilbudet i boligmarkedet endrer seg langsommere enn etterspørselen, noe som skyldes den lange byggetiden på boliger. Etterspørselen i boligmarkedet har vært drevet av et meget lavt rentenivå og sterk befolkningsvekst den siste tiden, noe som har medført sterk vekst i boligprisene. Den sterke veksten har medført at regjeringen ønsker å bygge flere boliger for å møte etterspørselen. Dette kan være et viktig tiltak for å forhindre en tilbakegang i økonomien gjennom fall i boligprisene. At det ble bygget flere boliger i 2016 enn tidligere kan ha bidratt til den økende bransjefordelen, jmfør avsnitt 4.2.2.3.

Bransjefordelen viser et tidsvektet gjennomsnitt på 10,42 prosent. Den sterke bransjefordelen over tid kan skyldes at det har vært sterke incentiver for å investere i bolig. Boligprisene har vist god utvikling gjennom analyseperioden, med unntak av finanskrisen, mens skattepolitikken har gitt incentiver for å investere i fast eiendom fremfor aksjemarkedet, jamfør 4.2. Offentlige investeringen vil typisk kunne bidra til stabilitet over tid i BAE-næringen. Myndighetene øker/intensiverer gjerne investeringer i infrastruktur i lavkonjunkturer, noe som vil kunne bidra til at bransjen er mindre utsatt for markedssvingninger 4.4. Stordriftsfordeler blant bransjeutvalget i forbindelse med håndtering av omfattende kvalitetskrav og reguleringer kan også være en forklaringsfaktor, jamfør avsnitt 4.3.1.2.

Bransjefordel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Netto driftsrentabilitet - bransje	17,47 %	13,65 %	14,66 %	13,04 %	11,14 %	10,39 %	13,81 %	10,97 %	18,32 %	13,88 %
Netto driftskrav - bransje	4,83 %	4,40 %	4,12 %	3,79 %	3,01 %	3,43 %	3,29 %	2,53 %	2,49 %	3,46 %
Bransjefordel	12,64 %	9,25 %	10,53 %	9,25 %	8,13 %	6,96 %	10,52 %	8,44 %	15,83 %	10,42 %

Tabell 8-4 Bransjefordel for Veidekke, NCC, PEAB og AF Gruppen i perioden 2008-2016

8.2.1.2 Ressursfordel

At Veidekke har en ressursfordel innebærer at selskapet har verdifulle interne ressurser som utnyttes på en effektiv måte, og oppnår dermed en ressursfordel i forhold til bransjen. Ressursfordelen kan oppnås på to ulike måter. Den ene måten er rentabilitetsfordelen, dette innebærer at Veidekke har en større rentabilitet relativt til bransjen. Den andre måten er kravfordelen, dette innebærer at Veidekke har et lavere netto driftskrav relativt til bransjen.

Som det fremstilles av tabell 8-5 har Veidekke en gjennomgående høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen, og har et vektet snitt på 10,38 prosent. Dette indikerer at Veidekke har utnyttet sine interne ressurser bedre enn det bransjen har. Det foreligger flere årsaker til Veidekkes rentabilitetsfordel, jamfør kapittel 4.5, en av årsakene kan være Veidekkes gode omdømme. Veidekke har bl.a. vunnet flere priser for å være innovative og mest populære arbeidsgiver blant studenter, dette har gjort at Veidekke har klart å kunne ansette kompetente medarbeidere, som styrker selskapets ressursfordel. Videre kan det også tenkes at Veidekkes kompetanse også er med på å gi selskapet en ressursfordel. Veidekke er opptatte av å kunne tilby kvalitet på mest effektiv måte, og tilrettelegger derfor for kunnskapsutvikling hos de ansatte. Selskapet har bl.a. et samarbeid med Stanford University hvor ansatte kan få verifisering innen BIM og VDC, jamfør kapittel 4.5.1. Det vil foretas en ytterligere dekomponering av rentabilitetsfordelen i kapitel 8.2.1.2.1 og 8.2.1.2.2.

Rentabilitetsfordel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Netto driftsrentabilitet	39,13 %	23,00 %	15,83 %	21,41 %	15,15 %	16,02 %	32,40 %	25,92 %	26,14 %	24,27 %
Netto driftsrentabilitet - bransje	17,47 %	13,65 %	14,66 %	13,04 %	11,14 %	10,39 %	13,81 %	10,97 %	18,32 %	13,88 %
Rentabilitetsfordel	21,66 %	9,34 %	1,17 %	8,37 %	4,01 %	5,63 %	18,59 %	14,95 %	7,82 %	10,38 %

Tabell 8-5 Rentabilitetsfordel knyttet til drift for Veidekke i perioden 2008-2016.

I tabell 8-6 fremstilles kravfordelen til Veidekke sett relativt til bransjen. Veidekke har gjennomgående hatt en kravulempe gjennom hele analyseperioden, og har et vektet snitt på -1,13 prosent. Årsaken til dette kan tenkes å være at bransjen vi måler kravet opp mot, består av to svensk noterte selskaper og to norsk noterte selskaper, NCC, Veidekke, AF-gruppen og PEAB, hvor de to svenske selskapene utgjør totalt ca. 70 prosent av bransjen. Sverige hadde i 2016 og i 2015 en negativ risikofri rente, og har gjennom hele analyse perioden hatt en lavere risikofri rente enn det Norge har, dette betyr at bransje kravet blir dratt mye ned pga. disse to selskapene.

Kravfordel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Netto driftskrav - bransje	4,83 %	4,40 %	4,12 %	3,79 %	3,01 %	3,43 %	3,29 %	2,53 %	2,49 %	3,46 %
Netto driftskrav	5,75 %	5,36 %	5,10 %	4,87 %	4,16 %	4,63 %	4,56 %	3,81 %	3,71 %	4,59 %
Ressursfordel drift	-0,93 %	-0,96 %	-0,98 %	-1,08 %	-1,15 %	-1,20 %	-1,27 %	-1,28 %	-1,22 %	-1,13 %

Tabell 8-6 Kravfordel for Veidekke i perioden 2008-2016.

8.2.1.3 Margin- og omløpsfordel

For å finne kildene til rentabilitetsfordelen er det hensiktsmessig å kartlegge selskapets netto driftsmargin og omløpet netto driftseiendeler sett relativt til bransjen, for å se om selskapet har en fordel eller ulempe. Netto driftsmargin sier noe om selskapets netto verdiskapning sett relativt til den totale omsetningen, mens omløpet til netto driftseiendeler beskriver evnen til å generere inntekter gjennom utnyttelse av selskapets netto driftsrelaterte eiendeler (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 202-204). Sammenhengen mellom rentabilitetsfordelen, marginfordelen og omløpsfordelen kan uttrykkes slik:

$$\begin{aligned}
 ndr &= ndm * onde \\
 ndr - ndr_B &= \text{Marginfordel} + \text{Omløpsfordel} \\
 &= (ndm - ndm_B) * onde + (onde - onde_B) * ndm_B
 \end{aligned}$$

Betegnelser:

ndm = netto driftsmargin

$onde$ = omløpet til netto driftseiendeler

ndr = netto driftsrentabilitet

B = bransje

8.2.1.3.1 Marginfordel

Marginfordel er Veidekkes netto driftsmargin fratrukket netto driftsmarginen i bransjen, multiplisert med omløpet til netto driftseiendeler. Netto driftsmargin er definert som forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntekter. Forholdstallet er verdifullt i forbindelse med analyse av selskapets lønnsomhet. Netto driftsmargin kan fremstilles slik (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 204):

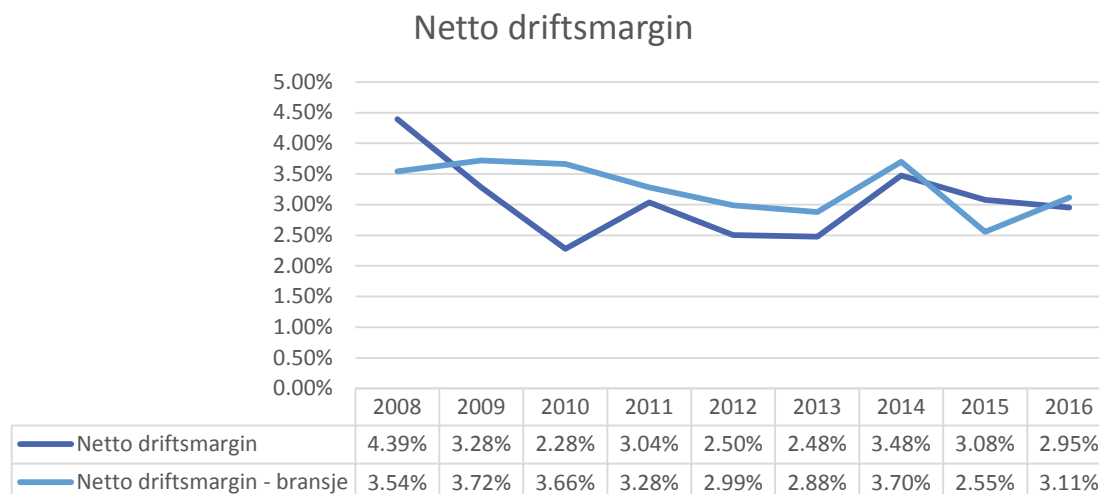
$$ndm = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Tabell 8-7 fremstiller Veidekkes marginfordel. Som tabellen indikerer har selskapet hatt en marginulempe som har hatt store variasjoner gjennom analyseperioden, men oppnår et vektet snitt på -1,15 prosent. Den store variasjonen skyldes både variasjon i netto driftsmargin og en ustabil trend i omløpet til netto driftseiendeler.

Marginfordel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Netto driftsmargin	4,39 %	3,28 %	2,28 %	3,04 %	2,50 %	2,48 %	3,48 %	3,08 %	2,95 %	3,06 %
Netto driftsmargin - bransje	3,54 %	3,72 %	3,66 %	3,28 %	2,99 %	2,88 %	3,70 %	2,55 %	3,11 %	3,26 %
Omløpshastighet	8,9	7,0	6,9	7,0	6,0	6,5	9,3	8,4	8,8	7,8
Marginfordel drift	7,60 %	-3,07 %	-9,61 %	-1,72 %	-2,93 %	-2,61 %	-2,07 %	4,42 %	-1,40 %	-1,15 %

Tabell 8-7 Vektet marginfordel for Veidekke i perioden 2008-2016. Marginfordelen er vektet med driftseiendelenes omløp.

Figur 8-2 viser noe variasjon i selskapets netto driftsmargin. Selskapet har en noe lavere netto driftsmargin enn bransjen gjennom analyseperioden, med unntak av 2008 og 2015. At Veidekke har en lavere netto driftsmargin kan skyldes at de ikke har like gode kontrakter med sine leverandører som det bransjen har, eller at Veidekke har hatt en større andel anleggsvirksomhet i perioden, der marginene er lavere, jamfør avsnitt 4.3.5. Sistnevnte var sannsynligvis tilfellet i 2010, der netto driftsmarginen var langt lavere for Veidekke enn for bransjen. Økte offentlige investeringer i lavkonjunkturer og lavere etterspørsel på boligmarkedet etter finanskrisen kan ha bidratt til å presse marginene ned, jamfør 4.2.2.3 og 4.2.1.3.



Figur 8-2 Utvikling i netto driftsmargin for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.

I forbindelse ved evaluering av netto driftsmargin kan det være nyttig å knytte den til referansepunkter eller *benchmark*. Med *benchmark* menes etablerte referanser til andre selskaper eller til selskapets egen historie. Et nyttig verktøy, er å utarbeide et *common-size* regnskap. *Common-size*-regnskapet tar utgangspunkt i selskapets resultatregnskap, og uttrykker samtlige av linjene i resultatregnskapet som en andel av salgsinntektene (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 202)

Tabell 8-8 viser hvilke regnskapslinjer som kan forklare Veidekkes marginulempen. Som tabellen viser er selskapets samlede kostnader, foruten produksjonskostnader, en større andel av driftsinntektene enn i bransjen, og utgjør dermed en kostnadsulempen for Veidekke. Produksjonskostnader og resultat fra investering i felleskontrollerte selskap utgjør imidlertid en fordel, slik at den samlede marginulempen. Marginulempen kan forklares gjennom at Veidekke har et høyere gjennomsnittlig kostnadsnivå i forhold til driftsinntektene enn bransjen på 0,6 prosent. Det kan dermed være fordelaktig for Veidekke å redusere sine lønnskostnader, andre driftskostnader og avskrivninger for å eliminere marginalulempen.

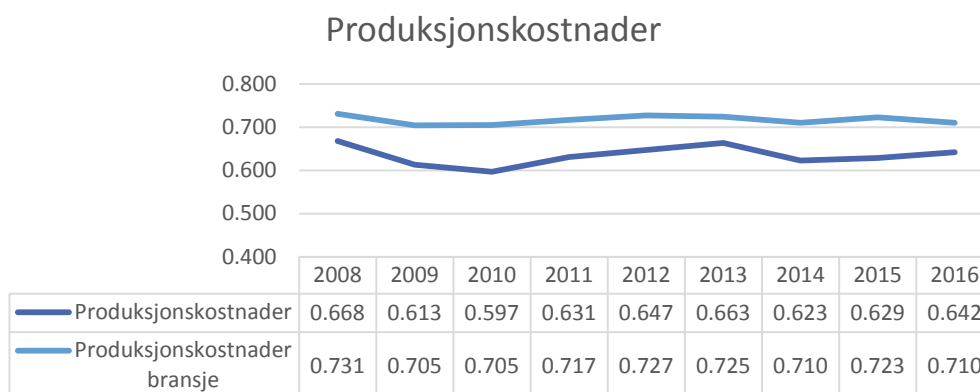
Omgrupperte regnskap	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet	Bransje	Avvik
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt		
Sum driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	0,000
Produksjonskostnader	0,668	0,613	0,597	0,631	0,647	0,663	0,623	0,629	0,642	0,635	0,717	-0,082
Lønnskostnader	0,205	0,240	0,247	0,235	0,209	0,204	0,209	0,216	0,204	0,218	0,210	0,008
Andre driftskostnader	0,063	0,086	0,105	0,092	0,097	0,088	0,119	0,105	0,107	0,097	0,020	0,077
Avskrivninger	0,014	0,021	0,022	0,018	0,015	0,014	0,014	0,015	0,016	0,017	0,014	0,003
Sum driftskostnader	0,950	0,961	0,970	0,976	0,969	0,970	0,965	0,965	0,969	0,966	0,961	0,006
Korrigerings for netto gevinst salg driftsmiddel	0,001	0,000	0,002	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,001	0,001	0,000	0,001
Driftsresultat fra egen virksomhet	0,049	0,039	0,028	0,023	0,030	0,028	0,033	0,033	0,030	0,032	0,039	-0,007
Driftsrelatert skattekostnad	0,011	0,009	0,006	0,005	0,007	0,007	0,008	0,008	0,007	0,008	0,008	0,000
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,037	0,030	0,021	0,017	0,023	0,022	0,026	0,025	0,023	0,025	0,032	-0,007
Resultat fra investering i felleskontrollerte selskap	0,007	0,003	0,001	0,013	0,002	0,003	0,009	0,005	0,007	0,006	0,001	0,005
Netto driftsresultat	0,044	0,033	0,023	0,030	0,025	0,025	0,035	0,031	0,030	0,031	0,033	-0,002

Tabell 8-8 Common-size-regnskap for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016. Bransjen vises kun som tidsvektet gjennomsnitt.

Videre vil vi beskrive utviklingen i de ulike kostnadspostene, for å kunne få bedre innsikt i de underliggende årsakene til ulempene og fordelene.

8.2.1.3.1.1 Produksjonskostnader

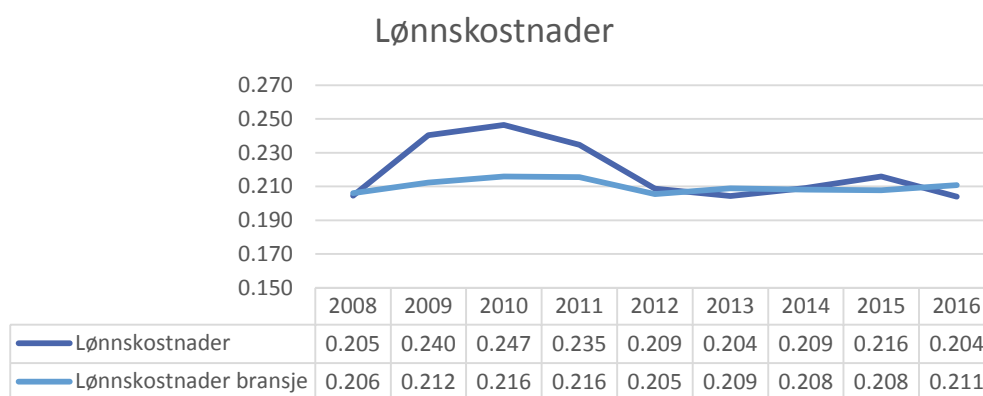
Figur 8-3 fremstiller utviklingen i produksjonskostnader. Som en kan se har Veidekke hatt gjennomgående lavere produksjonskostnader enn bransjen i hele perioden. I gjennomsnitt har selskapet hatt en kostnadsfordel knyttet til produksjonskostnader på 8,2 prosent, jmfør tabell 8-8. Utviklingen i produksjonskostnadene har vært meget stabil og beveget seg i samsvar med driftsinntektene. Produksjonskostnader innebærer kostnader knyttet til materialer og underentreprenører, hvor underentreprenører utgjør i gjennomsnitt omkring 70 prosent av produksjonskostnadene (Veidekke, 2016c). Dette kan indikere at Veidekke har gode avtaler med sine underentreprenører sammenlignet med bransjen. Videre har selskapet også egen produksjon av pukk og grus, jmfør kapittel 4.5, noe som kan bidra til å redusere materialkostnadene.



Figur 8-3 Utvikling i produksjonskostnader som andel av driftsinntektene for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016

8.2.1.3.1.2 Lønnskostnader

Figur 8-4 fremstiller utviklingen i lønnskostnadene for Veidekke og bransjen. Som en kan se har selskapet hatt et relativt stabilt kostnadsnivå sammenlignet med bransjen i store deler av analyseperioden, med unntak av 2009-2011. En interessant sammenheng er at Veidekkes omsetning fra 2008 til 2009 falt med omkring 20 prosent, jmfør kapittel 5.3.1.5, mens lønnskostnadene holdt seg på et samme nivå. Utviklingen i lønnskostnadenes andel av driftsinntektene virker å være negativt korrelert med utviklingen i driftsinntektene. Dette er rimelig dersom det har vært vanskelig å kvitte seg med ansatte i nedgangsperioder eller dersom dette ikke har vært ønskelig. Kompetanse er en kjerneressurs for Veidekke, jmfør 4.5.1.1. Dermed kan det være avgjørende for Veidekke å beholde kompetent arbeidskraft, også i nedgangstider.



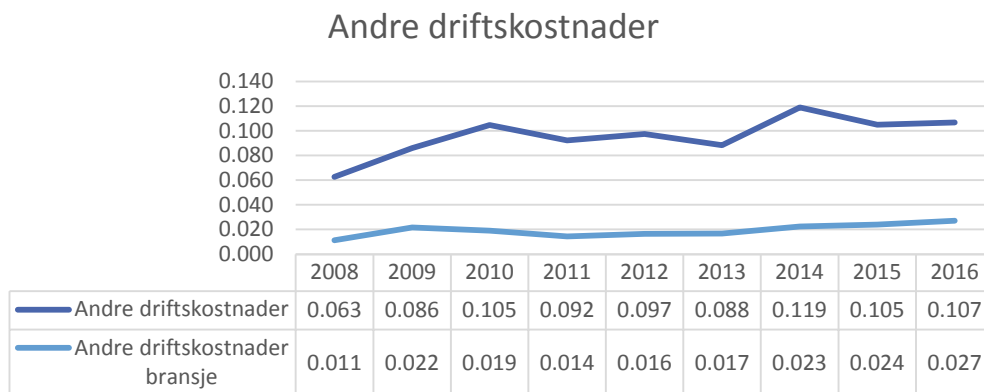
Figur 8-4 Utvikling i lønnskostnader som andel av driftsinntektene for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.

8.2.1.3.1.3 Andre driftskostnader

Figur 8-5 illustrerer utviklingen i andre driftskostnader relativt til bransjen. Veidekke har en større andel av andre driftskostnader sett i forhold til driftsinntektene enn det bransjen har, og har dermed en kostnadsulempe knyttet til andre driftskostnader. Årsaken til det store avviket kan være at Veidekke har større tap knyttet til salg av sine driftsmidler, høyere leiekostnader eller dårligere leieavtaler i forhold til bransjen. Disse faktorene, isolert sett, kan nok ikke forklare hele avviket, men det foreligger lite informasjon i rapportene om hvilke kostnader som inngår i andre driftskostnader og det er dermed vanskelig å trekke en konkret konklusjon om hva som forårsaker det store avviket mellom Veidekket og bransjen.

En annen årsak til avviket kan være at Veidekke har større kostnader knyttet til immaterielle ressurser. Ettersom selskapet oppnår en stor effektivitetsfordel relativt til bransjen i kapittel

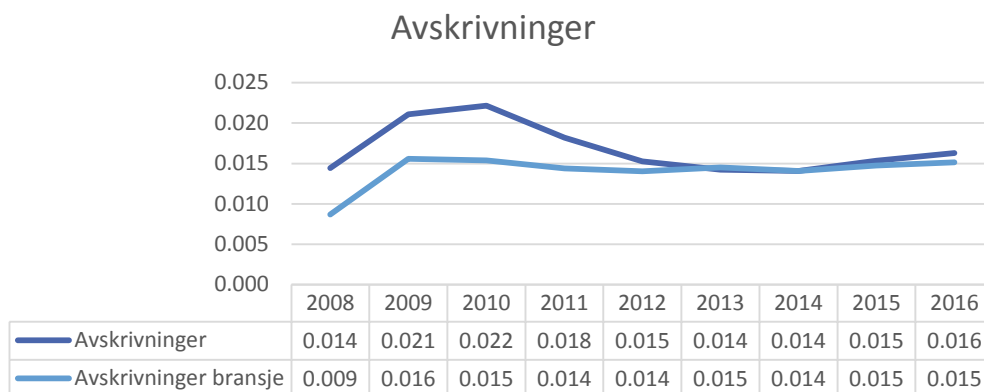
8.2.1.3.2, kan det være rimelig å anta at selskapet har større kostnader knyttet til å opprettholde ansattes kompetansenivå og ivareta kunderelasjoner og omdømme.



Figur 8-5 Utvikling i andre driftskostnader som andel av driftsinntektene for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.

8.2.1.3.1.4 Avskrivninger

Figur 8-6 illustrerer utviklingen i Veidekkes og bransjens avskrivninger. I perioden 2008-2011 har Veidekke en klar kostnadsulempen knyttet til avskrivninger. Denne ulempen har de senere årene jevnet seg ut, og Veidekke ligger ganske i par med bransjen. Årsaken til avviket skyldes sannsynligvis at driftsinntektene hadde en stor nedgang i denne perioden, mens netto driftseiendeler holdt seg på et stabilt nivå, jmfør avsnitt 5.3.1.5. Utviklingen har ellers fulgt utviklingen i bransjen i store deler av analyseperioden.



Figur 8-6 Utvikling i avskrivninger som andel av driftsinntektene for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.

8.2.1.3.2 Omløpsfordel

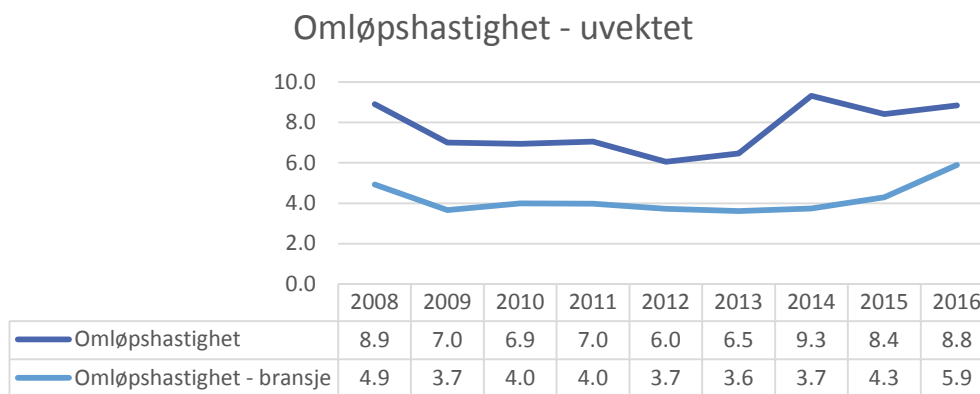
Omløpsfordelen utarter seg fra differansen mellom Veidekkes og bransjens omløpshastighet på netto driftseiendeler multiplisert med bransjens netto driftsmargin. Omløpshastigheten på

driftseiendelene sier noe om virksomhetens evne til å generere inntekter gjennom netto driftseiendeler. Ettersom investert kapital bindes opp i selskapets netto driftseiendeler, er evnen til å generere inntekter gjennom eiendelene viktig for selskapets lønnsomhet (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 204-205).

Omløpsfordel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Omløpshastighet	8,9	7,0	6,9	7,0	6,0	6,5	9,3	8,4	8,8	7,79
Omløpshastighet - bransje	4,9	3,7	4,0	4,0	3,7	3,6	3,7	4,3	5,9	4,28
Uvektet omløpsfordel	4,0	3,3	2,9	3,1	2,3	2,9	5,6	4,1	3,0	3,51
Netto driftsmargin - bransje	3,54 %	3,72 %	3,66 %	3,28 %	2,99 %	2,88 %	3,70 %	2,55 %	3,11 %	3,26 %
Vektet omløpsfordel	14,07 %	12,41 %	10,78 %	10,09 %	6,94 %	8,23 %	20,66 %	10,53 %	9,21 %	11,53 %

Tabell 8-9 Vektet omløpsfordel for Veidekke i perioden 2008-2016. Omløpsfordelen er vektet med bransjens netto driftsmargin.

Tabell 8-9 viser at Veidekke har en omløpsfordel over analyseperioden på 11,53 prosent. Den store fordelten utgjør dermed en vesentlig andel av den totale ressursfordelen på 10,4 prosent. En mulig forklaring kan være at selskapet har verdifulle immaterielle eiendeler relativt til bransjen. Som diskutert i avsnitt 4.5 har Veidekke et sterkt fokus på kunderelasjoner og omdømme. I tillegg har selskapet utviklet patenterte prosesser som er effektive og sparer miljøet, jamfør 4.5.2.4. Dette kan bidra til en effektivitetsfordel i Veidekkes favør både med tanke på mer effektiv produksjon, men også knyttet til salg av rettigheter til å bruke patentet. En annen faktor som kan påvirke utnyttelsen av eiendelene er det verdiskapende samspillet mellom selskapets virksomhetsområder. Dette er imidlertid ikke en særegen ressurs for Veidekke, da de komparative virksomhetene også i stor grad kombinerer de samme virksomhetene. En viss ulikhet i evnen til å utnytte disse synergiene er likevel sannsynlig. Det kan også argumenteres for at Veidekke har et bredere samspill enn konkurrentene som følge av det strategiske samspillet med eiendomsforvalteren OBOS, som er selskapets største aksjonær, jamfør 4.5. Figur 8-7 illustrerer utviklingen i omløpet til netto driftseiendeler for Veidekke og bransjen over analyseperioden.



Figur 8-7 Utvikling i omløpshastighet på netto driftseiendeler for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016

På bakgrunn av drøftelsene ovenfor er det rimelig å tro at antakelsene i kapittel 4.5 om at Veidekke oppnår strategisk fordeler fra synergier og WAM Foam. Som diskutert i avsnitt 4.5.2.4 antar vi at fordelene er en midlertidig og dermed vil utlignes av konkurrentene over tid.

8.2.1.4 Oppsummering ren driftsfordel

Tabell 8-10 illustrerer den samlede driftsfordelen for Veidekke over analyseperioden. Veidekke oppnår en ren driftsfordel på 19,67 prosent, som blir *gearet* opp av gearingsfordelen på 5,65 prosent slik at den samlede driftsfordelen ender på 25,32 prosent.

Det er bransjefordelen som utgjør majoriteten av den rene driftsfordelen, men Veidekke har også en meget sterk ressursfordel. Ulempen med at den største forklaringsfaktoren for den rene driftsfordelen er bransjefordelen, er at dette er noe som kommer hele bransjen til gode. Dermed skaper ikke dette noe konkurransemessig fortrinn for Veidekke. Selskapet har imidlertid en meget god ressursfordel, noe som indikerer at Veidekke har verdifulle ressurser som utnyttes på en effektiv måte. Dette gir et konkurransemessig fortrinn i forhold til bransjen, i alle fall på kort sikt. Det er også positivt for verdiskapningen at Veidekke har en gearingfordel, da den rene driftsfordelen er positiv, og dermed øker samlet driftsfordel.

Samlet driftsfordel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10,0 %	10,0 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Bransjefordel drift	12,64 %	9,25 %	10,53 %	9,25 %	8,13 %	6,96 %	10,52 %	8,44 %	15,83 %	10,42 %
Ressursfordel drift	20,74 %	8,38 %	0,19 %	7,29 %	2,86 %	4,43 %	17,31 %	13,67 %	6,60 %	9,25 %
Ren driftsfordel	33,38 %	17,64 %	10,73 %	16,54 %	10,99 %	11,39 %	27,84 %	22,10 %	22,43 %	19,67 %
Gearingfordel drift	10,21 %	4,64 %	2,69 %	6,05 %	7,77 %	7,90 %	6,06 %	3,30 %	3,67 %	5,65 %
Samlet driftsfordel	43,59 %	22,27 %	13,41 %	22,59 %	18,76 %	19,29 %	33,89 %	25,40 %	26,10 %	25,32 %

Tabell 8-10 Oppsummert samlet driftsfordel for Veidekke i perioden 2008-2016.

8.2.2 Gearingfordel drift

Gearing omfatter i utgangspunktet i hvilken grad finansiell gjeld påvirker *egenkapitalrentabiliteten*. Egenkapitalrentabiliteten vil påvirkes i den utstrekning netto driftseiendeler er finansiert av netto finansiell gjeld. Generelt kan en snakke om *gearing* knyttet til både drift og finansiering gjennom følgende sammenheng (Penman, 2013, s. 367):

$$\text{Samlet gearing} = (\text{nfgg} + \frac{MI}{EK}) * (\text{ndr} - \text{nfgr})$$

Betegnelser:

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

ndr = netto driftsrentabilitet

$\frac{MI}{EK} = \frac{\text{Minoritetsinteresser}}{\text{Egenkapital}} = \text{minoritetsgrad}$

nfgr = netto finansiell gjeldsrente

I denne utredningen benyttes begrepet *gearing* i forbindelse med drift, mens differansen mellom netto finansiell gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrente vektet med graden av fremmedfinansiering får tilnavnet *finansieringsfordel* (Penman, 2013, s. 366-370).

$$\text{Gearing}_{\text{drift}} = (\text{nfgg} + \frac{MI}{EK}) * (\text{ndr} - \text{ndk})$$

Betegnelser:

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

ndr = netto driftsrentabilitet

$\frac{MI}{EK} = \frac{\text{Minoritetsinteresser}}{\text{Egenkapital}} = \text{minoritetsgrad}$

ndk = netto driftskrav

Som en ser av sammenhengen ovenfor vil gearingen påvirke avkastningen positivt så lenge *netto driftsrentabilitet* overstiger *netto driftskrav* (Maynard, 2013, s. 210). Tabell 8-11 presenterer Veidekkes gearingfordel over analyseperioden. Gearingfordelen er stabil gjennom hele perioden med unntak av 2008, der høykonjunkturen i forkant av finanskrisen medførte en uvanlig høy avkastning på netto driftskapital. De seneste årene har imidlertid gearingfordelen blitt gradvis redusert som følge av stadig lavere andel gjeldsfinansiering. Minoritetsgraden har på den annen side hatt en økende trend over analyseperioden. Endringen i minoritetsgrad er imidlertid marginal relativt til endringen i *netto finansiell gjeldsgrad*.

Gearingfordel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Ren driftsfordel	33,38 %	17,64 %	10,73 %	16,54 %	10,99 %	11,39 %	27,84 %	22,10 %	22,43 %	19,67 %
Netto finansiell gjeldsgrad	29,03 %	24,86 %	22,79 %	33,43 %	67,61 %	66,50 %	18,99 %	10,95 %	11,17 %	29,84 %
Minoritetsgrad	1,56 %	1,42 %	2,26 %	3,13 %	3,13 %	2,88 %	2,76 %	3,95 %	5,20 %	3,06 %
Gearingfordel	10,21 %	4,64 %	2,69 %	6,05 %	7,77 %	7,90 %	6,06 %	3,30 %	3,67 %	5,65 %

Tabell 8-11 Gearingfordel drift for Veidekke i perioden 2008-2016.

Redusert bruk av gjeldsfinansiering innebærer at *gearingeffekten* reduseres. På den annen side innebærer dette også at virksomhetens risikoeksponering reduseres. Siden *gearing* gir økt avkastning til eierne der selskapet har en *ren driftsfordel*, vil *gearing* medføre redusert avkastning/økt negativ avkastning for eierne ved *ren driftsulempe* (Maynard, 2013, s. 209-210).

8.3 Finansieringsfordel

Selv om formålet med *gearing* hovedsakelig er å forsterke driftsavkastningen, kan *gearing* også knytte seg til finansieringen. Finansieringsfordelen innebærer at virksomheten kan oppnå en fordel eller ulempe fra finansiering gjennom netto finansiell gjeld eller minoritetsinteresser. Sammenhengen kan fremstilles slik:

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfgr) * \frac{NFG}{EK} + (mik - mir) * \frac{MI}{EK}$$

Betegnelser:

nfgk = netto finansiell gjeldskrav

mik = minoritetsinteressekrav

nfgr = netto finansiell gjeldsrente

mir = minoritetsinteresserentabilitet

$$\frac{NFG}{EK} = \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}} = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$$

$$\frac{MI}{EK} = \frac{\text{Minoritetsinteresser}}{\text{Egenkapital}} = \text{minoritetsgrad}$$

Finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld kan dekomponeres til å vedrøre finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Selskapet kan oppnå en fordel dersom renten som betaler på den finansielle gjelden er lavere enn avkastningskravet. Motsatt er det for finansielle eiendeler, der det oppstår en finansieringsfordel om avkastningen på de finansielle eiendelene er større enn kravet. Ettersom det ikke er ønskelig for majoriteten å betale mer for en kapital enn det avkastningskravet tilsier, behandles finansiell gjeld og minoritetsinteressene på samme måte, slik at minoritetsinteressene også kan utgjøre en fordel eller ulempe for selskapet.

Det er vanlig å forvente at netto finansiell gjeldsrente er tilnærmet lik netto finansielt gjeldskrav. Årsaken til dette er at finansmarkedet er sterkt konkurranseutsatt, noe som betyr at låntaker kan forvente å oppnå en rente omkring kravet (Knivsflå, 2017m).

Kapittelet vil videre utarbeide en analyse av selskapets finansieringsfordel gjennom netto finansiell gjeld. Denne deles inn i finansieringsfordel til finansiell gjeld og finansieringsfordel

til finansielle eiendeler. Avslutningsvis foretas en analyse av finansieringsfordel i forbindelse med minoritetsinteressene.

8.3.1 Finansieringsfordel – finansiell gjeld

Finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld tar for seg hvorvidt selskapet betaler lavere rente enn hva kravet tilsier. Det vil derfor være fordelaktig å øke finansiell gjeldsgrad, der kravet overstiger gjeldsrenten. Sammenhengen kan fremstilles slik (Knivsfå, 2017m):

$$\text{Finansieringsfordel finansiell gjeld} = (fgk - fgr) * \frac{FG}{EK}$$

Betegnelser:

$$\frac{FG}{EK} = \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}} = \text{finansiell gjeldsgrad}$$

$fgr = \text{finansiell gjeldsrente}$

$fgk = \text{finansielt gjeldskrav}$

Tabell 8-12 fremstiller finansieringsfordelen gjennom analyseperioden. Som tabellen viser har Veidekke i gjennomsnitt hatt høyere finansiell gjeldsrente enn kravet, der differansen utgjør -1,28 prosent. Vektet med finansiell gjeldsgrad oppnår selskapet en marginal finansieringsulempe knyttet til finansiell gjeld på -0,66 prosent. Ulempen indikerer at kreditor oppnår meravkastning på låneavtalen.

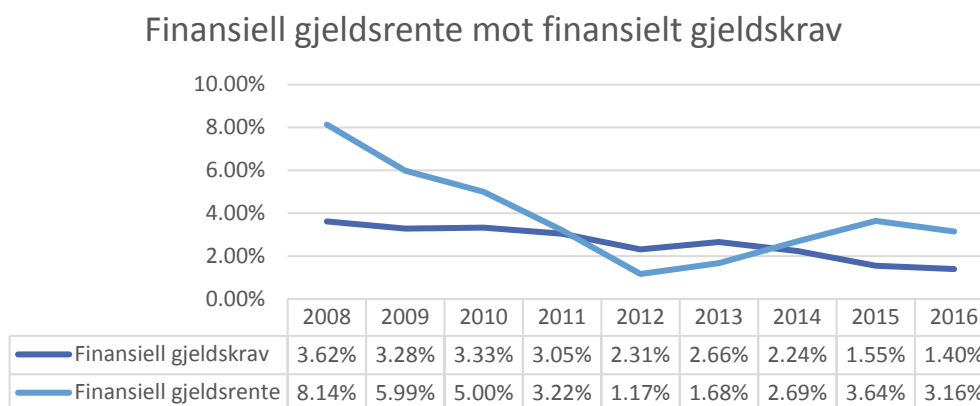
Årsaken til det avtagende finansielle gjeldskravet skyldes sannsynligvis det historiske lave rentenivået, jmfør kapittel 4.2.2. Dette ser vi godt i 2015 og 2016, da differansen var særlig stor.

Finansieringsfordel - Finansiell gjeld	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Finansiell gjeldskrav	3,62 %	3,28 %	3,33 %	3,05 %	2,31 %	2,66 %	2,24 %	1,55 %	1,40 %	2,51 %
Finansiell gjeldsrente	8,14 %	5,99 %	5,00 %	3,22 %	1,17 %	1,68 %	2,69 %	3,64 %	3,16 %	3,78 %
Finansiell gjeldsrentefordel	-4,52 %	-2,71 %	-1,66 %	-0,17 %	1,14 %	0,98 %	-0,45 %	-2,10 %	-1,76 %	-1,28 %
Finansiell gjeldsgrad	0,65	0,55	0,47	0,60	0,97	1,10	0,75	0,60	0,56	0,69
Finansieringsfordel - Finansiell gjeld	-2,95 %	-1,50 %	-0,77 %	-0,10 %	1,11 %	1,08 %	-0,34 %	-1,25 %	-0,99 %	-0,66 %

Tabell 8-12 Finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld for Veidekke i perioden 2008-2016.

Figur 8-8 fremstiller utviklingen i finansiell gjeldsrente sammenlignet med finansielt gjeldskrav. Figuren viser store variasjoner i finansiell gjeldsrente over perioden, mens kravet forholder seg relativt stabilt. Mye av dette skyldes sannsynligvis den ekspansive pengepolitikken etter finanskrisen, jmfør kapittel 7.4, ettersom lån gjerne holdes over lengre

perioder. For å sikre seg mot endringer i rentenivået, inngår Veidekke gjerne fastrentelån³⁴. Dette innebærer at renten baseres på det aktuelle rentenivået på inngåelsestidspunktet, noe som kan føre til at gjeldsrenten avviker fra kravet over tid.



Figur 8-8 Utvikling i finansiell gjeldsrente mot finansielt gjeldskrav for Veidekke i perioden 2008-2016

8.3.2 Finansieringsfordel – finansielle eiendeler

Finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler tar for seg hvorvidt selskapet har høyere avkastning på sine finansielle eiendeler enn det kravet tilsier. Dette innebærer at det lønner seg for Veidekke å ha finansielle eiendeler, kun dersom finansiell eiendelsrentabilitet overstiger kravet. Sammenhengen kan fremstilles slik (Knivsflå, 2017m):

$$\text{Finansieringsfordel finansielle eiendeler} = (fer - fek) * \frac{FE}{EK}$$

Betegnelser:

$$\frac{FE}{EK} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Egenkapital}} = \text{finansiell eiendelsgrad}$$

fer = finansiell eiendelsrentabilitet

fek = finansielt eiendelskrav

Tabell 8-13 fremstiller finansieringsfordelen for finansielle eiendeler gjennom analyseperioden. Veidekke har en gjennomgående høyere finansiell eiendelsrentabilitet enn kravet, og har i gjennomsnitt en rentabilitetsfordel på 3,90 prosent. Vektet med finansiell eiendelsgrad, oppnår Veidekke en finansieringsfordel på 1,48 prosent over analyseperioden. Selskapets besittelse av finansielle eiendeler har derfor vært lønnsom.

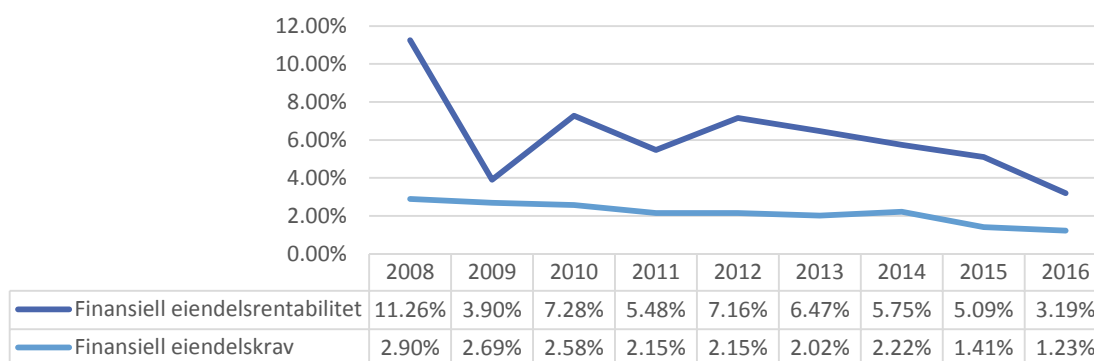
³⁴ Kilde: Veidekke (2017b)

Finansieringsfordelen skyldes at selskapet har evnet å generere tilfredsstillende renteinntekter over hele perioden. Likevel viser figur 8-9 at den finansielle eiendelsrentabiliteten hadde en brå nedgang i 2009. Den kraftige nedgangen skyldes sannsynligvis en betydelig reduksjon i rentenivået etter finanskrisen, jmfør 2.3.1.3, noe som medførte sterkt reduserte renteinntekter for Veidekke. Rentenivået ser ut til å ha vært en vesentlig driver for finansiell eiendelsrentabilitet. Dermed er avkastningen gradvis redusert over analyseperioden.

Finansieringsfordel - Finansielle eiendeler	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	11,26 %	3,90 %	7,28 %	5,48 %	7,16 %	6,47 %	5,75 %	5,09 %	3,19 %	5,99 %
Finansiell eiendelskrav	2,90 %	2,69 %	2,58 %	2,15 %	2,15 %	2,02 %	2,22 %	1,41 %	1,23 %	2,09 %
Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	8,37 %	1,21 %	4,70 %	3,33 %	5,01 %	4,45 %	3,53 %	3,68 %	1,96 %	3,90 %
Finansiell eiendelsgrad	0,36	0,30	0,24	0,26	0,29	0,43	0,56	0,49	0,45	-0,31
Finansieringsfordel - finansielle eiendeler	3,04 %	0,37 %	1,12 %	0,87 %	1,46 %	1,93 %	1,97 %	1,80 %	0,89 %	1,48 %

Tabell 8-13 Finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler for Veidekke i perioden 2008-2016.

Finansiell eiendelsrentabilitet mot finansiell eiendelskrav



Figur 8-9 Utvikling i finansiell eiendelsrentabilitet mot finansielt eiendelskrav for Veidekke i perioden 2008-2016.

8.3.3 Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld

Finansieringsfordel for netto finansiell gjeld kan defineres som summen av finansieringsfordelene tilknyttet finansiell gjeld og finansielle eiendeler, som funnet i avsnitt 8.3.1 og 8.3.2. Sammenhengen kan fremstilles slik (Knivsflå, 2017m):

$$\text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld} = (nfgk - nfgr) * \frac{NFG}{EK}$$

Betegnelser:

$$\frac{NFG}{EK} = \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}} = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$$

$nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav

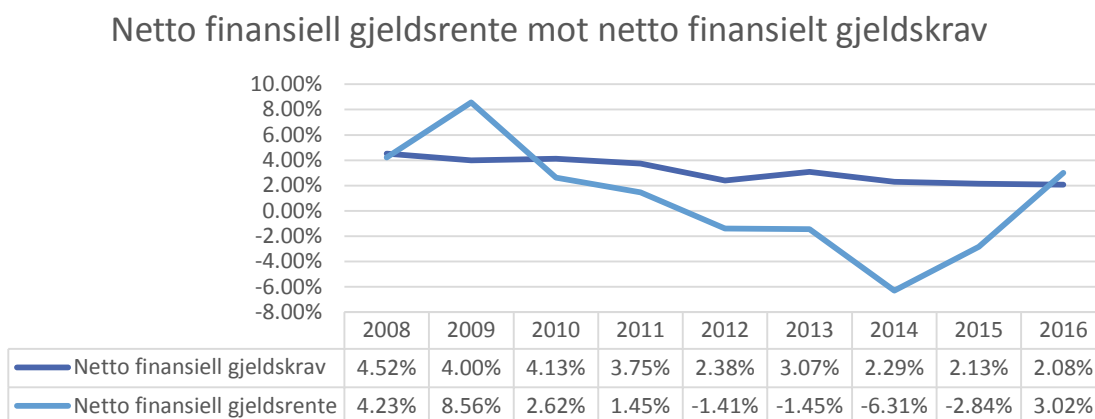
$nfgr$ = netto finansiell gjeldsrente

Tabell 8-14 fremstiller Veidekkes finansieringsfordel gjennom analyseperioden. Tabellen viser at Veidekke oppnår en finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld på 0,82 prosent.

Finansieringsfordel - netto finansiell gjeld	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Netto finansiell gjeldskrav	4,52 %	4,00 %	4,13 %	3,75 %	2,38 %	3,07 %	2,29 %	2,13 %	2,08 %	3,05 %
Netto finansiell gjeldsrente	4,23 %	8,56 %	2,62 %	1,45 %	-1,41 %	-1,45 %	-6,31 %	-2,84 %	3,02 %	0,71 %
Netto finansiell gjeldsrentefordel	0,30 %	-4,56 %	1,51 %	2,30 %	3,79 %	4,53 %	8,60 %	4,97 %	-0,94 %	2,34 %
Netto finansiell gjeldsgrad	29,03 %	24,86 %	22,79 %	33,43 %	67,61 %	66,50 %	18,99 %	10,95 %	11,17 %	29,84 %
Finansieringsfordel - netto finansiell gjeld	0,09 %	-1,13 %	0,34 %	0,77 %	2,56 %	3,01 %	1,63 %	0,54 %	-0,10 %	0,82 %

Tabell 8-14 Finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld for Veidekke i perioden 2008-2016.

Figur 8-10 fremstiller utviklingen av netto finansiell gjeldsrente mot netto finansielt gjeldskrav gjennom analyseperioden. Som en kan se varierer Veidekkes netto finansielle gjeldsrente mye sammenlignet med kravet. Dette skyldes den store andelen finansielle eiendeler i perioden 2012-2015, samt en større nedgang i finansielle eiendeler i 2009, jmfør 5.4.2.



Figur 8-10 Utvikling i netto finansiell gjeldsrente mot netto finansielt gjeldskrav for Veidekke i perioden 2008-2016.

8.3.4 Finansieringsfordel – Minoritetsinteresse

Finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteressene tar for seg hvorvidt selskapet generer avkastning under- eller overgår minoritetskravet. Dette innebærer at det er lønnsomt å ha minoritetsinteresser dersom minoritetskravet overstiger minoritetsrentabiliteten. På denne måten vil minoriteten ta deler av tapet der investeringen for majoriteten ikke er lønnsom. Sammenhengen kan fremstilles slik (Knivsflå, 2017m):

$$\text{Finansieringsfordel minoritetsinteresse} = (mik - mir) * \frac{MI}{EK}$$

Betegnelser:

mik = minoritetskrav

$$\frac{MI}{EK} = \frac{\text{Minoritetsinteresser}}{\text{Egenkapital}} = \text{minoritetsgrad}$$

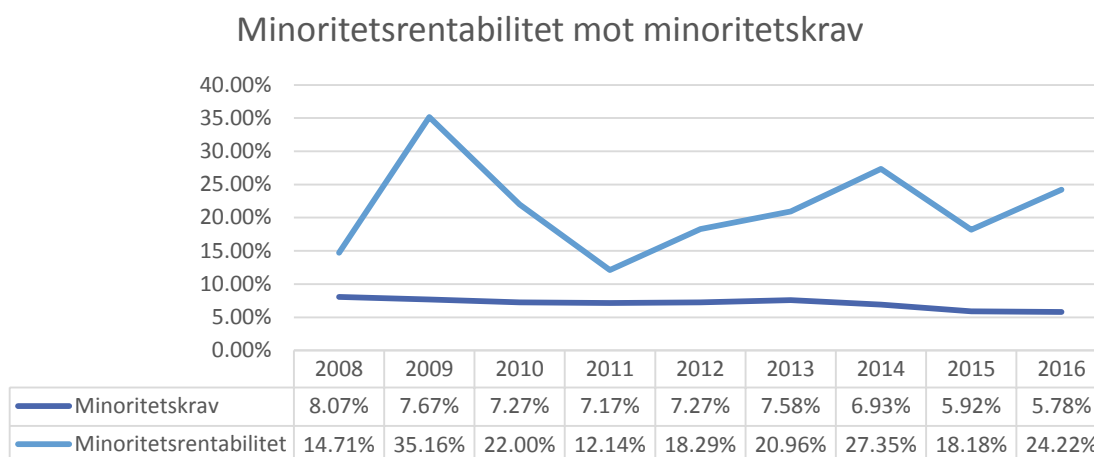
mir = minoritetsrentabilitet

Tabell 8-15 fremstiller finansieringsfordelen knyttet til minoritetsinteresse gjennom analyseperioden. Det fremkommer av tabellen at Veidekke har en finansieringsulempa på -0,45 prosent. En vanlig antakelse er at majoriteten vil forsøke å begrense minoritetens muligheter for å oppnå meravkastning. Det vil altså lønne seg for Veidekke å redusere andelen minoritetsinteresser.

Finansieringsfordel - Minoritetsinteresse	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Minoritetskrav	8,07 %	7,67 %	7,27 %	7,17 %	7,27 %	7,58 %	6,93 %	5,92 %	5,78 %	6,98 %
Minoritetsrentabilitet	14,71 %	35,16 %	22,00 %	12,14 %	18,29 %	20,96 %	27,35 %	18,18 %	24,22 %	21,65 %
Minoritetsrentabilitetsfordel	-6,63 %	-27,49 %	-14,73 %	-4,97 %	-11,02 %	-13,38 %	-20,42 %	-12,27 %	-18,44 %	-14,67 %
Minoritetsgrad	0,02	0,01	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,05	0,03
Finansieringsfordel - Minoritetsinteresse	-0,10 %	-0,39 %	-0,33 %	-0,16 %	-0,35 %	-0,39 %	-0,56 %	-0,48 %	-0,96 %	-0,45 %

Tabell 8-15 Finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser i perioden 2008-2016.

Figur 8-11 fremstiller utviklingen i minoritetsrentabilitetsfordel sammenlignet med minoritetskravet gjennom analyseperioden. Det observeres store variasjoner i minoritetsrentabiliteten, noe som gjør det vanskelig å se en historisk trend i forholdstallet.



Figur 8-11 Utvikling i minoritetsrentabilitet mot minoritetskrav for Veidekke i perioden 2008-2016.

8.3.5 Oppsummering finansieringsfordel

Tabell 8-16 viser hvordan finansieringsfordeler fra ulike kapitaler sammen utgjør den samlede finansieringsfordelen eller -ulempen. Den samlede finansieringsfordelen er 0,37 prosent over analyseperioden. Det er dermed klart at driftsfordelen utgjør mesteparten av superprofitten til Veidekkes egenkapital, jamfør kapittel 8.2. Likevel vil finansieringsfordelen også påvirke

størrelsen på superprofitten. Den samlede finansieringsfordelen varierer mye over analyseperioden og er særlig høy der finansieringsfordelen for netto finansiell gjeld har vært høy. Det er rimelig at en får fluktuasjoner i finansieringsfordelen i perioder hvor lånerenten endrer seg, der selskap har sikret seg mot endringer i rentenivået gjennom fastrentelån, jmfør kapittel 4.2.2.1.

Samlet finansieringsfordel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-2,95 %	-1,50 %	-0,77 %	-0,10 %	1,11 %	1,08 %	-0,34 %	-1,25 %	-0,99 %	-0,66 %
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	3,04 %	0,37 %	1,12 %	0,87 %	1,46 %	1,93 %	1,97 %	1,80 %	0,89 %	1,48 %
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,09 %	-1,13 %	0,34 %	0,77 %	2,56 %	3,01 %	1,63 %	0,54 %	-0,10 %	0,82 %
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,10 %	-0,39 %	-0,33 %	-0,16 %	-0,35 %	-0,39 %	-0,56 %	-0,48 %	-0,96 %	-0,45 %
Samlet finansieringsfordel	-0,02 %	-1,52 %	0,01 %	0,61 %	2,22 %	2,63 %	1,07 %	0,06 %	-1,06 %	0,37 %

Tabell 8-16 Oppsummering av Veidekkes finansieringsfordel i perioden 2008-2016.

8.4 Oppsummering - superprofitt

Funnene i dekomponeringen og analysen er presentert i tabell 8-17. Tabellen viser at Veidekke hadde en superprofitt til egenkapitalen på 25,69 prosent gjennom analyseperioden, noe som er en betydelig strategisk fordel. Gjennom kapittelet har vi dekomponert superprofitt til EK i driftsfordel og finansieringsfordel. I perioden har Veidekke oppnådd en samlet driftsfordel på 25,32 prosent. Denne er videre dekomponert inn i bransjefordel og ressursfordel.

Den *tidsvektede* gjennomsnittlige bransjefordelen var på 10,42 prosent. Den høye bransjefordelen kan i stor grad forklares gjennom et sterkt boligmarked, der lavt rentenivå og insentiver for å investere i fast eiendom er sentrale drivere, jmfør avsnitt 4.2.1 og 4.2.2. BAE-næringen er i stor grad regulert gjennom lover og regler knyttet til kvalitetskrav. Dette medfører at store aktører som Veidekke og resten av bransjeutvalget lettere håndterer nye kvalitetskrav enn mindre aktører.

Den *tidsvektede* gjennomsnittlige ressursfordelen var på 9,25 prosent. Ressursfordelen skyldes sannsynligvis Veidekkes omdømme som arbeidsgiver, og deres tilretteleggelse av videreutvikling av deres ansatte. Samtidig kan også selskapets satsning på et verdiskapende samspill i organisasjonen bidra til den høye ressursfordelen.

Videre ble det observert en samlet finansieringsfordel på 0,37 prosent. Fordelen skyldes hovedsakelig selskapets evne til å generere meravkastning gjennom sine finansielle eiendeler. Selskapet har imidlertid en finansieringsulempe knyttet til finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Ulempen fra finansiell gjeld skyldes at selskapet benytter fastrentelån for å begrense risikoen for fluktuasjoner i rentenivået over tid. Den ekspansive pengepolitikken

de seneste årene har derfor medført at Veidekke har betalt en høyere gjeldsrente enn det markedet tilbyr selskaper med tilsvarende risikoprofil.

Superprofitt til EK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	snitt
Bransjefordel drift	12,64 %	9,25 %	10,53 %	9,25 %	8,13 %	6,96 %	10,52 %	8,44 %	15,83 %	10,42 %
Ressursfordel drift	20,74 %	8,38 %	0,19 %	7,29 %	2,86 %	4,43 %	17,31 %	13,67 %	6,60 %	9,25 %
Ren driftsfordel	33,38 %	17,64 %	10,73 %	16,54 %	10,99 %	11,39 %	27,84 %	22,10 %	22,43 %	19,67 %
Gearingfordel drift	10,21 %	4,64 %	2,69 %	6,05 %	7,77 %	7,90 %	6,06 %	3,30 %	3,67 %	5,65 %
Samlet driftsfordel	43,59 %	22,27 %	13,41 %	22,59 %	18,76 %	19,29 %	33,89 %	25,40 %	26,10 %	25,32 %
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-2,95 %	-1,50 %	-0,77 %	-0,10 %	1,11 %	1,08 %	-0,34 %	-1,25 %	-0,99 %	-0,66 %
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	3,04 %	0,37 %	1,12 %	0,87 %	1,46 %	1,93 %	1,97 %	1,80 %	0,89 %	1,48 %
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,09 %	-1,13 %	0,34 %	0,77 %	2,56 %	3,01 %	1,63 %	0,54 %	-0,10 %	0,82 %
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,10 %	-0,39 %	-0,33 %	-0,16 %	-0,35 %	-0,39 %	-0,56 %	-0,48 %	-0,96 %	-0,45 %
Samlet finansieringsfordel	-0,02 %	-1,52 %	0,01 %	0,61 %	2,22 %	2,63 %	1,07 %	0,06 %	-1,06 %	0,37 %
Superprofitt til EK	43,58 %	20,75 %	13,43 %	23,20 %	20,98 %	21,91 %	34,96 %	25,46 %	25,04 %	25,69 %

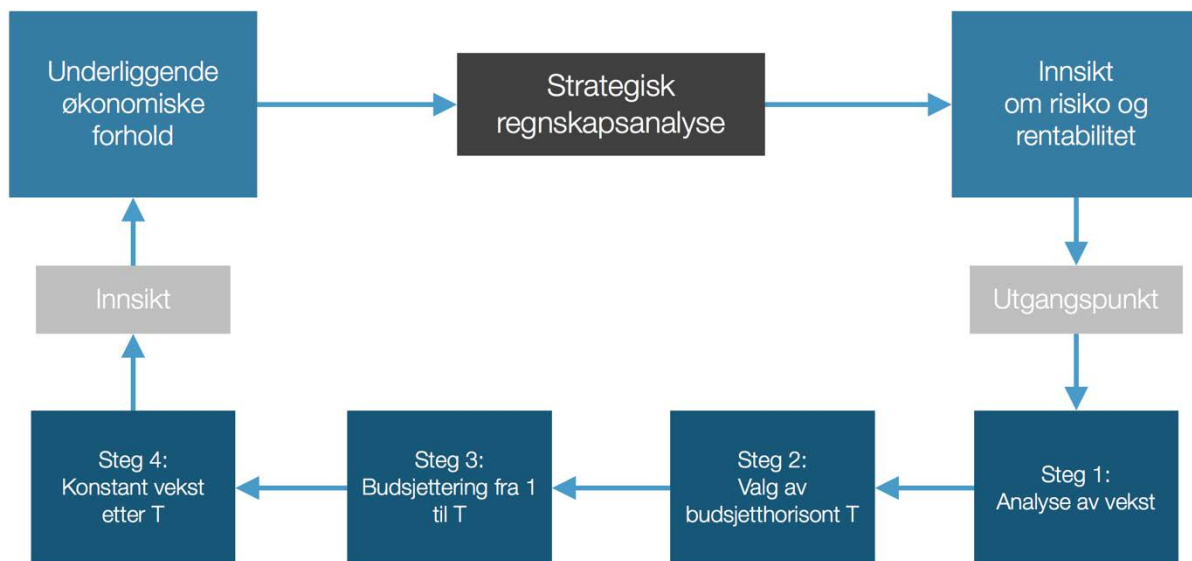
Tabell 8-17 Oppsummering av superprofitt til egenkapital i Veidekke i perioden 2008-2016. Tabellen viser alle kilder til superprofitt som ble funnet gjennom kapittelet.

9 Fremtidsregnskap

For å kunne beregne fremtidig kontantstrøm, må vi utarbeide et fremtidsregnskap, der vi budsjetterer resultat- og balanseregnskap. Budsjettering av finansregnskapet gir oss nødvendig informasjonen for å utarbeide den frie kontantstrømmen, som videre vil ligge til grunn for verdsettelsen (Koller, et al., 2015, s. 229).

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Figur 9-1 illustrerer rammeverket for budsjettering av fremtidsregnskapet.



Figur 9-1 Stegvis rammeverk for å utarbeide fremtidsregnskapet, der $T = \text{steady state}$. Fritt etter Knivsflå (2017d)

Rammeverket baserer seg på fire steg, der alle tar utgangspunkt i opparbeidet innsikt om historisk risiko og rentabilitet. Steg 1 omhandler analyse av vekstdrivere med særlig fokus på driftsinntektsveksten. Videre velges relevant budsjettthorisont i steg 2, før estimering av de ulike budsjettdriverne finner sted i steg 3. Til slutt bestemmes de ulike budsjettdriverne i konstant vekst-fasen i steg 4. Rammeverket gir grunnlag for å budsjettere det fullstendige fremtidige finansregnskapet.

9.2 Analyse av vekst

Analyse av vekst er essensielt for å utarbeide et fremtidsregnskap. Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 88) er det nyttig å forstå om veksten skapes gjennom drift eller gjennom oppkjøp. Videre er det også viktig å ha innsikt i hvilken innvirkning eksterne forhold har på selskapet.

Det er ulike måter å estimere virksomheters vekstrater på. En vanlig tilnærming er å basere vekstestimatene på historisk vekst. Dette gir imidlertid lite mening for virksomheter i sterk vekst, ettersom dagens vekstnivå gjerne ikke er representativt for fremtiden. For stabile virksomheter gir dette likevel god innsikt i hva som kan forventes å være fremtidig vekst (Damodaran, 2012, s. 271).

I kapittel 3.2.5 ble Veidekke kategorisert som en virksomhet i stabil vekst. På bakgrunn av dette er det videre antatt at historisk vekst gir et godt bilde på selskapets vekst i fremtiden.

9.2.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst

Driftsinntekter er den primære budsjettdriveren. Dette skyldes at kunder og salg er primærkilden til virksomheters verdiskapning (Penman, 2013, s. 507). Driftsinntektene er dermed kjernedriveren for budsjettering av fremtidsregnskapet. Det er dessuten også driftsinntektsveksten som har størst innvirkning på de fremtidige kontantstrømmene. Vi vil videre foreta en analyse av den historiske driftsinntektsveksten. Driftsinntektsvekst kan defineres som:

$$\text{Driftsinntektsvekst} = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Betegnelser:

DI = Driftsinntekter

Figur 9-2 fremstiller utviklingen i driftsinntekter for Veidekke og bransjen gjennom analyseperioden. Selskapet har hovedsakelig fulgt trenden i bransjen, med unntak av 2009 og 2016. Den kraftige nedgangen i 2009 kan i stor grad tilskrives finanskrisen, der Veidekke ble rammet hardere enn bransjen forøvrig. 2016 var imidlertid et meget godt år for selskapet, noe som resulterte i den største økningen i driftsinntekter gjennom selskapets historie (Veidekke, 2017b). Gjennomsnittlig har Veidekke en driftsinntektsvekst på 5,76 prosent, mens bransjen ligger noe lavere på omkring 2,98 prosent.



Figur 9-2 Utvikling i driftsinntekter for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.

9.2.2 Analyse av historisk egenkapitalvekst

Egenkapitalvekst er også en solid budsjettdriver, og er som oftest mer stabil enn driftsinntektsveksten. Egenkapitalvekst knytter seg direkte til investorene, noe som skyldes at investorer i prinsippet kjøper seg inn i selskapet gjennom egenkapitalen. Det er derfor nyttig å se på den historiske egenkapitalveksten for å kunne predikere hvordan denne vil være i fremtiden. En kan skille mellom fullstendig og normalisert egenkapitalvekst. I den fullstendige egenkapitalveksten vil en ofte inkludere unormale poster, mens den normaliserte, utelukker disse. Selv om fremtidsregnskapet i utgangspunktet skal baseres på det normaliserte regnskapet, er det hensiktsmessig å inkludere unormale poster i analyse av egenkapitalveksten, slik at egenkapitalen går opp. Fullstendig egenkapitalvekst kan defineres slik (Knivsflå, 2017d):

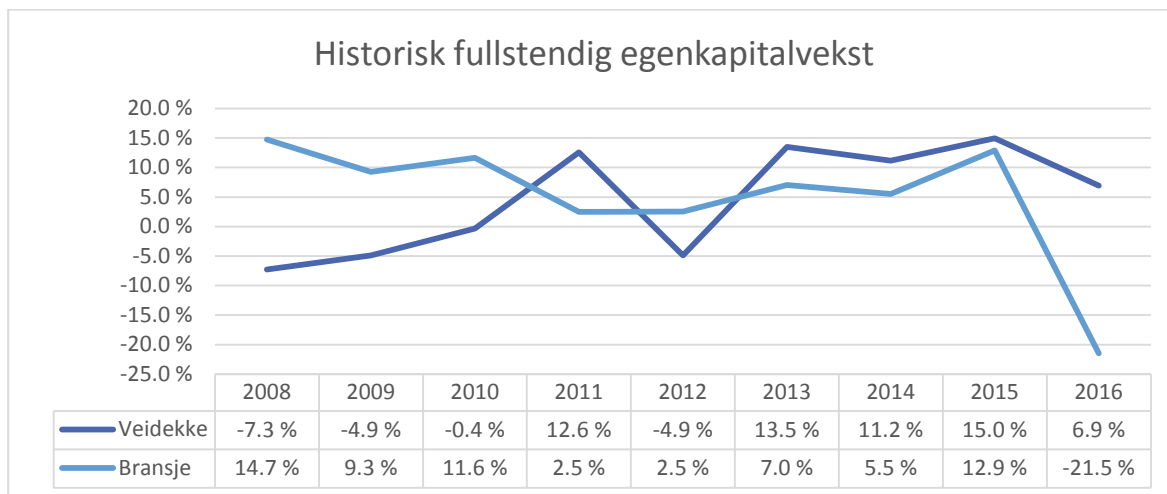
$$\text{Egenkapitalvekst} = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_{t-1}} = \frac{\Delta EK}{EK_{t-1}}$$

Betegnelser:

EK = Egenkapital

Figur 9-3 illustrerer utviklingen i historisk fullstendig egenkapitalvekst gjennom analyseperioden. Som en kan se har det vært store variasjoner både for Veidekke og bransjen. For Veidekkes del skyldes de store variasjonene hovedsakelig unormale poster, der det store fallet i 2012 kan tilskrives implementeringen av endringene i IAS 19, jamfør avsnitt 5.3.1.2.2. Den store nedgangen i bransjens egenkapital i 2016 skyldes at et betydelig datterselskap i NCC ble solgt, noe som resulterte i en stor utbyttebetaling til aksjonærene. Gjennomsnittlig har

Veidekke hatt en egenkapitalvekst på 5,17 prosent, mens bransjen har hatt en gjennomsnittlig vekst på 3,85 prosent. Veksten i selskapet er derfor noe større enn for bransjen i perioden.



Figur 9-3 Utvikling i historisk fullstendig egenkapitalvekst for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.

Den enorme nedgangen for bransjen i 2016 bidrar til at fullstendig egenkapitalvekst er lite egnet for prognose. Det virker derfor mer hensiktsmessig å benytte den normaliserte egenkapitalveksten, ettersom denne er bedre egnet for å predikere fremtiden. Den normaliserte egenkapitalveksten kan defineres slik:

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

$$(1 - eku) = \text{Reinvesteringsgrad}$$

$$eku = NBU/NRE$$

$$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}$$

Formelen baserer seg på de to faktorene som utgjør vekst i egenkapitalen. Egenkapitalen blir følgelig redusert ved netto betalt utbytte, og økes av den internt genererte rentabiliteten (Damodaran, 2012, s. 287).

Tabell 9-1 viser den normaliserte egenkapitalveksten til Veidekke gjennom analyseperioden. Det er tydelig at egenkapitalveksten blir noe mer stabil ved bruk av normaliserte tall. Ser vi på forskjellen mellom normalisert og fullstendig egenkapitalvekst, gir den normaliserte metoden 1,13 prosentpoeng høyere egenkapitalvekst for Veidekke. Dette betyr at de unormale postene har hatt en negativ effekt på Veidekkes egenkapitalvekst.

Normalisert egenkapitalvekst	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Vekt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	12,5 %	12,5 %	15 %	
Reinvesteringsgrad	-12,5 %	-6,1 %	-2,0 %	33,3 %	40,2 %	36,8 %	45,9 %	34,1 %	26,7 %	23,0 %
Egenkapitalrentabilitet	38,3 %	22,8 %	17,1 %	26,4 %	22,6 %	25,8 %	35,1 %	27,5 %	26,1 %	27,0 %
Normalisert egenkapitalvekst	-4,8 %	-1,4 %	-0,3 %	8,8 %	9,1 %	9,5 %	16,1 %	9,4 %	7,0 %	6,3 %

Tabell 9-1 Normalisert egenkapitalvekst i perioden 2008-2016.

9.3 Valg ved utarbeidelse av fremtidsregnskap

Før en kan utarbeide fremtidsregnskapet må en ta stilling til en rekke forutsetninger som vil ligge til grunn for utarbeidelsen. Dette innebærer valg av prognoseperiode, detaljnivå og fremskrivningsteknikk.

9.3.1 Prognoseperiode

En vanlig tilnærming når en skal bestemme prognoseperiode er å ukritisk sette denne til fem år. Det er imidlertid ingen fasit på hvilken lengde på prognoseperioden som er den beste, og den optimale prognoseperioden vil variere fra selskap til selskap. En kan si at prognoseperioden bør dekke tiden frem til virksomheten treffer *steady state*, dersom dette er mulig. Når et selskap er i *steady state* vil det ikke lenger kunne oppnå superprofitt gjennom ekspansjon. Mange forhold kan være utfordrende å predikere noe særlig utover 2-3 år frem i tid. Dette er imidlertid ingen definitiv indikasjon på at den optimale prognoseperioden ikke bør være lenger. Bransjer i vekst, sykliske bransjer og bransjer med betydelig superprofitt er typiske kjennetegn på at prognoseperioden bør vær lengre enn fem år (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). Koller et al. (2015, s. 230) mener på sin side at prognoseperioden bør være på mellom 10 og 15 år. Dette skyldes at en kortere periode raskt kan føre til at verdien av selskapet undervurderes. På den annen side vil en lang prognoseperiode skape utfordringer knyttet til å predikere budsjett drivere over en lengre periode.

Fra den strategiske analysen i kapittel 4 er det klart at store deler av BAE-næringen er syklisk. Dermed skulle en tro at Veidekke og bransjen historisk sett har vært meget eksponert for markedssvingninger, noe som også til dels kan observeres i Veidekkes kursutvikling i avsnitt 2.1.4. Innsikt fra kapittel 4.2.1 og 4.4 viser imidlertid at økte investeringer i infrastruktur benyttes som politisk virkemiddel i lavkonjunkturer for å holde aktiviteten i økonomien oppe. Dermed kan også deler av næringen være noe motsyklisk. I kapittel 7.2.3 ble Veidekkes egenkapitalbeta estimert til å være 0,503. Det vil si at selskapets avkastning svinger 50 prosent med avkastningen i verdensindeksen. Dette kan tyde på at bransjen er mindre syklisk enn en først skulle tro. På den annen side ble en i lønnsomhetsanalysen gjort oppmerksom på bransjens store superprofitt. Bransjefordelen ble estimert til 10,42 prosent over

analyseperioden i kapittel 8.2.1.1, noe som taler for en prognoseperiode på mer enn fem år. I presentasjonen av bransjen i kapittel 2.1.8 ble det også observert at veksten i bransjen har vært meget sterk de senere årene, noe som indikerer at det vil ta en stund før bransjen er i *steady state*.

Basert på forholdene diskutert ovenfor bør prognoseperioden være på mer enn fem år. I tråd med Koller et al. (2015, s. 230) sine anbefalinger, fastsettes prognoseperioden til 12 år.

9.3.2 Valg av detaljnivå

Valg av detaljnivå vil avhenge av lengden på prognoseperioden. Ifølge Penman (2013, s. 520) bør antall budsjett drivere og dermed detaljnivå på prognostiseringen ta utgangspunkt i en kost/nytte-vurdering. Et høyt detaljnivå vil sannsynligvis gi et mer omfattende og presist bilde av fremtiden på kort sikt (Koller, et al., 2015, s. 534). Dette krever imidlertid et større antall budsjett drivere, noe som vil gjøre usikkerheten større på lang sikt, og presisjonen i estimatet deretter. Et stort antall budsjett drivere krever tilgang på detaljert informasjon om virksomheten, samtidig som kompleksiteten øker. Dette innebærer at fallgruvene er mange der antall budsjett drivere er mange. I en undersøkelse ble det estimert at mer enn 90 prosent av alle større Excel-modeller inneholder vesentlige feil. Dette indikerer at det er risikofylt å velge mange budsjett drivere. I tillegg er det vesentlig at en som ekstern analytiker ikke har tilgang på viktig informasjon om virksomheten. Bruk av mange budsjett drivere kan også føre til at en fokuserer på mindre viktige detaljer, som sjelden er av særlig merverdi for virksomheten. Prediksjonsnivået viser seg ofte å være mer sensitivt for de viktigste budsjett driverne (Kaldestad & Møller, 2016, s. 116-117). Dermed er det rimelig å anta kostnaden overgår nytten dersom en velger for mange budsjett drivere.

Kaldestad & Møller (2016, s. 120) mener det er viktigere med oversiktlige modeller, der eventuell overoptimisme eller feil lettere kan oppdages, enn at modellene er komplekse. Videre peker de på at modellen bør inneholde de faktorene en analyserer i lønnsomhetsanalysen.

Med utgangspunkt i diskusjonen ovenfor, vil detaljnivået baseres på verdifull informasjon fra nøkkeltall i lønnsomhetsanalysen. Valget av budsjett drivere gjøres i samsvar med lønnsomhetsanalysen, og i tråd med Penman (2013, s. 520-524) sine anbefalinger.

9.3.3 Fremskrivningsteknikk

Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet fastsettes budsjettdriverne på bestemte tidspunkt, før de går i lineær linje mot *steady state*. Budsjettdriverne fastsettes på kort, mellomlang og lang sikt. På kort sikt vil en kunne forholde seg på et mer detaljrikt nivå, der en kan justere for eventuelle forhold som med sikkerhet vil påvirke veksten til selskapet. På lang sikt vil det derimot være lite hensiktsmessig å benytte det samme detaljnivået, jamfør 9.3.2. Det er derfor naturlig å forutsette at budsjettdriverne vil nærme seg bransjegjennomsnittet eller realveksten til verdensøkonomien (Koller, et al., 2015, s. 534-542).

Det foreligger ofte stor usikkerhet knyttet til prediksjon av fremtidige budsjett drivere. Det finnes to alternative metoder for å kunne behandle denne usikkerhet. For det første kan en benytte scenarioanalyse, der en beskriver tre ulike strategiske alternativer for selskapet. Alternativene er som oftest et forventet, et optimistisk og et pessimistisk alternativ, noe som innebærer at en må lage tre forskjellige fremtidsregnskap (Koller, et al., 2015, s. 534). Den andre metoden er å behandle usikkerheten gjennom en sensitivitetsanalyse, der en tar utgangspunkt i et budsjettert fremtidsregnskap med det mest sannsynlige utfallet. Formålet med simulering er å komme frem til et verdispenn eller pålitelighetsintervall (Kaldestad & Møller, 2016, s. 128-130).

Vi velger videre å benytte sensitivitetsanalyser for å belyse usikkerheten i verdiestimatet, og vil derfor basere utarbeidelsen av fremtidsregnskapet på det mest sannsynlige utfallet.

Budsjettdriverne blir beregnet på inngående kapital under den forutsetning om at i fundamental verdsettelse vil kontantstrømmene bli realisert i slutten av hver periode.

9.4 Budsjett drivere i prognoseperioden

Videre vil de ni ulike budsjett driverne presenteres. Disse tar utgangspunkt i nøkkeltallene fra lønnsomhetsanalysen supplert med funn fra den eksterne og interne strategiske analysen i kapittel 4.

9.4.1 Driftsinntekstvekst

Driftsinntekstvekst blir av mange sett på som selve drivkraften for selskapets utvikling. Derfor knyttes det mange bekymringer til denne budsjett driveren, og det er svært vanlig for selskaper å sammenligne driftsinntekstveksten i eget selskap med komparative selskaper for å kartlegge hvorvidt utviklingen er god eller dårlig relativt til konkurrentene (Petersen, et al., 2017, s. 183).

I kapittel 9.2.1 ble historisk driftsinntektsvekst for både Veidekke og bransjen kartlagt. Den historiske driftsinntektsveksten, i perioden 2008-2016, ble målt til 5,76 prosent for Veidekke, mens bransjen landet på 2,98 prosent vekst. På lang sikt er det imidlertid lite realistisk å operere med en vekst som er større enn realveksten i verdensøkonomien *tillagt* forventet global inflasjon. Ifølge PWC (2017) er denne estimert til 5,5 prosent på lang sikt³⁵. Dermed er det rimelig å forvente at Veidekkes nominelle vekst ikke overstiger 5,5 prosent i *steady state*. Dette kan forklares med at det er usannsynlig å anta en *evig* vekst som er høyere enn veksten i verdensøkonomien. Penman (2013, s. 508) påpeker at vekstforholdet mellom selskaper i samme bransje har en tendens til å utligne hverandre over tid. Dette innebærer at enkelte virksomheter kan ha midlertidige fordeler, men at konkurransekraftene presser veksten mot bransjesnittet på sikt.

Veidekkes driftsinntektsvekst påvirkes av en rekke faktorer. Basert på innsikt fra strategisk analyse i kapittel 4, er det rimelig å anta at selskapets vekst i utgangspunktet utarter seg gjennom oppkjøp. Dette vil således være en viktig faktor i selskapets driftsinntektsvekst.

Veksten vil imidlertid også påvirkes av eksterne faktorer som etterspørsel på bolig- og anleggsmarkedet. Etterspørselsdriverne i boligmarkedet er mange og knytter seg til blant annet befolkningsvekst, sysselsetting, rentenivå, boliglånsregulering, skattepolitikk og boligpris. Det er de senere årene observert sterk befolkningsvekst i de skandinaviske landene. Veksten skyldes at gjennomsnittlig levealder øker, samtidig som innvandringstallene stiger. Dette bidrar til økt etterspørsel på boligmarkedet. Sammen med et historisk lavt rentenivå har dette ført til svært høye boligpriser i Norge og Sverige i 2015 og 2016. For å unngå økonomisk resesjon benyttes politiske virkemidler knyttet til skatt og boliglånsreguleringer for å dempe den sterke veksten, jamfør 4.2. En avgjørende faktor for videre utvikling vil være hvorvidt en lykkes med å motvirke den sterke prisveksten. Historiske observasjoner tilsier at den raske etterspørselssiden, kombinert med den langsomme tilbudssiden, utgjør en fare for økonomisk resesjon, jamfør 4.2.2.3.1. Sterk boligprisvekst er en indikasjon på at tilbudet er for lavt i forhold til etterspørselen. I slike tilfeller er det rimelig å anta at boligbyggingen vil øke de neste årene for å igjen oppnå likevekt. Dette støttes av sterk økning i byggetallene for 2016,

³⁵ Merk at det her er tale om realvekst *tillagt* forventet inflasjon, dermed nominelle størrelser.

og forventet høye byggetall i noen år fremover, jamfør avsnitt 4.2.2.3. Omkring 65 prosent av Veidekkes virksomhet er eksponert mot etterspørselen i boligmarkedet (Veidekke, 2017b).

Relevante drivere i anleggsmarkedet knytter seg i stor grad til offentlige investeringer i infrastruktur. Dette baserer seg på at offentlige investeringer utgjør omkring 70-80 prosent av etterspørselen i det norske anleggsmarkedet, jamfør 4.2.1.3. I 2016 kunne om lag 75 prosent av omsetningen i Veidekke allokeres til anleggsvirksomheten (Veidekke, 2017b). Dermed er forventet offentlig investeringsnivå kritisk for veksten i dette forretningsområdet. Offentlige investeringer ventes generelt å intensiveres i tiden fremover for alle de nordiske landene. Dette skyldes at behovet for investeringer i infrastruktur har økt i takt med den sterke befolkningsveksten, jamfør 4.2.1.3.

Det er vanskelig å predikere hvorvidt eventuelle disruptive teknologier vil ha betydelig innvirkning på bransjens driftsinntektsvekst. Hvilken betydning dette vil ha for BAE-næringen vil sannsynligvis avhenge av hvorvidt det er interne eller eksterne aktører som presenterer nye teknologier for markedet. Innsikten fra kapittel 4.3 tilsier at bransjen generelt har et noe tilbakeholdent forhold til innovasjon. Som følge av at selskapene innad i næringen på det nåværende tidspunkt er meget ressurssterke, forutsettes videre at disruptive teknologier ikke utgjør en vesentlig trussel i overskuelig fremtid.

For å ta stilling til driftsinntektsvekst i fremtiden er det hensiktsmessig å skille mellom ulike tidsintervaller. Driftsinntektsveksten fastsettes derfor på kort, mellomlang og lang sikt. Konklusjonene i kapittel 4 danner grunnlaget for diskusjonene nedenfor.

9.4.1.1 Driftsinntektsvekst på kort sikt – 2017 og 2018

For å bestemme driftsinntektsveksten på kort sikt må forventet utvikling i de viktigste eksterne og interne forholdene diskuteres.

Basert på den kvalitative analysen er det rimelig å anta at boligprisveksten på kort sikt vil være begrenset. Dette skyldes at en rekke politiske virkemidler er igangsatt for å redusere den sterke prisveksten. Det anses lite sannsynlig at den sterke veksten den siste tiden vil føre til en stor resesjon i norsk økonomi. Dette begrunnes med at Norge, historisk sett, har klart seg bra sammenlignet med resten av verden i økonomiske nedgangstider. Det norske rentenivået vil sannsynligvis holde seg stabilt i en periode fremover, selv om det er antydninger til at en på lengre sikt ønsker å øke renten til et mer normalt nivå. Ettersom det er selve endringen i rentenivået som påvirker boligprisene, vil utviklingen i rentenivå være viktig for

boligmarkedet fremover. Befolkningsvekst og en forventet redusert arbeidsledighet bidrar til at etterspørselen i boligmarkedet opprettholdes. Det forventes derfor at det norske boligmarkedet vil stabilisere seg på kort sikt uten å forårsake særlige konsekvenser for økonomien. Likevel ventes det at skattepolitikk og boliglånsreguleringer vil svekke etterspørselen noe.

Situasjonen i Sverige er imidlertid veldig interessant, da boligprisveksten i 2015 var forholdsvis ekstrem. Prisveksten var i stor grad drevet av en negativ styringsrente. Det kan argumenteres for at rentenivået vil holdes uendret frem til andre kvartal i 2018, der den videre forventes å endres gradvis mot null i 2019. Trenden i svensk arbeidsledighet tilsier videre gradvis nedgang, mens befolkningsveksten ventes å fortsatt være sterk. Dette tyder på at etterspørselen vil være sterk i det svenske boligmarkedet fremover. Likevel er det rimelig å tro at det svenske boligmarkedet treffer fase tre i markedssyklusen i løpet av 2017-2018. Dette vil si at tilbudssiden på et tidspunkt overstiger etterspørselssiden og at det dermed er nødvendig å begrense overtilbudet av boliger for å unngå store fall i boligprisene. Det antas at dette inntreffer i 2018 med en liten tilbakegang i svenske boligpriser, noe som vil føre til redusert etterspørsel og svikt i omsetningsveksten for Veidekke.

Det danske boligmarkedet er i liten grad relevant for Veidekke da dette markedet utgjør en marginal del av selskapets omsetning.

Utsiktene for anleggsmarkedet er stort sett positive i hele Skandinavia. I Norge ventes det at det høye investeringsnivået i vei, bane og kollektiv opprettholdes over tid. I Sverige og Danmark er det rimelig å forvente en gradvis intensivering av anleggsinvesteringene. Det er likevel det norske anleggsmarkedet som er av størst betydning for Veidekke.

Driftsinntektsveksten estimeres til 10 prosent i 2017 og -1 prosent i 2018. Dette baserer seg på at aktiviteten i boligmarkedet opprettholdes i 2017, og at boligprisene generelt ligger på et høyere nivå i 2017, som følge av prisveksten i 2016, jamfør kapittel 4.2.2.3. I 2018 forventes det imidlertid at aktiviteten i boligmarkedet treffer en nedgangssyklus, noe som gir en tilbakegang i driftsinntektsveksten for Veidekke. En svak økning i aktiviteten knyttet til anleggsmarkedet ventes å føre til svak vekst i dette segmentet.

9.4.1.2 Driftsinntektsvekst på mellomlang sikt – 2019-2023

På mellomlang sikt forventes det at styringsrenten for alle de nordiske landene øker gradvis. Denne endringen vil isolert sett, alt annet likt, føre til reduserte boligpriser. Det skyldes at økt

rentenivå gjør det mindre attraktivt å ta opp boliglån. På den annen side forventes arbeidsledigheten å reduseres ytterligere, mens den sterke befolkningsveksten forventes å opprettholdes. Dermed antas svak vekst i boligprisene, mens relativt få nye boliger vil bygges i perioden.

Offentlige investeringer er ventet å øke sterkt som følge av videre økt fokus på infrastruktur, samtidig som miljøtilknyttede investeringer anses å øke kraftig. Sistnevnte vil i særlig grad påvirke ROT-markedet, jamfør 4.2.5. Også andre miljømessige investeringer ventes å ha positiv innvirkning på Veidekke i perioden. For eksempel antas offentlig satsing på bærekraftig energi å bidra til økt aktivitet i bygge- og anleggsbransjen. Særlig vil det være økte investeringer i infrastruktur i Danmark, da den offentlige investeringsrammen skal økes. Nye sykehus og forbedring av vei og bane er sentrale elementer som står på agendaen.

Veksten antas å bevege seg mot 4 prosent i 2023. Dette skyldes at den antatte nedgangssyklusen virker å være av begrenset omfang, men likevel begrense selskapets mulighet for vekst i denne perioden.

9.4.1.3 Driftsinntektsvekst på lang sikt – 2024-2028

Den videre driftsinntektsveksten ventes å konvergere mot den forventede veksten i *steady state*. Boligmarkedet antas å stabilisere seg i perioden og ligge mellom fase en og to i markedssyklusen, jamfør 4.2.2.3.1. Det er rimelig å anta at rentenivået vil ligge på et normalt nivå og således ikke påvirke etterspørselen på boligmarkedet. Dette innebærer at boligprisene vil nærme seg et mer moderat nivå. På lang sikt forventes det også at myndighetene tar IMF's bemerkninger til følge og gjør det mindre attraktivt å investere i fast eiendom fremfor aksjemarkedet. Dette kan for eksempel gjøres ved å fjerne skattefradrag for rentekostnader på boliglån, jamfør 4.2.1.1.

Samtidig ventes miljømessige investeringer å ha mindre effekt på bygge- og anleggsbransjen i perioden. Det er sannsynlig at befolkningsveksten, som tidligere, vil fortsette den sterke trenden. Det vil dermed fortsatt være behov for offentlige investeringer i infrastruktur, selv om dette antas å være noe lavere enn tidligere. Et lavere anslag skyldes at infrastrukturen sannsynligvis har nådd et tilfredsstillende nivå på dette tidspunktet. Dette vil imidlertid kunne gjøre ROT-markedet noe større enn tidligere som følge av hyppigere behov for vedlikehold.

I det langsiktige perspektivet antas arbeidsledigheten i de skandinaviske landene å være på et moderat nivå.

Den langsiktige driftsinntekstveksten vil settes ned fra den historiske veksten og stabilisere seg omkring 3 prosent. Dette er i tråd med bemerkningene innledningsvis vedrørende den langsiktige nominelle veksten i verdensøkonomien på 5,5 prosent.

9.4.1.4 Oppsummering – driftsinntektsvekst

Etter en noe ustabil periode for boligmarkedet på kort sikt, forventes det at markedet stabiliserer seg på mellomlang og lang sikt. Som følge av sterk befolkningsvekst ventes anleggsmarkedet å være sterkt fremover, noe som vil skjerme nedgangen i boligmarkedet noe. Dermed vil Veidekke være mindre konjunkturavhengig i denne perioden. Svingninger i boligmarkedet er særlig vesentlig for selskapets virksomhet i fremtiden. At boligmarkedet treffer et mer moderat nivå bidrar derfor til at selskapets driftsinntektsvekst reduseres sammenlignet med det historiske nivået. Den historiske veksten, samt prognostisert vekst i driftsinntektene for Veidekke fremgår av figur 9-4 og tabell 9-2.



Figur 9-4 Historisk driftsinntektsvekst i perioden 2008-2016 og forventet driftsinntektsvekst i perioden 2017-2030 for Veidekke.

Budsjettdriver	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntektsvekst	10,00 %	-1,00 %	0,00 %	1,00 %	2,00 %	3,00 %	4,00 %	3,80 %	3,60 %	3,40 %	3,20 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %

Tabell 9-2 Forventet driftsinntektsvekst for Veidekke i perioden 2017-2030.

9.4.2 Netto driftsresultat

Budsjetteringen av netto driftsresultat tar utgangspunkt i de budsjetterte driftsinntektene og forventet netto driftsmargin over prognoseperioden. Sammenhengen kan illustreres slik (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 204):

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

Betegnelser:

NDR = Netto driftsresultat

ndm = netto driftsmargin

DI = Driftsinntekter

Over analyseperioden har netto driftsmarginen holdt seg relativt stabil med noen få svingninger. Dette skyldes i stor grad at kostnadsnivået følger aktiviteten i selskapet. Den gjennomsnittlige historiske netto driftsmarginen for Veidekke var 3,06 prosent, mens den i bransjen var 3,26 prosent. Som avdekket i lønnsomhetsanalysen hadde Veidekke en marginulempe i forhold til bransjen historisk sett.

Som følge av lavere marginer i anleggsmarkedet enn boligmarkedet, vil Veidekke i lavkonjunkturer typisk oppnå en lavere driftsmargin enn i høykonjunkturer, jamfør 4.3.

9.4.2.1 Netto driftsmargin på kort sikt – 2017 og 2018

På kort sikt er det, som drøftet i kapittel 9.4.1, ventet en oppgang i boligmarkedet i 2017 og en nedgang i 2018. På samme tid er anleggsmarkedet ventet å være sterkt.

Den avdekkede marginulempen for Veidekke skyldes i stor grad kostnadsulemper knyttet til andre driftskostnader og mindre ulemper knyttet til lønnskostnader og avskrivninger. Det er antatt at denne ulempen skyldes større kostnader for å opprettholde omdømme og kunderelasjoner enn bransjen, noe som forklarer Veidekkes effektivitetsfordel, jamfør 8.2.1.3. På den annen side har selskapet en marginfordel knyttet til produksjonskostnader. En god forklaring på dette kan være sterke synergieffekter fra samspillet mellom interessentene i virksomheten.

Oppgangen i boligmarkedet kan føre til økt netto driftsmargin for selskapet i 2017. Dette skyldes at boligmarkedet bidrar til høyere driftsmarginer enn anleggsbransjen. I 2018 er det ventet at anleggsmarkedet vil være en viktigere del av Veidekkes virksomhet og dermed presse marginene noe ned.

På bakgrunn av omgivelsesendringene som forekommer på kort sikt settes antatt netto driftsmargin til 4 prosent i 2017 og 2,5 prosent i 2018.

9.4.2.2 Netto driftsmargin på mellomlang sikt – 2019-2023

På mellomlang sikt antas det svak vekst i boligmarkedet, jamfør 9.4.1.2. Dette skyldes i stor grad den sterke befolkningsveksten.

Veksten i anleggsmarkedet vil særlig preges av en antatt intensivering av miljøinvesteringer. Selv om dette bidrar til økte driftsinntekter, vil netto driftsmarginen svekkes i noen grad, som følge av høy konkurranseintensitet i anbudsrunderne i forbindelse med anleggsprosjekter, jamfør avsnitt 4.3.5.

På den annen side vil det i ROT-markedet bli et større fokus på oppgradering av gammel byggemasse, for å gjøre denne mer energieffektiv. Dette fører til at marginene øker gradvis i denne perioden.

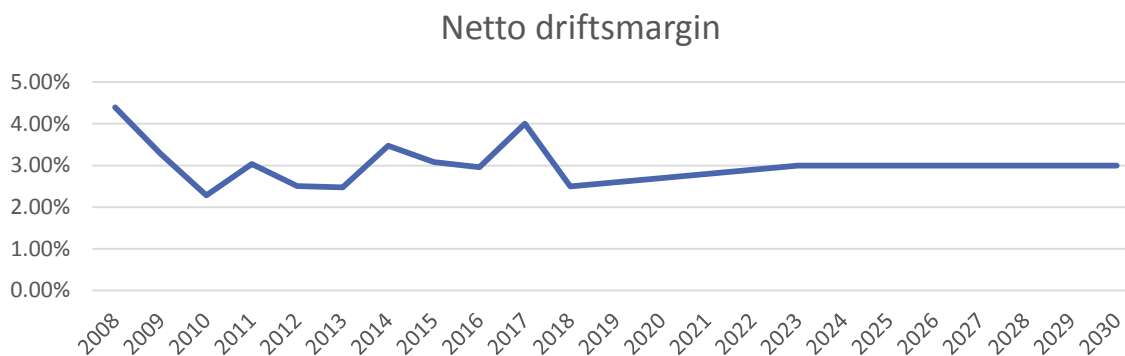
På bakgrunn av dette anses det en marginal økning i netto driftsmargin, da det sannsynligvis vil være en høyere netto driftsmargin knyttet til oppgraderingen av gammel byggemasse, samtidig som det forventes en svak vekst i boligmarkedet. Dermed anses det rimelig å sette netto driftsmargin til 3 prosent i 2023.

9.4.2.3 Netto driftsmargin på lang sikt – 2024-2028

På lang sikt vil netto driftsmargin stabilisere seg noe lavere enn bransjesnittet. Dette skyldes en antakelse om at de tidligere kostnadsulempene og -fordelene vil elimineres av konkurransekraftene over tid. Likevel er det rimelig at Veidekke fremdeles vil ha en liten kostnadsulønne knyttet til andre driftskostnader for å beholde effektivitetsfordelen, jamfør 8.2.1.3.

Boligmarkedet ventes å stabilisere seg i perioden, samtidig som anleggsmarkedet forventes å være stabilt sterkt, men likevel noe svakere enn tidligere. ROT-markedet ventes imidlertid å få en liten oppgang.

Det er ikke ventet at nettodriftsmarginen vil endre seg merkbart fra mellomlang til lang sikt. En rimelig antakelse er derfor at netto driftsmarginen holder seg uendret på 3,0 prosent inn mot *steady state*. Figur 9-5 illustrerer den historiske og prognostiserte utviklingen i budsjett perioden.



Figur 9-5 Historisk netto driftsmargin i perioden 2008-2016 og forventet netto driftsmargin i perioden 2017-2030 for Veidekke.

9.4.3 Netto driftseiendeler

For å budsjettere selskapets netto driftseiendeler er det hensiktsmessig å ta utgangspunkt i den historiske utviklingen i evnen til å skape inntekter gjennom selskapets netto driftseiendeler. Dette uttrykkes gjennom omløpshastigheten til netto driftseiendeler, med følgende sammenheng (Penman, 2013, s. 410):

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

Betegnelser:

NDE = Netto driftseiendeler

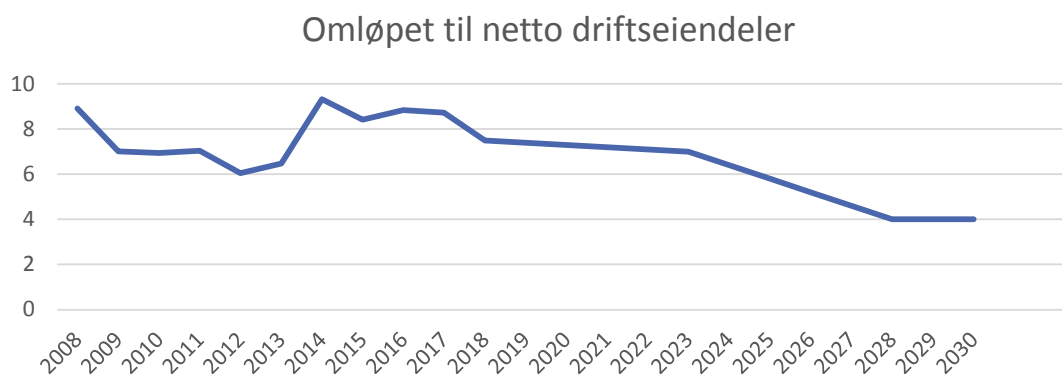
DI = Driftsinntekter

onde = Omløpet til netto driftseiendeler

I kapittel 8.2.1.3 ble vi kjent med Veidekkes omløpsfordel. Fordelen skyldtes en mer effektiv forvaltning av netto driftseiendeler enn hva som er tilfelle i bransjen. Det er tidligere konkludert med at selskapet har en kostnadsulempe knyttet til andre driftskostnader, noe som kan skyldes større kostnader for å bevare omdømme, relasjoner og kompetanse. Omløpsfordelen ventes å elimineres av bransjen, men det anses lite sannsynlig at bransjen klarer å utligne hele omløpsfordelen på mellomlang sikt. Dette begrunnes med at Veidekkes fokus på *verdiskapende samspill* er mer gjennomgående i virksomheten enn hos konkurrentene, samtidig som den midlertidige fordelen i forbindelse med *WAM Foam* sannsynligvis vil vedvare i en periode, jamfør avsnitt 4.5.2. Eiendomsforvalteren OBOS sin rolle som aksjonær spiller en viktig rolle i det verdiskapende samspillet. Det er likevel rimelig å tro at omløpsfordelen vil elimineres på lang sikt, samtidig som bransjefordelen også reduseres noe som følge av økt investeringsbehov knyttet til miljø og teknologi. Dermed ser

det ut til at selskapet har en midlertidig strategisk fordel knyttet til utnyttelse av netto driftseiendeler.

Veidekke har over analyseperioden hatt en omløpshastighet på netto driftseiendelene på 7,79, mens bransjesnittet til sammenligning har vært 4,28. Det er ventet at de midlertidige strategiske fordelene, som nevnt over, vil vedvare på mellomlang sikt, slik at omløpet beveger seg mot 7 i denne perioden. Etter at konkurrentene har utlignet noe av omløpsfordelen, antas det at omløpet til netto driftseiendeler vil stabilisere seg omkring 4 på lang sikt. Dette skyldes at konkurransekraftene slår inn, samtidig som det forventes at bransjefordelen vil svekkes til en viss grad.



Figur 9-6 Historisk utvikling i omløpet til netto driftseiendeler i perioden 2008-2016 og forventet utvikling i omløpet til netto driftseiendeler i perioden 2017-2030 for Veidekke.

Den estimerte utviklingen i omløpet til netto driftseiendeler gjennom prognoseperioden fremgår av figur 9-6. Beregningene tar utgangspunkt i modellen presentert innledningsvis, som forårsaker at egenkapitalen og netto betalt utbytte beregnes residualt med følgende sammenheng (Penman, 2013, s. 524):

$$EK_t = NDE_t - NFG_t = EK_{t-1} + NRE_t - NBU_t$$

$$\Delta EK = NRE_t - NBU_t$$

Betegnelser:

EK = Egenkapital

NDE = Netto driftseiendeler

NRE = Nettoresultat til egenkapitalen

NBU = Netto betalt utbytte

NFG = Netto finansiell gjeld

Som en kan se av sammenhengen ovenfor vil netto betalt utbytte påvirkes av endringene i netto driftseiendeler. Hvorvidt dette stemmer overens med virksomhetens utbyttepolitikk vil

vi komme tilbake til i utarbeidelsen av fremtidig finansregnskap 9.5. Etter vår oppfatning gir modellen et forholdsvis realistisk bilde på virksomhetens utbyttebetalinger i fremtiden.

Budsjettdriver	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekt (t+1)	31 474	31 160	31 160	31 471	32 101	33 064	34 386	35 693	36 978	38 235	39 459	40 642	41 862	43 117	44 411
Omløps til netto driftseiendeler (t+1)	8,7	7,5	7,4	7,3	7,2	7,1	7,0	6,4	5,8	5,2	4,6	4,0	4,0	4,0	4,0
Netto driftseiendeler (t)	3 608	4 155	4 211	4 311	4 458	4 657	4 912	5 577	6 375	7 353	8 578	10 161	10 465	10 779	11 103

Tabell 9-3 Forventet netto driftseiendeler for Veidekke i perioden 2016-2030.

9.4.4 Netto finansiell gjeld

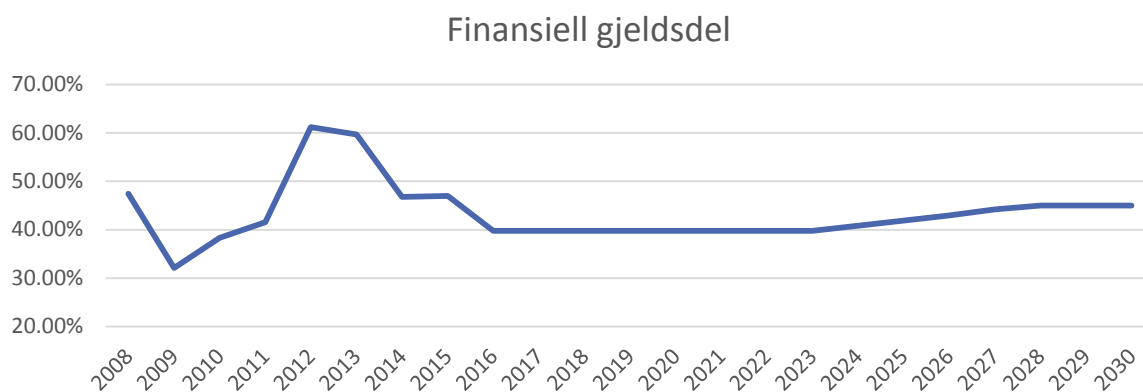
Ved budsjettering av netto finansiell gjeld, ser en på utviklingen i selskapets kapitalstruktur over prognoseperioden. Vi vil videre presentere selskapets forventede utvikling i finansielle eiendeler og finansiell gjeld.

9.4.4.1 Finansiell gjeldsdel

For å budsjettere finansiell gjeld må en fremskrive selskapets finansielle gjeldsdel. Gjelden blir dermed estimert ved å multiplisere den fremskrevne finansielle gjeldsdelen med netto driftseiendeler.

Veidekke har gjennom analyseperioden hatt en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 45,72 prosent, mens tilsvarende forhold for bransjen var på 64,51 prosent. Dette innebærer at selskapet i mindre grad enn bransjen har hentet kapital fra finansmarkedet. For videre vekst er både selskapet og bransjen avhengig av oppkjøp og større investeringer i innovativ teknologi på lang sikt. Veidekke gjennomfører allerede kontinuerlig oppkjøp for å ekspandere driften både innlands og i Norden forøvrig. Oppkjøp vil sannsynligvis ikke ha en veldig stor innvirkning på selskapets finansielle gjeldsdel ettersom slik vekst allerede har vært praksis i selskapet over analyseperioden. Det er heller ikke gitt noen signaler fra ledelsen om store investeringer de nærmeste årene. På kort sikt er det dermed naturlig å anta at den finansielle gjeldsdelen vil være tilnærmet lik som i 2016. I et mer langsiktig perspektiv kan det likevel virke rimelig at den beveger seg noe mot bransjesnittet. Dette kan ses i sammenheng med at omløpet til netto driftseiendeler er ventet å svekkes noe i fremtiden som følge av et større behov for å finansiere flere driftseiendeler per krone i driftsinntekt. På bakgrunn av dette, samtidig som behovet for å investere i innovativ teknologi må tas i betraktning, virker det hensiktsmessig å øke den finansielle gjeldsdelen på lang sikt.

På bakgrunn av diskusjonen over settes den finansielle gjeldsdelen lik som den var i 2016 på mellomlang sikt, mens på lang sikt vil øke til 45 prosent. Figur 9-7 illustrerer både historisk og forventet utvikling i finansiell gjeldsdel.



Figur 9-7 Historisk finansiell gjeldssdel i perioden 2008-2016 og forventet finansiell gjeldsdel i perioden 2017-2030 for Veidekke.

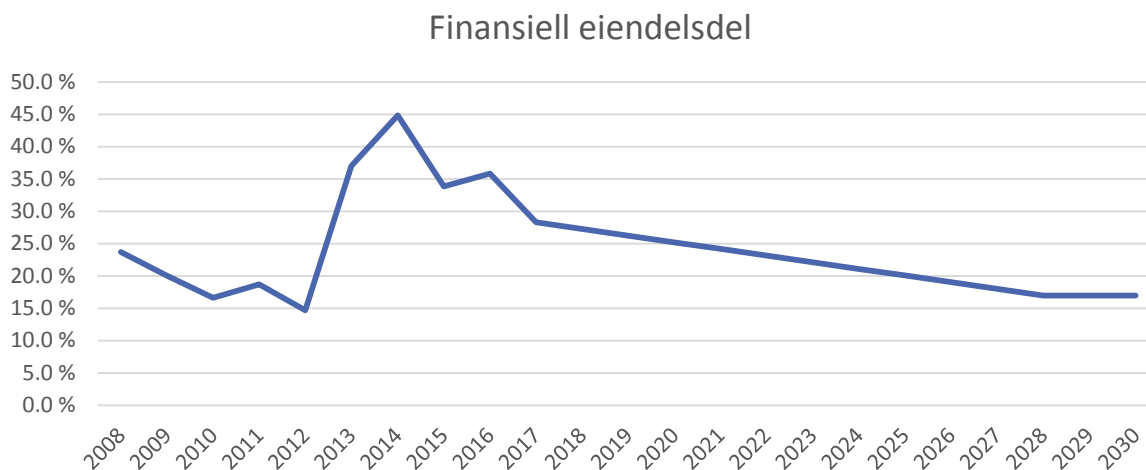
9.4.4.2 Finansiell eiendelsdel

For å budsjettere finansielle eiendeler må en fremskrive selskapets finansielle eiendelsdel. De finansielle eiendelene blir dermed estimert ved å multiplisere den fremskrevne finansielle eiendelsdelen med netto driftseiendeler.

Selskapet har hatt en gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 28,3 prosent gjennom analyseperioden, mens bransjen har hatt en finansiell eiendelsdel på 26,6 prosent. Både selskapet og bransjen har en forholdsvis høy finansiell eiendelsdel sammenlignet med snittet på Oslo Børs, som ligger omkring 20 prosent (Knivsflå, 2017c).

Veidekkes finansielle eiendeler består hovedsakelig av kontantekvivalenter. Det samme er tilfelle for bransjen. Dersom en tar utgangspunkt i optimal selskapsstyring, vil det gjerne være hensiktsmessig å begrense tilgjengelige kontanter i virksomheten der formålet er å benytte disse til investeringer for å opprettholde konstant vekst.

På bakgrunn av at om lag halvparten av selskapets finansielle eiendeler består av kontanter, er det rimelig å anta at finansielle eiendeler vil reduseres betraktelig over prognoseperioden. Selskapets finansielle eiendelsdel har hatt sterk vekst de seneste tre årene. Det ventes at finansiell eiendelsdel vil reversere fra 35,8 prosent i 2016 til gjennomsnittet på 28,3 prosent i 2017. Videre forventes konvergering mot 17 prosent i *steady state*. Historisk og forventet utvikling av finansiell eiendelsdel er presentert i figur 9-8.



Figur 9-8 Historisk finansiell eiendelsdel i perioden 2008-2016 og forventet finansiell eiendelsdel i perioden 2017-2030 for Veidekke.

9.4.4.3 Oppsummering – netto finansiell gjeld

Forventet finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel danner grunnlaget for beregningen av netto finansiell gjeldsdel. Predikert netto finansiell gjeld er presentert i tabell 9-4.

Netto finansiell gjeld	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	4 155	4 211	4 311	4 458	4 657	4 912	5 577	6 375	7 353	8 578	10 161	10 465	10 779	11 103
Finansiell gjeldsdel	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	41 %	42 %	43 %	44 %	45 %	45 %	45 %
Finansiell gjeld	1 654	1 676	1 716	1 774	1 853	1 955	2 220	2 604	3 079	3 682	4 493	4 709	4 851	4 996
Netto driftseiendeler	4 155	4 211	4 311	4 458	4 657	4 912	5 577	6 375	7 353	8 578	10 161	10 465	10 779	11 103
Finansiell eiendelsdel	28 %	27 %	26 %	25 %	24 %	23 %	22 %	21 %	20 %	19 %	18 %	17 %	17 %	17 %
Finansiell eiendeler	1 176	1 148	1 131	1 124	1 126	1 138	1 234	1 346	1 477	1 634	1 832	1 779	1 832	1 887
Netto finansiell gjeld	478	528	584	650	727	817	985	1 258	1 603	2 047	2 661	2 930	3 018	3 109

Tabell 9-4 Forventet netto finansiell gjeld for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK.

9.4.5 Netto finanskostnad

For å budsjettere netto finanskostnader i fremtiden må en først finne forventet utvikling i finansinntekt og finanskostnad, isolert sett. Finanskostnad kan beskrives som produktet av finansiell gjeldsrente og inngående finansiell gjeld, mens finansinntekt oppstår som et produkt av finansiell eiendelsrentabilitet og inngående finansielle eiendeler (Penman, 2013, s. 524).

9.4.5.1 Finansiell gjeldsrente

Som kartlagt i kapittel 8.3.1 har Veidekke en vektet finansieringsulempe på 0,66 prosent gjennom analyseperioden. Forskjellen skyldes sannsynligvis delvis at selskapets kredittrating varierer marginalt, samtidig som styringsrenten er ustabil. Dette kan føre til at den finansielle gjeldsrenten avviker fra kravet over tid. Særlig er dette tilfelle som følge av at Veidekke benytter fastrentelån for å eliminere risikoeksponeringen knyttet til svingninger i rentenivået. At selskapet har en finansieringsulempe indikerer at renten overstiger kravet. Dette gjør at

selskapet betaler mer i renter enn hva finansmarkedet ville krevd i dag med en flytende rente. I utgangspunktet utgjør sannsynligvis ikke finansieringen av selskapet verken en fordel eller ulempe på lang sikt. Miller-Modigliani-teoremet sier at selskapsverdien er uavhengig av finansieringsstrukturen under perfekte forhold (Damodaran, 2012, s. 858). Under forutsetning om et effisient marked, samt at selskapet rapporterer etter IFRS, der finansiell gjeld rapporteres til virkelig verdi, er finansiell gjeldsrente et godt mål på finansielt gjeldskrav. Det er dermed rimelig når en skal budsjettere fremtidsregnskapet å sette finansiell gjeldsrente lik finansielt gjeldskrav. Dette synet støttes av Kaldestad & Møller (2016, s. 20) som argumenterer for at bokførte verdier ofte kan være godt estimat på virkelig verdi på netto finansiell gjeld.

9.4.5.2 Finansiell eiendelsrentabilitet

Finansiell eiendelsrentabilitet ble beregnet i kapittel 8.3.2. Det ble observert at selskapet hadde en vektet finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler på 1,48 prosent. Dette indikerer at selskapet har hatt en høyere avkastning på sine finansielle eiendeler enn det markedet normalt tilbyr. Teorien taler for, som for finansiell gjeld, at finansielle eiendeler ikke er en kilde til en fordel eller ulempe i et effektivt finansmarked. Vi forutsetter dermed at finansiell eiendelsrentabilitet er likt finansielt eiendelskrav.

9.4.5.3 Oppsummering netto finanskostnad

Tabell 9-5 viser forventet netto finanskostnad for selskapet i prognoseperioden. Den forventede normaliseringen av rentenivået over tid fører til tydelig økning i både finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet hvert år frem til *steady state*.

Netto finanskostnader	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeld	1 436,03	1 653,57	1 675,92	1 715,86	1 774,49	1 853,47	1 955,14	2 219,70	2 603,79	3 079,43	3 681,68	4 493,02	4 709,42	4 850,71
Finansiell gjeldsrente	1,30 %	1,71 %	1,88 %	2,05 %	2,22 %	2,39 %	2,56 %	2,94 %	3,33 %	3,71 %	4,10 %	4,60 %	4,60 %	4,60 %
Finanskostnad	18,70	28,21	31,44	35,10	39,31	44,21	49,95	65,26	86,58	114,25	150,76	206,68	216,63	223,13
Finansielle eiendeler	1 293,00	1 175,65	1 148,29	1 131,38	1 124,25	1 126,46	1 137,80	1 234,48	1 345,74	1 476,54	1 634,45	1 831,65	1 779,12	1 832,49
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0115	0,0132	0,0151	0,0170	0,0188	0,0207	0,0225	0,0265	0,0306	0,0346	0,0386	0,0438	0,0438	0,0438
Finansinntekt	14,91	15,57	17,34	19,19	21,16	23,29	25,64	32,77	41,12	51,04	63,05	80,20	77,90	80,24
Netto finanskostnad	3,79	12,64	14,10	15,91	18,16	20,92	24,31	32,49	45,46	63,21	87,71	126,47	138,73	142,89

Tabell 9-5 Forventet netto finanskostnad for Veidekke i perioden 2017-2030.

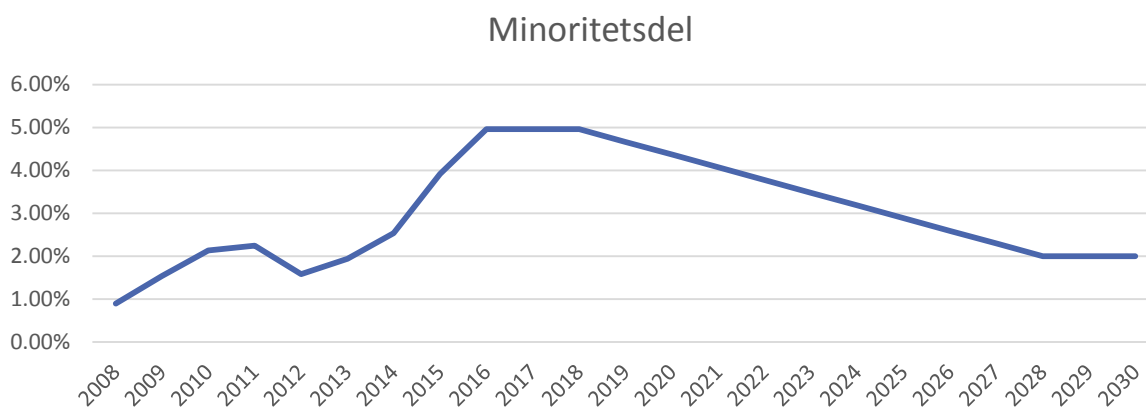
9.4.6 Minoritetsinteresse

Prognostiseringen av minoritetsinteresser gjennom prognoseperioden tar utgangspunkt i noen av drøftelsene i avsnitt 8.3.4, der det ble kartlagt en vektet finansieringsulempe knyttet til minoriteten på 0,45 prosent. Dette innebærer at minoriteten får en avkastning utover avkastningskravet, noe som reduserer selskapets superprofitt til egenkapitalen. Dermed er det

lønnsomt for Veidekke å begrense minoritetens andel av kapitalen, så lenge selskapet genererer superprofitt (Knivsflå, 2017m).

Beregning av fremtidig minoritetsinteresse finner en ved å multiplisere den fremtidige minoritetsdelen med netto driftseiendeler.

Det som avgjør hva som er den beste strategien i håndteringen av minoritetsinteressene, er hvorvidt datterselskapene er lønnsomme eller ikke. I Veidekkes tilfelle, der datterselskapene er lønnsomme, vil det lønne seg å presse minoriteten ut. Det er derfor rimelig å anta at majoriteten på lang sikt vil presse ut minoriteten til en viss grad. Minoritetsdelen vil av den grunn gradvis reduseres til 2 prosent inn mot *steady state*. På kort sikt anser vi minoritetsdelen som stabil da det er stor usikkerhet knyttet til boligmarkedet, jamfør avsnitt 4.2.2.3. Figur 9-9 illustrerer både historisk og forventet utvikling i minoritetsdelen. Tabell 9-6 fremstiller den prognostiserte utviklingen i minoritetsinteresser.



Figur 9-9 Historisk minoritetsdel i perioden 2008-2016 og forventet minoritetsdel i perioden 2017-2030 for Veidekke.

Minoritetsinteresse	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	4 155	4 211	4 311	4 458	4 657	4 912	5 577	6 375	7 353	8 578	10 161	10 465	10 779	11 103
Minoritetsdel	4,96 %	4,96 %	4,67 %	4,37 %	4,07 %	3,78 %	3,48 %	3,18 %	2,89 %	2,59 %	2,30 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
Minoritetsinteresse	206	209	201	195	190	186	194	203	212	222	233	209	216	222

Tabell 9-6 Forventet minoritetsinteresse for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK.

9.4.7 Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat beregnes ved å multiplisere forventet minoritetsrentabilitet med minoritetsinteressen. I kapittel 8 ble det kartlagt at Veidekke hadde en minoritetsulempe på gjennomsnittlig 0,66 prosent over analyseperioden. Dette indikerer at selskapet ikke har klart å eliminere meravkastningen til minoritetsinteressen. I 9.4.6 kom vi frem til en forventning

om at minoritetsinteressene vil utgjøre omkring to prosent av netto driftskapitalen i *steady state*. Det er vanskelig å ta stilling til om Veidekke klarer å eliminere minoritetens meravkastning over tid, men den svært begrensede andelen anses å være av liten relevans for denne utredningen. Den mest korrekte forutsetningen vil sannsynligvis være å sette minoritetsfordelen til null over prognoseperioden. Dette innebærer at minoritetsavkastningen settes lik minoritetskravet. Minoritetskravet estimeres i kapittel 10. Tabell 9-7 viser forventet netto minoritetsresultat i prognoseperioden.

Netto minoritetsresultat	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Minoritetsinteresse	179	206	209	201	195	190	186	194	203	212	222	233	209	216
Minoritetsrentabilitet	6,54 %	6,68 %	6,87 %	7,07 %	7,27 %	7,47 %	7,67 %	8,08 %	8,52 %	8,97 %	9,42 %	10,00 %	10,06 %	10,06 %
Netto minoritetsresultat	11,70	13,76	14,36	14,22	14,16	14,16	14,22	15,68	17,31	19,06	20,95	23,32	21,06	21,69

Tabell 9-7 Forventet netto minoritetsresultat i perioden 2017 – 2030. Verdier er i MNOK.

9.5 Utarbeidet fremtidsregnskap

Diskusjonene om de ulike budsjettdriverne gjennom kapitlet danner grunnlaget for utarbeidelsen fremtidsregnskapet. Utarbeidelsen baserer seg på en rekke antakelser vedrørende både eksterne og interne forhold, og er utarbeidet med innsikt fra kapittel 2-8. Fremtidsregnskapet inkluderer det fullstendige regnskapet med resultat-, balanse- og kontantstrømpoppstilling i prognoseperioden. I tillegg er regnskapet utarbeidet to år inn i *steady state* (T+2).

9.5.1 Resultatregnskap i fremtiden

I tråd med omgrupperingen i kapittel 5.3 vil unormale poster utelates fra fremtidsregnskapet. Det betyr likevel ikke at slike poster ikke vil forekomme også i fremtiden. Utfordringen er at disse postene er usystematiske og dermed ikke kan predikeres. Videre vil netto betalt utbytte finnes residualt som differansen mellom endring i egenkapital og fullstendig nettoresultat. Sammenhengen ble fremstilt i 9.4.3, der netto betalt utbytte finnes residualt som en konsekvens av endringer i investeringsbehov og andel netto finansiell gjeld. Veidekkes målsetting er å gi aksjonærene god avkastning på sine investeringer i selskapet, med en utdelingsgrad på minimum 50 prosent (Veidekke, 2017b). Det fremkommer av tabell 9-8 at målsettingen ivaretas over store deler av prognoseperioden, men at den unnviker der det er forventet store investeringsbehov. I enkelte år ligger utdelingsgraden på mellom 90 og 100 prosent, noe som kan virke mindre realistisk, særlig sammenlignet med historiske utdelingsgrader, jmfør avsnitt 5.4.2. Dette er likevel en rimelig utvikling etter de forutsetninger som ligger til grunn for fremtidsregnskapet.

Driftsinntektsveksten i *steady state* (T) er fastsatt til 3 prosent, noe som er lavere enn forventet nominell vekst i verdensøkonomien, jamfør avsnitt 9.4.1.

Resultatregnskap	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	28613	31 474	31 160	31 160	31 471	32 101	33 064	34 386	35 693	36 978	38 235	39 459	40 642	41 862	43 117
Netto driftsresultat	845,34	1 259	779	810	850	899	959	1 032	1 071	1 109	1 147	1 184	1 219	1 256	1 294
Netto finansinntekt	40	15	16	17	19	21	23	26	33	41	51	63	80	78	80
Nettoresultat til sysselsattkapital	885,34	1 274	795	827	869	920	982	1 057	1 104	1 150	1 198	1 247	1 299	1 334	1 374
Netto finanskostnad	49,357	19	28	31	35	39	44	50	65	87	114	151	205	217	223
Netto minoritetsresultat	35	12	14	14	14	14	14	14	16	17	19	21	23	21	22
Nettoresultat til egenkapital	800,98	1 243	753	782	820	866	924	993	1 023	1 047	1 065	1 075	1 071	1 096	1 129
Unormalt nettoresultat	-0,7511	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat	800,23	1 243	753	782	820	866	924	993	1 023	1 047	1 065	1 075	1 071	1 096	1 129
Netto betalt utbytte	587,23	1 059	749	730	732	740	754	505	506	423	294	91	1 037	876	903
Endring i egenkapital	213	185	4	51	88	127	169	488	517	623	771	984	33	220	226

Tabell 9-8 Prognostisert resultatregnskap for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK.

9.5.2 Fremtidsbalanse

Veidekkes fremtidsbalanse for sysselsatt kapital og netto driftskapital er presentert i tabell 9-9 og 9-10. Antatt økt behov for investeringer knyttet til miljø og teknologi i fremtiden gir en sterk økning i netto driftseiendeler over prognoseperioden. Fra 2016 til 2028 viser netto driftseiendeler en samlet nominell vekst på 190 prosent³⁶ mot 42 prosent³⁷ i driftsinntektene. Dette reflekterer den antatte nedgangen i omløpet til netto driftseiendeler, jamfør avsnitt 9.4.3. Videre kan en se jevn økning i andelen *finansiell gjeld* og *netto finansiell gjeld* på lang sikt, mens minoritetsinteressene holder seg forholdsvis stabile over perioden, som følge av gradvis utpressing når driften er lønnsom, jamfør avsnitt 9.4.6.

Fremtidsbalanse sysselsattkapital	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	3608	4154,6	4210,8	4311,1	4458,4	4656,8	4912,3	5577	6375,5	7352,9	8577,9	10161	10465	10779	11103
Finansielle eiendeler	1 293	1 176	1 148	1 131	1 124	1 126	1 138	1 234	1 346	1 477	1 634	1 832	1 779	1 832	1 887
Sysselsatte eiendeler	4 901	5 330	5 359	5 442	5 583	5 783	6 050	6 811	7 721	8 829	10 212	11 992	12 244	12 612	12 990
Egenkapital	3 286	3 471	3 474	3 526	3 613	3 740	3 909	4 398	4 914	5 538	6 308	7 292	7 326	7 546	7 772
Minoritetsinteresse	179	206	209	201	195	190	186	194	203	212	222	233	209	216	222
Finansiell gjeld	1 436	1 654	1 676	1 716	1 774	1 853	1 955	2 220	2 604	3 079	3 682	4 467	4 709	4 851	4 996
Sysselsatt kapital	4 901	5 330	5 359	5 442	5 583	5 783	6 050	6 811	7 721	8 829	10 212	11 992	12 244	12 612	12 990

Tabell 9-9 Forventet sysselsatt kapital for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK.

³⁶ Beregning: $\frac{10465}{3608} - 1 = 1,9$

³⁷ Beregning: $\frac{40642}{28613} - 1 = 0,42$, se tabell 9-8.

Fremtidsbalanse netto driftskapital		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	3608	4 155	4 211	4 311	4 458	4 657	4 912	5 577	6 375	7 353	8 578	10 161	10 465	10 779	11 103
Egenkapital	3 286	3 471	3 474	3 526	3 613	3 740	3 909	4 398	4 914	5 538	6 308	7 292	7 326	7 546	7 772
Minoritetsinteresse	179	206	209	201	195	190	186	194	203	212	222	233	209	216	222
Netto finansiell gjeld	143	478	528	584	650	727	817	985	1 258	1 603	2 047	2 635	2 930	3 018	3 109
Netto driftskapital	3 608	4 155	4 211	4 311	4 458	4 657	4 912	5 577	6 375	7 353	8 578	10 161	10 465	10 779	11 103

Tabell 9-10 Forventet netto driftskapital for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK.

9.5.3 Kontantstrømpoppstilling i fremtiden

I tabell 9-11 fremstilles forventet kontantstrømpoppstilling over prognoseperioden. Som kommentert i avsnitt 9.5.1 er det økte investeringsbehovet svært synlig i netto betalt utbytte, og setter dermed også tydelige spor i den frie kontantstrømmen til egenkapitalen. Særlig forventes det store investeringer i perioden 2023-2027. Dette medfører at fri kontantstrøm fra drift, i 2026 og 2027, er negativ.

Fri kontantstrøm		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsresultat	1 259	779	810	850	899	959	1 032	1 071	1 109	1 147	1 184	1 219	1 256	1 294	
Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Endring i netto driftseiendeler	547	56	100	147	198	255	665	798	977	1 225	1 583	305	314	323	
Fri kontantstrøm fra drift	712	723	710	702	700	703	367	272	132	-78	-399	914	942	970	
Netto finansinntekter	15	16	17	19	21	23	26	33	41	51	63	80	78	80	
Unormalt finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Endring i finansielle eiendeler	-117	-27	-17	-7	2	11	97	111	131	158	197	-53	53	55	
Fri kontantstrøm til sysselsattkapital	845	766	744	729	719	715	296	194	42	-185	-533	1 047	966	995	
Netto finanskostnad	19	28	31	35	39	44	50	65	87	114	151	205	217	223	
Endring i finansiell gjeld	218	22	40	59	79	102	265	384	476	602	785	243	141	146	
Netto minoritetsresultat	12	14	14	14	14	14	14	16	17	19	21	23	21	22	
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Endring i minoritetsinteresse	27	3	-8	-6	-5	-4	9	9	9	10	11	-24	6	6	
Frikontantstrøm minoritet	-15	11	22	21	19	18	6	7	8	9	10	47	15	15	
Fri kontantstrøm til egenkapital	1 059	749	730	732	740	754	505	506	423	294	91	1 037	876	903	

Tabell 9-11 Forventet fri kontantstrøm for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK.

10 Fremtidskrav og strategisk analyse

For å gjennomføre verdivurderingen av Veidekke i kapittel 11 må en ha en passende diskonteringsrente for alle år i prognoseperioden. Dermed må det utarbeides fremtidige avkastningskrav for alle relevante kapitaler, på samme måte som i kapittel 7. Fremtidskravene vil utarbeides med utgangspunkt i Veidekkes forventede fremtidsregnskap fra kapittel 9.

Grunnlaget for utarbeidelsene er det samme som ble benyttet for å finne avkastningskrav for kapitalene gjennom analyseperioden i kapittel 7. Presentasjonen i dette kapittelet vil derfor være noe mer kortfattet, men alle teorier og forutsetninger er de samme som tidligere.

I mangel på noe bedre, vil fremtidskravene beregnes på inngående kapital av balanseførte verdier. Knivsflå (2017b) argumenter for at fremtidskravene skal baseres på *virkelig verdivekter*. Disse vektene må imidlertid finnes gjennom verdiestimer på kapitalene. Dermed er en avhengig av fremtidskravene for å komme frem til estimatene. Som følge av dette må en gjennomføre en konvergeringsprosess der en oppdaterer vektene kontinuerlig frem til vektene reflekterer *virkelig verdi* på alle kapitaler. Kravene vektet på inngående kapital. Dette skyldes at vi forutsetter at kontantstrømmer realiseres ved utgangen av hvert år i prognoseperioden, og ikke midtveis i året som ved utarbeidelsen av historisk avkastningskrav i kapittel 7.

10.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

På samme måte som i kapittel 7 benyttes kapitalverdmodellen for å finne egenkapital- og minoritetskravet. Kapitalverdmodellen kan fremstilles slik (Petersen, et al., 2017, s. 363):

$$ekk = r_f + \beta_e * (r_m - r_f) + \text{likviditetspremie}$$

Betegnelser;

r_f = risikofrirente

r_m = avkastning i markedet

β_e = egenkapitalbeta

ekk = egenkapitalkrav

10.1.1 Risikofri rente

For å estimere den fremtidige risikofrie renten er det flere faktorer som bør tas hensyn til. Dagens rentenivå er historisk lavt, noe som kan indikere at rentenivået ikke er representativt for fremtiden. I den strategiske analysen, jamfør kapittel 4.2.2.1, ble det argumentert for at rentenivået må opp på et normalnivå på lengre sikt. Utfordringen er imidlertid at det kan være vanskelig å vite hva som er det *normale* rentenivået i dagens økonomi. En kan ta utgangspunkt

i det historiske rentenivået, men mange mener at renten aldri vil vende tilbake til tidligere normalnivå. I tillegg er det en sterk indikasjon på usikkerhet at Norges Bank ikke ønsker å uttale seg om hva som per i dag er å anse for et *normalt* rentenivå. I 2010 anslo Norges Bank at det *normale* risikofri rentenivået var mellom 4,5 og 5,5 prosent (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158-159). Det faktum at Norges Bank i dag ikke har noen tilnærming til hva som er *normalt* for øyeblikket, kan være en indikator på at det normale rentenivået ligger noe lavere enn anslaget fra 2010.

I kapittel 7.2.1 beregnet vi en tidsvektet gjennomsnittlig rente for 10-årig statsobligasjon til 3,17 prosent. Dette tilsier en risikofri rente før skatt på omkring 2,5 prosent. Det historisk lave rentenivået har definitivt innvirkning på dette og det anses derfor å være noe lavere det som kan anses som *normalt*. Vårt beste estimat på risikofri rente før skatt må ligge mellom anslaget fra Norges Bank og 2,5 prosent. Risikofri rente før skatt i *steady state* fastsettes til 4 prosent.

Ifølge diskusjonene i den strategiske analysen vedrørende rentenivå, jamfør kapittel 4.2.2.1, vil rentenivået på kort sikt holde seg stabilt. En rimelig antakelse er derfor at den risikofrie renten på kort sikt holder seg uendret. På mellomlang sikt er det ventet at den risikofrie renten før skatt øker gradvis fra 0,4 prosent i 2016 mot 1,5 prosent i 2023. På lang sikt ventes den imidlertid å konvergere mot 4 prosent i *steady state*. Risikofri rente etter skatt er presentert i tabell 10-1.

Risikofri rente	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente før skatt	0,40 %	0,40 %	0,62 %	0,84 %	1,06 %	1,28 %	1,50 %	2,00 %	2,50 %	3,00 %	3,50 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Skattesats	0,24	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,20	0,20	0,20
Risikofri rente etter skatt	0,30 %	0,31 %	0,48 %	0,65 %	0,82 %	0,99 %	1,16 %	1,54 %	1,93 %	2,31 %	2,70 %	3,20 %	3,20 %	3,20 %

Tabell 10-1 Forventet risikofri rente etter skatt for Veidekke i perioden 2017-2030.

Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 177) bør en benytte nominelle selskapsskattesatser når en går fra *før* skatt til *etter* skatt i avkastningskrav. Dette begrunnes med at avkastningskravet er et mål på markedsavledet alternativkost til kapitalen.

Formaliteter vedrørende selskapsskattesatsen er diskutert i kapittel 4.2.1.1. Den alminnelige skattesatsen vil reduseres fra 25 prosent i 2016 til 24 prosent i 2017. Det foreligger forslag til videre reduksjon i alminnelig skattesats i 2018 til 23 prosent, mens det ventes at satsen på sikt vil nærme seg det europeiske nivået på 20 prosent. Den forventede utviklingen i skattesatsene illustreres i tabell 10-1. Det antas at skattesatsen vil ligge på 23 prosent frem til siste år i prognoseperioden, før den reduseres til 20 prosent og holder dette nivået inn i *steady state*.

10.1.2 Markedsrisikopremien

Kaldestad & Møller (2016, s. 166) mener den historiske markedsrisikopremien vil være det beste estimatet på fremtidig markedsrisikopremie. Dette skyldes at en mangler gode indikatorer for å predikere fremtidig premie. Også Damodaran (2012, s. 161) peker på at den vanligste metoden for å estimere markedsrisikopremien er å studere den historiske premien.

I kapittel 7.2.2 ble det drøftet og konkludert med at det beste estimatet på markedsrisikopremien over analyseperioden var 5,3 prosent. Dette er dermed også vårt beste estimat for fremtiden.

10.1.3 Årlig egenkapitalbeta

For å predikere den årlige egenkapitalbetaen i fremtiden, tar vi utgangspunkt i samme forutsetninger som da årlig egenkapitalbeta ble estimert i kapittel 7.2.5. Dermed vil også fremtidig årlig egenkapital bygge på Miller-Modigliani-teoremet som sier at verdien av et selskap er uavhengig av finansieringsstrukturen (Damodaran, 2012, s. 858). Dermed blir netto driftsbeta lik gjennom hele prognoseperioden.

I kapittel 7.2.3 ble den justerte egenkapitalen estimert til 0,503 gjennom en regresjonsanalyse. Dette gav en netto driftsbeta i analyseperioden på 0,366. Denne benyttes derfor som grunnlag også i utarbeidelsen av fremtidig årlig egenkapitalbeta. Estimeringen av årlig egenkapitalbeta for prognoseperioden illustreres i tabell 10-2.

Netto driftsbeta	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalbeta	0,4216	0,4474	0,4526	0,4579	0,4632	0,4685	0,4738	0,4791	0,4905	0,5024	0,5148	0,5278	0,5402	0,5402
Egenkapitalvekt	0,9604	0,885	0,8747	0,8644	0,8542	0,8439	0,8336	0,8233	0,8027	0,782	0,7613	0,7407	0,72	0,72
Netto finansiell gjeldsbeta	-0,977	-0,258	-0,237	-0,219	-0,202	-0,187	-0,173	-0,16	-0,14	-0,122	-0,108	-0,0953	-0,0812	-0,081
Netto finansiell gjeldsvekt	0,0396	0,115	0,1253	0,1356	0,1458	0,1561	0,1664	0,1767	0,1973	0,218	0,2387	0,2593	0,28	0,28
Netto driftsbeta	0,3662	0,3662	0,3662	0,3662	0,3662	0,3662	0,3662	0,3662	0,3662	0,3662	0,3662	0,3662	0,3662	0,3662

Tabell 10-2 Forventet netto driftsbeta for Veidekke i perioden 2017-2030.

10.1.4 Likviditetspremie

Likviditetspremien ble i kapittel 7.2.4 satt til 1 prosent for majoritet og 2 prosentpoeng ekstra for minoritet. Med grunnlag i en antakelse om at Veidekke vil fortsette å kjøpe opp mindre aktører for å vokse, og at selskapet sannsynligvis vil ha en stor majoritetspost også i fremtidige oppkjøp, er det rimelig å tro at de samme likviditetspremiene også er representative for fremtiden.

10.1.5 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

En viktig avveining knyttet til fremtidig egenkapitalkrav er hvorvidt skatter på gevinster og utbytte påvirker investors reelle avkastning. Den reelle avkastningen for personlige investorer påvirkes både av selskapsbeskatningen og beskatning av utbytte og gevinster. I den grad investoren er eksponert for slike skatter, vil dette kunne skape en *vridning* i egenkapitalkravet. Bakgrunnen for dette er at slike skatter vil øke investorenes krav til avkastning tilsvarende beskatningen og dermed svekke investorens fordeler ved å investere i aksjen. Dermed vil selskapsverdien kunne påvirkes av gevinst- og utbyttebeskatning (Berk & DeMarzo, 2014, s. 519-524). En slik effekt indikerer imidlertid at Miller-Modigliani-teoremet ikke er helt *vanntett*, ettersom det ved noen tilfeller kan være billigere å hente gjeld enn egenkapital (Kaldestad & Møller, 2016, s. 180).

Det norske skattesystemet følger et dobbelbeskastningsregime for egenkapitalinvestorer. Dette betyr at personlige investorer eksponeres både for selskapsbeskatning og gevinst- og utbyttebeskatning. Selskaper omfattet av fritaksmetoden kan imidlertid utsette gevinst- og utbyttebeskatningen frem til pengene tas ut av selskapet, og reinvestere oppnådd avkastning uten umiddelbar beskatning. Skatten kan i betydelig grad utsettes eller unngås av utledninger og institusjonelle investorer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 180-181). En stor andel av Veidekkes aksjonærer er institusjonelle investorer, jamfør 2.1.4. Under forutsetning av at utbyttebeskatning har liten innvirkning for disse virksomhetene, vil ikke fremtidskravet til egenkapitalen justeres. Dette skyldes at det er utfordrende å beregne en effektiv utbytteskattesats for den gjennomsnittlige egenkapitalinvestor, særlig som følge av beregningstekniske utfordringer i forbindelse med skjermingsrenten og formueskatt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 180-181). Dermed antas det at kostnaden overgår nytten ved å justere for effektiv utbytteskatt. Likevel er diskusjonen ovenfor inkludert i utredningen, som følge av at det er viktig å være klar over denne problemstillingen, og at den er mer aktuell for enkelte investorer enn andre.

Egenkapital- og minoritetskravet utarbeides på samme måte som i kapittel 7.2.6. Kravene presenteres i tabell 10-3.

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente etter skatt	0,30 %	0,31 %	0,48 %	0,65 %	0,82 %	0,99 %	1,16 %	1,54 %	1,93 %	2,31 %	2,70 %	3,20 %	3,20 %	3,20 %
Egenkapitalbeta	0,4216	0,4474	0,4526	0,4579	0,4632	0,4685	0,4738	0,4791	0,4905	0,5024	0,5148	0,52776	0,5402	0,5402
Markedsrisikopremie	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053
Likviditetspremie	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Egenkapitalkrav	3,54 %	3,68 %	3,87 %	4,07 %	4,27 %	4,47 %	4,67 %	5,08 %	5,52 %	5,97 %	6,42 %	7,00 %	7,06 %	7,06 %
Likviditetspremie minoritet	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Minoritetskrav	6,54 %	6,68 %	6,87 %	7,07 %	7,27 %	7,47 %	7,67 %	8,08 %	8,52 %	8,97 %	9,42 %	10,00 %	10,06 %	10,06 %

Tabell 10-3 Forventet egenkapital- og minoritetskrav for Veidekke i perioden 2017-2030.

10.2 Finansielle krav

De finansielle kravene tar utgangspunkt i fremtidsregnskapet som ble presentert i kapittel 9. Kravene utarbeides på samme måte som i kapittel 7. Ettersom de finansielle kravene ofte tar utgangspunkt i selskapets sannsynlighet for mislighold, er det nødvendig å utarbeide en ny syntetisk rating for selskapet, før de fremtidige kravene blir presentert.

10.2.1 Syntetisk rating

Kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler tar utgangspunkt i den syntetiske ratingen. Vi må derfor gjennomføre en kredittvurdering av selskapet i prognoseperioden, der vi benytter de samme forholdstallene som i kapittel 6.

For å beregne likviditetsgrad 1 er både finansielle omløpsmidler og driftsrelaterte omløpsmidler nødvendige ledd, jmfør 6.1.2. Vi har dermed ikke tilstrekkelige budsjett drivere for å kunne beregne forholdstallet, og vil videre benytte historiske tall som utgangspunkt. Likviditetsgraden settes lik forholdstallet for 2016 over hele prognoseperioden. Samme utfordring gjelder imidlertid også for rentedekningsgraden. Dette skyldes at det heller ikke her foreligger grunnlag for å beregne forholdstallet. Rentedekningsgraden settes derfor også lik som i 2016 for hele prognoseperioden. Egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet er utarbeidet på samme måte som tidligere.

Tabell 10-4 illustrerer den syntetiske ratingen til Veidekke. Tabellen viser at selskapet oppnår en syntetisk rating på A i 2017 og BBB for resten av prognoseperioden. Ratingen er dermed tilsvarende den historisk gjennomsnittlige ratingen som ble utarbeidet i kapittel 6. En rating på A gir en langsiktig kredittrisikopremie på 1 prosent, mens BBB gir en langsiktig kredittrisikopremie på 1,4 prosent. Det kan diskuteres om en gjennomsnittlig kredittrisikopremie på omkring 1,4 prosent er for lavt for Veidekke. Men på bakgrunn av den strategiske diskusjonen i forbindelse med historisk rating i avsnitt 6.3.1, synes BBB å være rimelig.

Syntetisk rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Likviditetsgrad 1	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
Likviditetsgrad 1 rating	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-
Rentedekningsgrad	17,85	17,85	17,85	17,85	17,85	17,85	17,85	17,85	17,85	17,85	17,85	17,85	17,85	17,85
Rentedekningsgrad rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	0,237	0,237	0,236	0,235	0,234	0,233	0,232	0,228	0,224	0,22	0,216	0,2118	0,212	0,212
Egenkapitalprosent rating	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B
Netto driftsrentabilitet	0,349	0,185	0,188	0,191	0,193	0,195	0,185	0,168	0,151	0,134	0,117	0,1165	0,117	0,117
Netto driftsrentabilitet rating	AAA	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Gjennomsnitt rating	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10-4 Forventet syntetisk rating for Veidekke i perioden 2017-2030.

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Tabell 10-5 illustrerer utviklingen i finansielt gjeldskrav over prognoseperioden. Som tidligere beskrevet baserer finansielt gjeldskrav seg på risikofri rente og kredittrisikopremie. En kan se at det finansielle gjeldskravet øker kraftig over perioden. Dette skyldes at rentenivået forventes gå mot et mer *normalt* nivå i fremtiden.

Finansielt gjeldskrav	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente etter skatt	0,30 %	0,31 %	0,48 %	0,65 %	0,82 %	0,99 %	1,16 %	1,54 %	1,93 %	2,31 %	2,70 %	3,20 %	3,20 %	3,20 %
Kredittrisikopremie	0,01	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Finansielt gjeldskrav	1,30 %	1,71 %	1,88 %	2,05 %	2,22 %	2,39 %	2,56 %	2,94 %	3,33 %	3,71 %	4,10 %	4,60 %	4,60 %	4,60 %

Tabell 10-5 Forventet finansielt gjeldskrav for Veidekke i perioden 2017-2030.

Tabell 10-6 fremstiller den implisitte finansielle gjeldsbetaen over prognoseperioden. Markedsrisikodelen til finansiell gjeld er hold uendret fra beregningene i 7.3.1. Selv om en ikke behøver å beregne finansiell gjeldsbeta eller finansiell eiendelsbeta for å utarbeide finansielt gjelds- og eiendelskrav, vil de likevel være nødvendige for å estimere netto driftsbeta. Dette vil videre påvirke egenkapitalbetaen. Vi vil dermed presentere de to betaene med tilhørende krav.

Finansiell gjeldsbeta	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kredittrisikopremie	0,01	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Markedsrisikodel finansiell gjeld	0,0584	0,0584	0,0584	0,0584	0,0584	0,0584	0,0584	0,0584	0,0584	0,0584	0,0584	0,05839	0,05839	0,0584
Markedsrisikopremie	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053
Finansiell gjeldsbeta	0,011	0,0154	0,0154	0,0154	0,0154	0,0154	0,0154	0,0154	0,0154	0,0154	0,0154	0,01542	0,01542	0,0154

Tabell 10-6 Forventet finansiell gjeldsbeta for Veidekke i perioden 2017-2030.

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Tabell 10-7 illustrerer utviklingen i kravet til finansielle eiendeler. Beregningen av de ulike historiske kravene ble fremstilt i kapittel 7, og danner også grunnlaget for å beregne fremtidskravene. I fremtidsregnskapet har vi imidlertid ikke de nødvendige budsjettdriverne for å beregne alle vektene. Det er dermed forutsatt at vektene vil bevege seg mot bransjesnittet

i *steady state*, med en lineær utvikling. Tabellen viser at kravet til finansielle eiendeler har steget fra 1,15 prosent i 2017 til 3,98 prosent i *steady state*. Den store økning skyldes, som for finansielt gjeldskrav, normaliseringen av rentenivået på lang sikt.

Krav til finansielle eiendeler	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fordringskrav	0,90 %	1,31 %	1,48 %	1,65 %	1,82 %	1,99 %	2,16 %	2,54 %	2,93 %	3,31 %	3,70 %	4,20 %	4,20 %	4,20 %
Fordringsvekt	0,38	0,37	0,36	0,35	0,34	0,33	0,32	0,31	0,30	0,29	0,28	0,27	0,27	0,27
Investeringskrav	5,60 %	5,61 %	5,78 %	5,95 %	6,12 %	6,29 %	6,46 %	6,84 %	7,23 %	7,61 %	8,00 %	8,50 %	8,50 %	8,50 %
Investeringsvekt	0,12	0,12	0,13	0,13	0,14	0,14	0,15	0,15	0,16	0,16	0,17	0,17	0,17	0,17
Kontantkrav	0,30 %	0,31 %	0,48 %	0,65 %	0,82 %	0,99 %	1,16 %	1,54 %	1,93 %	2,31 %	2,70 %	3,20 %	3,20 %	3,20 %
Kontantvekt	0,50	0,51	0,51	0,52	0,52	0,53	0,53	0,54	0,54	0,55	0,55	0,56	0,56	0,56
Krav til finansielle eiendeler	1,15 %	1,32 %	1,51 %	1,70 %	1,88 %	2,07 %	2,25 %	2,65 %	3,06 %	3,46 %	3,86 %	4,38 %	4,38 %	4,38 %

Tabell 10-7 Forventet krav til finansielle eiendeler for Veidekke i perioden 2017-2030.

Tabell 10-8 fremstiller utviklingen i finansiell eiendelsbeta over prognoseperioden. Det er benyttet samme fremgangsmåte her som i kapittel 7. Dette innebærer at fordringsbetaen må beregnes. Sammenhengen for fordringsbeta kan fremstilles slik (Knivsflå, 2017b):

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

Betegnelser:

krp = Kredittrisikopremie

mrd = Markedets risikodel

mrp = Markedets risikopremie

β_{FOR} = Fordringsbeta

På samme måte som for historiske avkastningskrav, vil både fordringsbeta, investeringsbeta og kontantbeta holdes konstant over prognoseperioden, der investerings- og kontantbeta settes lik henholdsvis 1 og 0.

Finansiell eiendelsbeta	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fordringsbeta	0,007	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011
Fordringsvekt	0,378	0,368	0,358	0,348	0,339	0,329	0,319	0,309	0,299	0,289	0,279	0,269	0,269	0,269
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	0,118	0,123	0,128	0,133	0,137	0,142	0,147	0,152	0,157	0,162	0,167	0,172	0,172	0,172
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	0,503	0,508	0,513	0,519	0,524	0,529	0,534	0,539	0,544	0,549	0,554	0,559	0,559	0,559
Finansiell eiendelsbeta	0,120	0,127	0,132	0,136	0,141	0,146	0,151	0,155	0,160	0,165	0,170	0,175	0,175	0,175

Tabell 10-8 Forventet finansiell eiendelsbeta for Veidekke i perioden 2017-2030.

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav er illustrert i tabell 10-9. Kravet til netto finansiell gjeld finnes ved å vekte kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler med de budsjetterte vektene. I prognoseperioden går kravet fra 2,65 prosent til 4,33 prosent i *steady state*. Den store økningen

skyldes i stor grad at rentenivået går mot et mer *normalt* nivå, samtidig som det foreligger en høyere finansiell gjeldsvekt i fremtiden.

Krav til netto finansiell gjeld	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansielt gjeldskrav	1,30 %	1,71 %	1,88 %	2,05 %	2,22 %	2,39 %	2,56 %	2,94 %	3,33 %	3,71 %	4,10 %	4,60 %	4,60 %	4,60 %
Finansiell gjeldsvekt	10,040	3,460	3,176	2,936	2,729	2,549	2,392	2,253	2,070	1,921	1,798	1,695	1,607	1,607
Finansielt eiendelskrav	1,15 %	1,32 %	1,51 %	1,70 %	1,88 %	2,07 %	2,25 %	2,65 %	3,06 %	3,46 %	3,86 %	4,38 %	4,38 %	4,38 %
Finansiell eiendelsvekt	9,040	2,460	2,176	1,936	1,729	1,549	1,392	1,253	1,070	0,921	0,798	0,695	0,607	0,607
Krav til netto finansiell gjeld	0,026	0,026	0,027	0,027	0,028	0,029	0,030	0,033	0,036	0,039	0,043	0,048	0,047	0,047

Tabell 10-9 Forventet krav til netto finansiell gjeld for Veidekke i perioden 2017-2030.

Tabell 10-10 fremstiller utviklingen i finansiell gjeldsbeta over prognoseperioden.

Netto finansiell gjeldsbeta	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsbeta	0,011	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
Finansiell gjeldsvekt	10,040	3,460	3,176	2,936	2,729	2,549	2,392	2,253	2,070	1,921	1,798	1,695	1,607	1,607
Finansiell eiendelsbeta	0,120	0,127	0,132	0,136	0,141	0,146	0,151	0,155	0,160	0,165	0,170	0,175	0,175	0,175
Finansiell eiendelsvekt	9,040	2,460	2,176	1,936	1,729	1,549	1,392	1,253	1,070	0,921	0,798	0,695	0,607	0,607
Netto finansiell gjeldsbeta	-0,977	-0,258	-0,237	-0,219	-0,202	-0,187	-0,173	-0,160	-0,140	-0,122	-0,108	-0,095	-0,081	-0,081

Tabell 10-10 Forventet netto finansiell gjeldsbeta for Veidekke i perioden 2017-2030.

10.3 Selskapskrav

Det vektete selskapskravet, bedre kjent som *WACC*, beregnes basert på vektene knyttet til selskapets ulike finansieringskilder. Gjennom utredningen er selskapskapitalen definert både som *netto driftskrav* og *sysselsatt kapital*. Kravet til netto driftskapital og sysselsatt kapital presenteres i henholdsvis tabell 10-11 og 10-12.

Netto driftskrav	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	3,54 %	3,68 %	3,87 %	4,07 %	4,27 %	4,47 %	4,67 %	5,08 %	5,52 %	5,97 %	6,42 %	7,00 %	7,06 %	7,06 %
Egenkapitalvekt	0,91	0,84	0,83	0,82	0,81	0,80	0,80	0,79	0,77	0,75	0,74	0,72	0,70	0,70
Minoritetskrav	6,54 %	6,68 %	6,87 %	7,07 %	7,27 %	7,47 %	7,67 %	8,08 %	8,52 %	8,97 %	9,42 %	10,0 %	10,1 %	10,1 %
Minoritetsvekt	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02
Netto finansielt gjeldskrav	2,65 %	2,64 %	2,67 %	2,72 %	2,79 %	2,88 %	2,97 %	3,30 %	3,61 %	3,94 %	4,28 %	4,75 %	4,73 %	4,73 %
Netto finansiell gjeldsvekt	0,04	0,12	0,13	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18	0,20	0,22	0,24	0,26	0,28	0,28
Netto driftskrav	3,65 %	3,71 %	3,87 %	4,03 %	4,19 %	4,34 %	4,50 %	4,87 %	5,24 %	5,62 %	5,99 %	6,48 %	6,47 %	6,47 %

Tabell 10-11 Forventet netto driftskrav i perioden 2017 – 2030.

Sysselsatt kapitalkrav	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	3,54 %	3,68 %	3,87 %	4,07 %	4,27 %	4,47 %	4,67 %	5,08 %	5,52 %	5,97 %	6,42 %	7,00 %	7,06 %	7,06 %
Egenkapitalvekt	0,67	0,651	0,648	0,648	0,647	0,647	0,646	0,646	0,636	0,627	0,618	0,606	0,598	0,598
Minoritetskrav	6,54 %	6,68 %	6,87 %	7,07 %	7,27 %	7,47 %	7,67 %	8,08 %	8,52 %	8,97 %	9,42 %	10,0 %	10,1 %	10,1 %
Minoritetsvekt	0,037	0,039	0,039	0,037	0,035	0,033	0,031	0,028	0,026	0,024	0,022	0,019	0,017	0,017
Finansielt gjeldskrav	1,30 %	1,71 %	1,88 %	2,05 %	2,22 %	2,39 %	2,56 %	2,94 %	3,33 %	3,71 %	4,10 %	4,60 %	4,60 %	4,60 %
Finansiell gjeldsvekt	0,293	0,31	0,313	0,315	0,318	0,32	0,323	0,326	0,337	0,349	0,361	0,375	0,385	0,385
Sysselsatt kapitalkrav	0,0299	0,0318	0,0337	0,0354	0,0372	0,039	0,0408	0,0447	0,0486	0,0526	0,0565	0,0616	0,0617	0,0617

Tabell 10-12 Forventet sysselsatt kapitalkrav i perioden 2017 – 2030.

Tabell 10-13 viser en oppsummering av alle krav som er beregnet i dette kapitlet.

Oppsummering	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	3,54 %	3,68 %	3,87 %	4,07 %	4,27 %	4,47 %	4,67 %	5,08 %	5,52 %	5,97 %	6,42 %	7,00 %	7,06 %	7,06 %
Minoritetskrav	6,54 %	6,68 %	6,87 %	7,07 %	7,27 %	7,47 %	7,67 %	8,08 %	8,52 %	8,97 %	9,42 %	10,0 %	10,1 %	10,1 %
Finansielt gjeldskrav	1,30 %	1,71 %	1,88 %	2,05 %	2,22 %	2,39 %	2,56 %	2,94 %	3,33 %	3,71 %	4,10 %	4,60 %	4,60 %	4,60 %
Finansielt eiendelskrav	1,15 %	1,32 %	1,51 %	1,70 %	1,88 %	2,07 %	2,25 %	2,65 %	3,06 %	3,46 %	3,86 %	4,38 %	4,38 %	4,38 %
Netto finansielt gjeldskrav	2,65 %	2,64 %	2,67 %	2,72 %	2,79 %	2,88 %	2,97 %	3,30 %	3,61 %	3,94 %	4,28 %	4,75 %	4,73 %	4,73 %
Netto driftskrav	3,65 %	3,71 %	3,87 %	4,03 %	4,19 %	4,34 %	4,50 %	4,87 %	5,24 %	5,62 %	5,99 %	6,48 %	6,47 %	6,47 %
Sysselsatt kapitalkrav	2,99 %	3,18 %	3,37 %	3,54 %	3,72 %	3,90 %	4,08 %	4,47 %	4,86 %	5,26 %	5,65 %	6,16 %	6,17 %	6,17 %

Tabell 10-13 Oppsummering av estimerte krav for Veidekke i perioden 2017-2030.

10.4 Oppsummering gjennom strategisk fordel

Utarbeidelsen av fremtidsregnskap i kapittel 9 og fremtidskrav tidligere i dette kapittelet danner grunnlaget for å analysere Veidekkes prognostiserte strategiske fordel. Forutsetningene i prognosene knytter seg til en antatt finansieringsfordel for netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene lik null. Kilden til virksomhetens superprofitt er dermed *ren driftsfordel* og *gearingfordel drift*.

Tabell 10-14 og 10-15 viser utviklingen i superprofitt for Veidekke over prognoseperioden. En ser at den rene driftsfordelen gradvis avtar over prognoseperioden. Særlig er den antatte nedgangen i boligmarkedet synliggjort fra 2017 til 2018, der *ren driftsfordel* nær halveres. Videre i prognoseperioden får en effekter av et gradvis bedre boligmarked, kombinert med et sterkt anleggsmarked mot *steady state*. Dette fører først til en økning på 2,73 prosentpoeng på mellomlang sikt, før en gradvis reduksjon mot *steady state*, ved at konkurrentene i økende grad eliminerer Veidekkes midlertidige fordeler, jamfør diskusjonen i 9.4.

Videre kan en se at større bruk av gjeldsfinansiering i fremtiden fører til økt *gearingfordel fra drift* for selskapet på mellomlang sikt. Denne beveger seg fra 3,1 prosent i 2017, mot 4,2 prosent i 2023, før den stabiliserer seg på 2,4 prosent i *steady state*.

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsrentabilitet	34,89 %	18,75 %	19,24 %	19,71 %	20,16 %	20,59 %	21,00 %	19,20 %	17,40 %	15,60 %	13,80 %	12,00 %	12,00 %	12,00 %
Netto driftskrav	3,65 %	3,71 %	3,87 %	4,03 %	4,19 %	4,34 %	4,50 %	4,87 %	5,24 %	5,62 %	5,99 %	6,48 %	6,47 %	6,47 %
Ren driftsfordel	31,24 %	15,04 %	15,37 %	15,68 %	15,97 %	16,25 %	16,50 %	14,33 %	12,16 %	9,98 %	7,81 %	5,52 %	5,53 %	5,53 %
Gearingfordel drift	0,031	0,030	0,033	0,035	0,037	0,040	0,042	0,038	0,036	0,033	0,028	0,022	0,024	0,024
Samlet driftsfordel	34,31 %	18,01 %	18,62 %	19,17 %	19,71 %	20,23 %	20,74 %	18,17 %	15,77 %	13,26 %	10,62 %	7,69 %	7,90 %	7,90 %
Finansieringsfordel	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Superprofitt til EK	34,31 %	18,01 %	18,62 %	19,17 %	19,71 %	20,23 %	20,74 %	18,17 %	15,77 %	13,26 %	10,62 %	7,69 %	7,90 %	7,90 %

Tabell 10-14 Forventet allokering av superprofitt for Veidekke i perioden 2017-2030.

Veidekke oppnår en varig superprofitt på 7,90 prosent i *steady state*. I kapittel 8 ble det observert at selskapets superprofitt utartet seg gjennom en betydelig bransjefordel, kombinert med et høyt omløp på netto driftseiendeler, sammenlignet med bransjen. Det er rimelig å anta at selskapets superprofitt i fremtiden hovedsakelig knytter seg til bransjefordelen, men at

denne også vil reduseres noe sammenlignet med tidligere. Dette skyldes at boligmarkedet forventes å bli noe svekket i fremtiden, mens anleggsmarkedet vil bli sterkere. Et kjennetegn for anleggsbransjen er lave marginer som følge av anbudsprosessen, jamfør 4.3.5. Dermed er det rimelig at bransjefordelen svekkes i noen grad over analyseperioden. Videre tror vi at Veidekkes omløpsfordel vil elimineres på lang sikt, som et resultat av at bransjen vil utligne de midlertidige strategiske fordelene til selskapet over tid.

År	1 2017	2 2018	3 2019	4 2020	5 2021	6 2022	7 2023	8 2024	9 2025	10 2026	11 2027	T 2028	T+1 2029	T+2 2030
Egenkapitalrentabilitet	0,3784	0,2168	0,225	0,2325	0,2398	0,247	0,254	0,2325	0,213	0,1923	0,1704	0,1468	0,1496	0,1496
Egenkapitalkrav	3,54 %	3,68 %	3,87 %	4,07 %	4,27 %	4,47 %	4,67 %	5,08 %	5,52 %	5,97 %	6,42 %	7,00 %	7,06 %	7,06 %
Superprofitt til EK	34,31 %	18,01 %	18,62 %	19,17 %	19,71 %	20,23 %	20,74 %	18,17 %	15,77 %	13,26 %	10,62 %	7,69 %	7,90 %	7,90 %

Tabell 10-15 Forventet superrentabilitet for Veidekke i perioden 2017-2030

11 Fundamental verdsettelse

Verdivurdering er en prosess der en konverterer prognoser for fremtiden til et verdiestimat av selskapets egenkapital eller eiendeler (Palepu, et al., 2010, s. 315). Som vi konkluderte med i kapittel 3, har vi valgt å benytte en fundamental verdsettelsesmetode for å verdivurdere Veidekke. Vi har frem til nå analysert de underliggende økonomiske forholdene, og utarbeidet et fremtidsregnskap med tilhørende krav. Vi skal i dette kapittelet benytte disse tallmaterialene, i tillegg til kvalitativ vurdering, for å beregne Veidekkes egenkapitalverdi og verdiestimat per aksje.

I en fundamental verdsettelse er det to ulike metoder for å finne verdien av egenkapitalen. Den første metoden er egenkapitalmetoden, der en finner verdien av egenkapitalen direkte, gjennom neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. Den andre metoden er en mer indirekte metode, der en tar utgangspunkt i selskapskapitalen. Vi skiller mellom sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden (Damodaran, 2012, s. 13-14).

Som introdusert innledningsvis i kapittel 10, er fremtidskravene og den oppdaterte lønnsomhetsanalysen basert på budsjetterte vekter. Dette vil føre til at verdiestimatene ikke er konsistente og følgelig ikke gir korrekt estimert verdi av egenkapitalen. En må derfor gjennomføre en konvergeringsprosess, der vektene oppdateres kontinuerlig gjennom å utarbeide nye verdiestimater. Når denne prosessen er gjennomført vil resultatet av egenkapital- og selskapskapitalmetoden konvergere mot samme estimat. Deretter må en korrigere for forventet konkurrisiko, før en kommer frem til estimert verdi av egenkapitalen. Etter en har kartlagt verdiestimatet gjennomføres en *Monte Carlo-simulering* for å observere eventuelle usikkerheter i verdiestimatet. Metodene benyttet i den videre verdivurderingen baserer seg på Palepu et al. (2010, s. 315-323), Damodaran (2012, s. 323-347) og Kaldestad & Møller (2016, s. 28-45) sine fremgangsmåter.

11.1 Egenkapitalmetoden

Direkte verdiestimat på egenkapitalen kan finnes ved hjelp av en rekke ulike modeller som gir samme verdiestimat. Denne utredningen vil ta utgangspunkt i fire av disse; *utbyttmodellen*, *fri kontantstrøm-modellen*, *superprofitt-modellen* og *superprofittvekst-modellen*. Felles for modellene er at de neddiskonterer fremtidige kontantstrømmer for å finne verdiestimatet (Palepu, et al., 2010, s. 315). Egenkapitalmetoden benytter kravet til egenkapitalen som diskonteringsrente (Damodaran, 2012, s. 382). Alle modellene forutsetter konstant vekst i

steady state og inkluderer med dette et konstant vekst-ledd for udefinert levetid når *steady state* inntreffer (Damodaran, 2012, s. 386).

11.1.1 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen uttrykker verdien av selskapets egenkapital som nåverdien av forventet fremtidig utbytte. I tillegg tar modellen, som nevnt innledningsvis, hensyn til virksomhetens ukjente levetid ved å inkludere et konstant vekst-ledd (Palepu, et al., 2010, s. 315-316). Modellen kan fremstilles slik (Palepu, et al., 2010, s. 316):

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

Betegnelser:

NBU = Netto betalt utbytte

T = steady state

ek = egenkapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

VEK = Verdien av egenkapitalen

11.1.2 Fri kontantstrøm-modellen med hensyn til EK

Fri kontantstrøm-modellen bygger på et grunnleggende prinsipp fra finansverdenen, der kontantstrømmene generert av selskapets eiendeler, gir uttrykk for selskapsverdien. Fratrasket kapitalendringer og ellers justert for kontantstrømmer knyttet til fremmedkapital, gir den dermed uttrykk for verdien av selskapets egenkapital (Palepu, et al., 2010, s. 317-318).

Fri kontantstrøm til EK_t = Resultat til EK – ΔEK

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

Betegnelser:

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapitalen

T = steady state

ek = egenkapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

VEK = Verdien av egenkapitalen

11.1.3 Superprofittmodellen med hensyn til EK

Verdien av egenkapitalen kan også beregnes med utgangspunkt i *den bokførte verdien av EK pluss forventet verdiskapning*. Sammenhengen kan uttrykkes slik (Palepu, et al., 2010, s. 319):

$$VEK_0 = EK_0 + \text{Fremtidig forventet avkastning utover kravet}$$

Fremtidig avkastning utover kravet kan, som tidligere nevnt, defineres som superprofitt. Superprofittmodellen unngår kjente svakheter ved at den tar hensyn til kapitalkostnaden (avkastningskravet) og dermed illustrerer virksomhetens forventede verdiskapning i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 42).

$$VEK_0 = EK_0 \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

Betegnelser:

SPE = Superprofitt til egenkapitalen

T = steady state

ekk = egenkapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

VEK = Verdien av egenkapitalen

11.1.4 Superprofittvekst-modellen med hensyn til EK

Superprofittvekst-modellen tar utgangspunkt i virksomhetens virkelige avkastning relativt til normalavkastningen (avkastningskravet). Endringene i dette forholdet uttrykker seg gjennom endringen i superprofitt til egenkapitalen (Palepu, et al., 2010, s. 321-322).

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \sum_{t=1}^T \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)}$$

Betegnelser:

ΔSPE = Endring superprofitt til egenkapitalen

T = steady state

ekk = egenkapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

VEK = Verdien av egenkapitalen

11.2 Selskapskapitalmetoden

Ved hjelp av selskapskapitalmetoden kan verdien av egenkapitalen finnes *indirekte*. Kapitalene presentert i fremtidsbalansen i kapittel 9.5.2 danner grunnlaget for å finne verdien av egenkapitalen. En vil derfor ta utgangspunkt i *netto driftskapital* og *sysselsatt kapital*. Disse kapitalene ble presentert som relevante for selskapsverdien i kapittel 3.1.1.2. Verdien av kapitalene kan generelt forklares som nåverdien av kontantstrømmene de genererer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 34). Damodaran (2012, s. 15) presenterer følgende sammenheng mellom verdien av egenkapitalen og selskapskapitalen:

$$VEK = \text{Virkelig verdi av selskapskapitalen} - \text{Virkelig verdi av gjeld}$$

Betegnelser:

VEK = Verdien av egenkapitalen

For at sammenhengen ovenfor skal gi mening må virkelig verdi av gjeld estimeres. Kaldestad & Møller (2016, s. 20-21) uttrykker at de vanligste finansieringsformene i Norge knytter seg til banklån og obligasjonslån, og at bokført verdi av finansiell gjeld ofte er et godt estimat på virkelig verdi. Veidekkes finansielle gjeld består hovedsakelig av banklån og obligasjonslån, jmfør kapittel 5.3.2. Det forutsettes derfor at selskapets bokførte finansielle gjeld er et bra estimat på virkelig verdi. Verdien av minoritetsinteressene vil estimeres direkte på tilsvarende måte som egenkapitalen.

11.2.1 SK-metoden – netto driftskapital

Verdien av egenkapitalen kan, som illustrert i formelen ovenfor, beskrives som *verdien av selskapet fratrukket verdien av gjeld*. For netto driftskapital er det *netto finansiell gjeld* og *minoritetsinteress* som utgjør selskapets samlede gjeldsforpliktelser i balansen. Sammenhengen mellom netto driftskapital og egenkapitalen kan dermed fremstilles slik:

$$VEK = VNDK - VMI - VNFG$$

Betegnelser:

VNDK = Verdien av netto driftskapital *VNFG = Verdien av netto finansiell gjeld*

VMI = Verdien av minoritetsinteress *VEK = Verdien av egenkapitalen*

11.2.2 SK-metoden – sysselsatt kapital

På samme måte som egenkapitalen kan finnes gjennom netto driftskapital, kan den også finnes gjennom sysselsatt kapital. For sysselsatt kapital er det *finansiell gjeld* og *minoritetsinteress* som utgjør selskapets samlede gjeldsforpliktelser i balansen. Dette gir følgende sammenheng:

$$VEK = VNDK - VMI - VFG$$

Betegnelser:

VFG = Verdien av finansiell gjeld

11.3 Første verdiestimat

Første verdiestimat for Veidekke beregnes ved bruk av budsjetterte vekter. Verdien presenteres endelig som verdi per aksje. Per 31.12.2016 hadde Veidekke 133,7 millioner utestående aksjer (Veidekke, 2017b).

Ved første verdiestimat vil de forskjellige modellene gi ulikt svar, mens modellene innenfor hver metode likevel gir samme svar. Tabell 11-1 til 11-9 viser beregningen av første verdiestimat for hver av de ulike modellene innenfor de tre metodene.

11.3.1 Egenkapitalmetoden

FKE/NBU-modell	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030
FKE		1 058,919	748,934	730,392	731,718	739,715	754,491	504,815	505,878	423,352	294,061	91,115	1 037,231	876,281	902,570
Nediskontering		1,035	1,073	1,115	1,160	1,210	1,264	1,323	1,390	1,467	1,555	1,655	1,770	1,895	2,029
Verdi	6 540,69	1 022,747	697,695	655,040	630,549	611,334	596,876	381,554	363,875	288,572	189,145	55,070	585,902	462,331	444,786
Terminalverdi	11 720,36														
Verdi av EK i dag	18 261,045														
Utestående aksjer	133,7														
Verdi pr aksje	136,58														

Tabell 11-1 Verdien av Veidekkes egenkapital estimert gjennom fri kontantstrøm-/netto betalt utbytte-modellen.

SPE-modell	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030
SPE		1 127,266	624,966	647,069	676,005	712,193	756,643	810,629	799,240	775,060	734,038	669,876	560,434	578,633	595,992
Nediskontering		1,035	1,073	1,115	1,160	1,210	1,264	1,323	1,390	1,467	1,555	1,655	1,770	1,895	2,029
Verdi	7 235,76	1 088,759	582,208	580,313	582,539	588,589	598,578	612,697	574,889	528,309	472,147	404,870	316,573	305,290	293,705
Budsjettert EK	3 286														
Terminalverdi	7739,283														
Verdi av EK i dag	18 261,045														
Utestående aksjer	133,7														
Verdi pr aksje	136,58														

Tabell 11-2 Verdien av Veidekkes egenkapital estimert gjennom superprofitt-modellen.

II SPE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030
Netto resultat år 1		1 243,484													
Kapitalisertverdi	35158,690														
Superprofittvekst til EK			-503,146	19,997	25,455	31,178	37,703	45,239	-23,121	-38,782	-57,895	-82,332	-127,566	-0,859	-2,271
Nediskontering		0,037	0,038	0,039	0,041	0,043	0,045	0,047	0,049	0,052	0,055	0,059	0,063	0,067	
Verdi	-16005,048	-13 740,167	526,716	645,480	759,644	881,023	1 011,905	-494,108	-788,725	-1 115,800	-1 497,336	-2 179,960	-13,718	-33,874	
Terminalverdi	-892,598														
Verdi av EK i dag	18 261,045														
Utestående aksjer	133,7														
Verdi pr aksje	136,58														

Tabell 11-3 Verdien av Veidekkes egenkapital estimert gjennom superprofittvekst-modellen.

11.3.2 Selskapsmetoden – Netto driftskapital

FKD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030
FKD		712,393	722,846	709,783	702,425	700,385	703,383	366,888	272,312	131,923	-78,005	-398,874	914,451	941,885	970,141
Nediskontering		1,037	1,075	1,117	1,162	1,210	1,263	1,320	1,384	1,456	1,538	1,630	1,736	1,848	1,968
Verdi	5 042,37	687,304	672,459	635,687	604,729	578,748	557,038	278,047	196,790	90,587	-50,714	-244,669	526,766	509,594	492,981
Terminal	15121,99441														
Verdi av NDK i dag	20 164,36														
Netto finansiell gjeld	143														
Minoritetsinteresser	179														
Verdi av EK i dag	19 842,33														
Utestående aksjer	133,7														
Verdi pr aksjer	148,41														

Tabell 11-4 Verdien av Veidekkes netto driftskapital estimert gjennom fri kontantstrøm-modellen.

SPD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030
Balanseført NDK	3 608														
SPD		1 127,266	624,966	647,069	676,005	712,193	756,643	810,629	799,240	775,060	734,038	669,876	560,434	578,633	595,992
Neddiskontering		1,037	1,075	1,117	1,162	1,210	1,263	1,320	1,384	1,456	1,538	1,630	1,736	1,848	1,968
Verdi	7 266,35	1 087,566	581,402	579,520	581,984	588,505	599,217	614,338	577,584	532,206	477,231	410,901	322,836	313,061	302,856
Terminalverdi		9289,980													
Verdi av NDK i dag	20 164,36														
Netto finansiell gjeld	143														
Minoritetsinteresser	179														
Verdi av EK i dag	19 842,33														
Utestående aksjer	133,7														
Verdi pr aksje	148,41														

Tabell 11-5 Verdien av Veidekkes netto driftskapital estimert gjennom superprofitt-modellen.

SPD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030
Netto resultat fra NDE		1 258,972													
Kapitalisert NDR i år 1	34 488,984														
Superprofittvekt NDK			-502,643	20,717	26,472	32,528	39,434	47,411	-20,676	-35,910	-54,690	-78,953	-124,356	2,870	1,570
Neddiskontering			0,038	0,039	0,041	0,042	0,044	0,046	0,048	0,051	0,053	0,056	0,060	0,063	0,067
Verdi	-15 038,422	-13 284,733	527,963	649,488	767,147	892,660	1 028,566	-429,260	-710,920	-1 028,773	-1 406,196	-2 089,653	45,289	23,270	
Terminalverdi		713,799													
Verdien av NDK	20 164,360														
Netto finansiell gjeld	143														
Minoritetsinteresser	179														
Verdi av EK i dag	19 842,33														
Utestående aksjer	133,700														
Verdi pr aksje	148,41														

Tabell 11-6 Verdien av Veidekkes netto driftskapital estimert gjennom superprofittvekst-modellen.

11.3.3 Selskapsmetoden – Sysselsatt kapital

FKS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030
FKS		844,658	765,777	744,032	728,748	719,332	715,331	295,846	193,814	42,245	-184,874	-533,026	1 047,190	966,415	995,408
Neddiskontering		1,030	1,063	1,098	1,137	1,180	1,226	1,276	1,333	1,397	1,471	1,554	1,650	1,752	1,860
Verdi	5 177,515	820,124	720,606	677,340	640,716	609,744	583,597	231,912	145,432	30,230	-125,686	-342,999	634,744	551,757	535,297
Terminalverdi		17944,77299													
Verdien av SSK	23 122,288														
Finansiell gjeld	1 436														
Minoritetsinteresser	179,000														
Verdi av EK i dag	21 507,259														
Utestående aksjer	133,7														
Verdi pr aksje	160,862														

Tabell 11-7 Verdien av Veidekkes sysselsatte kapital estimert gjennom fri kontantstrøm-modellen.

SPS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030
Balanseført SSK	4 901														
Superprofitt til SSK		1 127,266	624,966	647,069	676,005	712,193	756,643	810,629	799,240	775,060	734,038	669,876	560,434	578,633	595,992
Neddiskontering		1,030	1,063	1,098	1,137	1,180	1,226	1,276	1,333	1,397	1,471	1,554	1,650	1,752	1,860
Verdi	7 476,974	1 094,523	588,101	589,068	594,344	603,693	617,302	635,446	599,725	554,616	499,034	431,061	339,702	330,360	320,505
Terminalverdi		10744,28512													
Verdien av SSK	23 122,288														
Finansiell gjeld	1 436														
Minoritetsinteresser	179,000														
Verdi av EK i dag	21 507,259														
Utestående aksjer	133,7														
Verdi pr aksje	160,862														

Tabell 11-8 Verdien av Veidekkes sysselsatte kapital estimert gjennom superprofitt-modellen.

SPS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028	2 029	2 030
Nettoreultat til SSK		1 273,884													
Kapitalisert NRS i år 1	42 582,409														
Superprofittvekst SSK			-503,452	19,755	25,326	31,174	37,841	45,541	-22,681	-38,004	-56,812	-81,014	-126,181	0,892	-0,467
Neddiskontering			0,031	0,032	0,033	0,034	0,035	0,037	0,038	0,040	0,042	0,044	0,046	0,049	0,052
Verdi	-19 161,397	-16 340,163	621,400	770,708	916,174	1 072,214	1 241,952	-594,326	-953,242	-1 358,930	-1 841,071	-2 714,194	18,080	-8,911	
Terminalverdi	-298,724														
Verdi av SSK	23 122,288														
Finansiell gjeld	1 436,029														
Minoritetsinteresser	179,000														
Verdi av EK i dag	21 507,259														
Utestående aksjer	133,700														
Verdi pr aksje	160,862														

Tabell 11-9 Verdien av Veidekkes sysselsatte kapital estimert gjennom superprofittvekst-modellen.

11.3.4 Oppsummering første verdiestimat

Tabell 11-10 fremstiller en oppsummering av første verdiestimat. Som beskrevet i avsnittet over, gir de forskjellige modellene samme svar innenfor hver metode. Dette indikerer konsistent bruk av modellene, jamfør 3.1.1. På en annen side er det store variasjoner fra metode til metode. Gjennomsnittlig første verdiestimat for Veidekke var 19 977,55, noe som gir en verdi per aksje på kr 149,42.

Verdien av egenkapital	FK-modellen	SP-modellen	SP-modellen	Gjennomsnitt
EK-metode	18 261,04	18 261,045	18 261,045	18 261,045
NDK-metode	20 164,36	20 164,360	20 164,360	20 164,360
SSK-metode	21 507,259	21 507,259	21 507,259	21 507,259
Gjennomsnitt	19 977,55	19 977,55	19 977,55	19 977,55

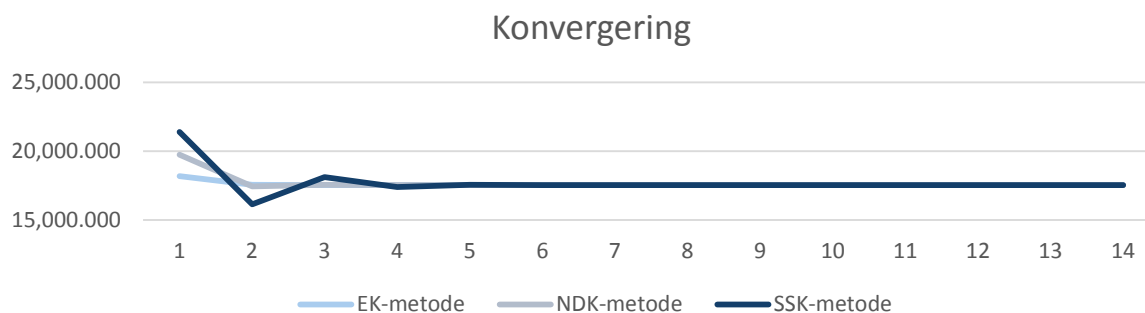
Tabell 11-10 Oppsummering av verdiestimater på Veidekkes egenkapital fra første verdiestimat gjennom fri kontantstrøm-modellen, superprofitt-modellen og superprofittvekst-modellen.

11.4 Konvergens mot et felles verdiestimat

Første verdiestimat er utarbeidet med utgangspunkt i budsjetterte vektorer. Dette gir i realiteten feil verdiestimat, ettersom de budsjetterte kapitalene avviker fra kapitalenes virkelige verdi. For å kunne estimere verdien av Veidekkes egenkapital, må vi derfor gjennomføre en konvergeringsprosess som sekvensielt oppdaterer vektene i tråd med nye verdiestimater. Knivsflå (2017k) presenterer konvergeringsprosessen i tre steg.

- 1) Finn gjennomsnittlig verdiestimat fra egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden, basert på krav utarbeidet på budsjetterte vektorer.
- 2) Benytt gjennomsnittlig verdiestimat for å budsjettere verdibalansen fremover i tid. Bruk så den budsjetterte fremtidsbalansen til å beregne de oppdaterte kravene, for å så finne et nytt gjennomsnittlig verdiestimat for egenkapitalen.
- 3) Gjennomfør punkt 1 og 2 frem til forskjellen i verdiestimatene mellom de tre metodene er tilnærmet null.

Figur 11-1 illustrerer konvergeringsprosessen for verdiestimatet på Veidekkes egenkapital. Tabell 11-11 viser at det gjennomsnittlige avviket mellom de ulike metodene er omkring 5,49 prosent i det første steget. Først i steg 14 er avviket mellom de ulike modellene tilnærmet lik null. Det endelige verdiestimatet etter konvergeringsprosessen er kr 17 728 442 000, noe som gir et verdiestimat per aksje på kr 132,60.



Figur 11-1 Konvergering av verdiestimatet mot et felles verdiestimat for egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden gjennom 14 steg. Verdier er i MNOK.

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
EK-metode	18 261,045	17 737,017	17 722,650	17 730,688	17 727,896	17 728,570	17 728,410	17 728,450	17 728,440	17 728,443	17 728,442	17 728,442	17 728,442	17 728,442
NDK-metode	19 842,331	17 630,477	17 758,037	17 717,028	17 731,335	17 727,754	17 728,612	17 728,399	17 728,453	17 728,439	17 728,443	17 728,442	17 728,442	17 728,442
SSK-metode	21 507,259	16 323,774	18 305,313	17 584,294	17 762,836	17 719,972	17 730,584	17 727,904	17 728,577	17 728,408	17 728,451	17 728,440	17 728,443	17 728,442
Gjennomsnitt	19 870,212	17 230,423	17 928,667	17 677,337	17 740,689	17 725,432	17 729,202	17 728,251	17 728,490	17 728,430	17 728,445	17 728,441	17 728,442	17 728,442
Avvik	5,4925 %	-3,5079 %	1,4005 %	-0,3509 %	0,0832 %	-0,0205 %	0,0052 %	-0,0013 %	0,0003 %	-0,0001 %	0,0000 %	0,0000 %	0,0000 %	0,0000 %

Tabell 11-11 Konvergering av verdiestimatet mot et felles verdiestimat for egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden gjennom 14 steg. Verdier er i MNOK.

Figuren og tabellen viser at egenkapitalmetoden gir et førsteestimat som ligger nærmere det endelige verdiestimatet, enn de øvrige metodene. Samtidig er det også mindre variasjon i verdiestimatet gjennom egenkapitalmetoden. NDK-metoden gir derimot er høyere estimat i steg 1, før den i steg 2 konvergerer til et estimat nær det endelige estimatet. Likevel er det SSK-metoden som varierer mest med omkring 5 milliarder kroner i variasjon fra steg 1 til steg 2.

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet på 132,60 kroner per aksje er ikke en definitiv verdi av egenkapitalen. Tvert imot er det et *punktestimat*, som forutsetter at våre analyser og skjønsmessige vurderinger om hva som skjer i fremtiden er eksakte. Estimaten tar altså utgangspunkt i et ikke usannsynlig scenario i fremtiden. Det er likevel mange ulike scenarioer som med rimelighet kan antas inntreffe i fremtiden, og det er umulig å vite eksakt hvilket scenario som inntreffer. (Kaldestad

& Møller, 2016, s. 128-130). Det anses dermed hensiktsmessig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvor sensitivt verdiestimatet er for endringer i ulike parametere.

Ettersom verdiestimatet baseres på en forutsetning om fortsatt drift, er det hensiktsmessig å analysere virksomhetens konkurssansynlighet, før det gjennomføres simulerings- og sensitivitetsanalyser for å avdekke usikkerhet i verdiestimatet.

11.5.1 Konkursrisiko

I kapittel 6 kom vi frem til at Veidekke hadde en syntetisk rating over analyseperioden på BBB. Tilsvarende karakter ble gitt gjennom kredittvurderingen basert på det utarbeidede fremtidsregnskapet, jamfør 10.2.1. Dette tilsvarer en sannsynlighet for konkurs på 0,3 prosent i løpet av de neste 12 månedene. I kapittel 9 ble fremtidsregnskapet utarbeidet under forutsetning om fortsatt drift, noe som innebærer at konkursrisikoen ikke er bygget inn direkte. Det må dermed vurderes om sannsynligheten for konkurs er tilstrekkelig ivaretatt i den fundamentale verdsettelsen. For å kunne innarbeide konkursrisikoen i verdiestimatet, må en nedjustere estimatet etter følgende formel (Damodaran, 2012, s. 906-907):

$$VEK = (1 + p) * FVEK + p * LVEK$$

Betegnelser:

FVEK = Fundamentalverdi av egenkapitalen gitt fortsatt drift.

P = Sannsynlighet for fremtidig konkurs.

LVEK = Likvidasjonsverdi av egenkapital.

Ved konkurs er det vanlig viktig eiendelene kan realiseres rask. Dette innebærer gjerne at konkursboet selger eiendelen til en lavere pris enn det en ville vanligvis ville ha oppnådd. Det er derfor naturlig å sette likvidasjonsverdien tilnærmet lik null. Dette skyldes særlig kreditors fortrinnsrett (Damodaran, 2012, s. 906-907). På bakgrunn av dette, og en syntetisk rating på BBB, blir det nedjusterte verdiestimatet lik:

$$\text{Verdi per aksje} = 132,60 * (1 - 0,003) = 132,20$$

11.5.2 Simuleringsanalyse med Crystal Ball

Ved en simuleringsanalyse vil risikoen knyttet til verdiestimatet synliggjøres. Det er her nyttig å se hvordan verdiestimatet endrer seg ved endring i budsjettdriverne (Palepu, et al., 2010, s. 342). Resultatet av simuleringen kan dermed nyttes til å finne ut hvilke faktorer som har størst

innvirkning på verdiestimatet. Simuleringsanalysen gjennomføres ved å omgjøre verdidrivere til usikre eller stokastiske variabler (Damodaran, 2012, s. 908-909). Damodaran (2012, s. 908-909) foreslår at simuleringen gjennomføres i fire steg:

1. Fastslå kritiske variabler med betydelig innvirkning på verdiestimatet.
2. Bestem sannsynlighetsfordeling for de ulike variablene.
3. Undersøk eventuell korrelasjon mellom drivere.
4. Gjennomfør simuleringen.

Simuleringen vil ta utgangspunkt i punkttestimatet som ble beregnet i 11.4 på 132,60 kr per aksje.

11.5.2.1 Kritiske risikofaktorer og korrelasjon mellom drivere

Rent teoretisk kan alle variabler defineres som stokastiske i simuleringen. Det vil imidlertid være mindre hensiktsmessig å velge variabler som sannsynligvis har liten innvirkning på verdiestimatet. Kostnaden ved å gjøre dette vil sannsynligvis overgå nytteverdien (Damodaran, 2012, s. 908).

Følgende kritiske faktorer er tatt med i simuleringsanalysen:

- Driftsinntektsvekst
- Netto driftsmargin
- Omløpet til netto driftseiendeler
- Langsiktig risikofri rente før skatt
- Egenkapitalbeta
- Markedsrisikopremie
- Finansiell gjeldsdel
- Skattesats

Som diskutert i kapittel 9 foreligger det en lineær utvikling mellom budsjett punktene. Ved å omgjøre budsjettpunktene til stokastiske variabler, vil den lineære utviklingen dermed endre seg. Damodaran (2012, s. 910) argumenter for at det også er viktig å ta høyde for observerte korrelasjoner mellom drivere i simuleringen. Videre følger en analyse av de kritiske faktorene og observerte korrelasjoner mellom drivere.

11.5.2.1.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten er, som nevnt, en meget viktig driver for selskapets utvikling over tid. På kort sikt er det knyttet usikkerhet til våre estimater på 10 og -1 prosent i henholdsvis 2017 og 2018. Dette skyldes at det i boligmarkedet forventes at etterspørselen i all hovedsak opprettholdes i 2017, mens det ventes å treffe en nedgangssyklus i 2018, særlig i Sverige. Det knyttes sterk usikkerhet til omfanget av en slik nedgang og når denne eventuelt vil inntreffe. Dermed settes standardavviket forholdsvis høyt på kort sikt. Standardavvikene fremstilles i tabell 11-12, og er i 2017 satt til 5 prosent, mens det i 2018 fastsettes til 7 prosent.

På mellomlang sikt ventes driftsinntektsveksten å gå mot 4 prosent. Dette er noe lavere enn den *tidsvektede* gjennomsnittlige veksten over analyseperioden på 5,76 prosent. Forklaringen bak dette er at etterspørselen i boligmarkedet etter all sannsynlighet vil svekkes som følge av en normalisering av rentenivået. Fremdeles er det også her usikkerhet knyttet til forventningene. Det antas at et standardavvik på 4 prosent på mellomlang sikt er rimelig. Dette gir et lavere standardavvik enn på kort sikt, noe som kan forklares med at det på mellomlang sikt forventes mer stabile markeder og et sterkt anleggsmarked, jamfør diskusjonene i 9.4.1.2.

I *steady state (T)* ventes driftsinntektsveksten å stabilisere seg omkring 3 prosent. Dette kan forklares med et forventet stabilt boligmarked på langsikt, uten særlige svingninger. Fra kvalitativ innsikt fra kapittel 4 vet vi også at anleggsmarkedet er lite konjunkturfølsomt. Den antatte veksten er lavere enn antatt nominell vekst i verdensøkonomien på lang sikt (5,5 %), jamfør 9.4.1, noe som er rimelig. Likevel knyttes det usikkerhet til vekstestimatet, og det fastsettes at veksten vil kunne variere fra 2-4 prosent i *steady state*. Ettersom det er større usikkerhet i den langsiktige prediksjonen, er det ønskelig å benytte *uniform fordeling* på lang sikt, slik at en opererer uten én spesifisert forventningsverdi.

Driftsinntektsvekst	Forventet driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	0,10	0,05	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2 (2018)	-0,01	0,07	Normalfordeling
Budsjettpunkt M (2023)	0,04	0,04	Normalfordeling
Budsjettpunkt T (<i>steady state</i>)	0,03	U[0,02;0,04]	Uniform fordeling

Tabell 11-12 Oversikt over valgt standardavvik for forventet driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 1, 2, M og T.

Over analyseperioden ble det observert at driftsinntektsveksten korrelerte 0,18 med omløpet til netto driftsmidler. Driftsinntektene kan beregnes som *omløpet til netto driftseiendeler multiplisert med netto driftseiendeler* (Tofteland & Fladstad, 2011, s. 204-205). At korrelasjonskoeffisienten er 0,18 indikerer dermed at en økning i driftsinntektsveksten med 1

prosent fører til en økning i omløpet til driftseiendelene på 0,18 prosent. En slik sammenheng er det interessant å ta høyde for i simuleringen. Antatt korrelasjon mellom de to driverne settes derfor til 0,2 i prognoseperioden.

$$\text{Korr}(\text{ndm}, \text{onde}) = 0,2$$

11.5.2.1.2 Netto driftsmargin

Netto driftsmargin har hatt lite svingninger gjennom analyseperioden. Det er derfor lite som tyder på at marginen vil forandre seg vesentlig over prognoseperioden. Dette skyldes at kostnadsnivået til Veidekke korrelerer med økt aktivitetsnivå. Dette samsvarer med et historisk standardavvik for netto driftsmargin på kun 0,64 prosent. På kort sikt har vi budsjettert med en netto driftsmargin på 4 prosent i 2017 og 3 prosent i 2018. Nedgangen i 2018 skyldes et svakere boligmarked enn tidligere, jamfør 9.4.2.1. På kort sikt er det rimelig med et lavt standardavvik, som følge av at usikkerheten er forholdsvis lav i nær fremtid. På mellomlang sikt er imidlertid usikkerheten noe større, der standardavviket er satt til 1 prosent.

I *steady state* forventer vi ingen økning i netto driftsmargin. Ettersom det kan komme ny teknologi på markedet som endrer kostnadsnivået i fremtiden, er det særlig usikkerhet knyttet til den langsiktige netto driftsmarginen, jamfør 4.2.4. Dermed benyttes en *uniform fordeling* med et slingringsmonn på 2-4 prosent. Den uniforme fordelingen tilsier at alle verdier innenfor intervallet [2,0 %;4,0 %] har lik sannsynlighet for å inntreffe. Det fastsatte avviket tar høyde for eventuelle strukturelle endringer i markedet. Dette er i tråd med Damodaran (2012, s. 908-909) sine bemerkninger, som sier at bruk av historisk informasjon som basis for å predikere fremtiden, forutsetter at det ikke har vært noen strategiske skift i markedet.

Netto driftsmargin	Forventet netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	4 %	0,5 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2 (2018)	3 %	0,6 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M (2023)	3 %	1 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T (<i>steady state</i>)	3 %	U[2,0 %;4,0 %]	Uniform fordeling

Tabell 11-13 Oversikt over valgt standardavvik for forventet netto driftsmargin i budsjettpunkt 1, 2, M og T.

Også knyttet til netto driftsmargin kan det være hensiktsmessig å legge inn en korrelasjon i modellen. Virksomheter som ønsker å øke sin netto driftsmargin, vil ofte gjøre dette på bekostning av omløpet til netto driftseiendeler (Knivsflå, 2017n). Det anses derfor naturlig å legge inne en korrelasjon mellom disse driverne. Gjennom den historiske analysen var korrelasjonen mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler på omkring 0,70.

Dette virker som en usannsynlig høy korrelasjon. Vi vil derfor nedjustere denne noe i simuleringen. Korrelasjonen mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler kan fremstilles slik:

$$\text{Korr}(\text{ndm}, \text{onde}) = 0,4$$

11.5.2.1.3 Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler har for Veidekke ligget langt over bransjesnittet gjennom analyseperioden. Det *tidsvektede* gjennomsnittet viste 7,79 for Veidekke, mens bransjesnittet var på 4,28. I kapittel 9.4.3 konkluderte vi med at denne strategiske fordelingen ventes å utlignes av bransjen over tid og at bransjesnittet også vil reduseres noe som følge av økte behov for investeringer knyttet til teknologi og miljø i fremtiden.

Det er sterk usikkerhet forbundet med disse antakelsene. Tabell 11-14 viser forventede standardavvik for omløpet til netto driftseiendeler i hvert av budsjettpunktene. Over analyseperioden var standardavviket for omløpet til netto driftseiendeler i gjennomsnitt 1,2. På kort sikt anses det dermed rimelig å fastsette standardavviket lik det historiske nivået. Grunnet usikkerhet knyttet til hvor raskt bransjen klarer å eliminere Veidekkes omløpsfordel, settes standardavviket noe høyere på mellomlang sikt, til 1,3. I *steady state* er det ventet at omløpet er redusert kraftig. Standardavviket settes noe lavere enn tidligere, men det er også her antatt usikkerhet i forventningen, særlig med tanke på antakelsen om et behov for økte investeringer knyttet til teknologi og miljø i fremtiden. Standardavviket settes dermed til 1,1 i *steady state*.

Omløpet til netto driftseiendeler	Forventet <i>onde</i>	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	8,72	1,20	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2 (2018)	7,50	1,20	Normalfordeling
Budsjettpunkt M (2023)	7,00	1,30	Normalfordeling
Budsjettpunkt T (<i>steady state</i>)	4,00	1,10	Normalfordeling

Tabell 11-14 Oversikt over valgt standardavvik for forventet omløp i netto driftseiendeler i budsjettpunkt 1, 2, M og T (2028).

De observerte korrelasjonene knyttet til omløpet til netto driftseiendeler er kommentert i avsnitt 11.5.2.1.1 og 11.5.2.1.2.

11.5.2.1.4 Andre kritiske faktorer

Tabell 11-15 fremstiller de andre kritiske faktorene og deres sannsynlighetsfordeling. Langsiktig risikofri rente *før skatt* vil avhenge av hva som er et *normalt* rentenivå i dagens

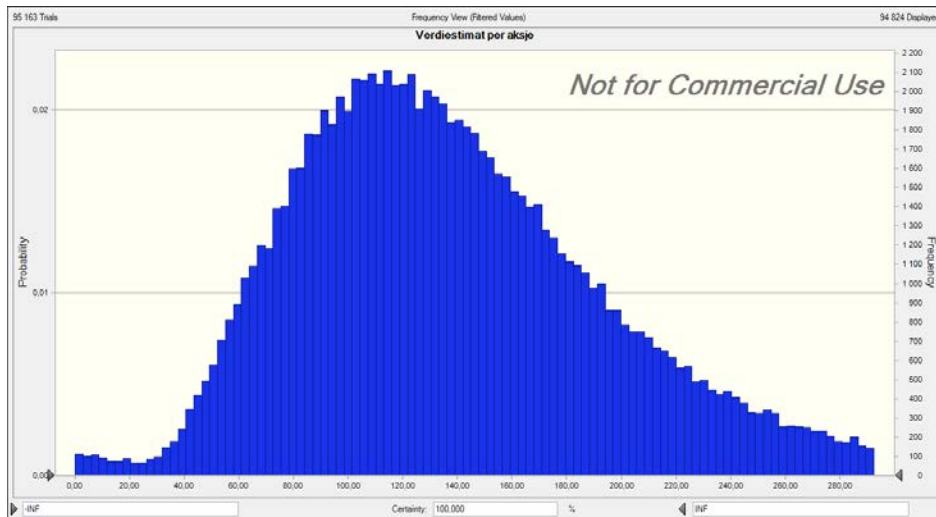
økonomi. Ettersom ikke engang Norges Bank vil uttale seg om dette, jamfør 10.1.1, er det rimelig å benytte en *uniform fordeling*. På samme måte er det sterk usikkerhet omkring estimatet for skattesats, markedets risikopremie og finansiell gjeldsdel i fremtiden. Disse faktorene antas å ha like stor sannsynlighet for å treffe enhver verdi innenfor intervallene vist i tabellen. Selv om det også er usikkerhet knyttet til egenkapitalbetaen, er likevel forventningsverdien og nærliggende verdier ansett som mer sannsynlige enn ytterpunktene.

Andre kritiske risikofaktorer	Forventningsverdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Risikofri rente før skatt (T)	4 %	U[3,0 %;5,0 %]	Uniform fordeling
Egenkapitalbeta	0,533	0,081	Normalfordeling
Markedets risikopremie (T)	5,3 %	U[4,0 %;6,0 %]	Uniform fordeling
Finansiell gjeldsdel (T)	45 %	U[40,0 %;50,0 %]	Uniform fordeling
Skattesats (T)	20 %	U[20,0 %;23,0 %]	Uniform fordeling

Tabell 11-15 Oversikt over andre kritiske risikofaktorer og valgt standardavvik i budsjettpunkt T (2028).

11.5.2.2 Simuleringsanalyse

I dette avsnittet vil vi presentere resultatet fra Monte Carlo-simuleringen. For å gjennomføre Monte Carlo-simuleringen har vi benyttet tilleggsprogrammet i Excel, *Crystal Ball*. Vi har i simuleringen benyttet 100 000 trekninger, samtidig som at vi har forutsatt at simuleringen kun skal ta hensyn til trekninger i intervallet [0;300]. Årsaken til denne forutsetningen er for å få et mer realistisk verdiestimat, da simuleringen fjerner de mest ekstreme trekningene. Nedre grense er satt til 0. Dette skyldes at eierne i Veidekke kun har begrenset ansvar, og derfor ikke hefter for mer en innskuddet i tilfelle konkurs, jamfør allmennaksjeloven § 1-2. Øvre grense er satt til 300 basert på en rimelighetsvurdering. Intervallbegrensningen fører til at 4 920 trekninger elimineres. Resultatet av simuleringsanalysen er illustrert i figur 11-2 og tabell 11-16.



Figur 11-2 Monte Carlo-simulering av verdiestimat per aksje for Veidekke ASA.

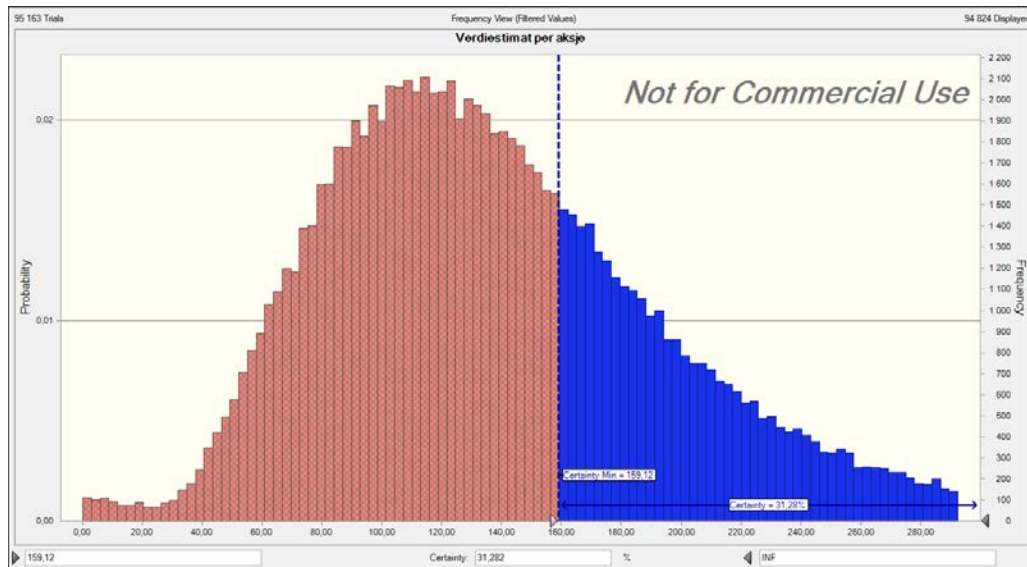
Statistikk	Verdiestimat per aksje
Trials	95 163,000
Base Case	132,600
Mean	136,710
Median	129,970
Mode	---
Standard Deviation	55,630
Variance	3 094,510
Skewness	0,496
Kurtosis	2,920
Coeff. of Variation	0,407
Minimum	0,020
Maximum	299,990
Mean Std. Error	0,180
Filtered Values	4 837,000

Tabell 11-16 Utdata fra Monte Carlo-simuleringen.

Tabell 11-16 viser at simuleringen finner et gjennomsnitt på kr 136,62, som er noe høyere enn det opprinnelige verdiestimatet på kr 132,60 per aksje. Toppen på utfallskurven forklarer den verdien som har hatt flest trekninger. I vårt tilfelle er dette kr 110 per aksje. Vi har også en *skewness* (skjevhet) på 0,503. *Skewness* referer til hvor symmetrisk residualene er rundt null. Perfekt symmetriske residualer har en *skewness* på null (Hill, Lim, & Griffiths, 2012, s. 148). Det at vår simulering har en positiv *skewness* indikerer dermed at høyrehalen i figuren er tjukkere enn venstrehalen, noe som vises tydelig i figur 11-2. Dette forklarer også hvorfor gjennomsnittlig verdiestimat er høyere enn *base case*. *Kurtosis* referer til spissheten i fordelingen, der en perfekt normalfordeling har en *kurtosis* på 3. I vårt tilfelle har fordelingen en spisshet (*kurtosis*) på 2,94. Dette indikerer at simuleringen ovenfor er tilnærmet perfekt normalfordelt (Hill, et al., 2012, s. 148).

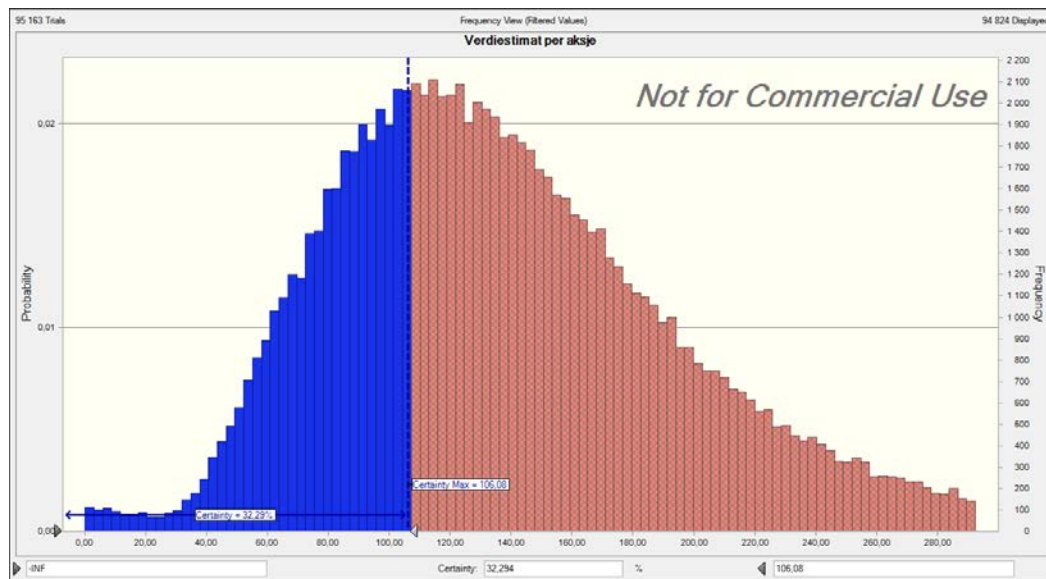
11.5.2.3 Oppsidepotensiale og nedsiderisiko

Videre er det interessant å se på sannsynligheten for at verdiestimatet ligger over eller under et gitt punkt. Vi har valgt å fastsette en grense på +/- 20 prosent av det opprinnelige verdiestimatet. Oppsidepotensialet forteller oss sannsynligheten for at verdiestimatet ligger over det opprinnelige verdiestimatet pluss 20 prosent. Figur 11-3 illustrerer oppsidepotensialet for simuleringen. Som en kan se av figuren er det en 31,113 prosent sannsynlighet for at verdiestimatet vil ligge over kr 159,12. Dette utgjør det blå feltet i figuren.



Figur 11-3 Oppsidepotensialet til Veidekke fra Monte Carlo-simuleringen. Sannsynlighet for å overstige +20 % fra opprinnelig verdiestimat.

For å kartlegge nedsiderisikoen ser vi på sannsynligheten for at verdiestimatet er lavere enn kr 106,08. Figur 11-4 illustrerer nedsiderisikoen. Figuren viser en sannsynlighet på 32,44 prosent for at verdiestimatet er lavere. Dette utgjør det blå feltet i figuren.



Figur 11-4 Nedsiderisiko til Veidekke fra Monte Carlo-simuleringen. Sannsynlighet for å undergå -20 % fra opprinnelig verdiestimat.

Oppsummert er det 63,55 prosent sannsynlighet for at estimatet ligger over eller under det opprinnelige verdiestimatet +/- 20 prosent. Dette tilsier at det er stor sannsynlighet for at *ekstreme utfall* vil kunne oppstå. Som en også kan se av de to figurene foreligger det en større sannsynlighet knyttet til nedsiderisiko enn oppsidepotensialet. Forskjellen er imidlertid marginal.

11.5.2.4 Sensitivitetsanalyse av verdiestimatet

For å bedre forstå variasjonen i estimatet, er det interessant å se på hvilken innvirkning de ulike budsjett drivere har på verdiestimatet. Ved hjelp av en sensitivitetsanalyse fra *Crystal Ball* kan vi finne hver enkelt budsjett drivers bidrag til variasjon. Tabell 11-17 fremstiller resultatet av sensitivitetsanalysen.

Inndatavariabler	Verdiestimat per aksje					Inndata		
	Nedside	Oppside	Range	Forklaringsvariabel	Kumulativ Forklaringsvaria	Nedside	Oppside	Base Case
Netto driftsmargin (T)	94,63	170,64	76,01	34,64 %	34,64 %	0,02	0,04	0,03
Omløpet til netto driftseiendeler (T)	92,36	152,25	59,89	21,50 %	56,14 %	2,59	5,41	4
Driftsinntektsvekst (T)	117,32	160,79	43,47	11,33 %	67,47 %	0,02	0,04	0,03
Driftsinntektsvekst (M)	114,47	154,67	40,2	9,69 %	77,16 %	-0,01	0,09	0,04
Egenkapitalbeta	154,91	115,84	39,07	9,15 %	86,31 %	0,429	0,637	0,533
Driftsinntektsvekst (2018)	115,23	152,52	37,3	8,34 %	94,65 %	-0,07	0,05	-0,01
Netto driftsmargin (M)	120,6	144,63	24,02	3,46 %	98,11 %	0,02	0,04	0,03
Driftsinntektsvekst (2017)	126,07	139,13	13,06	1,02 %	99,13 %	0,04	0,16	0,1
Netto driftsmargin (2018)	127,86	137,34	9,48	0,54 %	99,67 %	0,02	0,03	0,03
Markedsrisikopremie (T)	135,8	131,63	4,18	0,11 %	99,78 %	0,04	0,06	0,05
Risikofri rente før skatt (T)	134,37	130,87	3,5	0,07 %	99,85 %	3,20 %	4,80 %	4,00 %
Netto driftsmargin (2017)	131,15	134,05	2,9	0,05 %	99,90 %	0,03	0,05	0,04
Omløpet til netto driftseiendeler (M)	131,01	133,7	2,68	0,04 %	99,94 %	5,33	8,67	7
Skattesats (T)	132,91	135,44	2,54	0,04 %	99,98 %	0,2	0,23	0,2
Finansiell gjeldsdel (T)	131,9	133,21	1,3	0,01 %	99,99 %	0,41	0,49	0,45
Omløpet til netto driftseiendeler (2018)	131,96	133,06	1,1	0,01 %	100,00 %	5,96	9,04	7,5
Omløpet til netto driftseiendeler (2017)	132,6	132,6	0	0,00 %	100,00 %	7,19	7,19	8,72

Tabell 11-17 Usikkerhet knyttet til hver kritisk faktor i verdiestimatet.

Tabellen over viser at det er netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og driftsinntektsveksten i *steady state* som er de største bidragsyterne til variasjon i verdiestimatet. Det er naturlig at det er budsjettdriverne i *steady state* som er de største bidragsyterne, da horisontverdien er av størst betydning for dagens verdi. Netto driftsmargin i *steady state* forklarer 34,64 prosent av variasjonen i verdiestimatet. Dette betyr at en endring i netto driftsmargin i *steady state* vil ha stor betydning for fremtiden. På denne måten vil investeringer i innovativ teknologi som muligens kan redusere Veidekkes høye kostnadsnivå, som beskrevet i 4.2.4, potensielt kunne få stor betydning i fremtiden. Videre bidrar omløpet til netto driftseiendeler i *steady state* med 21,50 prosent av variasjonen i verdiestimatet. Det er antatt en korrelasjon på 0,4 mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Det er dermed rimelig at forklaringsvariabelen i omløpet til netto driftseiendeler også er høy. Videre kan en også se at driftsinntektsveksten både i *steady state* og i 2023 også er forholdsvis høye bidragsytere til variasjonen i verdiestimatet med henholdsvis 11,33 og 9,69 prosent. Årsaken til at disse har ganske lik forklaringsfaktor er at det er gitt et forholdsvis høyt standardavvik til driftsinntektsveksten i 2023.

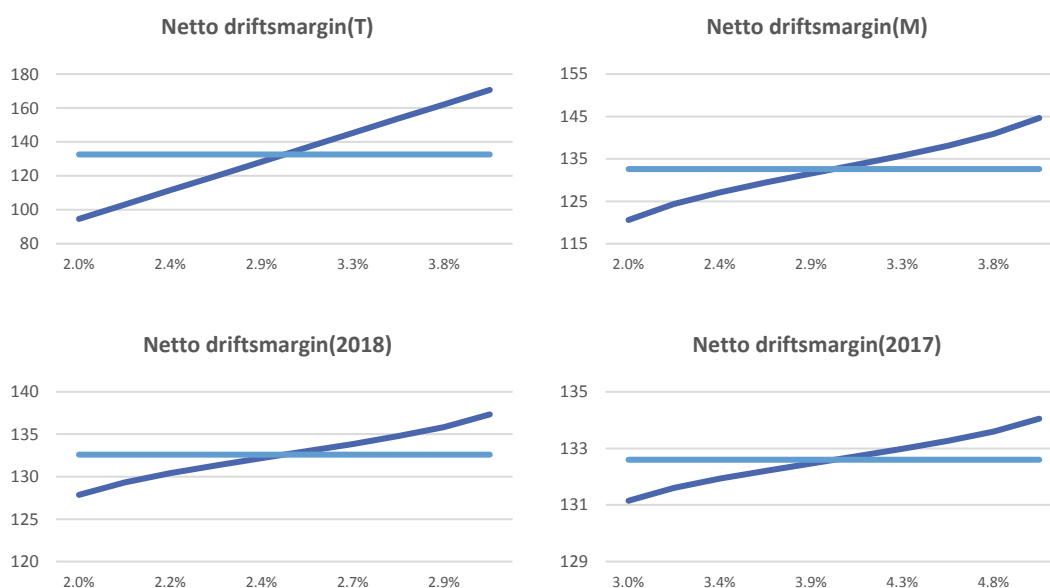
Det er også verdt å legge merke til at endring i egenkapitalbeta har forholdsvis stor innvirkning på verdiestimatet. Dette indikerer at dersom BAE-næringen i fremtiden blir en mer syklisk næring enn det den er i dag, vil dette ha en betydning for verdiestimatet. Et annet tilfelle som vil påvirke verdiestimatet egenkapitalbetaen er dersom boligmarkedet i fremtiden vil utgjøre en større andel av Veidekkes virksomhet. Dette skyldes at boligmarkedet er mer syklisk enn anleggsmarkedet.

11.5.3 Sensitivitetsanalyse

For å nærmere belyse usikkerheten i verdiestimatet, er det ønskelig å undersøke hvilken innvirkning de ulike driverne har på verdiestimatet gjennom en sensitivitetsanalyse. Gjennom simuleringen observerte vi at verdiestimatet er sensitivt for en rekke kritiske drivere. De driverne som gav den største usikkerheten vil bli presentert og diskutert videre.

11.5.3.1 Netto driftsmargin

Figur 11-5 illustrerer hvordan de ulike budsjettpunktene til netto driftsmargin påvirker verdiestimatet. Figuren viser et klart skille mellom de forskjellige budsjettpunktene. Budsjettpunktet i *steady state* er den klart største bidragsyteren til variasjonen i verdiestimatet. Dette ble også påvist gjennom forklaringsvariabelen i tabell 11-17. En endring på 1 prosentpoeng i netto driftsmargin, isolert sett, fører til en endring på ca. 29 prosent³⁸ i verdiestimatet. Dette betyr at en relativ liten endring i netto driftsmargin fører til en stor endring i verdiestimatet.

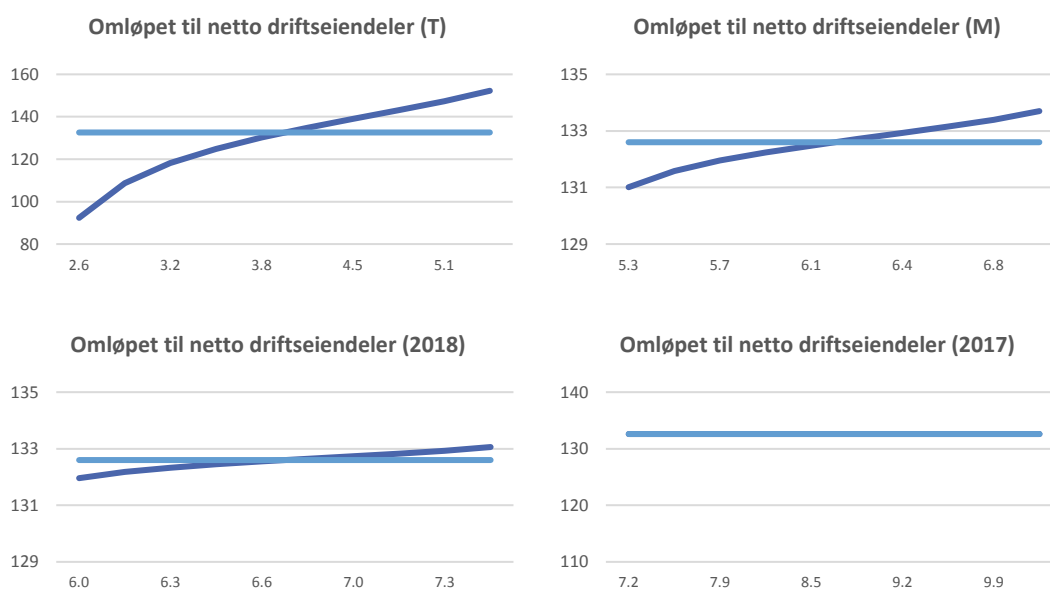


Figur 11-5 Netto driftsmargins påvirkning på verdiestimatet i budsjettpunkt 2017, 2018, M (2023) og T (2028).

³⁸ Beregning: $(132,60 - 94,63) / 132,60 = 0,2863$

11.5.3.2 Omløpet til netto driftseiendeler

Figur 11-6 fremstiller hvordan de ulike budsjettpunktene for omløpet til netto driftseiendeler, isolert sett, bidrar til variasjonen i verdiestimatet. Også her er det klart at det er variabelen i *steady state* som bidrar mest til variasjonen. Figuren viser at om omløpet til nettodriftseiendeler faller fra 3,6 til 2,6, faller også verdiestimatet fra 132,60 til 92,36. Dette tilsvarer en endring på omkring 30 prosent³⁹. Det er altså store variasjoner knyttet til punktet i *steady state*. For de andre budsjettpunktene har omløpet til netto driftseiendeler noe mindre betydning, da det er lite variasjon om det skjer endringer på kortere sikt. Det er overaskende å se at omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt M ikke har en større innvirkning på verdiestimatet da denne direkte påvirker verdien av egenkapitalen i balansen, som følge av at egenkapitalen finnes residualt. At omløpet til netto driftseiendeler i 2017 har konstant innvirkning på verdiestimatet skyldes at beregningen tar utgangspunkt i inngående balanse. Inngående balanse for 2017 tilsvarer utgående balanse for 2016.



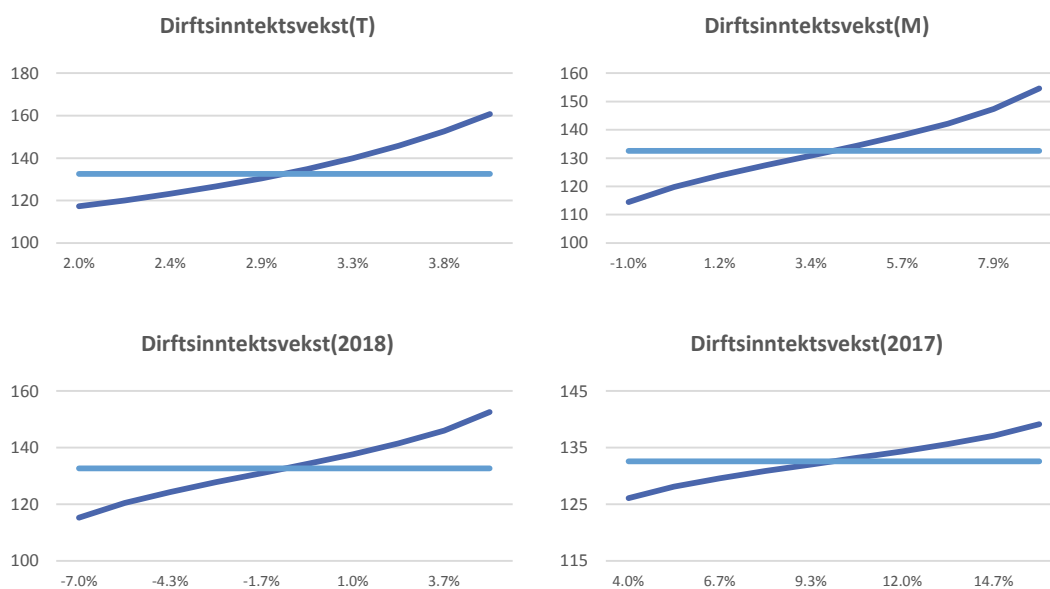
Figur 11-6 Omløpet til netto driftseiendeler påvirkning på verdiestimatet i budsjettpunkt 2017, 2018, M (2023) og T (2028).

11.5.3.3 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten i *steady state* ble påvist i tabell 11-17 å være den tredje mest kritiske faktoren for verdiestimatet. Figur 11-7 viser sensitiviteten i verdiestimatet for endringer i

³⁹ Beregning: $(132,60 - 92,36) / 132,60 = 0,3035$

driftsinntektsveksten for hvert budsjettpunkt, isolert sett. Figuren viser generelt at usikkerheten knyttet til driftsinntektsveksten kan være kritisk for verdiestimatet. Selv om budsjettpunktet i *steady state* er det mest kritiske, vil også avvik fra forventet vekst i de øvrige budsjettpunktene potensielt gi store utslag i verdiestimatet. Særlig vil omfanget av den ventede nedgangen i boligmarkedet i 2018 kunne gi betydelig utslag på estimatet. For eksempel vil en driftsinntektsvekst på -4,3 prosent, i stedet for antatte -1 prosent, gi et verdifall på mer enn 8 kroner per aksje.

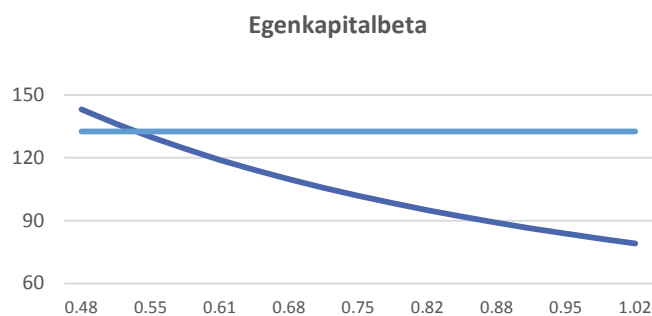


Figur 11-7 Driftsinntektsveksts påvirkning på verdiestimatet i budsjettpunkt 2017, 2018, M (2023) og T (2028).

11.5.3.4 Egenkapitalbeta

Figur 11-8 viser hvordan endringer i egenkapitalbetaen vil påvirke verdiestimatet. Et særlig interessant moment vedrørende egenkapitalbetaen, er at den vil endre seg om selskapet blir mer eller mindre syklisk enn i dag, jamfør 7.2.3. Dersom bygge- og eiendomsvirksomhet i fremtiden vil utgjøre en større del av Veidekkes virksomhet enn i dag, vil selskapet sannsynligvis bli mer eksponert mot markedssvingninger, som følge av at bygg og eiendom er mer konjunkturavhengig enn anleggsbransjen. Dersom betaen stiger med 0,1 vil dette medføre en nedgang i verdiestimatet på omkring 13 kroner per aksje. Ettersom kursutviklingen til Veidekke i perioder har hatt en tendens til å samvariere med avkastningen i markedet, er det interessant å belyse hvilken innvirkning en perfekt markedskorrelasjon ville hatt på egenkapitalverdien. Figuren nedenfor viser at en egenkapitalbeta på 1 gir et verdiestimat på omkring kr 80 per aksje. Basert på analysene i kapittel 7.2.3, virker det imidlertid usannsynlig

at en slik egenkapitalbeta vil inntreffe i nærmeste fremtid. Likevel er det meget kritisk dersom den estimerte egenkapitalbetaen faktisk viser seg å være mye lavere enn den virkelige. En slik situasjon kan indikere at de budsjetterte fremtidige kontantstrømmene i vår analyse sannsynligvis er sterkt undervurdert sammenlignet med markedets oppfatning av selskapets prestasjoner i fremtiden.

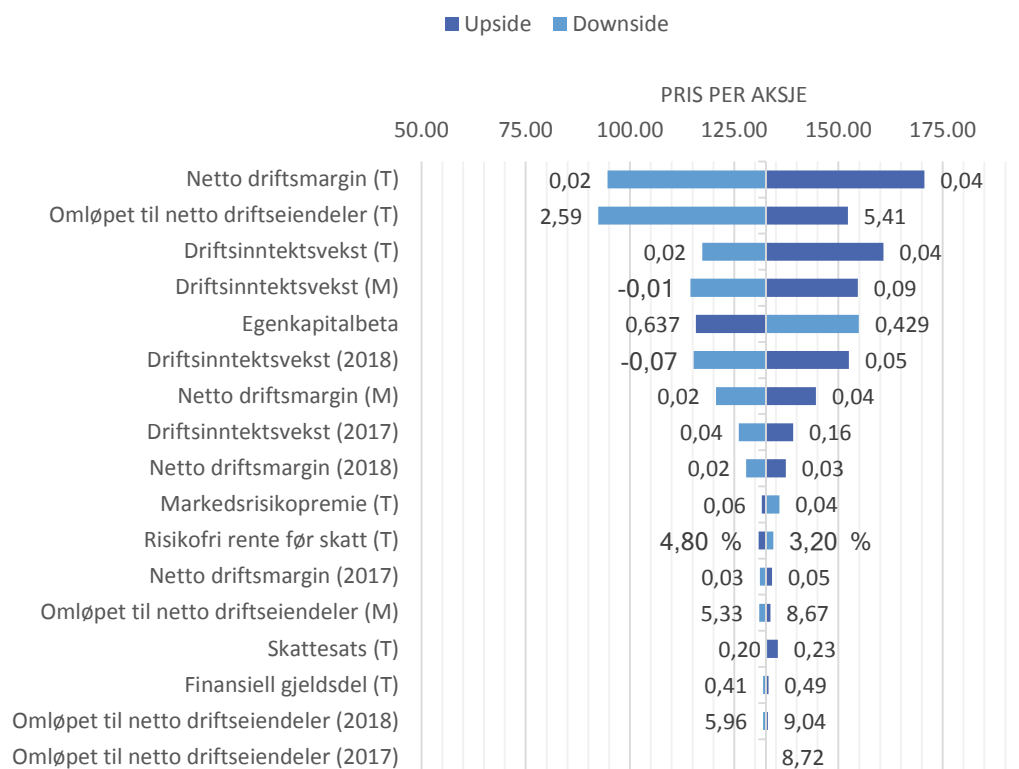


Figur 11-8 Egenkapitalbetaens påvirkning på verdiestimater.

11.5.3.5 Tornadoanalyse

Figur 11-9 viser en oppsummering av sensitivitetsanalysen gjennom en tornadoanalyse. Tornadoanalysen kommuniserer hvordan de forskjellige budsjettdriverne bidrar til variasjon i verdiestimater. Oppsiden og nedsiden i figuren er basert på det fastsatte standardavviket i kapittel 11.5.2.

Verdiestimater per aksje



Figur 11-9 De kritiske faktorenes påvirkning på verdiestimater, vist gjennom en tornadoanalyse.

11.6 Oppsummering fundamental verdivurdering

Den fundamentale verdivurderingen gav en estimert markedsverdi på egenkapitalen på kr 17 728 442 000. Veidekke hadde 133,7 millioner aksjer utestående per 31.12.2016, noe som gir et verdiestimater per aksje på kr 132,60. Ifølge Oslo Børs (u.å.) var pris per aksje per 30.12.2016 kr 123,50. Vårt verdiestimater ligger derfor noe over markedsverdien på Oslo Børs.

Det ble observert stor usikkerhet knyttet til verdiestimater. Dette skyldes at driverne i fremtidsregnskapet er utarbeidet på basis av skjønnsmessige vurderinger i sammenheng med kvalitativ og kvantitativ innsikt opparbeidet i innledende kapitler. Netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler, driftsinntektsvekst og egenkapitalbeta ble observert som de mest kritiske driverne, og det er ikke usannsynlig at andre analytikere har en annen tilnærming til hvordan eksterne og interne forhold vil innvirke på disse driverne i fremtiden.

Det er viktig å nevne at det i kapittel 9 ble foretatt forutsetninger knyttet til finansiell gjeldsrente, finansielle eiendelsrentabilitet og minoritetsrentabilitet. Disse forutsetningene kan på lik linje med andre skjønnsmessige vurderinger være feilkilder i verdiestimater. Det virker

likevel fremdeles rimelig at det over tid ikke vil foreligge noen finansieringsfordel eller -ulempe for Veidekke, verken knyttet til minoritetsinteressene eller fremmedkapital. Finansieringsfordelen ble i kapittel 8.3.5 observert til 0,37 over analyseperioden. Denne var imidlertid svært varierende i de ulike årene, noe som underbygger usikkerheten knyttet til å predikere fordeler eller ulemper gjennom finansieringen. Dette er en svakhet ved verdivurderingen. Vi mener likevel konsekvensene av dette er marginale for verdiestimatet, og at de forutsetninger som er foretatt er rimelige.

12 Relativ verddivurdering

For å supplere den fundamentale verdsettelsen av Veidekke er det ønskelig å gjennomføre en relativ verddivurdering. Dette skyldes at det er forbundet stor usikkerhet med verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

All models are wrong, but some are useful.
- George Box⁴⁰

I motsetning til den fundamentale metoden, er ikke formålet i en relativ tilnærming å predikere fremtidige kontantstrømmer, avkastningskrav og forventet vekst. Den relative metoden ser på hva lignende virksomheter omsettes for i markedet, for å avgjøre hvorvidt virksomheten er priset korrekt, eller ikke. Slike vurderinger gjøres ved hjelp av multipler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30, 221).

Metoden er særlig populær ettersom den er mindre tidkrevende enn den fundamentale. Videre kan det også argumenteres for at metoden er lettere å forstå og gir en mer oversiktlig presentasjon av verddivurderingen. På den annen side er noen av metodens styrker, også kilden til metodens svakheter. Metoden ignorerer forhold som forventet risiko, vekst og kontantstrømmer, og tar utgangspunkt i markedssituasjonen på verdsettelsestidspunktet. Dersom markedet generelt overvurderer eller undervurderer verdien til komparative virksomheter, vil dette gi en uriktig indikasjon på at verdien på selskapet en verdsetter er under- eller overvurdert (Damodaran, 2012, s. 453-454).

Kaldestad & Møller (2016, s. 221-226) foreslår at en multippelvurdering bør foregå i tre steg:

1. Estimere multipler for virksomheten.
2. Finne komparative virksomheter og estimere multipler for disse.
3. Estimere et verdiintervall basert på ulike multipler, der en tar skjønnsmessige vurderinger knyttet til hvilke multipler som bør bære størst vekt.

Damodaran (2012, s. 462-463) beskriver komparative virksomheter som virksomheter med tilsvarende kontantstrømmer, vekstpotensial og risiko som målselskapet for verddivurderingen. Optimalt sett skulle en sammenlignet med et ekvivalent selskap. Ettersom det ikke er mulig å

⁴⁰ (Kaldestad & Møller, 2016, s. 28)

tilfredsstille dette ønsket fullt ut, kan det argumenteres for å benytte virksomheter i samme bransje. Det er således nærliggende å forutsette at selskaper i samme bransje, av omtrent samme størrelse, har tilnærmet like kontantstrømmer, vekstpotensial og risiko (Damodaran, 2012, s. 462-463). Med dette som utgangspunkt anses det mest hensiktsmessig å benytte det samme utvalget av komparative virksomheter som i den fundamentale verdsettelsen. Dette utvalget består av Veidekke, NCC, PEAB og AF Gruppen, jamfør kapittel 2.3.

I den komparative metoden er det viktig at regnskapstallene er normaliserte og justerte på samme måte som i den fundamentale metoden. Det er også viktig at regnskapstallene er konsistente på tvers av virksomhetene som sammenlignes (Kaldestad & Møller, 2016, s. 236-237). Synet støttes også av Dyrnes (2004) som også peker på viktigheten av at faktorene som inngår i verdsettelsen er beregnet for samme tidsperiode. Det synes dermed rimelig å benytte normaliserte og justerte regnskap for både Veidekke og de komparative virksomhetene i den relative verdivurderingen.

12.1 Valg av multiplikatorer

Dyrnes (2004) beskriver valget av multiplikator som *to valg*. Det første innebærer å velge en *teller* som utgjør *verdigrunnlaget*, mens det andre innebærer å velge en *nevner* som *skaleringsfaktor*. I praksis finnes det tre typer multiplikatorer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 222-223):

1. Resultat- og kontantstrømbaserte multiplikatorer
2. Balansebaserte multiplikatorer
3. Ikke-finansielle multiplikatorer

Videre kan en skille mellom *egenkapitalmultiplikatorer* og *totalkapitalmultiplikatorer*. På samme måten som ved den fundamentale metoden, jamfør kapittel 11, må en ved bruk av totalkapitalmultiplikatorer trekke fra *netto rentebærende gjeld* for å finne verdien av egenkapitalen (Dyrnes, 2004).

Bruk av multiplikatorer innebærer at verdien av selskapet finnes ved å multiplisere en *skaleringsfaktor* med en *multiplikator*. Multiplikatoren baserer seg på tall både fra målselskapet og de komparative virksomhetene. Denne vil så multipliseres med skaleringsfaktoren tilhørende målselskapet (Dyrnes, 2004).

Det er lite hensiktsmessig å kategorisere multiplikatorer som gode eller dårlige. Dette skyldes at de ulike multiplikatorene har sine fordeler og ulemper, og dermed situasjonsavhengig relevans (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228).

Videre følger en presentasjon av valgte multiplikatorer.

12.1.1 Price-to-earnings

Price-to-earnings er en meget hyppig anvendt multiplikator, særlig fordi svært mange har et forhold til forholdstallet. Multiplikatoren er derfor enkel å bruke, samtidig som den enkelt kan kommuniseres. For virksomheter som har nådd en stabil vekstfase, er det rimelig at nøkkeltallet gir et godt bilde av kontantstrømmen til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228-229).

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{Nettoresultat til egenkapitalen}}$$

På den annen side er det viktig å bemerke seg at ulik kapitalstruktur mellom virksomheter som sammenlignes kan være en sterk forstyrrelsesfaktor for nøkkeltallet. Dette innebærer at to virksomheter med ekvivalent virksomhetsverdi, vil oppnå ulikt forholdstall dersom finansieringsstrukturen i virksomhetene er forskjellig (Koller, et al., 2015, s. 357-358). En annen potensiell svakhet knytter seg til ulik regnskapspraksis. Et eksempel på dette kan være ulik tilnærming til goodwillavskrivninger i regnskapet. Slike typer inkonsistens som påvirker nettoresultatet gjør selskaper mindre sammenlignbare (Kaldestad & Møller, 2016, s. 229).

Det kan argumenteres for at både Veidekke og de komparative selskapene er i moderat vekst, sett i sammenheng med vurderingene av Veidekkes livssyklusfase i kapittel 3.2.5. Dermed vil forholdstallet gi nyttig innsikt i eventuelle kontantstrømmer som vil tilfalle aksjonærene. Videre er det hovedsakelig konsistens på tvers av virksomhetene knyttet til de regnskapsprinsipper som følges. Dette skyldes særlig at alle selskapene rapporterer etter IFRS og dermed hovedsakelig følger de samme prinsippene.

Det ble observert noen ulikheter i kapitalstrukturen til Veidekke og de komparative selskapene i kapittel 6.2.2.4. Egenkapitalandelen er imidlertid ganske lik for de ulike, og kapitalstrukturen vil dermed sannsynligvis være av mindre betydning for utfallet av forholdstallet. Kaldestad & Møller (2016, s. 229) peker likevel på at forstyrrelsene fra ulike kapitalstrukturer kan utgjøre

en betydelig ulempe for forholdstallet, og foreslår at det hovedsakelig benyttes som et sekundært nøkkeltall. Dette vil tas med i betraktning under verdsettelsen i kapittel 12.3.

12.1.2 Price-to-book

Price-to-book er et forholdstall som kan benyttes for å vurdere hvorvidt en aksje er over- eller underpriset. Dette forankrer seg i at den bokførte verdien av egenkapitalen knytter seg til bokført verdi av eiendeler, som i en del tilfeller er regnskapsført til historisk kost (Damodaran, 2012, s. 455). Modellen er særlig solid der investeringer i immaterielle eiendeler er kostnadsført. Dette skyldes at slik kostnadsføring treffer historisk lønnsomhet og reflekteres i markedsverdien av egenkapitalen, mens den bokførte verdien av egenkapitalen samtidig blir undervurdert.

$$\frac{Price}{Book} = \frac{Markedsverdi\ av\ egenkapitalen}{Bokført\ verdi\ av\ egenkapitalen}$$

At forholdstallet baserer seg på bokført verdi av egenkapitalen gjør det mindre relevant for selskaper med en stor andel immaterielle eiendeler. Dette angår i liten grad Veidekke. Metoden er svært enkel å bruke og gir en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. Dette betyr at dersom selskapet har en høy P/B indikerer dette at markedet forventer at selskapet er i stand til å skape merverdier på selskapets eiendeler. Motsatt, om selskapet har en P/B under 1 gir dette signaler om svak lønnsomhet ettersom det foreligger en mindre verdi (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233). På samme måte som med price-to-earnings, tar også price-to-book utgangspunkt i selskapets egenkapital. Dette innebærer at selskaper med lik drift, men ulik finansieringsstruktur, ikke bør ha lik P/B-multiplikator (Dyrnes, 2004).

Essensielle faktorer som bestemmer price-to-book er egenkapitalrentabilitet, avkastningskrav og langsiktig vekst. Kaldestad & Møller (2016, s. 234) forklarer sammenhengen slik:

$$\frac{Price}{Book} = \frac{ekr - vekst}{ekk - vekst}$$

Sett i sammenheng med lønnsomhetsanalysen i kapittel 8, gir multiplikatoren uttrykk for et selskaps strategiske posisjon. Dersom forholdstallet er høyt indikerer dette at selskapet ventes å ha en strategisk fordel (avkastning utover kravet) over en lengre periode. Den strategiske fordelingen kan skyldes at det foreligger en bransjefordel, eller at selskapet besitter en ressursfordel (konkurransefortrinn) (Kaldestad & Møller, 2016, s. 234).

12.1.3 Enterprise value-to-EBITDA

EV/EBITDA er en total kapital-multiplikator som de siste to tiårene har vært svært populær blant analytikere. Multiplikatoren er mer egnet for å sammenligne selskaper med ulik finansieringsstruktur enn andre resultatbaserte multiplikatorer (Damodaran, 2012, s. 500-501). Ved å benytte driftsresultat før avskrivninger unngår en ulikheter som skyldes forskjellig avskrivningsprofil og goodwill. I tillegg vil ikke tilfeldige finansinntekter tas med i vurderingen. Dermed er forholdstallet godt egnet for å sammenligne den underliggende driften i virksomhetene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). På denne måten er multiplikatoren meget praktisk for bransjer der det gjøres store investeringer i infrastruktur som ikke umiddelbart gjør seg synlig i resultatregnskapet (Damodaran, 2012).

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

At EBITDA benyttes fører imidlertid til at behov for større oppgraderinger av maskinparken ignoreres. Dermed bør multiplikatoren benyttes sammen med andre multipler slik at et eventuelt investeringsbehov tas hensyn til i verdiesimatet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231-232).

12.1.4 Enterprise value-to-sales

EV/Sales er også en total kapital-multiplikator. Denne metoden lar seg også benyttes når en skal sammenligne selskaper som går med underskudd. Så lenge en kjenner målselskapets og bransjens kostnadsstruktur forteller denne metoden noe om effektiviteten eller hvilket potensial som finnes (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231).

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Salg}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Metoden vil gi en noe grov sammenligning og bør ofte benyttes som en sekundær multipl. Dette skyldes at den forutsetter at målselskapet og sammenligningsselskapene har samme margin, noe som ofte er lite sannsynlig (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231).

I vårt tilfelle, om en ser på historisk analyse, har selskapene vi sammenligner tilnærmet like marginer gjennom analyseperioden. Dette gjør at metoden vil gi et bedre estimat her enn det den ville gjort i andre bransjer. Dette vil tas med i betraktning ved vektingen av de ulike multiplikatorene.

12.2 Relativt verdiestimat

Vi har til nå beskrevet de sammenlignbare virksomhetene og valgt de bestemte multiplene som legges til grunn for den relative verdivurderingen. Videre vil det foretas en beregning av de ulike multiplikatorene for hver av virksomhetene, før vi avslutningsvis kommer med et verdiestimat per aksje for Veidekke.

Som nevnt innledningsvis er formålet med den relative verdivurderingen å undersøke hvorvidt selskapets egenkapital er over- eller undervurdert relativt til selskaper med lik drift. Kaldestad & Møller (2016, s. 224-225) peker på viktige vurderinger knyttet til behandlingen av innhentede multiplikatorer. En viktig vurdering knytter seg til om en bør benytte justert gjennomsnitt, ujustert gjennomsnitt, median eller mest sammenlignbare selskap for å avgjøre hvilken multiplikator som skal danne grunnlaget for verdiestimatet. Det nevnes videre at et ujustert gjennomsnitt er det beste valget der en har tilgang på bransjetall, men at andre metoder kan være egnet dersom en har begrenset datagrunnlag.

Selv om vi ikke har tilgang til bransjetall, har vi sett at de valgte komparative selskapene har meget lik drift som Veidekke. Det er i all hovedsak vanskelig å skille driften i selskapene fra hverandre, med få unntak, noe som gjør det utfordrende å anse noen av selskapene som mer relevante enn andre. Damodaran (2012, s. 463) nevner at en bør foreta subjektive vurderinger knyttet til hva som kan skyldes eventuelle avvik mellom målselskapets multiplikatorer og gjennomsnittet i de komparative selskapene. En slik vurdering bør ta utgangspunkt i om avviket skyldes ulike forventninger til vekst, risiko eller kontantstrømmer.

En viktig forskjell mellom virksomhetene er at PEAB og NCC er notert på Stockholm-børsen, mens Veidekke og AF Gruppen er notert på Oslo Børs, jamfør kapittel 2. Dette kan føre til at virksomhetene er verdsatt på ulike grunnlag og ulike vekstanslag. Derfor er det også ønskelig å inkludere Veidekke i utvalget, slik at det ikke er overvekt av selskaper som er notert i et annet marked enn målselskapet. At AF Gruppen har virksomhetsområder som avviker fra resten av utvalget kan også potensielt skape *støy* i verdiestimatet.

Ved å benytte et ujustert gjennomsnitt, vil en ukritisk inkludere alle mulige uteliggere. I noen sammenhenger kan det dermed være rimelig å begrense *ekstreme uteliggere* i verdiestimatet. Vi anser dette nødvendig ettersom ingen av virksomhetene i utvalget er perfekt sammenlignbare med Veidekke og en dermed ikke kan utelukke ulikheter. Dermed vil det for alle multipler beregnes ujustert gjennomsnitt og median, selv om median vil benyttes i

verdiestimatet. Dette skyldes at medianen vil begrense estimatets sensitivitet for *ekstreme uteliggere* og sannsynligvis gi en riktigere multipl, som følge av at vi ikke har tilgang på bransjetall.

12.2.1 Verdiestimat price-to-earnings

Det er en særlig svakhet i modellen at denne ikke tar hensyn til ulik kapitalstruktur mellom selskapene, jmfør 12.1.1. Observasjon av selskapenes kapitalstruktur viser at PEAB har en særlig ulik struktur sammenlignet med de øvrige selskapene. Det anses derfor rimelig å utelukke PEAB fra beregningen av egenkapitalmultiplikatorer som P/E og P/B.

Tabell 12-1 illustrerer *price-to-earnings*-multiplikatoren til Veidekke og de komparative selskapene. Tabellen viser at Veidekke og AF-gruppen har større multiplikator enn de øvrige selskapene. Gjennomsnittlig P/E-multiplikator uten PEAB er 18,65, mens medianen er 20,34. Både gjennomsnittet og medianen er mye høyere enn gjennomsnittlig P/E på Oslo Børs på 8,87 (E24, 2011). Den store forskjellen kan skyldes at markedet har større forventninger til selskapene i bransjeutvalget enn for øvrige bransjer i markedet. Medianen er noe høyere enn gjennomsnittet. Dette skyldes at NCC oppnår en mye lavere multiplikatorer enn de norske selskapene, noe som trekker gjennomsnittet ned.

P/E-multiplikator	Veidekke	NCC	PEAB	Afgruppen	Gjennomsnitt	Median	Eget estimat
Markedsverdi egenkapital	16 511,95	17 290,06	19 897,53	14 462,75			17 675,26
Nettoreultat til egenkapital	801	1 154	1 620	711			801
P/E-Multiplikator	20,61	14,99	12,28	20,34	18,65	20,34	22,07

Tabell 12-1 P/E-multiplikator for Veidekke og de komparative selskapene i 2016. PEAB er utelukket fra gjennomsnitt og median. Medianen er den midterste observasjonen i en tallrekke i stigende rekkefølge.

Tabellen viser også at estimatet i den fundamentale verddivurderingen, jmfør kapittel 11, gir en noe høye P/E-multiplikator enn medianen. Dette kan indikere at verdiestimatet i den fundamentale analysen er noe optimistisk og peker på usikkerheten som ligger til grunn for verdiestimatet. På den annen side kan det bety at investorene i markedet har en annen forventning til fremtiden enn det vi har konkludert med gjennom den strategiske analysen i kapittel 4. Det er mye usikkerhet knyttet til makroøkonomiske faktorer i fremtiden, og en ulik oppfatning mellom investorer er ikke urimelig. Verdien av egenkapitalen kan videre bergenes ved å benytte nettoreultat til egenkapitalen som *skaleringsfaktor*.

Tabell 12-2 fremstiller et verdiestimat gjennom price-to-earnings på kr 121,88 per aksje. En ser at verdiestimatet er noe høyere enn det ville blitt dersom gjennomsnittet ble benyttet. Dette kan begrunnes med at en tar hensyn til *ekstreme uteliggere* ved å benytte medianen.

Verdiestimat P/E	Gjennomsnitt	Median
P/E multiplikator	18,65	20,34
Nettoreultat til EK	801	801
Egenkapitalverdi	14 937,58	16 295,54
Antall aksjer	133,70	133,70
Verdiestimat per aksje P/E	111,72	121,88

Tabell 12-2 Verdiestimat per aksje i 2016 basert på P/E-multiplikator.

12.2.2 Verdiestimat price-to-book

Det historiske gjennomsnittet for price-to-book blant selskaper på Oslo Børs er 1,76 (E24, 2011). Dette indikerer at virkelig verdi av egenkapitalen hos det gjennomsnittlige selskap på Oslo Børs er 76 prosent høyere enn bokført verdi. Beregningen i tabell 12-3 viser at Veidekke og de komparative selskapene ligger godt over gjennomsnittet på Oslo Børs. Den store forskjellen indikerer at det foreligger en relativt betydelig bransjefordel. Samtidig er det verdt å merke seg at Veidekke har en lavere multiplikator enn gjennomsnittet i bransjen, noe som videre indikerer at det kan foreligge en antatt ressursulempet i fremtiden for selskapet relativt til bransjen. Det minnes om at PEAB ikke inngår i beregningen grunnet ulik kapitalstruktur, jmfør 12.2.1.

En kan se av tabellen under at bruken av median nøytraliserer verdiestimatet noe, slik at driftsmessige ulikheter mellom Veidekke og øvrige selskaper tas høyde for i estimatet. Særlig har AF Gruppen en høy multiplikator som det er viktig å begrense effekten av. En eventuell konsekvens ved å benytte gjennomsnittet kan være at enkeltfaktorer blir svært utslagsgivende i verdiestimatet. Ettersom det ofte er sterk usikkerhet knyttet til enkeltfaktorer er dette en situasjon det er ønskelig å unngå for at verdiestimatet skal være så relevant som mulig.

P/B-Multiplikator	Veidekke	NCC	PEAB	Afgruppen	Gjennomsnitt	Median	Eget estimat
Markedsverdi egenkapital	16 511,95	17 290,06	19 897,53	14 462,75			17 675,26
Bokført egenkapital	3 286	5 162	8 720	1 680			3 286
P/B-Multiplikator	5,02	3,35	2,28	8,61	5,66	5,02	5,38

Tabell 12-3 P/B-multiplikator for Veidekke og de komparative selskapene i 2016. PEAB er utelukket fra gjennomsnitt og median. Medianen er den midterste observasjonen i en tallrekke i stigende rekkefølge.

Oppsummert viser tabell 12-4 at verdivurderingen gjennom price-to-book gir et verdiestimat på kr 123,50 per aksje. Dette er noe lavere enn estimatet fra den fundamentale analysen i kapittel 11.

Verdiestimat P/B	Gjennomsnitt	Median
P/B multiplikator	5,66	5,02
Bokført egenkapital	3 286,00	3 286,00
Egenkapitalverdi	18 602,22	16 511,95
Antall aksjer	133,70	133,70
Verdiestimat per aksje P/B	139,13	123,50

Tabell 12-4 Verdiestimat per aksje i 2016 basert på P/B-multiplikator.

12.2.3 Verdiestimat enterprise-to-EBITDA

Tabell 12-5 fremstiller *enterprise value-to-EBITDA*-multiplikatoren for Veidekke og de komparative selskapene. Også her oppnår Veidekke og AF-gruppen en høyere multiplikator enn snittet. Dette kan skyldes at investorene på det norske markedet har et mer optimistisk syn knyttet til selskapenes muligheter i fremtiden, enn hva investorene på det svenske markedet har. Selv om det er særlig forskjell mellom de norske og de svenske selskapene er det ingen enkeltfaktorer som skiller seg særlig ut. Dette kan skyldes at multiplikatoren er robust for ulikheter i kapitalstruktur og dermed ikke skiller selskapene på dette punktet.

Et særlig interessant spørsmål er hvorvidt det er rimelig at markedene forventer ulikt vekstpotensial for de ulike selskapene. Det er ingen umulighet at norske investorer er mer optimistiske med tanke på fremtiden, enn de svenske investorene, og at dette gir utslag i multiplikatorene. En interessant hypotese i denne forbindelse er at investorene på det svenske markedet frykter større negative konsekvenser for boligmarkedet enn investorene på det norske markedet. Et slikt tilfelle kan være rimelig og i tråd med antakelsene i kapittel 4.2.2.3, der det ble observert at de svenske boligprisene har vist voldsom utvikling den siste tiden, noe som indikerer større fare for resesjon. Det faktum at selskapene i utvalget i stor grad operer i de samme markedene, og på tvers av landegrenser, impliserer at alle selskaper er eksponert for utviklingen i både det svenske og det norske boligmarkedet.

Ettersom det ikke er enkeltfaktorer som skiller seg særlig ut blant multiplikatorene, er det lite som skiller gjennomsnittet og medianen i tabell 12-5. Medianen på 10,52 er mye lavere enn Veidekkes multiplikator på 12,76. Også multiplikatoren basert på det fundamentale verdiestimatet på 13,64 er særlig høyere enn medianen, noe som igjen peker på den usikkerhet som ligger i verdiestimatet.

EV/EBITDA-Multiplikator	Veidekke	NCC	PEAB	Afgruppen	Gjennomsnitt	Median	Eget estimat
Markedsverdi egenkapital	16 511,95	17 290,06	19 897,53	14 462,75			17 675,26
Minoritetsinteresse	179	12	0	270			179
Netto finansiell gjeld	143	1 181	2 963	408			143
Enterprise Value	16 834	18 484	22 860	15 141			17 997
EBITDA	1 319	1 993	2 782	1 287			1 319
EV/EBITDA-Multiplikator	12,76	9,27	8,22	11,76	10,50	10,52	13,64

Tabell 12-5 EV/EBITDA-multiplikator for Veidekke og de komparative selskapene i 2016. Medianen er den midterste observasjonen i en tallrekke i stigende rekkefølge, og er derfor beregnet som gjennomsnittet av AF Gruppen og NCC sin multiplikator.

Tabell 12-6 viser verdierestimater per aksje gjennom EV/EBITDA. Som en kan se av tabellen oppnår Veidekke en verdi per aksje på kr 101,37. Dette er et relativt stort avvik sett relativt til vårt verdierestimater fra den fundamentale verdivurderingen, og markedsverdien på Oslo Børs per 31.12.2016.

Verdiestimater EV/EBITDA	Gjennomsnitt	Median
EV/EBITDA multiplikator	10,50	10,52
EBITDA	1 319,35	1 319,35
Minoritetsinteresse	179,00	179,00
Netto finansiell gjeld	143,03	143,03
Egenkapitalverdi	13 534,40	13 552,87
Antall aksjer	133,70	133,70
Verdiestimater per aksje EV/EBITDA	101,23	101,37

Tabell 12-6 Verdiestimater per aksje for Veidekke i 2016 basert på EV/EBITDA-multiplikator.

12.2.4 Verdiestimater enterprise value-to-sales

Tabell 12-7 fremstiller *enterprise value-to-sales* multiplikatorer for Veidekke og de komparative selskapene. Det observeres store variasjoner mellom selskapene, der AF Gruppen fremstår som *ekstrem uteligger* med en multiplikator på 1,27. Dette er mer enn dobbelt så høyt som Veidekke, som oppnår en multiplikator på 0,59. Som beskrevet tidligere er marginforskjellene mellom selskapene små og nokså konstante over tid.

Likevel foreligger det andre forskjeller mellom selskapene. Særlig er det en vesentlig forskjell forbundet med de ulike selskapers størrelse på driftsinntektene. Det observeres at NCC, som største selskap, har omkring 5 ganger så store driftsinntekter som AF Gruppen. Dermed er det liten tvil om at det er viktig å justere for *ekstreme uteliggere* i estimatet ved å benytte medianen.

EV/Salg-Multiplikator	Veidekke	NCC	PEAB	Afgruppen	Gjennomsnitt	Median	Eget estimat
Markedsverdi egenkapital	16 511,95	17 290,06	19 897,53	14 462,75			17 675,26
Minoritetsinteresse	179	12	0	270			179
Netto finansiell gjeld	143	1 181	2 963	408			143
Enterprise Value	16 834	18 484	22 860	15 141			17 997
Driftsinntekter	28613	51 960	45 484	11876			28613
EV/Salg-Multiplikator	0,59	0,36	0,50	1,27	0,68	0,55	0,63

Tabell 12-7 EV/Salg-multiplikator for Veidekke og de komparative selskapene i 2016. Medianen er den midterste observasjonen i en tallrekke i stigende rekkefølge, og er derfor beregnet som gjennomsnittet av PEAB og Veidekke sin multiplikator.

Tabell 12-8 viser beregningen av verdiesimat per aksje gjennom enterprise value-to-sales-forholdet. Her oppnår Veidekke en verdi per aksje på kr 114,33. Dette er et lavere verdiesimat enn vi fant i den fundamentale verdivurderingen, men også lavere enn markedsverdien på Oslo Børs (u.å.) per 30.12.2016 på 123,50. En kan tydelig se effekten av å benytte medianen fremfor gjennomsnittet. Dersom en hadde benyttet gjennomsnittet som utgangspunkt ville verdiesimatet blitt 143,20, noe som er 25 prosent⁴¹ høyere enn ved medianen. Den store forskjellen illustrerer viktigheten av å gjøre rimelighetsvurderinger av estimatene, der en justerer for enkeltfaktorer som får særlig stor innvirkning på verdiesimatet.

Verdiesimat EV/Salg	Gjennomsnitt	Median
EV/Salg multiplikator	0,68	0,55
Driftsinntekt	28 613,00	28 613,00
Minoritetsinteresse	179,00	179,00
Netto finansiell gjeld	143,03	143,03
Egenkapitalverdi	19 146,01	15 285,40
Antall aksjer	133,70	133,70
Verdiesimat per aksje EV/Salg	143,20	114,33

Tabell 12-8 Verdiesimat per aksje i 2016 basert på EV/Salg-multiplikator

12.3 Verdiesimat etter relativ verdivurdering

Tabell 12-9 viser det endelige verdiesimatet ved den relative verdivurderingen.

Metode	Vekt	Verdiesimat
P/E	20 %	111,72
P/B	20 %	123,50
EV/EBITDA	30 %	101,37
EV/Salg	30 %	114,33
Gjennomsnitt	100 %	111,75

Tabell 12-9 Endelig relativt verdiesimat per aksje for Veidekke i 2016.

⁴¹ Beregning: $\frac{143,2}{114,33} = 1,2525$

Tabellen ovenfor viser at de ulike multiplene gir noe variasjon i verdiestimatet. *Enterprise value-to-EBITDA* gir det laveste estimatet, mens *price-to-book* gir det høyeste. Generelt vil de ulike multiplene vektlegges etter relevans for selskapene i utvalget.

Egenkapital-multiplene forutsetter implisitt at selskapene har indifferent finansieringsstruktur. Vi vil derfor ta høyde for denne svakheten ved å vekte egenkapital-multiplene noe lavere. Dette er i tråd med Dyrnes (2004) sine bemerkninger. De tiltak som ble foretatt gjennom verdivurderingen anses nødvendig for å få et rimelig verdiestimat. Dette knytter seg særlig til bruk av median fremfor gjennomsnitt for å utelukke *ekstreme uteliggere*. Grunnet svært avvikende finansieringsstruktur, sammenlignet med bransjen, ble også PEAB utelatt fra egenkapital-multiplene. Egenkapitalmultiplene vektlegges derfor med 40 prosent.

Det faktum at selskapskapital-multiplene er robuste for ulik kapitalstruktur gjør at disse sannsynligvis gir et mer presist verdiestimat. Selskapskapital-multiplene vektlegges med 60 prosent.

Likevel er det viktig å påpeke at det er stor usikkerhet forbundet med verdiestimatene. Det er ikke ukjent at selskapene ikke er direkte sammenlignbare, og det kan potensielt foreligge mange mulige feilkilder. Dermed er det ikke videre åpenbart at alle multiplene er representative på tvers av selskapene. Den relative verdivurderingen kan imidlertid fungere som en robusthetstest for verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen.

Det endelige verdiestimatet fra den relative verdivurderingen er **kr 111,75** per aksje.

Det lave verdiestimatet understreker den sterke usikkerheten i det fundamentale verdiestimatet, og kan være en indikasjon på at vi var for optimistiske med tanke på Veidekkes fremtid. På den annen side kan det også indikere at de estimerte avkastningskravene i den fundamentale verdivurderingen, ikke samsvarer med investorenes forventninger om fremtiden. Særlig ble det observert i kapittel 11.5.3.5 at verdiestimatet er særlig sensitivt for endringer i egenkapitalbeta.

13 Oppsummering og handlingsstrategi

I dette kapitlet vil vi oppsummere de mest sentrale funnene i utredningen. Disse danner grunnlaget for det endelige verdiestimatet på Veidekkes egenkapital per 31.12.2016. Avslutningsvis vil konklusjonen presenteres gjennom en handlingsstrategi. Handlingsstrategien er et forslag basert på kvalitativ og kvantitativ innsikt opparbeidet gjennom utredningen.

13.1 Oppsummering

Som hovedmetode for verdivurderingen, ble det argumentert for at en fundamental metode ville gi det beste grunnlaget for å estimere verdien av Veidekkes egenkapital. Gjennom en antakelse om at innsikt i historisk informasjon gir et grunnlag for å si noe om fremtiden, ble selskapets omgivelser kartlagt og vurdert, for å gi indikasjoner på selskapets fremtidige eksterne og interne omgivelser.

I kapittel 4 ble det kartlagt og analysert en rekke trender i selskapets og bransjens omgivelser. Særlige funn knytter seg blant annet til et historisk lavt rentenivå som sannsynligvis vil bevege seg mot et mer *normalt* nivå i fremtiden; en særdeles aggressiv boligprisutvikling i Norge og Sverige, som potensielt kan føre til økonomisk resesjon på kort sikt; og et stadig større behov for offentlige investeringer i infrastruktur på det skandinaviske markedet, der det grønne skiftet og sterk befolkningsvekst står særlig sentralt. Faktorene er benyttet aktivt for å komme frem til verdiestimatet.

Videre ble det i kapittel 5 foretatt omgruppering av regnskapet for å skille ut unormale poster i resultatregnskapet, allokering av balanseposter til netto driftskapital og sysselsatt kapital, og omgruppering av kontantstrøm. På denne måten ble regnskapet i større grad egnet for analyseformål. Kostnadsført operasjonell leasing ble kapitalisert for både målselskapet og de komparative selskapene. Hensikten var å få et mer korrekt bilde av virksomhetenes balanse.

Den kvantitative analysen fant sted i kapittel 6, 7 og 8, der hovedemnene knyttet seg til risiko, historisk avkastningskrav og lønnsomhet. Etter å ha kartlagt Veidekkes likviditets- og soliditetsrisiko, ble selskapet gjennom en totalvurdering vurdert til BBB på *Standard & Poors'* skala. Dette innebærer en estimert konkursrisiko på 0,3 prosent, noe som la grunnlaget for å videre utarbeide avkastningskrav for selskapets kreditorer. Tidsvektet avkastningskrav for netto driftskapitalen ble estimert til 4,7 prosent, mens egenkapitalkravet landet på 5,1 prosent.

Analyse av selskapets superprofitt viste at bransjeutvalget hadde en bransjefordel på 10,42 prosent, mens selskapet hadde en intern ressursfordel på 9,25 prosent. Etter *gearing* viste analysen at Veidekke hadde en gjennomsnittlig tidsvektet superprofitt til egenkapitalen på 25,69 prosent i perioden 2008-2016.

Kapittel 9 og 10 omfatter utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav for selskapet. Basert på historiske og antatte fremtidige trender, ble fremtidsregnskap og tilhørende krav utarbeidet. Det ble konkludert med at bransjeutvalget ville utligne selskapets ressursfordel over tid, mens bransjefordelen også ville reduseres i noen grad på lang sikt. Førstnevnte ble begrunnet med at konkurransekraftene ofte viser seg å føre til *mean reversion* over tid, mens sistnevnte ble basert på en antakelse om at bransjeomgivelsene gradvis ville forandre seg. Et særlig relevant forhold knyttet til dette, er anleggsbransjens antatte vekst i forhold til boligmarkedet. Selskapets superprofitt til egenkapitalen ble dermed fastsatt til 7,9 prosent i *steady state*.

Markedsverdien på Oslo Børs (u.å.) per 30.12.2016 viste kr 123,50 per aksje. Det endelige verdiestimatet gjennom den fundamentale verdivurderingen ble beregnet til kr 132,20 per aksje. Estimater impliserer, isolert sett, at markedsverdien til Veidekke er undervurdert. Ettersom verdiestimatet tar utgangspunkt i en rekke skjønsmessige vurderinger, var det nødvendig å undersøke usikkerheten i estimatet nærmere. Simulerings- og sensitivitetsanalyser viste at det er knyttet sterk usikkerhet til verdiestimatet, og at dette særlig knytter seg til sentrale verdidrivere som netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler, driftsinntektsvekst og egenkapitalbeta.

Grunnet stor usikkerhet i verdiestimatet var det videre hensiktsmessig å kartlegge estimatets robusthet. Dette ble gjort ved å gjennomføre en relativ verdivurdering av egenkapitalen. Den relative verdivurderingen ga et verdiestimat per aksje på kr 111,75. Dette viser at det knytter seg sterk usikkerhet til verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen.

13.2 Handlingsstrategi

Formålet med utredningen var å finne verdien av Veidekkes egenkapital per 30.12.2016. Gjennom grundige analyser og overveielser, både kvalitative og kvantitative, er det forsøkt å legge et rimelig grunnlag for å ta stilling til problemstillingen.

Det er forbundet stor usikkerhet med begge verdiestimatene i utredningen. Den fundamentale verdivurderingen er basert på relativt grundige analyser, mens den relative verdivurderingen har en mer supplerende rolle. Sistnevnte egner seg derfor mer som en robusthetstest for den fundamentale metoden.

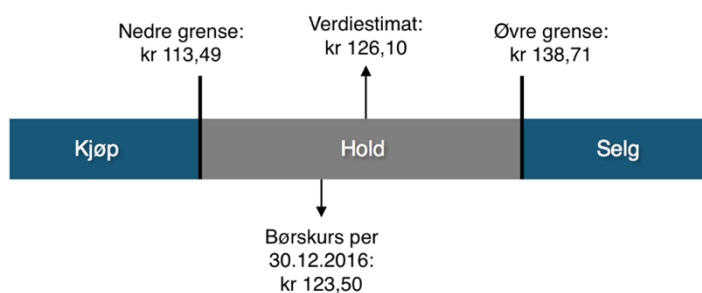
Det anses hensiktsmessig å justere verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen noe, selv om estimatet etter vår mening gir et rimelig bilde på verdien av selskapet. Usikkerheten i metodene tatt i betraktning, velger vi å vektlegge den fundamentale verdivurderingen med 70 prosent, og den relative verdivurderingen med 30 prosent. Vi velger denne fordelingen ettersom den fundamentale verdivurderingen er grundigere gjennomført enn den relative. Likevel anerkjenner vi at den relative metoden, samt simulerings- og sensitivitetsanalysene, avdekker stor usikkerhet i verdiestimatet, og ilegger denne derfor noe vekt.

Endelig verdiestimat på Veidekkes egenkapital per 31.12.2016.

$$0,70 * 132,20 + 0,30 * 111,75 = 126,10$$

kr 126,10 per aksje

Med grunnlag i det endelige verdiestimatet, kan vi nå utlede en handlingsstrategi. På bakgrunn av usikkerheten i verdiestimatet er det hensiktsmessig å benytte et avvik på +/- 10 prosent. Dette gjør at aksjen har en hold-anbefaling i intervallet [113,49;138,71]. Om børskursen overstiger øvre grense i intervallet oppstår en kjøpsanbefaling. På samme måte utløses en salgsanbefaling der børskursen er lavere enn nedre grense. Figur 13-1 illustrerer handlingsstrategien for Veidekkeaksjen. Veidekkes aksjekurs per 30.12.2016 var kr 123,50 per aksje, noe som ligger innenfor intervallet. På bakgrunn av dette vil vi konkludere med en hold-anbefaling.



Figur 13-1 Handlingsstrategi for Veidekke-aksjen.

Figuroversikt

Figur 2-1 Veidekkes kursutvikling mot OSEBX i perioden 2008-2016, med referanseverdi 100. Mørkeblå farge = Veidekke, Lyseblå farge = OSEBX. Data er hentet fra Thomson Reuters Datastream.	7
Figur 2-2 Totalomsetning i Veidekkes entreprenørvirksomhet i perioden 2012-2016 (Veidekke, 2017b)	8
Figur 2-3 Totalomsetning i Veidekkes eiendomsvirksomhet i perioden 2012-2016 (Veidekke, 2017b).	8
Figur 2-4 Totalomsetning i Veidekkes industrivirksomhet i perioden 2011-2015 (Veidekke, 2017b).	9
Figur 2-5 Verdi av produksjonen i bygge- og anleggsmarkedet i perioden 2005-2016, med videre prognostisert utvikling fra 2016-2018 (Prognosesenteret, 2016).	11
Figur 2-6 Investeringer i skandinaviske B/A-markedet 2000-2017. Milliarder kroner i faste 2016-priser. Konjunkturrapport 2016: Veidekke, DST, SSB og SCB. (Veidekke, 2016a)	12
Figur 2-7 Nominell prisendring i norske boligpriser i perioden 2004-2017. Tallene er sesongjusterte (Eiendom Norge, FINN, & Eiendomsverdi AS, 2017a, s. 5).	15
Figur 3-1 Faser i virksomheters livssyklus (Damodaran, 2012, s. 645)	29
Figur 4-1 Relevante omgivelser for selskapers strategiske posisjon i markedet. Fritt etter Johnson, Scholes & Whittington (2012, s. 20)	33
Figur 4-2 Historisk utvikling fra 2008-2016 og prognoser fra 2016-2020 for investeringer i sentrale næringer i norsk økonomi. Q1 indikerer første kvartal i tilhørende år. Figuren viser en indeks med bestemt referanseverdi 100. Data er hentet fra Statistisk sentralbyrå, Thomson Datastream, og DNB Markets (DNB Markets, 2017)	37
Figur 4-3 Historisk utvikling fra 2015-2016 og prognoser fra 2017-2020 for foliorenten/styringsrenten i Norge. PPR 4/16 referer til pengepolitisk rapport 4/16 (Norges Bank, 2016a). Data er hentet fra Thomson Datastream, Norges Bank og DNB Markets (DNB Markets, 2017).	38
Figur 4-4 Historisk utvikling fra 2016-2017 og prognoser fra 2017-2020 for foliorenten/styringsrenten i Sverige. RB indikerer Riksbankens anslag, mens Q indikerer kvartal. Data er hentet fra Thomson Datastream og DNB Markets (DNB Markets, 2017).	39
Figur 4-5 – Reell historisk boligprisindeks med referanseverdi 100 i perioden 2003-2016. Tallene er sesongjusterte (Meld. St. 1, 2016-2017)	44
Figur 4-6 Boligmarkedets syklus. Data er hentet fra Mueller, Real Estate Finance, 1995 (Nicolais, u.å.).	45
Figur 4-7 Registrert ledighet i Norge i perioden desember 2011-desember 2016.	47
Figur 4-8 Utvikling i arbeidsledighet, i Norge, Sverige, USA, UK og Euroområdet, i prosent i perioden 2008-2016.	47
Figur 4-9 Porters five forces-modell. Fritt etter Grant (2013, s. 65)	52
Figur 4-10 Oppsummering Porters five forces for BAE-næringen.	59
Figur 4-11 Kart over selskapers samlede interne ressurser fordelt på finansiell og intellektuell kapital (Roos, et al., 2010, s. 106)	60
Figur 4-12 Verdiskapende samspill mellom Veidekkes entreprenør- og eiendomsvirksomhet i byggeprosessen (Veidekke, 2016b).	62
Figur 4-13 Oppsummering av staretgisk analyse gjennom SWOT, fritt etter Johnson, et al. (2012, s. 68).	69
Figur 5-1 – Regnskapsanalysen i tre steg. Fritt etter Knivsflå (2017i).	70
Figur 5-2 Kilder til fullstendig nettoresultat. Fritt etter Knivsflå (2017g)	77

Figur 5-3 Sammenheng mellom resultat før skatt, eiendeler og finansiering (Knivsfå, 2017g)	77
Figur 5-4 Fra total kapital til sysselsatt kapital, fritt etter Petersen (2017, s. 114).	89
Figur 5-5 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital, fritt etter Petersen (2017, s. 114-115)	91
Figur 6-1 Rammeverk for analyse av forholdstall. Tall som står i parentes indikerer kapittelnummer for hvert emne. Fritt etter Knivsfå (2017e).	99
Figur 6-2 Likviditetsgrad 1 til Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016	105
Figur 6-3 Utvikling i likviditetsgrad 2 for Veidekke og bransjeutvalget i perioden 2008-2016	106
Figur 6-4 Veidekkes og bransjens egenkapitalandel i perioden 2008-2016	109
Figur 6-5 Rentedekningsgrad for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.	110
Figur 6-6 Utvikling i finansiell gjeldsdekningsgrad for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016	111
Figur 6-7 Utvikling i netto driftsrentabilitet i perioden 2008-2016	114
Figur 7-3 Regresjonanalyse av avkastningen til Veidekke mot avkastningen til MSCI.	124
Figur 8-1 DU PONT-modellen fritt etter Petersen, et al. (2017, s. 139-182), Penman (2013, s. 364-382) og Knivsfå (2017m).	135
Figur 8-2 Utvikling i netto driftsmargin for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.	143
Figur 8-3 Utvikling i produksjonskostnader som andel av driftsinntektene for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016	144
Figur 8-4 Utvikling i lønnskostnader som andel av driftsinntektene for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.	145
Figur 8-5 Utvikling i andre driftskostnader som andel av driftsinntektene for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.	146
Figur 8-6 Utvikling i avskrivninger som andel av driftsinntektene for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.	146
Figur 8-7 Utvikling i omløpshastighet på netto driftseiendeler for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016	148
Figur 8-8 Utvikling i finansiell gjeldsrente mot finansielt gjeldskrav for Veidekke i perioden 2008-2016	152
Figur 8-9 Utvikling i finansiell eiendelsrentabilitet mot finansielt eiendelskrav for Veidekke i perioden 2008-2016.	153
Figur 8-10 Utvikling i netto finansiell gjeldsrente mot netto finansielt gjeldskrav for Veidekke i perioden 2008-2016.	154
Figur 8-11 Utvikling i minoritetsrentabilitet mot minoritetskrav for Veidekke i perioden 2008-2016.	155
Figur 9-1 Stegvis rammeverk for å utarbeide fremtidsregnskapet, der T = steady state. Fritt etter Knivsfå (2017d)	158
Figur 9-2 Utvikling i driftsinntekter for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.	160
Figur 9-3 Utvikling i historisk fullstendig egenkapitalvekst for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016.	161
Figur 9-4 Historisk driftsinntektsvekst i perioden 2008-2016 og forventet driftsinntektsvekst i perioden 2017-2030 for Veidekke.	169
Figur 9-5 Historisk netto driftsmargin i perioden 2008-2016 og forventet netto driftsmargin i perioden 2017-2030 for Veidekke.	172

Figur 9-6 Historisk utvikling i omløpet til netto driftseiendeler i perioden 2008-2016 og forventet utvikling i omløpet til netto driftseiendeler i perioden 2017-2030 for Veidekke. _____	173
Figur 9-7 Historisk finansiell gjeldssdel i perioden 2008-2016 og forventet finansiell gjeldssdel i perioden 2017-2030 for Veidekke. _____	175
Figur 9-8 Historisk finansiell eiendelsdel i perioden 2008-2016 og forventet finansiell eiendelsdel i perioden 2017-2030 for Veidekke. _____	176
Figur 9-9 Historisk minoritetsdel i perioden 2008-2016 og forventet minoritetsdel i perioden 2017-2030 for Veidekke. _____	178
Figur 11-1 Konvergering av verdiestimatet mot et felles verdiestimat for egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden gjennom 14 steg. Verdier er i MNOK. _____	199
Figur 11-2 Monte Carlo-simulering av verdiestimat per aksje for Veidekke ASA. _____	206
Figur 11-3 Oppsidepotensialet til Veidekke fra Monte Carlo-simuleringen. Sannsynlighet for å overstige +20 % fra opprinnelig verdiestimat. _____	207
Figur 11-4 Nedsiderisiko til Veidekke fra Monte Carlo-simuleringen. Sannsynlighet for å undergå -20 % fra opprinnelig verdiestimat. _____	208
Figur 11-5 Netto driftsmargins påvirkning på verdiestimatet i budsjettpunkt 2017, 2018, M (2023) og T (2028). _____	210
Figur 11-6 Omløpet til netto driftseiendeler påvirkning på verdiestimatet i budsjettpunkt 2017, 2018, M (2023) og T (2028). _____	211
Figur 11-7 Driftsinntektsveksts påvirkning på verdiestimatet i budsjettpunkt 2017, 2018, M (2023) og T (2028). _____	212
Figur 11-8 Egenkapitalbetaens påvirkning på verdiestimatet. _____	213
Figur 11-9 De kritiske faktorenes påvirkning på verdiestimatet, vist gjennom en tornadoanalyse. _____	214
Figur 13-1 Handlingsstrategi for Veidekke-aksjen. _____	230

Tabelloversikt

Tabell 2-1 Organisasjonskart over de mest vesentlige av Veidekkes datterselskaper fordelt på virksomhetsområder, lokalisering og eierandel. Fritt etter Veidekke (2017b).	5
Tabell 2-2 Eierstruktur for Veidekke ASA per 31.12.2016. Fritt etter Veidekke (2017b).	6
Tabell 2-3 Sentrale nøkkeltall for Veidekke i perioden 2011-2016. Begrepet EBITDA henviser til driftsresultat før avskrivninger og amortisering. Kilder: Årsrapporter Veidekke ASA 2011-2016	9
Tabell 2-4 Sentrale nøkkeltall for AF Gruppen i perioden 2011-2016. Kilder: Årsrapporter AF Gruppen ASA 2011-2016.	19
Tabell 2-5 Sentrale nøkkeltall for NCC i perioden 2011-2016. Kilder: Årsrapporter NCC AB 2011-2016.	21
Tabell 2-6 Sentrale nøkkeltall for PEAB i perioden 2011-2016. Kilder: Årsrapporter PEAB AB 2011-2016.	22
Tabell 4-1 Konkurransesituasjonen i BAE-næringen. 1 = svak konkurranse, 4 = sterk konkurranse (Espelien & Reve, 2007, s. 79)	57
Tabell 4-2 Egenkapitalprosent for Veidekke, NCC, PEAB og AF Gruppen i perioden 2011-2016.	67
Tabell 4-3 Oppsummering av Veidekkes interne ressurser gjennom VRIO. Fritt etter Roos, et al. (2010, s. 108)	68
Tabell 5-1 Resultatregnskap for Veidekke i perioden 2007-2016. Kilder: Årsrapporter Veidekke ASA 2007-2016. Verdier er i MNOK.	73
Tabell 5-2 Oversikt over Veidekkes aktiva i perioden 2007-2016. Kilder: Årsrapporter Veidekke ASA 2007-2016. Verdier er i MNOK.	74
Tabell 5-3 Oversikt over Veidekkes passiva i perioden 2007-2016. Kilder: Årsrapporter Veidekke ASA 2007-2016. Verdier er i MNOK.	75
Tabell 5-4 Fullstendig nettoresultat for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.	76
Tabell 5-5 Fullstendig driftsresultat før skatt for Veidekke i perioden 2007-2016. DSP = Dirty surplus. Verdier er i MNOK.	78
Tabell 5-6 Fullstendig finansresultat før skatt for Veidekke i perioden 2007-2016. AFR = Annet fullstendig resultat. DSP = Dirty surplus. Verdier er MNOK.	79
Tabell 5-7 Veidekkes omgrupperte driftsregnskap i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.	80
Tabell 5-8 Omgruppert finansresultat før skatt over perioden 2007-2016. Data er hentet fra selskapets årsrapporter for 2007-2016. Verdier er i MNOK.	82
Tabell 5-9 Utvikling i norske selskapsskattesatser i perioden 2007-2016 (Prop.1 LS, 2016-2017)	82
Tabell 5-10 Unormalt og normalt finansresultat etter skatt for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.	83
Tabell 5-11 Beregning av Veidekkes driftsskattesats og normalisert driftsskattesats i perioden 2007-2016.	84
Tabell 5-12 Fordeling av Veidekkes skattekostnad i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.	84
Tabell 5-13 Omgruppert resultatoppstilling for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.	85
Tabell 5-14 Omgrupperte eiendeler for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.	87
Tabell 5-15 Omgruppert egenkapital og gjeld for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.	88
Tabell 5-16 Omgruppert totalbalanse for Veidekke gjennom analyseperioden 2007-2016. Verdier er i MNOK.	89

Tabell 5-17 Driftsrelatert arbeidskapital for Veidekke gjennom analyseperioden 2007-2016. Verdier er i MNOK. _____	90
Tabell 5-18 Sysselsatt kapital for Veidekke gjennom analyseperioden 2007-2016. Verdier er i MNOK. _____	90
Tabell 5-19 Netto finansiell gjeld for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK. _____	91
Tabell 5-20 Omgruppert balanse for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK. _____	92
Tabell 5-21 Omgruppert kontantstrøm for Veidekke i perioden 2008-2016. Verdier er i MNOK. _____	92
Tabell 5-22 Gjennomsnittlig årlige valutakurser SEK/NOK i perioden 2007-2016. _____	96
Tabell 5-23 Valutakurser SEK/NOK ved årsslutt i perioden 2007-2016. _____	96
Tabell 5-24 Operasjonelle leiekostnader for Veidekke i perioden 2008-2016. Verdier er i MNOK. _____	97
Tabell 5-25 Effekter av kapitalisert operasjonell leasing på Veidekkes resultat og balanse i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK. _____	97
Tabell 5-26 Omgruppert og justert resultatregnskap for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK. _____	98
Tabell 5-27 Omgruppert og justert balanseregnskap for Veidekke i perioden 2007-2016. Verdier er i MNOK. _____	98
Tabell 6-1 Tidsvekting av ulike regnskapsperioder. _____	100
Tabell 6-2 Likviditetssyklusen i Veidekke og kundekredittid i bransjen. Fritt etter Petersen, et al. (2017, s. 229). Beregningen av kredittid for leverandørgjeld inkluderer kostnader til underleverandører og materialer for beregning av varekjøp. _____	102
Tabell 6-3 Kundefordringers omløpshastighet i perioden 2007-2016 _____	105
Tabell 6-4 Omgruppert kontantstrømmen for Veidekke i perioden 2008-2016. Verdier er i MNOK. _____	107
Tabell 6-5 Kapitalstrukturen til Veidekke ved utgangen av 2016. Verdiene er i MNOK. _____	112
Tabell 6-6 Kapitalstrukturen til Veidekke i prosent ved utgangen av 2016. _____	112
Tabell 6-7 Kapitalstrukturen til bransjen i prosent i 2016. _____	113
Tabell 6-8 Syntetisk rating basert på grenseverdier for fire nøkkeltall (Knivsfå, 2017e) _____	115
Tabell 6-9 Kredittvurdering for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016. _____	116
Tabell 7-1 Risikofri rente etter skatt utarbeidet med utgangspunkt i 10 års statsobligasjoner i perioden 2008-2016 _____	120
Tabell 7-2 Utdata fra regresjonsanalysen. Veidekke-aksjen mot MSCI. _____	125
Tabell 7-3 Netto driftsbeta for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	128
Tabell 7-4 Kravet til Veidekkes egenkapital i perioden 2008-2016. _____	129
Tabell 7-5 Kravet til Veidekkes minoritetsinteresser i perioden 2008-2016. _____	129
Tabell 7-6 Oversikt over kortsiktig og langsiktig risikopremiebasert på syntetisk rating (Knivsfå, 2017a). _____	130
Tabell 7-7 Veidekkes finansielle gjeldskrav i perioden 2008-2016. _____	130
Tabell 7-8 Veidekkes netto driftsbeta i perioden 2008-2016. _____	131
Tabell 7-9 Veidekkes finansielle eiendelskrav i perioden 2008-2016. _____	132
Tabell 7-10 Veidekkes fordringsbeta i perioden 2008-2016. _____	132
Tabell 7-11 Veidekke finansielle eiendelsbeta i perioden 2008-2016. _____	132
Tabell 7-12 Netto finansielt gjeldskrav for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	133
Tabell 7-13 Netto finansiell gjeldsbeta for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	133

Tabell 7-14 Veidekkes netto driftskrav i perioden 2008-2016. _____	134
Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	137
Tabell 8-2 Superprofitt til egenkapitalen i perioden 2008-2016. _____	137
Tabell 8-3 Ren driftsfordel for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	139
Tabell 8-4 Bransjefordel for Veidekke, NCC, PEAB og AF Gruppen i perioden 2008-2016 _____	140
Tabell 8-5 Rentabilitetsfordel knyttet til drift for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	141
Tabell 8-6 Kravfordel for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	141
Tabell 8-7 Vektet marginfordel for Veidekke i perioden 2008-2016. Marginfordelen er vektet med driftseiendelenes omløp. _____	142
Tabell 8-8 Common-size-regnskap for Veidekke og bransjen i perioden 2008-2016. Bransjen vises kun som tidsvektet gjennomsnitt. _____	144
Tabell 8-9 Vektet omløpsfordel for Veidekke i perioden 2008-2016. Omløpsfordelen er vektet med bransjens netto driftsmargin. _____	147
Tabell 8-10 Oppsummert samlet driftsfordel for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	148
Tabell 8-11 Gearingfordel drift for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	149
Tabell 8-12 Finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	151
Tabell 8-13 Finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	153
Tabell 8-14 Finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld for Veidekke i perioden 2008-2016. _____	154
Tabell 8-15 Finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser i perioden 2008-2016. _____	155
Tabell 8-16 Oppsummering av Veidekkes finansieringsfordel i perioden 2008-2016. _____	156
Tabell 8-17 Oppsummering av superprofitt til egenkapital i Veidekke i perioden 2008-2016. Tabellen viser alle kilder til superprofitt som ble funnet gjennom kapitlet. _____	157
Tabell 9-1 Normalisert egenkapitalvekst i perioden 2008-2016. _____	162
Tabell 9-2 Forventet driftsinntektsvekst for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	169
Tabell 9-3 Forventet netto driftseiendeler for Veidekke i perioden 2016-2030. _____	174
Tabell 9-4 Forventet netto finansiell gjeld for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK. _____	176
Tabell 9-5 Forventet netto finanskostnad for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	177
Tabell 9-6 Forventet minoritetsinteresse for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK. _____	178
Tabell 9-7 Forventet netto minoritetsresultat i perioden 2017 – 2030. Verdier er i MNOK. _____	179
Tabell 9-8 Prognostisert resultatregnskap for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK. _____	180
Tabell 9-9 Forventet sysselsatt kapital for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK. _____	180
Tabell 9-10 Forventet netto driftskapital for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK. _____	181
Tabell 9-11 Forventet fri kontantstrøm for Veidekke i perioden 2017-2030. Verdier er i MNOK. _____	181
Tabell 10-1 Forventet risikofri rente etter skatt for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	183
Tabell 10-2 Forventet netto driftsbeta for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	184
Tabell 10-3 Forventet egenkapital- og minoritetskrav for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	186
Tabell 10-4 Forventet syntetisk rating for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	187
Tabell 10-5 Forventet finansielt gjeldskrav for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	187
Tabell 10-6 Forventet finansiell gjeldsbeta for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	187
Tabell 10-7 Forventet krav til finansielle eiendeler for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	188

Tabell 10-8 Forventet finansiell eiendelsbeta for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	188
Tabell 10-9 Forventet krav til netto finansiell gjeld for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	189
Tabell 10-10 Forventet netto finansiell gjeldsbeta for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	189
Tabell 10-11 Forventet netto driftskrav i perioden 2017 – 2030. _____	189
Tabell 10-12 Forventet sysselsatt kapitalkrav i perioden 2017 – 2030. _____	189
Tabell 10-13 Oppsummering av estimerte krav for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	190
Tabell 10-14 Forventet allokering av superprofitt for Veidekke i perioden 2017-2030. _____	190
Tabell 10-15 Forventet superrentabilitet for Veidekke i perioden 2017-2030 _____	191
Tabell 11-1 Verdien av Veidekkes egenkapital estimert gjennom fri kontantstrøm-/netto betalt utbytte- modellen. _____	196
Tabell 11-2 Verdien av Veidekkes egenkapital estimert gjennom superprofitt-modellen. _____	196
Tabell 11-3 Verdien av Veidekkes egenkapital estimert gjennom superprofittvekst-modellen. _____	196
Tabell 11-4 Verdien av Veidekkes netto driftskapital estimert gjennom fri kontantstrøm-modellen. _____	196
Tabell 11-5 Verdien av Veidekkes netto driftskapital estimert gjennom superprofitt-modellen. _____	197
Tabell 11-6 Verdien av Veidekkes netto driftskapital estimert gjennom superprofittvekst-modellen. _____	197
Tabell 11-7 Verdien av Veidekkes sysselsatte kapital estimert gjennom fri kontantstrøm-modellen. _____	197
Tabell 11-8 Verdien av Veidekkes sysselsatte kapital estimert gjennom superprofitt-modellen. _____	197
Tabell 11-9 Verdien av Veidekkes sysselsatte kapital estimert gjennom superprofittvekst-modellen. _____	198
Tabell 11-10 Oppsummering av verdiestimer på Veidekkes egenkapital fra første verdiestimat gjennom fri kontantstrøm-modellen, superprofitt-modellen og superprofittvekst-modellen. _____	198
Tabell 11-11 Konvergering av verdiestimatet mot et felles verdiestimat for egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden gjennom 14 steg. Verdier er i MNOK. _____	199
Tabell 11-12 Oversikt over valgt standardavvik for forventet driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 1, 2, M og T. _____	202
Tabell 11-13 Oversikt over valgt standardavvik for forventet netto driftsmargin i budsjettpunkt 1, 2, M og T. _____	203
Tabell 11-14 Oversikt over valgt standardavvik for forventet omløp i netto driftseiendeler i budsjettpunkt 1, 2, M og T (2028). _____	204
Tabell 11-15 Oversikt over andre kritiske risikofaktorer og valgt standardavvik i budsjettpunkt T (2028). _	205
Tabell 11-16 Utdata fra Monte Carlo-simuleringen. _____	206
Tabell 11-17 Usikkerhet knyttet til hver kritisk faktor i verdiestimatet. _____	209
Tabell 12-1 P/E-multiplikator for Veidekke og de komparative selskapene i 2016. PEAB er utelukket fra gjennomsnitt og median. Medianen er den midterste observasjonen i en tallrekke i stigende rekkefølge. ____	222
Tabell 12-2 Verdiestimat per aksje i 2016 basert på P/E-multiplikator. _____	223
Tabell 12-3 P/B-multiplikator for Veidekke og de komparative selskapene i 2016. PEAB er utelukket fra gjennomsnitt og median. Medianen er den midterste observasjonen i en tallrekke i stigende rekkefølge. ____	223
Tabell 12-4 Verdiestimat per aksje i 2016 basert på P/B-multiplikator. _____	224
Tabell 12-5 EV/EBITDA-multiplikator for Veidekke og de komparative selskapene i 2016. Medianen er den midterste observasjonen i en tallrekke i stigende rekkefølge, og er derfor beregnet som gjennomsnittet av AF Gruppen og NCC sin multiplikator. _____	225

Tabell 12-6 Verdiestimat per aksje for Veidekke i 2016 basert på EV/EBITDA-multiplikator. _____	225
Tabell 12-7 EV/Salg-multiplikator for Veidekke og de komparative selskapene i 2016. Medianen er den midterste observasjonen i en tallrekke i stigende rekkefølge, og er derfor beregnet som gjennomsnittet av PEAB og Veidekke sin multiplikator. _____	226
Tabell 12-8 Verdiestimat per aksje i 2016 basert på EV/Salg-multiplikator _____	226
Tabell 12-9 Endelig relativt verdiestimat per aksje for Veidekke i 2016. _____	226

Litteraturliste

- AF Gruppen. (2008). Årsrapport 2007. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:34. fra [http://www.afgruppen.no/upload/Investorinformasjon/Finansiell informasjon/årsrapporter/AF%20Gruppen%20årsrapport%202007.pdf](http://www.afgruppen.no/upload/Investorinformasjon/Finansiell_informasjon/årsrapporter/AF%20Gruppen%20årsrapport%202007.pdf)
- AF Gruppen. (2009). Årsrapport 2008. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:33. fra [http://www.afgruppen.no/upload/Investorinformasjon/Finansiell informasjon/Årsrapporter/Årsrapport%202008.pdf](http://www.afgruppen.no/upload/Investorinformasjon/Finansiell_informasjon/Årsrapporter/Årsrapport%202008.pdf)
- AF Gruppen. (2010). Årsrapport 2009. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:33. fra [http://www.afgruppen.no/upload/Investorinformasjon/Finansiell informasjon/Årsrapporter/Årsrapport%202009%20-%20AF%20Gruppen.pdf](http://www.afgruppen.no/upload/Investorinformasjon/Finansiell_informasjon/Årsrapporter/Årsrapport%202009%20-%20AF%20Gruppen.pdf)
- AF Gruppen. (2011). Årsrapport 2010. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:32. fra <http://www.afgruppen.no/upload/Finans/Årsrapport%202010%20-%20AF%20Gruppen.pdf>
- AF Gruppen. (2012). Årsrapport 2011. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:32. fra [http://www.afgruppen.no/upload/Finans/AF GruppenÅrsrapport%202011.pdf](http://www.afgruppen.no/upload/Finans/AF_GruppenÅrsrapport%202011.pdf)
- AF Gruppen. (2013). Årsrapport 2012. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:31. fra [http://www.afgruppen.no/upload/Finans/AF Gruppenårsrapport%202012.pdf](http://www.afgruppen.no/upload/Finans/AF_Gruppenårsrapport%202012.pdf)
- AF Gruppen. (2014). Årsrapport 2013. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:31. fra [http://www.afgruppen.no/upload/Finans/AF GruppenÅrsrapport%202013.pdf](http://www.afgruppen.no/upload/Finans/AF_GruppenÅrsrapport%202013.pdf)
- AF Gruppen. (2015). Årsrapport 2014. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:30. fra <http://www.afgruppen.no/upload/Finans/Årsrapport%202014%20-%20AF%20Gruppen.pdf>
- AF Gruppen. (2016). Årsrapport 2015. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:30. fra <http://www.afgruppen.no/upload/Finans/AF-Gruppen-Årsrapport-2015-nett.pdf>
- AF Gruppen. (2017). Årsrapport 2016. Lastet ned 25. mai 2017, kl. 11:29. fra [http://www.afgruppen.no/upload/Finans/AF Gruppen -Årsrapport%202016.pdf](http://www.afgruppen.no/upload/Finans/AF_Gruppen-Årsrapport%202016.pdf)
- AF Gruppen. (u.å.-a). Karriere i AF. Hentet 29. februar 2017, kl. 08:44. fra <http://www.afgruppen.no/Jobb-i-AF/Karriereutvikling/>
- AF Gruppen. (u.å.-b). Om AF Gruppen. Hentet 23. januar 2017, kl. 08:45. fra <http://www.afgruppen.no/Om-AF-Gruppen>
- Andersen-Ulven, P. T., Lundebj, M., & Ringstad, J. A. (2016). Utviklingen i norsk økonomi - rapport fra IMF. Hentet 13.02.2017, kl. 08:42. fra <https://home.kpmg.com/no/nb/home/nyheter-og-innsikt/2016/11/utviklingen-i-norsk-okonomi.html>
- Baksaas, K. M., Stenheim, T., & Keeping, D. (2015). *Regnskapsteori*. Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Barney, J. B., & Clark, D. N. (2007). *Resource-Based Theory : Creating and Sustaining Competitive Advantage*. Oxford: Oxford University Press, UK.
- Berk, J., & DeMarzo, P. M. (2014). *Corporate finance*. Boston: Pearson.
- Bernhardsen, T., & Røisland, Ø. (2000). Hvilke faktorer påvirker kronekursen? Lastet ned 21. mars 2017, kl. 12:56. fra http://www.norges-bank.no/globalassets/upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2000-03/bernh.pdf
- Bernhoft, A.-C., Kvifte, S. S., & Puri, A. (2013). Nyhetsbrev regnskap, EY - oktober 2013. Lastet ned 11. mai 2017, kl. 11:03. fra [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Nyhetsbrev_regnskap_oktober_2013./\\$FILE/Fagavd_regnskap_nyhetsbrev_oktober_linked_kl9-30-10okt.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Nyhetsbrev_regnskap_oktober_2013./$FILE/Fagavd_regnskap_nyhetsbrev_oktober_linked_kl9-30-10okt.pdf)

- Bjørnstad, R., Eggen, F. W., Gran, B., Kostøl, F. B., & Nymoen, R. (2016). Norsk økonomi nr. 2-2016. Lastet ned 05.02.2017, kl. 09:32. fra http://www.nef.no/wp-content/uploads/2016/10/Norsk-%C3%B8konomi-nr-2-2016-til-DN_-Roger-Bj%C3%B8rnstad.pdf
- Braathen, F. (2016). Ditt neste hus kan bli 3D-printet. Hentet 24. februar 2017, kl. 10:41. fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/Ditt-neste-hus-kan-bli-3D-printet-10680b.html>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Principles of corporate finance*. Maidenhead: McGraw-Hill.
- Brekkehus, A. (2017). Haster å forbedre kollektiv-infrastrukturen. Hentet 23. februar 2017, kl. 14:34. fra <http://www.bygg.no/article/1305164>
- Bygballe, L. (2015). Hvorfor trenger vi (mer) innovasjon i BAE-næringen? Lastet ned 26. februar 2017, kl. 12:09. fra <http://www.bygg.no/article/1235216>
- Bygballe, L., Espelien, A., & Theie, M. G. (2015). En verdiskapende Bygg-, Anlegg- og Eiendomsnæring (BAE) Lastet ned 12. mars 2017, kl. 10:03. fra https://www.bi.no/globalassets/forskning/senter-for-byggenaringen/publikasjon/2015-01-espelien_theie_bygballe.pdf
- Byggenæringens landsforening. (2010a). Stortingsmelding for bygningspolitikk. Lastet ned 23. februar 2017, kl. 11:59. fra https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/krd/vedlegg/boby/horinger/innspeil_bygnpol/bnl.pdf
- Byggenæringens landsforening. (2010b). VISJON, FORRETNINGSIDE OG MÅL FOR BYGGENÆRINGENS LANDSFORENING 2010 – 2020 Lastet ned 25. februar 2017, kl. 12:14. fra https://www.bnl.no/globalassets/dokumenter/diverse-notater/visjonforretningsidemal_bnl.pdf
- Byggenæringens landsforening. (2016). GRØNT SKIFTE - Byggenæringens bidrag til løsning. Lastet ned 12.02.2017, kl. 09:12. fra <http://www.bnl.no/globalassets/dokumenter/rapporter/bnls-politikk-gront-skifte.pdf>
- ByggKonjunktoren. (2016). Stark byggkonjunktur i Norden Lastet ned 09. februar 2017, kl. 09:15. fra <http://mb.cision.com/Public/882/2147945/a79554c059ba81d8.pdf>
- Dagens Næringsliv. (2016a). Disse bankene har satt opp renten. Hentet 20. februar 2017, kl. 15:16. fra <http://www.dn.no/privat/2016/11/10/0925/disse-bankene-har-satt-opp-renten>
- Dagens Næringsliv. (2016b). Uendret rente i Sverige. Hentet 10.02.2017, kl. 16:22. fra <http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2016/09/07/0933/uendret-rente-i-sverige>
- Dahl, G. A., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation : tools and techniques for determining the value of any asset*. Hoboken, N.J: Wiley.
- Damodaran, A. (2017). Europe - NYU Stern. Lastet ned 3. juni 2017, kl. 16:28. fra www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls
- Danmarks Nationalbank. (u.å.). Offisielle rentesatser. Hentet 10.02.2017, kl. 15:22. fra <http://www.nationalbanken.dk/da/markedsinfo/officiellerentesatser/Sider/default.aspx>
- Danmarks statistik. (u.å.). Befolkning og valg. Hentet 27. februar 2017, kl. 12:00. fra <http://www.statistikbanken.dk/10021>
- Dansk Byggeri. (2016). Konjunkturanalyse update - september 2016. Lastet ned 12.02.2017, kl. 15:14. fra <https://www.danskyggeri.dk/media/21894/konjunkturanalyse-update-september-2016.pdf>
- Danske Bank. (2017). Homes kvartalsfokus

-
- 2016 - endnu et solidt år for husejerne. Lastet ned 12.02.2017, kl. 21:03. fra https://home.dk/media/268541/home_k4_2016_huse.pdf
- De Økonomiske Råd. (2016). Dansk Økonomi - Efterår 2016. Lastet ned 13.02.2017, kl. 12:46. fra <https://www.dors.dk/files/media/rapporter/2016/E16/e16.pdf>
- Deloitte. (u.å.). IASB har endelig vedtatt IFRS 16 leieavtaler Lastet ned 15. mai 2017, kl. 23:36. fra <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/no/Documents/audit/IASB-har-vedtatt-ny-IFRS-16-om-leieavtaler.pdf>
- DNB Markets. (2017). ØKONOMISKE UTSIKTER. Lastet ned 06.02.2017, kl. 14.02. fra <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR170118.pdf>
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. Hentet 29. mai 2017, kl. 18:59. fra <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>
- E24. (2011). Oslo Børs er billig. Hentet 29. mai 2017, kl 19:05. fra <http://e24.no/boers-og-finans/oslo-boers-er-billig/20115692>
- E24. (2014). Dette er trolig verdens første 3D-printede hus. Hentet 27. februar 2017, kl. 11:50. fra <http://e24.no/privat/eiendom/dette-er-trolig-verdens-foerste-3d-printede-hus/22896675>
- E24. (2016). Nå har danskene satt verdensrekord med negative renter. Hentet 02. februar 2017, kl. 10:52. fra <http://e24.no/makro-og-politikk/danmark/naa-har-danskene-satt-verdensrekord-med-negative-renter/23673046>
- Eiendom Norge, FINN, & Eiendomsverdi AS. (2017a). Eiendom Norges boligprisstatistikk: Januar 2017. Lastet ned 10.02.2017, kl. 18:26. fra <http://eiendomm norge.no/wp-content/uploads/2017/02/Boligstatistikk-januar-02.pdf>
- Eiendom Norge, FINN, & Eiendomsverdi AS. (2017b). Sterk boligprisvekst i 2016. Hentet 07.02.2017, kl. 10:15. fra <http://eiendomm norge.no/historisk-sterk-boligprisvekst-i-2016/>
- Enge, C., Barstad, S., Dahl, C. A., & Hveem, E. B. (2016). IMF: - Det norske boligmarkedet er kraftig overpriset. Hentet 14.02.2017, kl. 22:57. fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/IMF--Det-norske-boligmarkedet-er-kraftig-overpriset-588283b.html>
- Espelien, A., & Reve, T. (2007). Hva skal vi leve av i fremtiden? - En verdiskapende bygg-, anlegg-, og eiendomsnæring. Lastet ned 23. februar 2017, kl. 18:09. fra <https://www.bi.no/globalassets/forskning/senter-for-byggenaringen/publikasjon/2007-05-espelien-og-reve.pdf>
- Espelien, a., & Reve, T. (2009). Bygg-, anlegg- og eiendomsnæringens betydning for Norge - vekst og lønnsomhet (1998-2007). Lastet ned 12. mars 2017, kl. 10:05. fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/94103/2009-01-espelien%26reve.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Europa-Kommissionen. (2016). Landerapport for Danmark 2016. Lastet ned 13.02.2017, kl. 15:02. fra http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016_denmark_da.pdf
- Experian. (2015). Bygg og anlegg på konkurstoppen. Hentet 05. februar 2017, kl. 15:43. fra <http://www.experian.no/presse/bygg-og-anlegg-pa-konkurstoppen.html>
- EY Treasury Services. (2013). Sikringsbokføring – Quo Vadis? Lastet ned 15. april 2017, kl. 21:30. fra http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Treasury_services/%24FILE/Nyhettsbrev-EY-Treasury-Services-Sikringsbok.pdf
- Fernandez, P., Pizarro, A. O., & Acln, I. F. (2016). Market Risk Premium Used In 71 Countries In 2016. Hentet 5. mai 2017, kl. 08.38. fra

- <http://www.valuewalk.com/2016/05/market-risk-premium-used-71-countries-2016-survey-6932-answers/>
- Finansinspektionen. (2016a). Finansinspektionens föreskrifter om amortering av krediter mot säkerhet i bostad. Lastet ned 15.02.2017, kl. 16:41. fra <http://www.fi.se/contentassets/690c9d8430bd4961b6073dedf4f9105f/fs1616.pdf>
- Finansinspektionen. (2016b). Föreskrifter och allmänna råd om verksamhet med bostadskrediter. Lastet ned 15.02.2017, kl. 15:55. fra <http://www.fi.se/globalassets/media/dokument/fffs-bilagor/2016/beslutspromemoria-fffs-2016-29-33.pdf>
- Finansministeriet. (2016a). DK 2025 - Et stærkere Danmark. Lastet ned 21. februar 2017, kl. 16:05. fra https://www.fm.dk/~media/publikationer/imported/2016/dk2025/dk2025_-_et-staerkere-danmark_web.ashx
- Finansministeriet. (2016b). Økonomisk redegjørelse - august 2016. Lastet ned 12.02.2017, kl. 16:03. fra https://www.fm.dk/~media/publikationer/imported/2016/oer-aug/oekonomisk-redegoerelse-august-2016_web.ashx
- Finanstilsynet. (2015). Finansielle utviklingstrekk 2015. Lastet ned 09.02.2017, kl. 13:51. fra http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rapport/2015/Finansielle_utviklingstrekk_2015.pdf
- Finanstilsynet. (2016). IFRS 9 EU-godkjent. Hentet 20. mars 2017, kl. 09:30. fra <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2016/ifrs-9-eu-godkjent/>
- Finanstilsynet Danmark. (2015). Bekendtgørelse af lov om realkreditlån og realkreditobligationer. Lastet ned 15.02.2017, kl. 21:45. fra https://www.finanstilsynet.dk/AttachedFiles/%7B297b5b92-cb86-4550-b6dc-4fad1cb45462%7D.%7B11e6f388-bd99-4272-8983-6d9452b501f8%7D.Lovbekendtgørelse_959-2015.pdf
- Grant, R. M. (2013). *Contemporary strategy analysis*. Chichester: Wiley.
- Hill, R. C., Lim, G. C., & Griffiths, W. E. (2012). *Principles of econometrics*. Hoboken, N.J: Wiley.
- Hoff, K. G., Voldsund, T., & Hansen, S. K. (2007). *Analyse av finansregnskapet*. Oslo: Universitetsforl.
- Holden, S. (2008). Arbeidsmarked og likevektsledighet. Lastet ned 03. mai 2017, kl. 17:43. fra <http://folk.uio.no/sholden/E1310/fnotat-Likevektsledighet.pdf>
- Holden, S. (2009). Finanskrisen – hvordan kunne det skje? Lastet ned 06. juni 2017, kl. 18:20. fra <https://www.samfunnsforskning.no/content/download/20333/514398/file/Finanskrisen-%20hvordan%20kunne%20det%20skje.pdf>
- Holden, S. (2015). Pengepolitikk etter finanskrisen. Lastet ned 15. april 2017, kl. 20:45. fra <http://folk.uio.no/sholden/makrobok/pengepolitikk-finanskrisen.pdf>
- Jacobsen, B. H., & Naug, B. E. (2004). Hva driver boligprisene? Lastet ned 20.02.2017, kl. 12:48. fra http://www.norges-bank.no/globalassets/upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2004-04/jacobsen.pdf
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2012). *Fundamentals of strategy*. Harlow: Pearson.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Bergen: Fagbokforl.

-
- Knivsflå, K. H. (2017a). Avkastningskrav - målestokk for rentabilitet (Forelesning 9). Lastet ned 20. mars 2017, kl. 11:52. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 09 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017b). Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse (Forelesning 15). Lastet ned 05. mai 2017, kl. 08:02. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 15 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017c). Framtidsrekneskap - andre budsjett drivarar (Forelesning 14). Lastet ned 28. april 2017, kl. 09:34. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 14 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017d). Framtidsrekneskap - ramme og driftsinntekter (Forelesning 13). Lastet ned 27. april 2017, kl. 17:43. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 13 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017e). Kredittvurdering - syntetisk rating (Forelesning 8). Lastet ned 17. mars 2017, kl. 09:02. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 08 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017f). Omgruppering balanse og kontantstrøm (Forelesning 5). Lastet ned 02. mars 2017, kl. 18:33. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 05 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017g). Omgruppering for analyse (Forelesning 4). Lastet ned 05. mars 2017, kl. 09:53. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 04 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017h). Rekneskapsanalyse, ramme og "trailing" (Forelesning 3). Lastet ned 02. mars 2017, kl. 09:12. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 03 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017i). Rekneskapsanalyse, ramme og "trailing" (Forelesning 3). Lastet ned 02. mars 2017, kl. 09:12. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 03 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017j). Rekneskapsbasert måling og målefeil (Forelesning 6). Lastet ned 10. mars 2017, kl. 12:13. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 06 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017k). SK-metoden og verdikonvergens (Forelesning 17). Lastet ned 22. mai 2017, kl. 10:40. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 17 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017l). Strategisk driftsanalyse (Forelesning 11). Lastet ned 01. april 2017, kl. 12:01. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 11 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017m). Strategisk rentabilitetsanalyse (Forelesning 10). Lastet ned 12. mars 2017, kl. 20:34. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 10 - 2017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017n). Uvisse i verdierestimatet og "some topics in valuation" (Forelesning 18). Lastet ned 01. juni 2017, kl. 12:32. fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2017/BUS440 - 18 - 2017.pdf>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation : measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J: Wiley.
- Kristoffersen, Ø. R., & Røsnes, A. E. (2009). *Eiendomsutvikling i tidlig fase : erverv, stiftelse og utnyttelse av eiendom til bygging og byutvikling*. Oslo: Senter for eiendomfag.
- Kvifte, S. S., Bernhoft, A.-C., & Tofteland, A. (2011). *Finansregnskap : god regnskapsskikk og IFRS*. Bergen: Fagbokforl.
- Kværne, G. (1973). *Samfunnsøkonomi*. Oslo: Bedriftsøkonomens forlag.

- Larsen, E. R. (2016). Momenter for boligmarkedet i 2016. Hentet 28. mai 2017, kl. 15:18. fra <http://eiendommnorge.no/momenter-for-boligmarkedet-i-2016/>
- Leamer, E. E. (2007). Housing is the Business Cycle. Lastet ned 20.02.2017, kl. 14:55. fra <https://core.ac.uk/download/pdf/6970679.pdf>
- Lederkilden. (u.å.). Ordliste. Hentet 18. februar 2017, kl. 18:32. fra <https://www.lederkilden.no/ordliste/amortisere>
- Leikvam, G., & Olsson, N. (2014). *Eiendomsutvikling*. Bergen: Fagbokforl.
- Lien, L. B., & Jakobsen, E. W. (2015). *Ekspansjon og konsernstrategi*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Linstad, E. H., Thomassen, A., Aukrust, I., & Skirstad, N. P. (2006). Bygg, anlegg og eiendomsdrift - tall og metode. Lastet ned 18. januar 2017, kl. 16:43. fra http://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/notat_200664/notat_200664.pdf
- Lundesgaard, J. (2012). Penman: Bruken av finansregnskapet og en IFRS-kritikk. Hentet 08. juni 2017, kl. 23:03. fra <https://www.magma.no/penman-bruken-av-finansregnskapet-og-en-ifrs-kritikk>
- Madsen, R. (2015). Ny IFRS for finansielle instrumenter. Hentet 20. mars 2017, kl. 09:15. fra <https://www.magma.no/ny-ifrs-for-finansielle-instrumenter>
- Maskinentreprenørenes forbund. (2013). Entreprenørene taper. Hentet 10. mars 2017, kl. 16:04. fra http://www.mef.no/mef/startside/nyhet?p_document_id=102159
- Maskinentreprenørenes forbund. (2016). Anleggsbransjen januar 2016 - Utvikling & Marked. Lastet ned 01.03.2017, kl. 23:59. fra http://www.mef.no/Content/146387/MEF_notat_2016_Samferdselsdep_11.1.16.pdf
- Maynard, J. (2013). *Financial accounting, reporting, and analysis*. Oxford: Oxford University Press.
- Meiten, L. A. (2017). Swedbankekonom: Inget prisfall på bostäder i år, *SvD Näringsliv*. Hentet fra <https://www.svd.se/swedbankekonom-inget-prisfall-pa-bostader-i-ar/om/bopriserna>
- Meld. St. 1. (2015-2016). Nasjonalbudsjettet 2016. Lastet ned 28. mai 2017, kl. 15:33. fra <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2016/Dokumenter1/Budsjettdokumenter/Nasjonalbudsjettet-2010/Meld-St-1-/3-Den-okonomiske-politikken-/>
- Meld. St. 1. (2016-2017). Nasjonalbudsjettet 2017. Lastet ned 10.02.2017, kl. 23:24. fra http://www.statsbudsjettet.no/upload/Statsbudsjett_2017/dokumenter/pdf/stm.pdf
- Meyer, C. B. (2014). Konkurransen og regulering. Lastet ned 30. mai 2017, kl. 17:14. fra <http://produktivitetskommissjonen.no/files/2014/02/meyer14052014.pdf>
- Miljødirektoratet. (2016). Byggesak. Hentet 10.02.2017, kl. 10:01. fra <http://www.klimatilpasning.no/sektorer/bygg-og-anlegg/oppgaver/byggesak/>
- Mohn, K., Emhjellen, M., Helgeland, F., & Osmundsen, P. (2002). Fusjoner og oppkjøp i olje- og gassindustrien. Hentet 25. mai 2017, kl. 14:45. fra <https://www.magma.no/fusjoner-og-oppkjoep-i-olje-og-gassindustrien>
- MSCI. (2017). End of the day index data search. Lastet ned 16. april 2017, kl. 12:45. fra <https://www.msci.com/end-of-day-data-search>
- NCC. (2008). Annual Report 2007. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:15. fra https://www.ncc.group/contentassets/31b4bad8ca874d4686691a434be0711e/ar_2007_eng.pdf
- NCC. (2009). Annual Report 2008. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:15. fra https://www.ncc.group/contentassets/31b4bad8ca874d4686691a434be0711e/ncc_eng_ar08.pdf

-
- NCC. (2010). Annual Report 2009. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:14. fra https://www.ncc.group/contentassets/31b4bad8ca874d4686691a434be0711e/ncc_ar09_eng.pdf
- NCC. (2011). Annual Report 2010. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:13. fra https://www.ncc.group/contentassets/31b4bad8ca874d4686691a434be0711e/ncc_ar10_eng.pdf
- NCC. (2012). Annual Report 2011. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:13. fra https://www.ncc.group/contentassets/31b4bad8ca874d4686691a434be0711e/ncc_ar11_eng.pdf
- NCC. (2013). Annual Report 2012. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:13. fra https://www.ncc.group/contentassets/31b4bad8ca874d4686691a434be0711e/ncc_ar12_eng.pdf
- NCC. (2014). Annual Report 2013. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:11. fra https://www.ncc.group/contentassets/31b4bad8ca874d4686691a434be0711e/ncc_ar13_eng.pdf
- NCC. (2015). Annual Report 2014. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:11. fra https://www.ncc.group/contentassets/31b4bad8ca874d4686691a434be0711e/ncc_annual_report_20141.pdf
- NCC. (2016). Annual Report 2015. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:10. fra https://www.ncc.group/contentassets/31b4bad8ca874d4686691a434be0711e/ncc_2015_eng_20160329.pdf
- NCC. (2017). Annual Report 2016. Lastet ned 25. mai 2017, kl. 11:07. fra https://www.ncc.group/contentassets/341791baae7846ae81d3379eb74a9d81/ncc_annualreport_2016.pdf
- NCC. (u.å.-a). NCC Building. Hentet 23.01.2017, kl. 15:24. fra <https://www.ncc.no/om-ncc/ncc-building>
- NCC. (u.å.-b). NCC Industry. Hentet 23. januar 2017, kl. 15:15. fra <https://www.ncc.no/om-ncc/ncc-industry>
- NCC. (u.å.-c). NCC Infrastructure. Hentet 23.01.17, kl. 15:47. fra <https://www.ncc.no/om-ncc/ncc-infrastructure/>
- NCC. (u.å.-d). NCC Property Development. Hentet 23. januar 2017, kl. 15:00. fra <https://www.ncc.no/om-ncc/ncc-property-development>
- NCC. (u.å.-e). NCC-skolen. Hentet 29. februar 2017, kl. 09:15. fra <https://www.ncc.no/jobbe-i-ncc/ncc-skolen/>
- NCC. (u.å.-f). Om konsernet. Hentet 23. januar 2017, kl. 14:20. fra <https://www.ncc.no/om-ncc/om-konsernet>
- Nicolais, T. (u.å.). How to Use Real Estate Trends to Predict the Next Housing Bubble. Hentet 20.02.2017, kl. 16:48. fra <https://www.extension.harvard.edu/inside-extension/how-use-real-estate-trends-predict-next-housing-bubble>
- Nordisk Vegforum. (2015). Kontraktsformer som oppfordrer til innovasjon og utvikling. Hentet 24. februar 2017, kl. 08:52. fra http://nvfnorden.org/library/Files/Utskott-och-tema/Belagging/Årsmoter_Conference/2015_Torshavn_Fo/Opfølgning%20Hovedemne%202015%20-%20Norge.pdf
- Norges Bank. (2016a). 4/16 Pengepolitisk rapport - med vurdering av finansiell stabilitet. Lastet ned 22. februar 2017, kl. 17:00. fra http://static.norges-bank.no/contentassets/0f15ca8ec77d40e3846dcc502b310b4d/ppr_4_2016.pdf?v=03/09/2017123536&ft=.pdf
- Norges Bank. (2016b). Hovedstyrets vurdering. Lastet ned 09.02.2017, kl. 13:45. fra http://www.norges-bank.no/contentassets/23be20a684114b1ab8e9b12ba8528c64/2016-12-15_hs.pdf

- Nykredit. (2016). Prognose: Boligpriserne fortsætter op. Hentet 10.02.2017, kl. 12:46. fra <https://home.dk/om-home/presse/home-husprisindeks/homes-kvartalsfokus-huse-4-kvartal/>
- OBOS. (u.å.). Fakta om OBOS. Hentet 03. mars 2017, kl. 09:33. fra <https://www.obos.no/om-obos/fakta-om-obos>
- Olsen, L. (2017). Huspriser falder - men reelt er det mere en oppbremsning. Hentet 10.02.2017, kl. 12:11. fra <http://www.danskebank.com/da-dk/Presse/oekonomer-kommentarer/Las-Olsen/Pages/lasolsen02022017.aspx>
- Onsagers. (u.å.). Skap unike byggeklosser. Hentet 23. februar 2017, kl. 15:09. fra <http://onsagers.no/bransjer/bygg-og-anlegg/>
- Oslo Børs. (2016a). Liquidity Categories from 16.12.2016 to 15.06.2017. Lastet ned 13. april 2017, kl. 08:43. fra https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/6e00556886932dab28617bf0446f8d8a/file/file/Ny_likviditetsinndeling_gjeldende_fra_16_12_2016.pdf
- Oslo Børs. (2016b). Trade Statistics June 2016 - November 2016 Lastet ned 14. april 2017, kl. 08:44. fra https://www.oslobors.no/obnewsletter/download/7f563c5dbfc63ce9329cffad03c0f32b/file/file/Number_of_official_trades_Jun2016_-_Nov2016.pdf
- Oslo Børs. (u.å.). Veidekke - kursoversikt. Hentet 05. juni 2017, kl. 20:46. fra <http://oslobors.no/markedsaktivitet/-/details/VEI.OSE/overview>
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2010). *Business analysis and valuation : IFRS edition*. Andover: Cengage Learning.
- PEAB. (2008). Annual Report 2007. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:25. fra http://www.peab.com/Global/PeabCom/Reports/07_ar_eng.pdf
- PEAB. (2009). Annual Report 2008. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:24. fra http://www.peab.com/Global/PeabCom/Reports/08_ar_eng.pdf
- PEAB. (2010). Annual Report 2009. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:24. fra http://www.peab.com/Global/PeabCom/Reports/09_ar_eng.pdf
- PEAB. (2011). Annual Report 2010. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:23. fra http://www.peab.com/Global/PeabCom/Reports/10_ar_eng.pdf
- PEAB. (2012). Annual Report 2011. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:23. fra http://www.peab.com/Global/PeabCom/Reports/AR_eng_11.pdf
- PEAB. (2013). Annual Report 2012. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:22. fra http://www.peab.com/Global/PeabCom/Reports/AR_eng_12.pdf
- PEAB. (2014). Annual Report 2013. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:22. fra http://www.peab.com/Global/PeabCom/Reports/AR_eng_13.pdf
- PEAB. (2015). Annual Report 2014. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:21. fra <http://www.peab.com/Global/PeabCom/Reports/AR-eng-14.pdf>
- PEAB. (2016). Annual Report 2015. Lastet ned 21. april 2017, kl. 11:21. fra <http://www.peab.com/Global/PeabCom/Reports/AR-eng-15.pdf>
- PEAB. (2017). Annual and Sustainability Report 2016. Lastet ned 25. mai 2017, kl. 11:20. fra <http://www.peab.com/Global/PeabCom/Reports/AR-HAR-2016-eng.pdf>
- PEAB. (u.å.-a). Anlegg. Hentet 27.01.2017, kl. 17:42. fra <http://www.peab.no/Produkter-og-tjenester/Anlegg/>
- PEAB. (u.å.-b). Bygg. Hentet 27.01.2017, kl. 16:30. fra <http://www.peab.no/Produkter-og-tjenester/Bygg/>
- PEAB. (u.å.-c). Historie. Hentet 27.01.2017, kl. 08:22. fra <http://www.peab.no/Om-Peab/Historie/>
- PEAB. (u.å.-d). Industri. Hentet 28.01.2017, kl. 09:30. fra <http://www.peab.no/Om-Peab/Organisasjon/Peab-Industri/>

- PEAB. (u.å.-e). Om PEAB. Hentet 27.01.2017, kl. 09:10. fra <http://www.peab.no/Om-Peab/>
- PEAB. (u.å.-f). Organisasjon. Hentet 27.01.2017, kl. 16:15. fra <http://www.peab.no/Om-Peab/Organisasjon/>
- PEAB. (u.å.-g). Peabskolan. Hentet 29. februar 2017, kl. 08:55. fra <http://www.peab.se/om-peab/peabskolan/>
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Petersen, C. V., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis : valuation - credit analysis - performance evaluation*. Bergen: Fagbokforl.
- Picker, R. (2016). *Applying IFRS standards*. Chichester: Wiley.
- Prognosesenteret. (2016). Markedsrapport 1. halvår 2016. Lastet ned 19. januar 2017, kl. 13:05. fra http://www.bnl.no/globalassets/dokumenter/rapporter/bnl_markedsrapport_2016_1.pdf
- Prop.1 LS. (2016-2017). Skatter, avgifter og toll 2017. Lastet ned 17.03.2017, kl. 10:55. fra http://www.statsbudsjettet.no/upload/Statsbudsjett_2017/dokumenter/pdf/skatt.pdf
- PWC. (2013). Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014. Lastet ned 5. mai 2017, kl. 17:06. fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf>
- PWC. (2016). Risikopremien i det norske markedet. Lastet ned 5. mai 2017, kl. 17:04. fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>
- PWC. (2017). *Economic projections: May 2017*. Hentet 27. mai 2017, kl 09:29. fra <http://www.pwc.com/gx/en/issues/economy/global-economy-watch/projections.html>
- Realkreditrådet. (u.å.). Afdragsfrihed. Lastet ned 15.02.2017, kl. 21:49. fra https://www.realkreditraadet.dk/sites/default/files/pdf/Afdragsfrihed_397.pdf
- Roos, G., Krogh, G. v., Roos, J., & Boldt-Christmas, L. (2010). *Strategi : en innføring*. Bergen: Fagbokforl.
- Senter for eiendomsfag. (u.å.). Eiendomsbransjen. Lastet ned 08.02.2017, kl. 10:43. fra <http://www.eiendomsfag.no/wp/wp-content/uploads/2012/11/Eiendomsbransjen-en-introduksjon-1.pdf>
- Standard and Poors GLOBAL. (2017). Norway 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable. Lastet ned 25. april 2017, kl. 17:14. fra http://static.norges-bank.no/contentassets/65ed68bc853049f7bb671568e77a1489/sp_ratings_april_2017.pdf?v=04/24/2017150405&ft=.pdf
- Statens Vegvesen. (u.å.). Reguleringsplan. Lastet ned 12. mai 2017, kl. 18:04. fra https://www.vegvesen.no/attachment/636918/binary/964731?fast_title=Om+reguleringsplan.pdf
- Statistisk sentralbyrå. (2008). Det svinger i norsk økonomi. Hentet 04. mai 2017, kl. 06:23. fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/det-svinger-i-norsk-okonomi>
- Statistisk sentralbyrå. (2011). Hva driver utviklingen i boligprisene? Hentet 28. mai 2017, kl. 14:15. fra <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/hva-driver-utviklingen-i-boligprisene>
- Statistisk sentralbyrå. (2016a). Befolkningsframskrivninger. Hentet 25. februar 2017, kl. 09:12. fra <https://www.ssb.no/befolkning/statistikker/folkfram/aar/2016-06-21-content>
- Statistisk sentralbyrå. (2016b). Bygge- og anleggsvirksomhet, strukturstatistikk, 2015, foreløpige tall. Hentet 18. januar 2017, kl. 14:18. fra <https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/statistikker/stbygganl/aar-forelopige>

- Statistisk sentralbyrå. (2016c). Omsetning i bygge- og anleggsvirksomhet, 4. termin 2016. Hentet 18. januar 2017, kl. 21:16. fra <https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/statistikker/bygganloms>
- Statistisk sentralbyrå. (2016d). Sysselsetting, registerbasert, 2015, 4. kvartal. Hentet 19. januar 2017, kl. 09:04. fra <https://www.ssb.no/regsys>
- Statistisk sentralbyrå. (2017). Byggeareal - årlig. Hentet 20. februar 2017, kl. 12:02. fra <https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/statistikker/byggeareal/aar>
- Statistiska centralbyrån. (u.å.-a). NU VÄNTAS BEFOLKNINGEN ÖKA SNABBT. Hentet 02. juni 2017, kl. 12:13. fra <http://www.scb.se/hitta-statistik/sverige-i-siffror/manniskorna-i-sverige/framtidens-befolkning/>
- Statistiska centralbyrån. (u.å.-b). SVERIGES FOLKMÄNGD FRÅN 1749 OCH FRAM TILL IDAG. Hentet 02. juni 2017, kl. 12:09. fra http://www.scb.se/hitta-statistik/sverige-i-siffror/manniskorna-i-sverige/befolkningsutveckling/-story_601e31a3-5b9e-4b78-b868-f5fb79c9113a
- Svensk Mäklarstatistik AB. (2017). Bostadsmarknaden 2016 avslutades svagt uppåt. Lastet ned 12.02.2017, kl. 20:06. fra http://www.maklarstatistik.se/media/21276/2017-01-16_pm_m%C3%A4klarstatistik.pdf
- Sørensen, R. (1998). Verdivurdering som prosess. Hentet 24.01.17, kl. 14:46. fra <https://www.magma.no/verdivurdering-som-prosess>
- Tofteland, A., & Fladstad, H. N. (2011). *Finansregnskap : vurdering og analyse* §§ André Tofteland. Bergen: Fagbokforl.
- Veidekke. (2008). Årsrapport 2007. Lastet ned 25. januar 2017, kl. 12:57. fra <http://hugin.info/172/R/1211402/250989.pdf>
- Veidekke. (2009). Årsrapport 2008. Lastet ned 25. januar 2017, kl. 12:52. fra <http://hugin.info/172/R/1310145/302938.pdf>
- Veidekke. (2010). Årsrapport 2009. Lastet ned 25. januar 2017, kl. 12:51. fra <http://hugin.info/172/R/1485586/420756.pdf>
- Veidekke. (2011). Årsrapport 2010. Lastet ned 25. januar 2017, kl. 12:50. fra <http://hugin.info/172/R/1506476/441289.pdf>
- Veidekke. (2012). Årsrapport 2011. Lastet ned 25. januar 2017, kl. 12:43. fra <http://hugin.info/172/R/1610794/512477.pdf>
- Veidekke. (2013). Årsrapport 2012. Lastet ned 25. januar 2017, kl. 12:41. fra <http://hugin.info/172/R/1692990/556352.pdf>
- Veidekke. (2014). Årsrapport 2013. Lastet ned 25. januar 2017, kl. 12:13. fra <http://hugin.info/172/R/1776654/606187.pdf>
- Veidekke. (2015). Årsrapport 2014. Lastet ned 25. januar 2017, kl. 12:40. fra <http://hugin.info/172/R/1910625/681471.pdf>
- Veidekke. (2016a). Konjunkturrapport September 2016. Lastet ned 15. januar 2017, kl. 15:34. fra <http://hugin.info/172/R/2042093/762142.pdf>
- Veidekke. (2016b). Veidekke Eiendom. Lastet ned 20. januar 2017, kl. 15:12. fra <http://estatekonferanse.no/wp-content/uploads/2016/01/Sverre-Str%C3%A6-veidekke-Eiendom.pdf>
- Veidekke. (2016c). Årsrapport 2015. Lastet ned 15. januar 2017, kl. 15:32. fra <http://hugin.info/172/R/2004815/740482.pdf>
- Veidekke. (2017a). Samfunnsrapport 2016. Lastet ned 3. juni 2017, kl. 13:36. fra <http://hugin.info/172/R/2004815/740483.pdf>
- Veidekke. (2017b). Årsrapport 2016. Lastet ned 08. april 2017, kl. 18:33. fra <http://hugin.info/172/R/2094867/792186.pdf>
- Veidekke. (u.å.-a). Verdigrunnlag. Hentet 03. mars 2017, kl. 13:14. fra <http://veidekke.no/om-oss/verdigrunnlag/article10247.ece>

- Veidekke. (u.å.-b). WAM Foam - Gjør asfalt til et miljøprodukt. Lastet ned 03. mars 2017, kl. 12:15. fra <http://veidekke.no/incoming/article8320.ece/binary/Lavtemperatur-asfalt-WamFoam.pdf>
- Virke. (2014). Bygg og Anlegg, Rapport 2013. Lastet ned 24. januar 2017, kl. 09:55. fra https://www.virke.no/globalassets/analyse/bransjeanalyser/virkebygg-og-anlegg-rapport-2013_low.pdf/download