



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, vår 2017

Veidekke ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

Thomas Hansen

Veileder: Gunnar Dahl

Selvstendig arbeid innen 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

Denne masterutredningen er en verdsettelse av entreprenørselskapet Veidekke ASA gjennom fundamental verdivurdering og supplert med multiplikatormodellen.

I første del av utredningen blir verdsettelsesobjektet presentert samt bransjen det opererer i. Veidekke er et godt etablert selskap som har drevet med lønnsom entreprenørvirksomhet siden 1936. De opererer i et spekter av entreprenørbransjen som tar på seg prosjekter av størrelser bare de største entreprenørselskapene kan ta. Dette gjør at antallet konkurrenter er færre enn bransjen generelt, men konkurransen er fortsatt sterk på grunn av anbudsrunder. Bransjen lider og av lav innovasjonsgrad og standardiserte løsninger, noe som fører til små ressursfordeler. Veidekkes strategiske fordel kommer derfor fra bransjefordeler og det foreligger gode inngangsbarrierer i bransjen for å beholde de, men konkurransen fra store utenlandske entreprenører øker i takt med størrelsen på prosjektene i Norge.

I utredningens andre del kvantifiseres antagelsene fra den strategiske analysen i den første delen gjennom en analyse av regnskapstallene som er offentlig tilgjengelig gjennom selskapets årsrapporter. Her ble antagelsen om at Veidekke sin lønnsomhet stammer fra bransjefordeler bekreftet. Videre ble selskapets likviditet og soliditet analysert som ble oppsummert i en syntetisk rating på BBB. For å vurdere lønnsomheten måtte det beregnes avkastningskrav og til dette ble det brukt kjente modeller som CAPM og WACC. På grunn av faktorer som selskapets lave betaverdi og dagens lave rentenivå ble avkastningskravet relativt lavt sammenlignet med hva man kan forvente en rasjonell investor ville krevd.

I tredje og siste del av utredningen brukes innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen til å lage et fremtidsregnskap med tilhørende fremtidskrav. Ved å bruke egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden og en konvergering av disse metodene kommer man fram til et verdiestimat. Den estimerte verdien ble til slutt NOK 225,54 per aksje. Den komparative verdivurderingen resulterte i et langt lavere estimat på NOK 89,3 per aksje. Hovedvekten legges likevel på den fundamentale verdsettelsen og det konkluderes med en kjøps-anbefaling basert på børskursen 30.12.2015 på NOK 108,5. Denne anbefalingen er i tråd med flere meglerhus og hadde i løpet av 2016 gitt en avkastning på +13,82%.

Forord

Dette selvstendige arbeidet er en del av min mastergrad i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Av private grunner ble det et avbrudd i prosessen og denne utredningen er derfor basert på regnskapene fra 2015, selv om den blir levert i 2017. Dette er avklart med veileder.

Jeg hadde tidlig vurdert å velge en oppgave i verdsettelse som mitt selvstendige arbeid, og etter å ha pratet med kollegaer i EY ble jeg sikker på at det var et godt valg. Oppgavens natur ville gjøre meg bedre rustet til hverdagen som revisor etter endt utdanning ved å styrke mine ferdigheter i regnskapsanalyse spesielt. Gjennom denne oppgaven har jeg også fått bruk for mye kunnskap som er opparbeidet over årene på høgskolen innen flere fagområder som mikro- og makroøkonomi, strategi og finansregnskap for å nevne noen, og sett hvordan alt dette henger sammen.

Når det kom til valg av selskap og bransje ville jeg velge noe som ville være relevant i jobben som revisor i Hønefoss. Valget falt derfor på entreprenørbransjen og Veidekke ASA. I løpet av arbeidet har jeg lært mye om Veidekke og de komparative selskapene og fått en dypere innsikt i hvordan entreprenørbransjen fungerer. Jeg har enda bedre forståelse nå for hvor viktig det er med kunnskap om bransjer man vurderer å investere i.

Samtidig med det selvstendige arbeidet har jeg tatt kurset MRR413A Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering. Dette har vært mitt første kurs i dette fagfeltet og det har dermed vært mye å lære underveis, men pensumet og undervisningene har hjulpet utrolig mye. Jeg vil derfor takke professor og foreleser Kjell Henry Knivsflå for lærerike forelesninger og faglig hjelp i løpet av semesteret.

Jeg vil også rekke en stor takk til Gunnar Dahl for god veiledning og tilbakemeldinger på utredningen samt tålmodighet i forhold til arbeidet.

Bergen, juni 2017

Thomas Hansen

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD.....	3
1. INNLEDNING	6
1.1 MÅLSETNING.....	6
1.2 AVGRENSNING	6
1.3 STRUKTUR.....	6
2. PRESENTASJON AV BRANSJE OG VIRKSOMHET.....	8
2.1 VEIDЕККЕ ASA.....	8
2.2 BYGG- OG ANLEGGСBRANSJEN	12
2.3 MAKROFORHOLD	13
2.4 KOMPARATIVE SELSKAPER OG GJENNOMСNITTSBRANSJEN.....	16
2.4.1 AF Gruppen ASA (AF Gruppen)	16
2.4.2 NCC AB (NCC).....	17
2.4.3 Skanska AB (Skanska)	18
2.4.4 Gjennomsnittсbransjen.....	18
3. VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	20
3.1 OVSERIKT OVSER DE FORСKJELLIGE TEKNIKKENE	20
3.2 VALG AV HOVEDTEKNIKK.....	24
3.3 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	25
4. STRATEGISK ANALYSE.....	27
4.1 RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE.....	27
4.2 EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	28
4.2.1 Makroanalyse	28
4.2.2 Bransjeanalyse.....	31
4.3 INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE	38
4.4 OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE	41
5. REGNSKAPSANALYSE.....	43
5.1 RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG.....	43
5.2 PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL	44
5.3 OMGRUPPERING FOR ANALYSE.....	45
5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet.....	45
5.3.2 Omgruppering av balansen	49
5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm.....	52
5.4 ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING	53
5.5 BRANSJEN	56
5.6 RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	58
6. ANALYSE AV KREDITTRISIKO	59
6.1 LIKVIDITETSANALYSE (KORTSIKTIG RISIKO).....	59
6.2 SOLIDITETSANALYSE (LANGSIKTIG RISIKO)	64
6.3 SYNTETISK RATING	67
7. HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV.....	70
7.1 KAPITALVERDIMODELLEN - CAPM.....	70

7.2	VEKTET AVKASTNINGSKRAV - WACC	81
8.	STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE.....	85
8.1	SUPERRENTABILITET = STRATEGISK FORDEL	85
8.2	DRIFTSFORDEL	86
8.2.1	<i>Bransjefordel</i>	87
8.2.2	<i>Ressursfordel</i>	88
8.2.3	<i>Gearingfordel</i>	93
8.2.4	<i>Driftsfordel oppsummert</i>	94
8.3	FINANSIERINGSFORDEL.....	94
8.3.1	<i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</i>	95
8.3.2	<i>Finansieringsfordel minoritetsinteresser</i>	97
8.3.3	<i>Finansieringsfordel oppsummert</i>	98
8.4	STRATEGISK FORDEL OPPSUMMERT	99
9.	FREMTIDSREGNSKAP – BUDSJETT	100
9.1	ANALYSE AV HISTORISK VEKST	100
9.2	VALG AV BUDSJETTHORISONT T.....	101
9.3	BUDSJETTERING FRA 1 TIL T	102
9.3.1	<i>Driftsinntekt</i>	103
9.3.2	<i>Netto driftseiendeler</i>	105
9.3.3	<i>Netto driftsresultat</i>	106
9.3.4	<i>Netto finansiell gjeld</i>	107
9.3.5	<i>Netto finanskostnad- og finansinntekt</i>	108
9.3.6	<i>Minoritetsinteresser</i>	109
9.3.7	<i>Netto minoritetsresultat</i>	110
9.4	FREMTIDSREGNSKAP OG FREMTIDIG KONTANTSTRØM.....	110
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	112
10.1	KRAV TIL EGENKAPITAL	112
10.2	KRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	114
10.3	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL OG SYSSELSATT KAPITAL	115
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	116
11.1	OVERSIKT OVER METODER OG MODELLER	116
11.2	EGENKAPITALMETODE.....	116
11.3	SELSKAPSKAPITALMETODEN	118
11.4	FØRSTE ESTIMAT OG KONVERGERING MOT ENDELIG ESTIMAT	119
11.5	USIKKERHET – SENSITIVITET, SIMULERING OG KONKURS	121
11.6	OPPSUMMERING VERDIESTIMAT	124
12.	KOMPARATIV VERDIVURDERING	126
12.1	MULTIPLIKATORMODELLEN	126
12.2	VERDIESTIMAT	127
12.3	OPPSUMMERING	132
13.	KONKLUSJON OG HANDLINGSSTRATEGI.....	133
	LITTERATURLISTE.....	135
	VEDLEGG: FORKORTELSESORDLISTE	140

1. Innledning

1.1 Målsetning

Målsetningen med denne oppgaven er å verdsette Veidekke ASA basert på selskapets underliggende økonomiske forhold. Deretter sammenlignes denne verdivurderingen med selskapets børsverdi per 30.12.2015 på NOK 108,50 (Oslobors.no, 2016).

På bakgrunn av denne sammenligningen vil det anbefales en handlingsstrategi av Veidekke-aksjen.

1.2 Avgrensning

Den strategiske regnskapsanalysen og verdsettelsen av Veidekke ASA (heretter bare Veidekke) er kun basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Siden det kan dukke opp informasjon underveis som har potensiale til å endre forutsetninger ved verdsettelsen har jeg avgrenset innhenting av offentlig informasjon om selskapet til 19.04.2016 da årsrapporten for 2015 kom ut.

Entreprenørbransjen består av veldig mange virksomheter, ikke bare globalt, men også nasjonalt. For at arbeidsmengden skal være overkommelig innenfor tidsrammen av det selvstendige arbeidet har bransjen blitt begrenset til å gjelde de fire største selskapene med base i Norge da dette er hovedmarkedet til Veidekke. De komparative selskapene blir presentert i kapittel 2.

1.3 Struktur

Oppgaven følger oppsettet til professor Knivsflå (2016) for masteroppgave i fundamental verdivurdering (valg av verdsettelsesmetode blir nærmere forklart i kapittel 3).

I kapittel 2 presenteres selskapet som skal verdsettes og bransjen det opererer i. Her vil også de komparative selskapene som videre utgjør gjennomsnittsvirksomheten i bransjen bli presentert.

I kapittel 3 presenteres de ulike hovedteknikkene for å verdsette et selskap og rammeverket for den teknikken som vil bli brukt i denne oppgaven.

Kapittel 4 inneholder en strategisk analyse som skal forsøke å belyse Veidekkes strategiske fordeler og risiko.

I kapittel 5-8 gjennomføres en regnskapsanalyse hvor rapporterte tall omgrupperes og justeres for analyse. I tillegg analyseres risiko og historisk avkastningskrav. Dette gir grunnlag for å si om selskapet har strategiske fordeler.

I kapittel 9 og 10 utformes et fremtidsregnskap basert på den strategiske regnskapsanalysen og et framtidskrav for å kunne utføre verdsettelsen.

I kapittel 11-13 verdsettes Veidekke ved bruk av fundamental og komparativ verdivurdering og det konkluderes med en handlingsplan for Veidekke-aksjen basert på verdivurderingen.

2. Presentasjon av bransje og virksomhet

I dette kapittelet vil jeg presentere Veidekke og bransjen det opererer i, inkludert de komparative selskapene som sammen med Veidekke vil utgjøre bransjesnittet videre i utredningen.

2.1 Veidekke ASA

Nøkkeltall 2015

Driftsinntekt: MNOK 24 509

Driftsmargin: 4,3%

Egenkapitalrentabilitet: 31,9%

Netto rentebærende gjeld: MNOK 606

(Veidekke, 2016b)

Veidekke er ikke bare Norges største entreprenørselskap (bygg.no, 2016), men også et av de største i Skandinavia (Veidekke, 2015b). Veidekke sin virksomhet i Norge står for over halvparten av selskapets omsetning, men de operer også i Sverige og Danmark. Selskapet består av de tre virksomhetsområdene entreprenør, eiendom og industri. De utfører alle typer bygg- og anleggsoppdrag, utvikler eiendom, vedlikeholder veier og produserer asfalt, pukk og grus (Veidekke, 2015b).

Selskapet har vært notert på Oslo børs siden 1986. Siden oppstarten i 1936 har selskapet alltid gått med overskudd, og de har en utbyttepolicy på minst 50% av årsresultatet (Veidekke, 2015a). Dette gjør det gunstig å være aksjeeier i Veidekke. En stor grunn til Veidekkes suksess er synergieffektene av å ha flere virksomhetsområder. Spesielt samspeillet mellom eiendomsutvikling og entreprenør har skapt positive merverdier. Ved å inkludere entreprenørvirksomheten allerede fra vurderingsfasen kan de bedre vurdere risiko og pris på prosjekter, og dermed gjøre det så kostnadseffektivt som mulig (Veidekke, 2015b). Dette sammenfaller godt med selskapets vekststrategi som er å fortsette veksten i Skandinavia gjennom eksisterende produktområder. De forventer at dette hovedsakelig vil komme fra organisk vekst, men de utelukker likevel ikke noe oppkjøp av små og mellomstore selskaper for å videre fremme veksten. Eventuelle oppkjøp vil bli gjort med selskapets egne finansielle midler. Dette henger sammen med målet til selskapet om at de skal være et finansielt solid selskap med en gearing på maksimalt 40-50% (Veidekke, 2015b). Veidekke sine finansielle

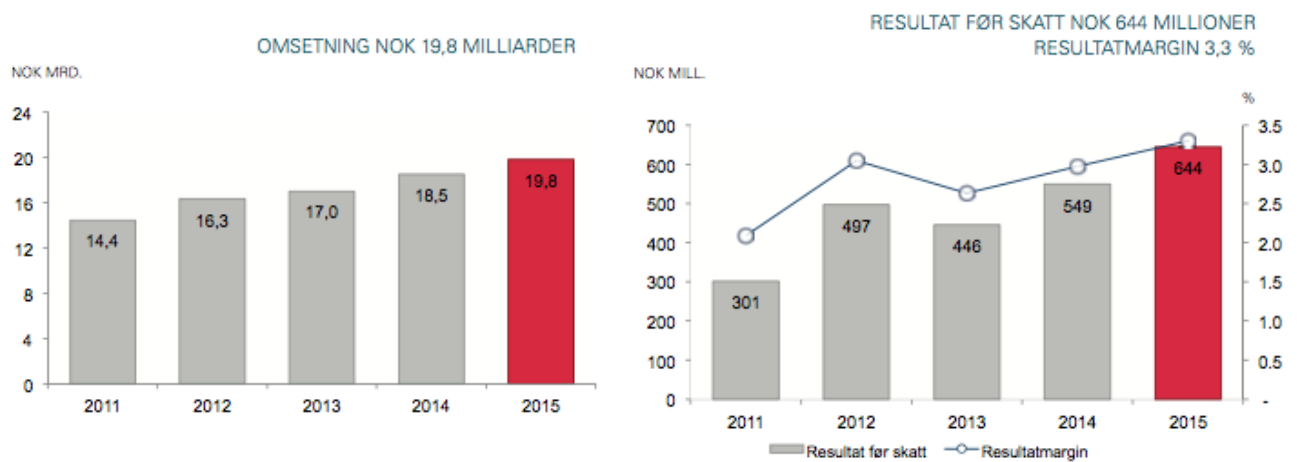
risikoer er kredittisiko i forhold til kundefordringer, markedsprisindeksrisiko på aksjer holdt for salg og råvarekost, renterisiko på rentebærende gjeld og likviditetsrisiko med tanke på leverandørgjelden (Veidekke, 2016a).

Veidekke har satt seg strategiske mål for videre drift og ønsker å bli en av de mest lønnsomme entreprenørselskapene i Skandinavia. De prioriterer derfor lønnsomhet foran volum og må dermed selektere hvilke prosjekter de velger å gjennomføre. Da kommer samspillet mellom entreprenør og eiendom som nevnt over godt med. Selskapets mål er 5% resultatmargin for entreprenørvirksomheten, 6,5% for industrivirksomheten, og 15% avkastning på investert kapital for eiendomsvirksomheten (Veidekke, 2015b). Som nevnt er en av grunnene til Veidekkes suksess god og smart drift i flere virksomhetsområder. Under vil hvert virksomhetsområde bli presentert mer utfyllende:

Entreprenør

Veidekkes virksomhet består i det vesentligste av entreprenørprosjekter som står for 76% av omsetning. Virksomheten drives gjennom datterselskaper i Norge, Danmark og Sverige, henholdsvis Veidekke Entreprenør AS, Hoffman A/S og Veidekke Entreprenad AB. Byggevirksomheten utgjør 65% av entreprenørvirksomheten og jobber primært med oppsetting av yrkesbygg og offentlige bygg. Resterende 35% er anleggsvirksomhet som består av prosjekter innen samferdsel, vann- og vindkraft og andre anleggsprosjekter (Veidekke, 2016b).

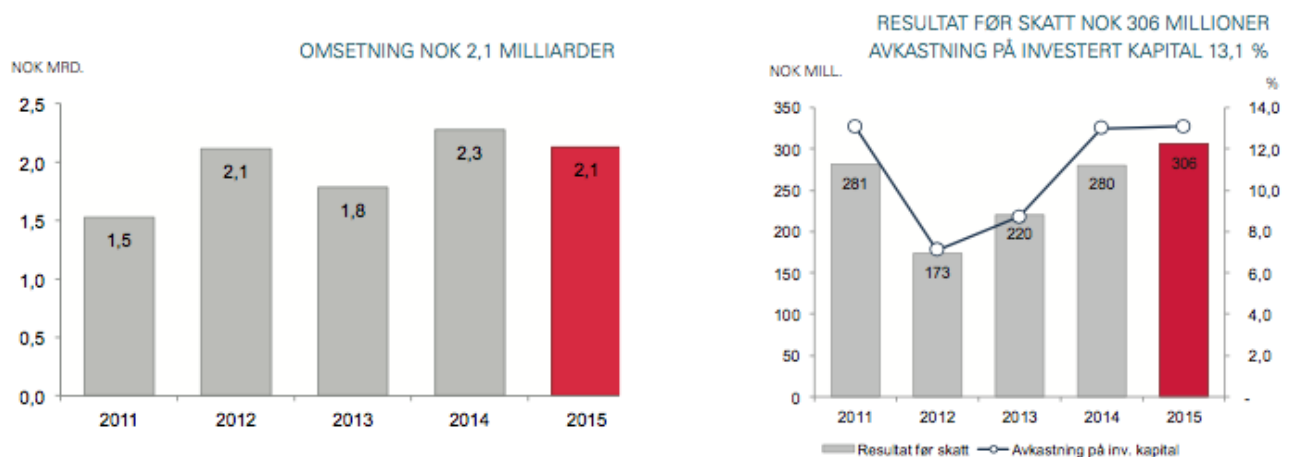
Et interessant tema i denne virksomheten er inntektsføringen av boligprosjekter. Disse inntektsføres løpende ut ifra fullføringsgrad i segmentregnskapet, mens etter IFRS blir boligsalg først inntektsført når boligen overtas av kjøper (Veidekke, 2016b). Dette kommer av at det stilles strenge krav for å inntektsføre en kontrakt i henhold til reglene for anleggskontrakter i IAS 11, og IASB kom frem til i IFRIC 15 at standardiserte boligkontrakter faller inn under IAS 18 og dermed ikke kan benytte seg av løpende inntektsføring. Fra januar 2017 trer den nye inntektsføringsstandardens IFRS 15 i kraft og det vil bli interessant å se hvordan inntektsføringen i entreprenørbransjen påvirkes av de nye reglene. Under GRS er løpende inntektsføring ut ifra fullføringsgrad tillatt. Estimater og vurderinger på prosjekter under arbeid, fullførte prosjekter og tomtebanken medfører derfor usikkerhet og faktisk resultat kan dermed variere fra forventet resultat.



Figur 1: Nøkkeltall entreprenørvirksomheten (Veidekke, 2016b)

Eiendom

Eiendomsvirksomheten er hovedsakelig konsentrert i og rundt de store byene i Norge og Sverige, og står for 9% av konsernets omsetning. Virksomheten drives gjennom datterselskapene Veidekke Eiendom AS i Norge og Veidekke Bostad AB i Sverige. Selskapene kjøper eiendom som de utvikler til boliger. Disse prosjektene utføres enten i egenregi eller i partnerskap med tilknyttede og felleskontrollerte virksomheter (Veidekke, 2016b). Boligmarkedet er svært konjunkturfølsomt, så for å redusere risikoen for usolgte boliger har Veidekke derfor en regel om at igangsetting av nye prosjekter ikke skjer før det har oppnådd en salgsgrad på 50% (Veidekke, 2016a).

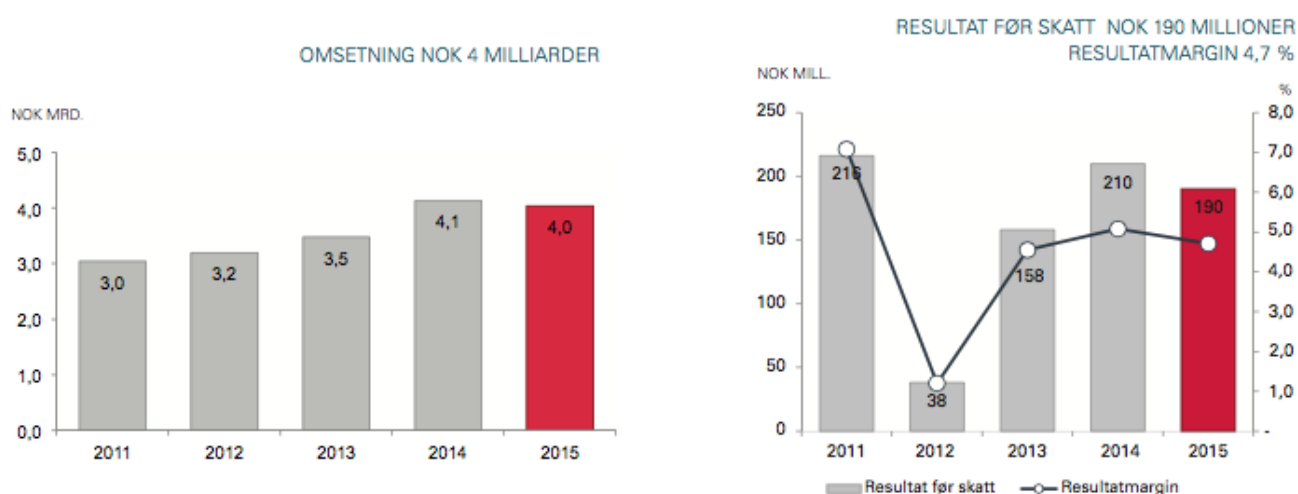


Figur 2: Nøkkeltall eiendomsvirksomheten (Veidekke, 2016b)

Industri

Industrivirksomheten drives bare i Norge gjennom Veidekke Industri AS og står for 15% av omsetningen. Veidekke er Norges ledende asfaltentreprenør og den nest største produsenten av pukk og grus. I tillegg er de en betydelig aktør innen drift og vedlikehold av det offentlige veinettet. Asfalt utgjør hele 67% av virksomhetens omsetning, mens drift og vedlikehold utgjør 23% og produksjon av pukk og grus utgjør 10% (Veidekke, 2016b).

Industrivirksomheten er sterkt sesongbasert fordi klimatiske forhold tilsier at mesteparten av aktiviteten skjer mellom mai og oktober. Dette fører til vesentlige svingninger i kvartalsrapportene da funksjonær- og vedlikeholdskostnader og avskrivninger påløper over hele året (Veidekke, 2016a).



Figur 3: Nøkkeltall industrivirksomheten (Veidekke, 2016b)

Ressurser

Veidekke ser på sine medarbeidere som en av deres viktigste ressurser. De investerer derfor mye i kompetansebygging internt i selskapet gjennom Veidekkeskolen. Bransjen viser en trend til å bruke mer innleide og midlertidig ansatte, men Veidekke velger å satse på egne fagarbeidere og lærlinger for å sikre kompetansen. De jobber derfor tett med flere høyskoler og universiteter, og har egne lærling- og traineeordninger. Selskapet er faktisk en av Norges største lærlingsbedrifter. De har også et sterkt fokus på HMS og jobber hardt for å få ned antallet alvorlige ulykker på arbeidsplassen. For å øke medarbeiderne sin deltakelse i selskapet har de et aksjeprogram som hvert år tilbyr rabatterte aksjer til alle ansatte. Veidekke har et mål om at minst halvparten av selskapets medarbeidere skal være aksjeeiere med en samlet eierandel på rundt 15%, og ved utgangen av 2015 tilfredsstilles dette målet (Veidekke, 2016b).

Selskapet er bevisst på det fotavtrykket bransjen har i miljøet og har derfor ambisjoner om å bli ”best på miljø i praksis” gjennom å bygge etter internasjonale miljø-standarder og sertifiseringer og produsere lavtemperaturasfalt. Bransjen sliter og med useriøse aktører som driver med sosial dumping og økonomiske misligheter. Veidekke har derfor et krav om maksimalt to ledd underentreprenører i verdikjeden, og jobber med strengere krav og tettere samarbeid med sine leverandører. Sammen med leverandører og kunder skal ledelsen og medarbeiderne i Veidekke ha et verdiskapende samspill. Dette er representert i Veidekkehuset. Her kommer også selskapets verdier frem: *Profesjonell, redelig, entusiastisk, grensesprengende* (Veidekke, 2015a).



Figur 4: Veidekkehuset (Veidekke, 2015a)

Mer om dette i den strategiske analysen i kapittel 4.

2.2 Bygg- og anleggsbransjen

Byggnæringen er en av Norges største fastlandsnæringer og landets største distriktsnæring. Her er noen nøkkeltall fra 2015 for bransjen i Norge (BNL.no, 2016b):

- 55 121 bedrifter
- 228 721 ansatte
- NOK 455 milliarder i omsetning

Som det kommer frem av nøkkeltallene er det veldig mange bedrifter. De varierer fra å være små lokale aktører til store internasjonale aktører. Selv om begge endene av skalaen utfører mye av det samme arbeidet, ligger den største forskjellen i størrelsen på prosjektene og kunden. For de store internasjonale selskapene er kunden ofte det offentlige og privatnæringen, mens for de mindre vil det være oppsetting av private hus og mindre leilighetsbygg. Siden det er så mange aktører i markedet er det sterk konkurranse om hvert oppdrag (Veidekke, 2015b), og siden de fleste prosjekter legges ut på anbud er det som regel snakk om konkurranse på pris. Dette kan tyde på at det er lave inngangsbarrierer i bransjen, som vil bli analysert nærmere i kapittel 4. Entreprenørbransjen i sin helhet er veldig fragmentert (NCC, 2016) og det er derfor ingen enkelt-selskaper som har en dominerende makt i markedet. Fra NCC sin årsrapport for 2015 ser man, hvis markedet utvides litt fra Veidekkes skandinaviske område, hvor fragmentert entreprenørbransjen i Norden er:



Figur 5: Det nordiske markedet (NCC, 2016)

De største aktørene på markedet har bare 5% markedsandel, mens samlegruppen av andre små og mellomstore selskaper utgjør hele 79%. På grunn av den sterke konkurransen og størrelsen på næringen er bransjen preget av store volum og små marginer (AF Gruppen, 2015). Dette store volumet fører med seg et høyt energiforbruk og mye avfall. Sammen med en økende vekst kommer det i tillegg stadig nye regelverk og krav i forhold til miljøhensyn. Dette legger press på selskapene til å være grønne (Skanska, 2015), og åpner opp for at nettopp det å være best på miljø kan bli et konkurransefortrinn.

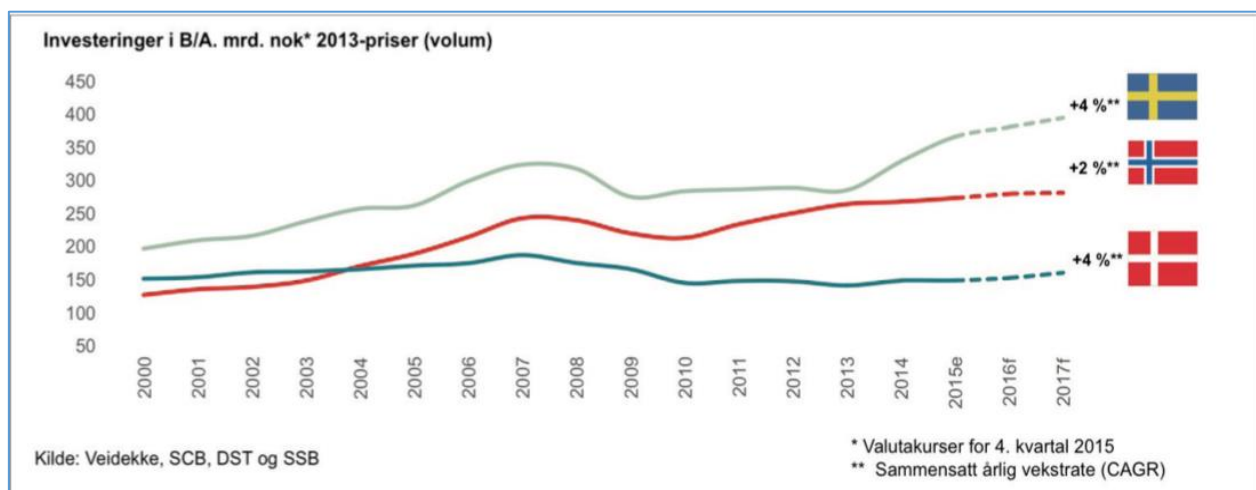
2.3 Makroforhold

Makroanalysen vil ha hovedfokus på Norge da dette er base for hovedvirksomheten til Veidekke. I kapittel 4 blir makroforholdene kategorisert og analysert etter PEST-rammeverket.

Entreprenørbransjen er normalt sett konjunkturfølsom fordi den avhenger av investeringsvilje. Når det er konjunkturedgang til det som oftest være flere konkurser og lavere

sysselsettingsvekst. Dette fører til økt arealledigheten, og når arealledigheten er stor blir investeringslysten og etterspørselen lav. Dette vil naturligvis påvirke markedet negativt (BNL, 2015). Det private boligmarkedet er mindre påvirket enn yrkesbygg da den lave renten bidrar til høy investeringsetterspørsel i regioner som ikke er påvirket av nedgangen i oljebransjen (Veidekke, 2016a). Markedet for nybygg blir langt sterkere påvirket i nedgangskonjunkturer enn andre entreprenøroppdrag, som for eksempel renovering, ombygging og tilbygg (i bransjen kalt for ROT-markedet), fordi det er mer sensitivt for arealledighet. Aktiviteten i offentlige byggeprosjekter er ikke like konjunktursensitivt og vil avhenge mer av hva som allerede er planlagt. Anleggsmarkedet er også langt mindre konjunktursensitivt, igjen fordi det offentlige står for mesteparten av etterspørselen (BNL, 2015).

Sveriges Byggindustrier (2015) rapporterer om stabil utvikling i det nordiske byggmarkedet i sin konjunkturrapport. Prognosene ser best ut for Sverige og til en viss grad Norge, mens Danmark fortsetter å henge etter.

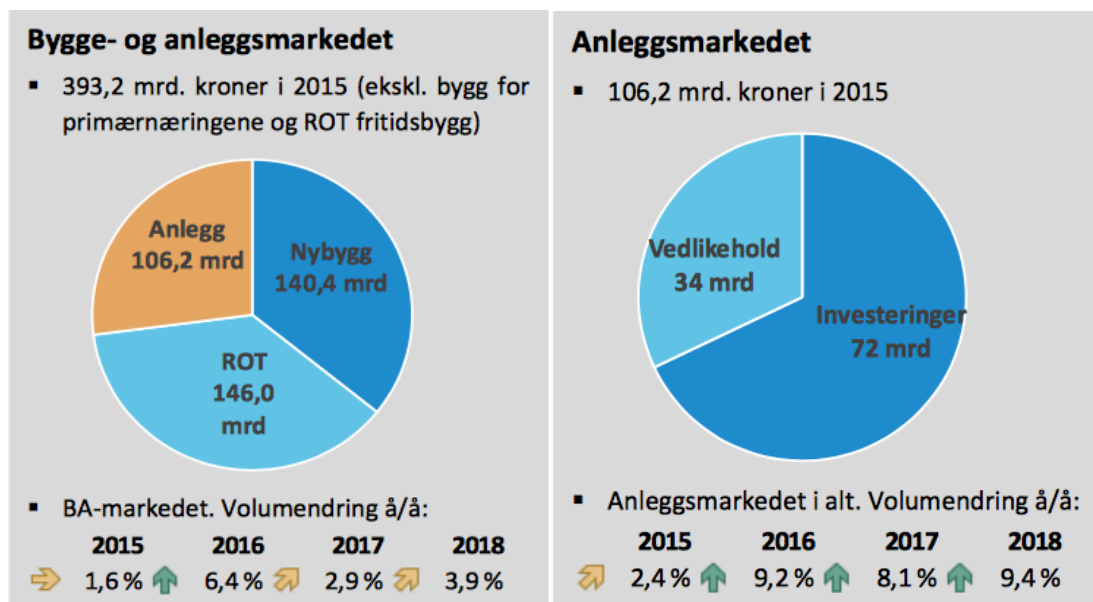


Figur 6: Investeringer i bygg og anlegg, Skandinavia (Veidekke, 2016a)

Sverige opplever høykonjunktur og lave renter, og det forventes god vekst i bygg- og anleggsmarkedet. I Danmark vil det private markedet og bedringer i boligmarkedet stå for en svak vekst de neste årene (Veidekke, 2016a).

Til tross for noe usikkerhet rundt utviklingen i norsk økonomi er det fortsatt gode tider i bransjen, dog med regionale variasjoner (BNL.no, 2016b). Det har vært en stabil vekst i bygg og anlegg de siste årene og omsetningen i bransjen økte med 5,4% i 2014 og 5,8% i 2015 (SSB.no, 2016b). Det er anleggsvirksomheten som har hatt den største veksten. Aktiviteten i anleggsvirksomheten fra 2014 til 2015 har på landsbasis økt med hele 8,1% mens

byggevirksomheten bare hadde en minimal økning på 0,6% (SSB.no, 2016d). Målt i faste priser, som viser volumvekst i motsetning til omsetningsvekst, var veksten i bygg- og anleggsmarkedet i 2015 1,6%. Inkluderer man prisvekst vil omsetningsveksten ligge på rundt 4-5% (BNL, 2015 og 2016b), som stemmer ganske godt med tallene fra SSB. Veksten i bygg- og anleggsmarkedet vil hovedsakelig komme av investeringer i samferdsel og energisektoren, da det er stor usikkerhet i boligmarkedet (Veidekke, 2016a). Til tross for den økte aktiviteten i anleggsvirksomheten ser man nå at tilgangen på nye prosjekter går ned. Byggevirksomheten derimot, som opplevde liten vekst i aktivitetsnivået, opplever en økt ordretilgang på 10%, spesielt innen næringsbygg (SSB.no, 2016c). For Veidekke vil ordreinngangen i entreprenørvirksomheten fra 2015 legge til rette for økt omsetning i 2016 (Veidekke, 2016a).



Figur 7: Bygge- og anleggsmarkedet (BNL, 2016b)

Effekten av nedgangen i oljesektoren har ikke rammet områdene utenfor oljenæringen markant, men rapporter fra Norges Bank tilsier at det begynner å få ringeffekter. Dette er effekter som kan påvirke privat forbruk gjennom arbeidsledighet og lav lønnsvekst og dermed påvirke næringen og boligmarkedet (Veidekke, 2016a). Det ventes blant annet at arbeidsledigheten som har kommet av nedgangen i oljeindustrien vil få mer spredte konsekvenser enn den regionale effekten det har hatt til nå og i tillegg blir reallønnsveksten svak. Likevel forventes forbruket i husholdningen å vokse stabilt. En av grunnene til dette kan være at boligprisveksten som stimuleres av den lave renten motvirker husholdningens lavere lønnsvekst. Nedgangen i oljeindustrien påvirker også statens inntekter, men selv om underskuddet i statsbudsjettet er større i 2016 enn tidligere, er det fortsatt godt innenfor

handlingsregelen. Norges Bank har også mer spillerom med styringsrenten hvis pengepolitikken tilsier at de trenger det for å stimulere norsk økonomi. Faren kan være at boligprisene, spesielt i byene, presses enda høyere og det kan i verste fall utvikle seg til å bli en boligboble. BNP-veksten i Norge er forventet å være før den tar seg opp i 2017 takket være ekspansiv penge- og finanspolitikk og vekst i eksport og næringsinvesteringer (BNL, 2015).

2.4 Komparative selskaper og gjennomsnittsbransjen

I tillegg til Veidekke vil de tre andre selskapene som utgjør de fire største bygg- og anleggsselskapet i Norge basert på omsetning (AF Gruppen, NCC og Skanska) representere gjennomsnittsbransjen i denne utredningen (bygg.no, 2016). Peab ble også vurdert, men på grunn av relativt liten virksomhet i Norge og spesielt innen entreprenør som er Veidekke sitt hovedområde, ble dette utelatt fra gjennomsnittsbransjen. Som tidligere nevnt er det over 50 000 bedrifter i byggenæringen (BNL.no, 2016b). Alt fra små lokale selskaper til store internasjonale selskaper. I en oppgave som dette må man avgrense hvilke selskaper man ser på for å gjøre tallmaterialet overkommelig gitt omfanget av oppgaven. Det er vanlig å se på en bransje som en ”gruppe virksomheter som tilbyr produkter eller tjenester som er nære substitutter” (Knivsflå, 2016). De største selskapene differensierer seg stort fra de mindre ved å ha det offentlige som en av de største kundene, og kan ta på seg langt større, mer komplekse og tidkrevende prosjekter. De mindre selskapene er derfor sett på som leverandører av tjenester, kalt underentreprenør, og ikke som direkte konkurrenter. Ved valg av komparative selskaper har fokuset vært på faktorer som virksomhetsområder og hvilke land de opererer i, størrelse og markedsandeler i Norge. Alle selskapene har internasjonal virksomhet, og man kunne tatt med flere internasjonale aktører som er langt større enn Veidekke, men i denne utredningen er fokuset hovedsakelig på det norske markedet da dette står for godt over halvparten av Veidekke sin omsetning (Veidekke, 2015a). Nedenfor følger en presentasjon av de komparative selskapene:

2.4.1 AF Gruppen ASA (AF Gruppen)

Nøkkeltall 2015

Driftsinntekt: MNOK 12 398

Driftsmargin: 8,1%

Egenkapitalrentabilitet: 43,8%

Netto rentebærende gjeld: MNOK 593

(AF Gruppen, 2016)

AF Gruppen ble grunnlagt i Norge 1985. De har per 2015 totalt 3 030 ansatte og de ser i likhet med Veidekke på menneskene i selskapet som en av sine viktigste ressurser. For å fremme eierfølelsen og deltagelsen til sine ansatte har selskapet et aksje- og opsjonsprogram. De ser på dette som et konkurransefortrinn, men også konkurrentene Veidekke og Skanska gjør dette. Dette kommer nok av at det er en gunstig måte å få de ansatte mer involvert i selskapet, og dermed yte mer i sitt arbeid. AF Gruppen er det selskapet i gjennomsnittsbransjen som har flest virksomhetsområder. De har virksomheter innen bygg, anlegg, eiendom, miljø, energi og offshore. AF Gruppen er veldig miljøfokusert og har et eget virksomhetsområde for dette. De jobber med blant annet rivning og sanering. Virksomheten forsøker å fjerne det som er skadelig for miljøet og heller finne løsninger som reduserer avfall og bruk av ikke fornybare ressurser. Hovedkontoret er i Norge og selskapet er notert på Oslo Børs. Også det meste av virksomheten finner sted i Norge men de har også mye virksomhet i Sverige. Innen offshore opererer de i tillegg til Norge, også i Storbritannia, Kina og Singapore (AF Gruppen, 2016).

2.4.2 NCC AB (NCC)

Nøkkeltall 2015

Driftsinntekt: MSEK 62 506

Driftsmargin: 4,9%

Egenkapitalrentabilitet: 26%

Netto rentebærende gjeld: MSEK 3 147

(NCC, 2016)

NCC ble grunnlagt i Sverige i 1988. De har 18 000 ansatte som jobber i Sverige, Norge, Finland, Danmark, Tyskland, Russland, Latvia og Estland (NCC.no, 2016). Hovedbasen for selskapet er i Sverige og de er notert på NASDAQ Stockholm. I Sverige har de en markedsandel på hele 47%, men NCC har også en 5% markedsandel i det nordiske markedet, og dermed en av de to største aktørene sammen med Skanska. Selskapet er delt opp i de tre virksomhetsområdene entreprenør, industri og eiendom. De er en global industrileder i bruken av VDC (Virtual Design and Construction), som er et virtuelt virkemiddel de bruker i

planlegging av design og bygg. Dette er med på å øke kvaliteten og redusere kostnaden på selskapets prosjekter (NCC, 2015).

2.4.3 Skanska AB (Skanska)

Nøkkeltall 2015

Driftsinntekt: MSEK 154 935

Driftsmargin: 4,2%

Egenkapitalrentabilitet: 22,5%

Netto rentebærende gjeld: MSEK 6 317

(Skanska, 2016)

Skanska ble grunnlagt i 1887 i Sverige. De opererer i Sverige, Norge, Danmark, Finland, Storbritannia, USA, Polen, Tsjekkia, Slovakia, Ungarn og Romania, og har hele 48 470 ansatte verden over (Skanska.se, 2016). De nordiske landene står for 40% av inntektene, mens de andre europeiske landene står for 23% og USA de resterende 37%. Det er de nordiske landene, ledet an av Norge, som har de største investeringene i bygg- og anlegg sett i forhold til BNP i Skanska sitt marked. Selskapet er notert på NASDAQ Stockholm, og de har som nevnt også et aksjeprogram for de ansatte. Skanska består av virksomhetene bygg, anlegg og eiendom. Entreprenørvirksomheten er den største inntektskilden i alle markedene og står for halvparten av driftsresultatet. Skanska er en av markedslederne, sammen med NCC, og har dermed et lite konkurransefortrinn på når det kommer til store og komplekse prosjekter (Skanska, 2016).

2.4.4 Gjennomsnittsbransjen

For å vurdere Veidekke sine prestasjoner og nøkkeltall vil selskapet bli sammenlignet med gjennomsnittsbransjen i regnskapsanalysen. Ved valg av gjennomsnittsbransje må man vurdere om verdsettelsesobjektet selv skal være med i gjennomsnittet eller ikke. Ved å ta med verdsettelsesobjektet i gjennomsnittsbransjen får man et uttrykk for bransjen som en enhet og ikke bare konkurrentene i bransjen. Derimot hvis Veidekke hadde hatt en dominerende markedsandel og derfor utgjort mesteparten av bransjegjennomsnittet, ville man nærmest sammenlignet selskapet med seg selv. I situasjoner hvor selskapet avviker mye fra det egentlige gjennomsnittet i bransjen vil det vært ugunstig å ha med verdsettelsesobjektet i

gjennomsnittet da det påvirker det estimerte snittet i utvalget for mye. Bygg- og anleggsbransjen har god konkurranse og markedsfordeling blant de komparative selskapene som er valgt for denne oppgaven, og er derfor ikke i en slik situasjon. For å sammenligne Veidekke sine prestasjoner mot bransjen som en enhet vil derfor verdsettelsesobjektet inngå i gjennomsnittsbransjen i denne oppgaven.

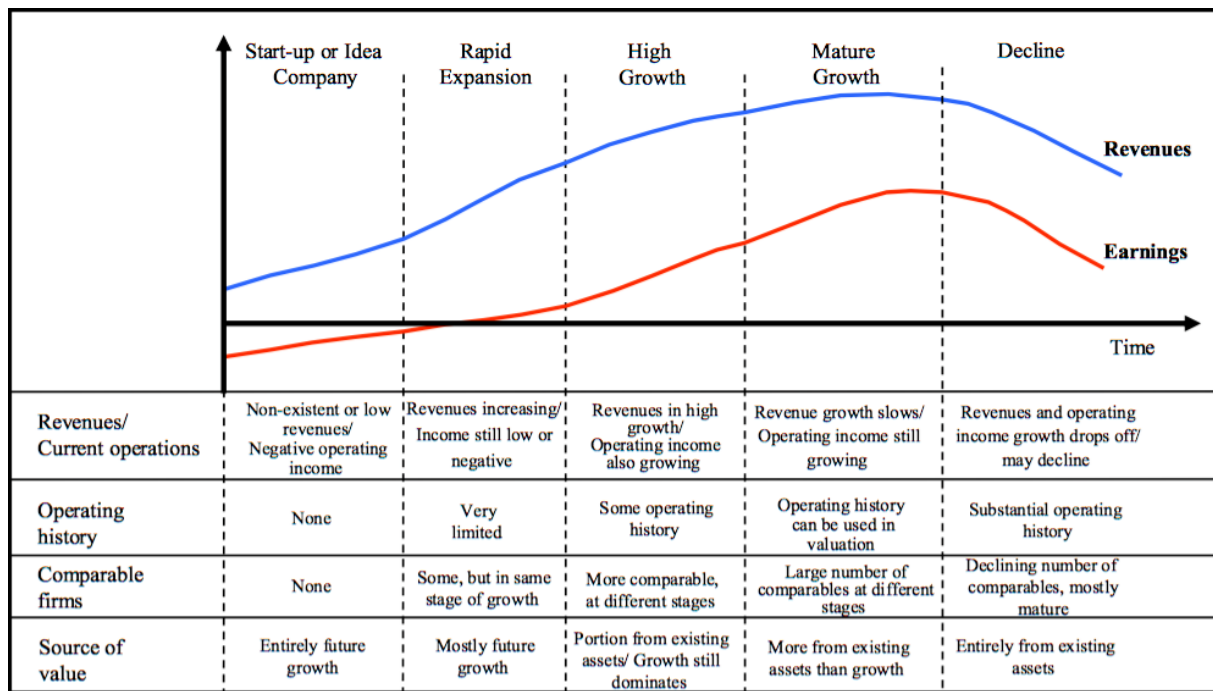
3. Valg av verdsettelsesteknikk

I dette kapittelet presenteres de ulike verdsettelsesteknikkene. I tillegg vil valget av verdsettelsesteknikk begrunnes og rammeverket for teknikken fremlegges.

3.1 Oversikt over de forskjellige teknikkene

En verdsettelse vil alltid innebære en viss form for usikkerhet, uansett hvor nøye beregningene har vært. Dette kommer av at verdivurderinger baserer seg i stor grad på estimater og skaper derfor feilmarginer. Det vil derfor bli gjort sensitivitetsanalyser når verdiestimatet er beregnet. Hvor selskapet befinner seg i sin livssyklus vil også påvirke usikkerheten i den endelige verdivurderingen. Bakgrunnen for å gjøre en fundamental analyse er at man har tro på at firmaets virkelige verdi henger sammen med finansielle faktorer som fremtidig vekst, risiko og kontantstrøm. Firmaets virkelige verdi vil dermed angi om aksjen er over- eller underpriset, og man kan dermed legge en langsiktig investeringsstrategi for denne aksjen (Damodaran, 2012).

Når man verdsetter et selskap har man tre hovedkilder til informasjon som verdsettelsen baseres på. Den første kilden er selskapets nåværende årsrapport som gir et bilde av hvor lønnsomt investeringene har vært og hvor mye de reinvesterer i selskapet. Den andre kilden er historiske tall. Dette vil kunne gi et bilde av om selskapet er i en syklisk bransje, se tidligere trender og tendenser, se veksten i et større bilde for å se hvor selskapet kan være i livssyklusen og se endringer i pris for å vurdere risiko. Den tredje kilden er sammenlignbare selskaper eller bransjetall. Ved å bruke dette kan man vurdere om valgt selskap gjør det bedre eller dårligere enn sine konkurrenter. Optimalt vil man ha god tilgang på alle tre informasjonskildene, men det er ikke alltid slik. I så tilfelle må mangelen på en kilde kompenseres med mer informasjon fra en annen. Hvor mye informasjon som er tilgjengelig fra disse tre kildene avhenger av hvor selskapet befinner seg i livssyklusen (Damodaran, 2012).



Figur 8: Selskapets livssyklus (Damodaran, 2012)

Denne illustrasjonen fra Damodaran (2012) viser hvordan verdsettelsesgrunnlaget endrer seg over livssyklusen, og som Knivsflå (2016) påpeker vil dette føre til at valg av verdsettelsesmetode også endrer seg med livssyklusen. For hvilken verdsettelsesteknikk som er best avhenger av flere faktorer, som for eksempel selskapet man vurderer og bransjen den operer i, hvor selskapet befinner seg i livssyklusen og sannsynligheten for fortsatt drift (Knivsflå, 2016).

Damodaran (2012) påpeker at det finnes en rekke metoder for å verdsette en virksomhet, men de kan generelt klassifiseres i tre metoder: fundamental verdivurdering, komparativ verdivurdering og opsjonsbasert verdivurdering, hvorav fundamental verdivurdering legger grunnlaget for å forstå de andre verdsettelsesmetodene. Hovedtrekkene i metodene vil nå bli gjennomgått. Deretter vil metodene som blir valgt for denne utredningen forklart nærmere med alle modellene som skal brukes i sine respektive kapitler.

Fundamental verdivurdering:

Denne metoden går ut på å diskontere fremtidige kontantstrømmer for å finne nåverdien av disse. For å komme frem til den fremtidige kontantstrømmen må man gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse, og utarbeide fremtidsregnskap og krav basert på selskapets fundamentale forhold (Knivsflå, 2016). Fundamental verdivurdering kan deles inn i to metoder; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. For å finne virkelig verdi av

egenkapitalen i førstnevnte metode diskonterer man den frie kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkostnaden, og finner nåverdien av den frie kontantstrømmen til egenkapitalen. Sistnevnte metode ser heller på den frie kontantstrømmen til selskapet og diskonterer med den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC) for å finne den virkelige verdien til egenkapitalen. Til tross for at disse to metodene bruker forskjellige kontantstrømmer og diskonteringsrenter, vil de gi samme estimat på virkelige verdi så lenge kravene er korrekte (Damodaran, 2012). Dette er grunnmodellen i de to metodene. I tillegg til finnes det superprofitt- og superprofittvekstmodeller innenfor hver metode som også vil bli brukt for å luke ut eventuelle feilkilder, da alle modellene i hver metode gir samme verdiestimat (Knivsflå, 2016).

Fundamental verdivurdering har visse begrensninger. Siden modellen bruker kontantstrømmer for å estimere virkelig verdi er det fordelaktig at selskapet har en positiv kontantstrøm som kan fremskrives med en viss sikkerhet og at det er tilgjengelig informasjon om risiko slik at man kan hente ut diskonteringsrenten. Bedrifter som har problemer med fortsatt drift og høy konkurssannsynlighet er derfor dårlig egnet for fundamental verdivurdering. Sykliske firmaer er ofte veldig konjunkturfølsomme og det kan derfor være vanskelig å forutse fremtidig kontantstrøm hvis det for eksempel er nedgangstider i økonomien. Hvis bedriften har ubenyttede ressurser vil man ikke få med den mulige verdiskapningen av dette siden den ikke inngår i kontantstrømmen. Da må man enten verdsette den til markedspris om mulig, eller verdsette den som om den ble brukt optimalt. Når et firma blir restrukturert vil dette ofte endre fremtidige kontantstrømmer og risikoprofil til en viss grad. For at man skal kunne diskontere de fremtidige kontantstrømmene må man derfor ta dette i betraktning når man ser på historisk data. Det samme gjelder bedrifter som er involvert i et oppkjøp. Oppkjøpet kan skape synergieffekter som må tas i betraktning og endringer i ledelsen må det også justeres for. Ikke børsnoterte bedrifter skaper også vanskeligheter på grunn av målingen av risiko baserer seg på tidligere børsverdier. Dette kan løses ved å se på risikoprofilen til et sammenlignbart firma, noe som fører oss over til neste verdimetode; komparativ verdivurdering (Damodaran, 2012).

Komparativ verdivurdering:

Det finnes to modeller innenfor komparativ verdivurdering; multiplikatormodellen og substansverdimodellen. I denne utredningen vil kun multiplikatormodellen brukes og substansverdimodellen vil derfor ikke bli gjennomgått videre. Multiplikatormodellen er den

mest brukte metoden i praksis (Knivsflå, 2016). Metoden sammenligner virksomheten som verdsettes med et komparativt selskap eller bransjesnitt basert på verdier som fortjeneste, bokført verdi eller salgsinntekt. Ved å sammenligne børsverdien på et komparativt selskap, og justere for ulikheter gjennom en multiplikator, kan man finne et verdiestimat på egenkapitalen til selskapet (Damodaran, 2012). Pris/bok og Pris/fortjeneste er vanlige multiplikatorer (Knivsflå, 2016). Hvilke multipler som vil bli brukt i denne utredningen vil bli lagt frem i kapittel 12. I likhet med fundamental verdivurdering kan man enten bruke egenkapitalmetoden, hvor man verdsetter egenkapitalen direkte, eller man kan gjøre det indirekte ved å bruke selskapskapitalmetoden hvor man må trekke fra netto gjeld (Damodaran, 2012).

Komparativ verdivurdering i form av multiplikatormodellen er en mindre omfattende og tidkrevende enn fundamental verdivurdering, og dermed mindre kostbar. Den er derfor mye brukt i praksis, men det kreves en del for at multiplikatorene og prisingen skal være komparative. Metoden kan derfor være mindre presis enn fundamental verdivurdering. Estimer med denne metoden er også veldig konjunkturfølsomme og kan derfor gi for optimistiske eller pessimistiske verdier avhengig av hvordan markedet går. En annen svakhet med metoden er at verdivurderingen avhenger av sammenligningsgrunnlaget man velger. Det gjør at man kan velge de multiplikatorene som gir det verdiestimatet som er nærmest det man ønsker. De komparative selskapene er valgt på bakgrunn av likheter, men for konsistent bruk i modellene kan det fortsatt være ulikheter som må justeres for. Et eksempel er i egenkapitalmetoden hvor multiplikatoren må justeres fordi den avhenger av selskapsstrukturen. Det kan derfor være bedre å bruke selskapskapitalmetoden siden en slik justering inngår i metoden (Knivsflå, 2016).

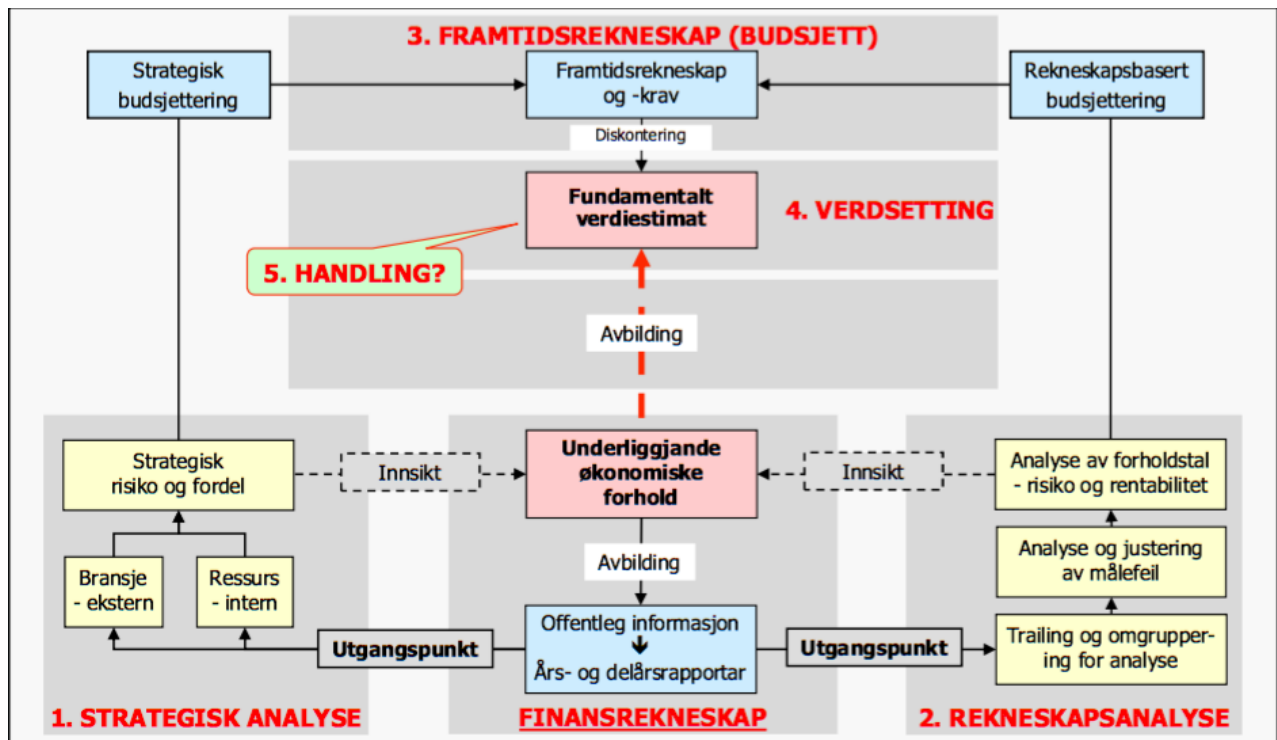
Opsjonsbasert verdivurdering:

Den siste metoden bruker opsjonsprisingsmodeller til å verdsette eiendeler som har samme egenskaper. Grunnlaget for å bruke opsjonsbasert verdivurdering er at fundamental verdivurdering har en tendens til å undervurdere verdien av eiendeler som har utbetalinger basert på et betinget utfall. Disse eiendelene kan mer nøyaktig verdsettes ved bruk av en opsjonsprisingsmodell (Damodaran, 2012). Den opsjonsbaserte verdivurderingen legges deretter til den fundamentale verdivurderingen slik at man får en samlet verdi av både statisk og fleksibel verdi. Metoden er altså et supplement til fundamental verdivurdering (Knivsflå, 2016).

3.2 Valg av hovedteknikk

Hvilken verdsettelsesteknikk som er best avhenger som nevnt tidligere av flere faktorer. Bygg- og anleggsbransjen operer i en bransje med jevnlig driftsinntekter og derfor en kontantstrøm man kan analysere. Veidekke er et modent selskap som har holdt på i mange år og holder fortsatt på innen samme virksomhetsområder. Det er derfor masse historisk data og offentlig informasjon tilgjengelig. Det er heller ikke noe grunnlag for å tvile på forutsetningene for fortsatt drift eller at selskapet har kommet i en nedgangsfase da de fortsatt opplever en stabil vekst i omsetningen. Dette er faktorer som taler for at fundamental verdsettelse er den rette metoden å bruke. Alle de komparative selskapene som ble presentert i kapittel 2 er børsnoterte, og kan dermed brukes i en multiplikatormodell. Komparativ verdsettelse og multiplikatormodellen er en rask og effektiv metode, og derfor også den mest brukte i praksis, men krever ikke en like grundig analyse av selskapet som fundamental verdivurdering gjør. Valget av hovedteknikk faller derfor på fundamental verdivurdering for å få en dypere innsikt i selskapet og bransjen. De forskjellige verdsettelsesteknikkene bør ikke ses på som alternativer som ekskluderer hverandre, men heller som komplementære teknikker som supplerer hverandre (Knivsfå, 2016). Selv om fundamental verdivurdering ser på en omfattende mengde data og analyser, kan det være smart å supplere med verdiestimer fra andre metoder (Dahl mfl., 2004). Det vil derfor også bli beregnet et verdiestimat med multiplikatormodellen for å supplere hovedteknikken.

3.3 Rammeverk for fundamental verddivurdering



Figur 9: Rammeverk for fundamental verddivurdering (Knivsflå, 2016)

Fundamental verddivurdering gjennomføres i fem steg, som illustrert i figuren over:

1. Strategisk analyse
2. Regnskapsanalyse
3. Fremtidsregnskap og -krav
4. Fundamental verdsetting
5. Handling basert på verdiestimatet

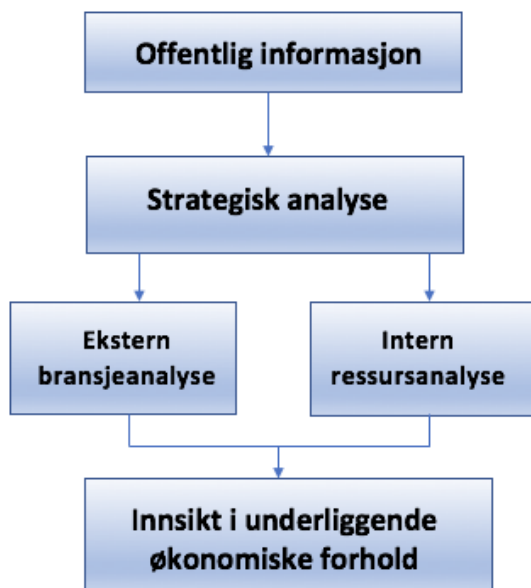
Første steg er en kvalitativ strategisk analyse. Gjennom en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse vil man avdekke om det er grunnlag for en strategisk fordel i selskapet, også kalt superprofitt. I steg to gjennomføres en kvantitativ regnskapsanalyse for å finne tallgrunnlag for å støtte opp under den strategiske analysen. Regnskapsanalysen er basert på offentlig tilgjengelig data som i dette tilfellet er års- og kvartalsrapporter. Disse rapportene har et kreditororientert syn og må derfor omstilles og justeres til et investorsperspektiv. Basert på den strategiske regnskapsanalysen man har fra steg en og to kan man nå i steg tre utforme et fremtidsregnskap og avkastningskrav. Deretter vil man i steg fire bruke de forskjellige modellene i fundamental verddivurdering til å diskontere kontantstrømmene i fremtidsregnskapet og komme frem til et verdiestimat. Ved å

sammenligne dette verdiestimatet med markedsverdien kan man lage en handlingsstrategi for Veidekke-aksjen (Knivsflå, 2016).

4. Strategisk analyse

I dette kapittelet vil det utføres en kvalitativ strategisk analyse for å finne ut om Veidekke har en strategisk fordel i bygg- og anleggsbransjen. Dette gjøres ved å analysere bransjen og ressursene for å se om det er grunnlag for å skape en rentabilitet utover kravet, også kjent som superrentabilitet, som dermed gir selskapet en strategisk fordel ovenfor konkurrentene (Knivsflå, 2016).

4.1 Rammeverk for strategisk analyse



Figur 10: Rammeverk for strategisk analyse (Knivsflå, 2016)

Kjernen i fundamental verdsettelse er analysen av regnskapstallene, men ledelsen i et selskap kan ha incentiver til å blåse opp regnskapstallene. Det kan derfor være vanskelig for investorer som står på utsiden å skille mellom korrekt informasjon og støy. Siden investorer ikke har direkte eller fullstendig tilgang på all informasjon ledelsen sitter på, kan de ikke vite hva som er korrekt og ikke. Likevel kan investorer gjøre et godt anslag på hva som faktisk er et korrekt bilde av den økonomiske realiteten i firmaet hvis de har en forståelse av industrien bedriften opererer i. Derfor er det viktig å sette seg inn i både bransjen og selskapet før man investerer (Palepu mfl., 2013).

Målet med en strategisk analyse er å identifisere risiko, lønnsomhet, ressurser og strategi som kan skape en strategisk fordel. I tillegg er man bedre rustet til å analysere regnskapstallene og det gir bedre forutsetninger for å lage et fremtidsbudsjett (Palepu mfl., 2013). For å forstå

hvor kildene til strategisk fordel ligger, brytes analysen ned i en ekstern bransjeorientert analyse for å kartlegge muligheter og trusler, og en intern ressursorientert analyse for å finne selskapets styrker og svakheter. Deretter oppsummeres funnene i en SWOT-analyse for å evaluere strategisk fordel og risiko (Knivsfå, 2016).

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Den eksterne analysen vil bli gjennomført i to steg. Først vil makroforholdene som påvirker bransjen bli analysert i en PEST-analyse. Deretter analyseres markedsforholdene i bransjen med Porters "Five Forces"-modell (Knivsfå, 2016).

4.2.1 Makroanalyse

PEST-analysen fokuserer på fire sentrale makroforhold: politisk, økonomisk, sosio-kulturelt og teknologisk. De politiske forholdene refererer til myndighetenes rolle i bransjen og sentral lovgivning. Økonomiske forhold er av makroøkonomisk art slik som BNP, rente, valuta, råvarepriser etc. Det sosio-kulturelle forholdet ser på det kulturelle og demografiske. Teknologisk gjelder innovasjonsgrad og teknologiske nyvinninger. Mange av disse forholdene påvirker hverandre og det er viktig å forstå hva slags effekt det har på bransjen og selskapet. Tatt i betraktning antall faktorer som kan analyseres er det derfor viktig å fokusere på de viktigste driverne for endringer i bransjen (Johnson mfl., 2011).

Politiske forhold

De siste årene har det vært sterk boligprisvekst i Norge. Mye av dette kommer av at det har vært bygd for lite boliger i forhold til etterspørselen. Sterk befolkningsvekst over lang tid skaper behov for utbygging av både boliger og infrastruktur. Tilbudet møter derfor ikke etterspørselen, og prisene presses oppover. Det pekes på at myndighetskrav og trege planprosesser har mye av skylden, og skal man unngå at prispresset fortsetter for lenge må det gjøres noe på et politisk plan (BNL.no, 2016a). Høye boligpriser er gunstig for entreprenørselskapene, men langtekkelige planprosesser er ugunstig for næringen. Hvis prosjekter hadde blitt iverksatt for å møte den store etterspørselen ville det fremmet ytterligere vekst i bransjen.

BNL har lenge jobbet for å innføre ROT-fradrag i Norge. Ordningen har hatt positive virkninger i de andre nordiske landene, men foreløpig har dette blitt skrinlagt her hjemme.

ENØK-fradrag derimot ser ut til å stå på agendaen igjen og kan hjelpe med å få ned energiforbruket i husstandene ved at huseiere får skattefradrag for energieffektivisering av boligen (BNL.no, 2016a).

Flere aktører i byggenæringen har gått sammen med myndighetene om et prosjekt kalt indeksbygg som har som mål å se på kostnadseffektene av nye lover og regler. Dette kan forhåpentligvis hjelpe med å komme frem til de beste løsningene for alle parter, både politisk og økonomisk. Det har også vært et godt samarbeid mellom Regjeringen og næringen under utarbeidingen av ny Nasjonal transportplan (BNL, 2013).

Økonomiske forhold

Det er fortsatt god aktivitet i bygg- og anleggsmarkedet i Norge som vist i kapittel 2, selv om det er lavere etterspørsel i de områdene som er påvirket av nedgangen i oljesektoren. Veksten i bygg- og anleggsmarkedet forventes å fortsette fremover til tross for at den generelle veksten i norsk økonomi har sunket, mye på grunn av nedgangen i oljebransjen. Det er hovedsakelig investeringer i samferdsel og energisektoren som vil generere veksten, da det er stor usikkerhet i boligmarkedet. I løpet av 2016 vil også flere store anleggsprosjekter bli lagt ut på anbud som et resultat av økte investeringer innen samferdsel. (Veidekke, 2016a). Lave renter og svak krone har hjulpet å stimulere økonomien til en viss grad, men det er fortsatt forventet nedgangskonjunktur fremover på grunn av den lave oljeprisen. Disse effektene får sterkest innvirkning på nybygg, mens anlegg og ROT-markedet er langt mindre konjunktursensitivt (BNL, 2015). En ting som har vært med å stimulere byggmarkedet er OPS-prosjekter. Offentlig Privat Samarbeid (OPS) er en samarbeidsmetode hvor private aktører tar over offentlige prosjekter. Dette har pågått en god stund i Norge nå og har gitt positive effekter for bransjen. Samarbeidet kan effektivisere byggeprosessen av skoler og veier samtidig som det stimulerer den private næringen. Det er hovedsakelig de største aktørene på markedet som deltar i dette samarbeidet (Veidekke, 2016b).

Som det ble nevnt over foregår det et samarbeid mellom næringen og myndighetene for å finne gode løsninger i byggebransjen, både politisk og økonomisk. Dette er veldig viktig fordi byggekostnadene i Norge er langt høyere enn i nabolandene, og de har økt mer enn den generelle prisstigningen i markedet. Dette går utover konkurransevnen til den norske byggenæringen når internasjonale konkurrenter opererer i Norge med bedre forutsetninger for å holde kostnadene nede (BNL.no, 2016a).

Sosio-kulturelle forhold

Bygg- og anleggsbransjen trenger hvert år opp mot 10 000 nye arbeidere, både fagarbeidere, ingeniører og fagteknikere (EBA.no, 2016b). Det har ikke vært satset like mye på fagskolen i videregående som andre retninger, men Regjeringen har sett behovet og skal legge mer fokus på dette fremover. Elever må tilbys rådgivning på videregående skole for å bli vist mulighetene i bransjen. De som allerede har tatt en yrkesfaglig utdanning må også ha bedre muligheter for videreutdanning basert på denne kompetansen (BNL.no, 2016a). Hvis ikke vil det være et underskudd av arbeidere fra videregående skole på rundt 30 000 innen 2025 (EBA.no, 2016b). Regjeringen har også bedret vilkårene for bedrifter som tar inn lærlinger, noe som er meget viktig i en bransje som er avhengig av kompetanse og sliter med å rekruttere nok unge. Regjeringen har tatt opp at det skal bli krav om lærlingordninger i kontrakter på offentlige prosjekter (BNL.no, 2016a). Dette er med på å fremme kompetansebyggingen i næringen.

Arbeidskriminalitet er et stort problem i bransjen. BNL jobber hardt mot svart arbeid og forsøker å gjøre det vanskeligere for useriøse aktører samtidig som de vil gjøre det lettere for seriøse aktører. Svart arbeid har vært et problem i bransjen lenge, men organiserte kriminelle som bruker byggefirmaer som skalkeskjul for annen kriminell aktivitet har vokst i antall de siste årene. Derfor er det viktig å være kritisk til valg av samarbeidspartnere og begrense antall ledd i underleverandørkjeden (BNL.no, 2016a). BNL har et mål om at mesteparten av arbeidskraften i byggenæringen skal komme fra faste ansatte for å skape bedre arbeidsvilkår og kvalitetssikring i bransjen. Problemet er at det er kostnadseffektivt å ha fleksibilitet i bemanningen. Tilgangen på rimelig arbeidskraft, både faglært og ufaglært, gjør det enda mer gunstig å benytte seg av denne fleksibiliteten. Bedrifter som allerede har pressede marginer vil velge å leie inn ekstra arbeidskraft etter behov, med rimelige valgmuligheter, for å unngå faren for å være overbemannet. Spesielt i Norge hvor lønnsutgifter er en av de største kostnadene for mange selskaper (BNL.no, 2016a).

Teknologiske forhold

Det er kjent at det er lav innovasjonsgrad i bygg- og anleggsbransjen. Mye av dette kommer av at kundene ikke har kunnskapen til å vurdere de byggetekniske løsningene, og leverandørene ser seg best tjent med å bruke standardløsninger de vet fungerer (Enova, 2014). Problemet ligger i den sterke konkurransen i bransjen, ledet an gjennom anbudsrunder med prinsippet om at laveste pris vinner. Dette fører til et sterkt prosjektfokus i motsetning til

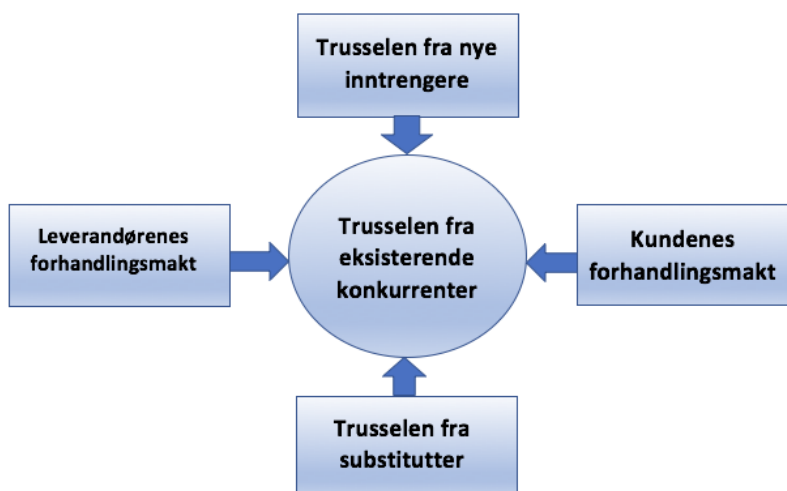
langsiktig arbeid for nye løsninger og innovasjon (Håkansson og Ingemansson, 2012). Skulle noen klare å innovere de byggetekniske løsningene nok til å differensiere seg fra konkurrentene ville dette kunne skape et konkurransefortrinn. Det meste av innovasjon innen bygg og anlegg de siste årene har vært i forbindelse med energieffektivisering og miljøforbedringer. Blant annet Svane- og BREEAM-sertifiserte bygg, lavtemperaturasfalt og bruk av fornybar energi i yrkesbygg (Veidekke, 2015b). Siden bygg står for 40% av energiforbruket i landet er det absolutt grunnlag for innovasjon på dette området for å få ned energiforbruket og utslipp av klimagasser (Enova, 2014).

Oppsummering PEST

Politiske + OPS-prosjekter + Samarbeid med Regjeringen om Nasjonal transportplan + Lærlingordninger - Langtekkelige planprosesser	Økonomiske + Sterk boligprisvekst + Høy etterspørsel etter boliger - Høye byggekostnader - Lavkonjunktur + God vekst til tross for lavkonjunktur
Sosio-kulturelle + Befolkningsvekst - Stort problem med arbeidskriminalitet - Fare for underskudd av arbeidere på grunn av liten tilgang på ansatte	Teknologiske + Energieffektivisering gjennom Svane- og BREEAM-sertifisering + Miljøforbedringer gjennom lavtemperaturasfalt - Lav innovasjonsgrad i bransjen

4.2.2 Bransjeanalyse

Hvordan en bransje er oppbygd og hvordan den fungerer kan sterkt påvirke bedriftens lønnsomhet. Disse effektene har blitt brutt ned i fem komponenter kjent som ”Five Forces”:



Figur 11: Porters ”Five Forces”-modell (Barney & Hesterly, 2012)

Porters "Five Forces" brukes for å identifisere trusler et firma har i sitt konkurransemiljø. Det kan være trusselen for substitutter, nye inntrengere og rivalisering mellom eksisterende konkurrenter. I tillegg kan leverandørens og kundens forhandlingsmakt være en trussel (Barney & Hesterly, 2012). De fleste bransjer opererer et sted mellom fullkommen konkurranse og monopol, og det vil derfor være konkurranse mellom bedriftene som gir rom for at noen kan oppnå strategiske fordeler. Modellen har dog fått kritikk for at den ikke tar med eventuelle verdiskapningen av et samarbeid mellom konkurrentene. I tillegg er det en begrensning i perspektivet på bransjeanalysen. Som regel vil det være vanskelig å klart avgrense en bransje, og det kan dermed være konkurrenter og aspekter man ikke tar med i beregningen som kan forringe kvaliteten på analysen og framtidsprognosen (Palepu mfl., 2013).

Trusselen fra substitutter

Substitutter tilfredsstiller det samme behovet til kunden på en annen måte (Barney & Hesterly, 2012). Substitutter er derfor produkter som kan erstatte eller redusere behovet for produktet bransjen tilbyr markedet (Palepu mfl., 2013). Den eneste reelle trusselen for entreprenørbransjen vil være bruktboligmarkedet. I perioder med lavkonjunktur vil spesielt yrkesbygg stå ledige og etterspørselen etter nybygg gå ned. Trusselen for substitutter vil derfor være konjunkturavhengig, men med tanke på selskapene sin evne til å øke omsetningen selv under lavkonjunktur ser det ikke ut til å være en stor trussel.

Trusselen fra eksisterende konkurrenter

Konkurransen mellom eksisterende selskaper kan påvirke lønnsomheten negativt. Det er flere faktorer som påvirker konkurransen mellom eksisterende selskaper, som for eksempel veksten i bransjen, antallet og størrelsen på konkurrentene, produkt differensiering og byttekostnader. I et sterkt konkurransepreget marked vil man ofte se priskrig, rask tilpasning etter konkurrentene, lansering av mange nye produkter og store reklamekampanjer. Dette fører som regel til økte kostnader og/eller reduserte inntekter. Det er som sagt mange måter å konkurrere på, men de to vanligste er kostnadseffektivisering og differensiering. I et konkurransepreget marked med relativt homogene produkter vil prisen som regel bli presset nedover. Derfor kan kostnadseffektivisering være en av de beste måter å oppnå bedre lønnsomhet og en varig strategisk fordel. Selskaper kan oppnå kostnadseffektivisering gjennom stordriftsfordeler, høy kompetanse, kostnadseffektiv produksjon og effektiv organisering. Interne selskapsspesifikke ressurser med andre ord. Skal man differensiere

produktet må man finne de egenskapene kunden verdsetter og gjøre de bedre enn konkurrentene. Det kan være kvalitet, produktvariasjon, kompatibilitet og punktlighet for å nevne noen. I bygg og anleggsbransjen vil kvalitet og punktlighet være viktige faktorer. For å oppnå et differensiert produkt er det som regel nødvendig med forskning og utviklingsarbeid (FoU) og en vilje til å være innovativ. Som det har blitt påpekt tidligere er liten vilje til å være innovativ i bygg- og anleggsbransjen og det blir derfor ikke brukt store midler på FoU heller. Det vil alltid være et behov for litt av begge aspektene, men bedrifter velger ofte å fokusere på ett av dem, og i bygg- og anleggsbransjen vil fokuset være kostnadseffektivisering (Palepu mfl., 2013).

Bygg- og anleggsbransjen er som tidligere nevnt konjunktursensitiv og det er forventet at veksten i bransjen vil være litt lavere enn tidligere nå som det er lavkonjunktur. Lav industrivekst fører ofte til priskrig fordi eksisterende selskaper må ta markedsandeler fra hverandre (Barney & Hesterly, 2012). Det er over 50 000 bedrifter i bransjen (BNL.no, 2016) som konkurrerer om landets byggeprosjekter, men de varierer veldig i størrelse og omfang. Veidekke er av en slik størrelse og tar på seg prosjekter som har en skala og kompleksitet de fleste entreprenører ikke kan ta på seg. De mindre entreprenørene fungerer derfor som underentreprenører for de store selskapene. Dermed er de ikke konkurrenter, men leverandører i dette perspektivet. I realiteten konkurrerer derfor Veidekke hovedsakelig mot de store entreprenørene som Skanska, AF Gruppen og NCC mfl., i tillegg til store utenlandske aktører. Dette fører til at konkurransebilde blant disse selskapene ikke er like fragmentert som for bransjen totalt. Konkurransen er fortsatt sterk siden markedet for disse store prosjektene er mindre, spesielt fra det offentlige som er den største kunden. Hvilket selskap som får jobben blir avgjort ved at prosjektet legges ut på anbud. I anbudsrunder kan alle selskapene som kunden anser som egnet til å ta på seg prosjektet oppgi sin pris, og den med lavest total kostnad vinner. Dermed blir pris det viktigste virkemiddelet og dette vil som regel presse marginene og redusere lønnsomheten i bransjen (Palepu mfl., 2013). Noe man ser tydelige tendenser til i bygg- og anleggsbransjen.

Siden pris er et så viktig virkemiddel vil kostnadseffektivisering være viktig for å oppnå gode marginer, men det er viktig og forsøke å differensiere produktet fra konkurrentene også. Mangel på produktdifferensiering fører nettopp til at eneste virkemiddel for å konkurrere er pris (Barney & Hesterly, 2012). Den lave innovasjonsgraden i bransjen gjør at det kan være vanskelig og differensiere produktene. Derfor vil selskapene ofte forsøke å

kostnadseffektivisere gjennom å være en del av hele verdikjeden eller gjøre prosessforbedringer fra byggestart til opprydding. Klarer man å redusere kostnadene kan man kreve en lavere pris og dermed vinne anbudsrundene uten at det går ut over lønnsomheten. Hvis det er lave byttekostnader i bransjen vil konkurransen forsterkes fordi kunden står friere til å velge mellom de forskjellige aktørene (Palepu mfl., 2013). Bygg- og anleggsbransjen er veldig prosjektorientert med fokus på hvert enkelt oppdrag. Det selskapet som vinner anbudsrunden er ansvarlig for prosjektet fra start til slutt. Nye prosjekter blir lagt ut på anbud og vil ikke nødvendigvis havne hos samme selskap som forrige prosjekt. Dette fører til at det egentlig ikke eksisterer noen byttekostnader. Sammen med de overnevnte faktorene fører dette til at det er sterk konkurranse mellom de eksisterende konkurrentene som dermed utgjør en trussel.

En måte trusselen fra eksisterende konkurrenter kan øke ytterligere er ved sammenslåing av konkurrenter. Et godt eksempel på dette er sammenslåingen av Betonmast og Hæhre Isachsen Gruppen som vil bli en langt sterkere konkurrent nå (DN.no, 2017). På denne måten kan mindre aktører oppnå stordriftsfordeler de ikke tidligere hadde og muligheten til å ta på seg større prosjekter og dermed skape sterkere konkurranse om disse enn tidligere.

Trusselen fra nye inntrengere

Selskaper som vurderer å etablere seg i bransjen kan bli en trussel ved at de kan ta markedsandeler fra eksisterende konkurrenter. En bransje som har selskaper med god lønnsomhet og strategiske fordeler vil være attraktiv for nye inntrengere. Antallet som velger å etablere seg i bransjen vil avhenge av om profitten de kan hente ut er større enn inngangskostnadene. Hvor store inngangskostnadene er kommer an på hvilke inngangsbarrierer som er til stede. Det kan være reguleringer fra myndighetene, stordriftsfordeler, produktdifferensiering eller kostnadsfordeler uavhengig av skala. Hvis det ikke er noen form for barrierer i en lønnsom bransje vil det i teorien komme nye inntrengere helt til det ikke lenger er rom for å oppnå strategisk fordel over konkurrentene (Barney & Hesterly, 2012).

Det offentlige har tett samarbeid med bygg- og anleggsbransjen, men næringen er ikke direkte regulert av myndighetene. Det ville vært ugunstig for myndighetene å sette opp restriksjoner som kunne begrenset konkurransen siden mer konkurranse som regel begunstiger kunden, og det offentlige er bransjens største kunde. Stordriftsfordeler derimot finnes blant de store

entreprenørselskapene. Å starte opp et entreprenørselskap som utfører enkle oppdrag krever ikke mye kapital og har lite inngangsbarrierer, men skal man konkurrere om de store prosjektene kreves det langt mer kapital og ressurser. Da vil det være nødvendig med blant annet en stor maskinpark, mange arbeidere og gode avtaler med leverandører. Dette er ressurser de store og etablerte selskapene allerede har tilgang til, og nye inntrengere vil sannsynligvis måtte betale mer for å oppnå det samme. Selv om de nye inntrengerne klarer å oppnå de kostnadmessige stordriftsfordelene, kunne den økte kapasiteten i bransjen ført til et tilbudsoverskudd og dermed redusert prisene og lønnsomheten i bransjen. For å unngå et tilbudsoverskudd kan nye inntrengere starte med mindre kapasitet, men da ville de ikke oppnådd stordriftsfordelene (Barney & Hesterly, 2012). Stordriftsfordelene som de eksisterende konkurrentene har vil derfor fungere som en inngangsbarriere for nye inntrengere.

Mellom de eksisterende konkurrentene er ikke produkt differensiering stor, men for nye inntrengere vil de ha et merkenavn og kundeforhold som nye selskaper ikke har. Eksisterende selskaper kan også ha opparbeidet seg flere kostnadsfordeler som ikke har med størrelse å gjøre som nye selskaper må forsøke og overkomme. Et godt eksempel på det er kompetanse og markedsekspertise. I en bransje som sliter med å rekruttere nok personell vil det å være en attraktiv arbeidsgiver spille en stor rolle. Her har de store og etablerte entreprenørselskapene en stor fordel over eventuelle nye inntrengere. Med flere tiårs erfaring i bransjen vil de også ha opparbeidet seg erfaring og kunnskap som kan effektivisere prosessene sammenlignet med ferskere selskaper. Dette vil gi en kostnadsfordel over de som må lære av sine feil. Over årene kan eksisterende konkurrenter også ha opparbeidet seg tilgang til råvarer som andre må skaffe til en høyere kostnad. Enten ved at de var tidlig ute med å benytte seg av en ny leverandør eller fordi de har kjøpt opp leverandører. Dette fører til høyere utgifter for å overkomme disse fordelene og kan dermed føre til at inngangskostnadene bli høyere enn den potensielle avkastningen og dermed fungere som en inngangsbarriere (Barney & Hesterly, 2012).

Den største trusselen fra nye inntrengere kommer fra store utenlandske aktører.

Kontraktstrategien til offentlige byggherrer har i det siste vært å lage store kontrakter som er av en slik størrelse at norske selskaper ikke kan håndtere de alene. Konsernsjef i Veidekke, Trond Giske, har uttrykt at hvis dette fortsetter må selskapene gå sammen i joint ventures for å konkurrere mot større utenlandske selskaper. Store prosjekter som Follobanen har gått til utenlandske selskaper (bygg.no, 2016), og av ti entreprenører som Nye Veier AS har

prekvalifisert til å bygge E18 Rugtvedt – Dørdal er kun fire av de norske (vareveger.no, 2016).

Kundenes forhandlingsmakt

Kunder ønsker som regel å redusere prisene for sin egen fordel. Dette vil selvfølgelig gå på bekostning av leverandørens inntekter (Barney & Hesterly, 2012). Kunden har normalt god forhandlingsevne hvis det er tilbudsoverskudd (Palepu mfl., 2013). Derfor er det ikke ønskelig med store kapasitetsøkninger i bransjen i form av nye inntrengere eller utvidelser av eksisterende konkurrenter. Ingen av de store entreprenørselskapene har planlagt noen store utvidelser og inngangsbarrierer er til stede. Det er derfor ingen overhengende fare for store kapasitetsøkninger i bransjen. Store ordresreserve og omsetningsvekst tyder på at det ikke eksisterer noe tilbudsoverskudd i bransjen enda, men hvis det blir en langsiktig lavkonjunktur kan dette endre seg (BNL, 2015).

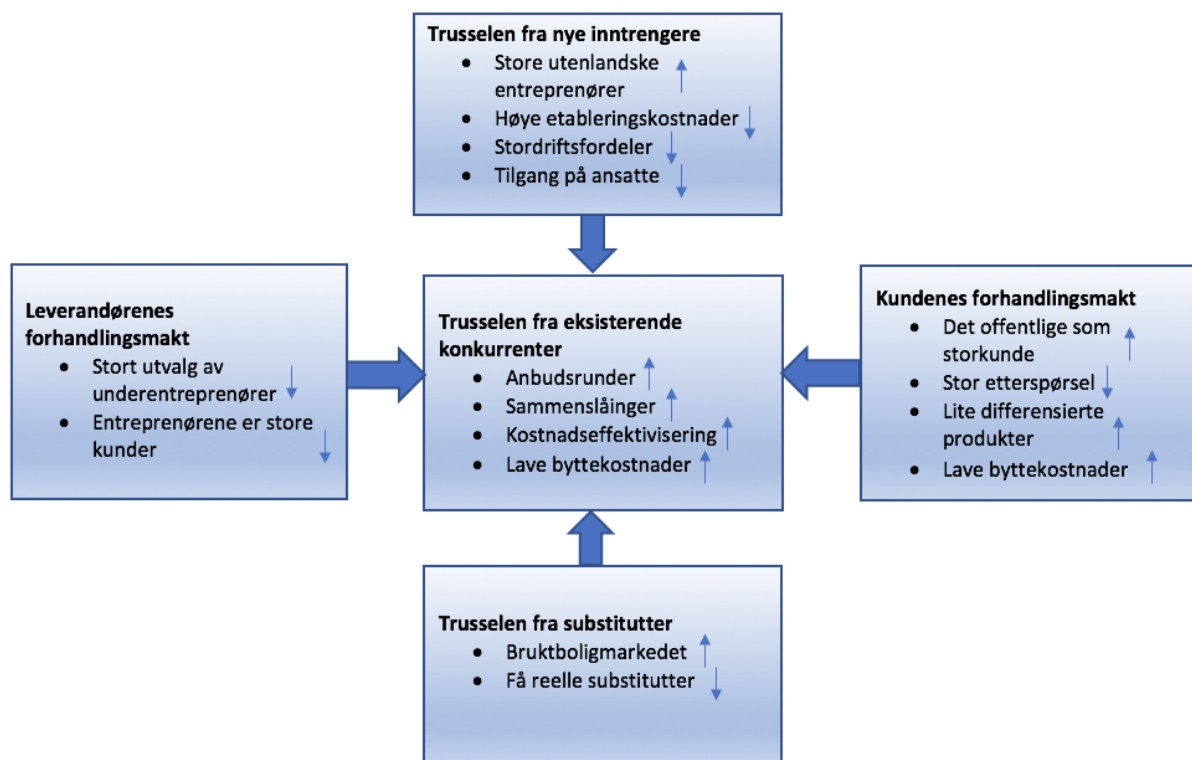
Men det er flere faktorer som kan føre til at kundene har forhandlingsmakten over leverandøren. Hvis leverandøren bare har noen få kunder eller store kunder som står for mesteparten av omsetningen vil disse kundene være essensielle for leverandøren. I bygg- og anleggsbransjen kommer 40% av omsetningen fra det offentlige (EBA.no, 2016a). Ingen andre enkeltkunder er så viktig for de store entreprenørselskapene som det offentlige. Dette gir det offentlige forhandlingsmakt. Leverandøren vil også miste forhandlingsmakt hvis produktet er standardisert og lite differensiert (Barney & Hesterly, 2012). Da vil det ikke være noe problem for kunden å true med å bytte til en annen leverandør hvis man ikke matcher prisen til konkurrentene. Entreprenørselskapene bruker som oftest kjente standardløsninger og har som nevnt lite differensierte produkter mellom eksisterende konkurrenter. Dette fører til lave byttekostnader og gir kunden forhandlingsmakt.

Leverandørens forhandlingsmakt

De konkurrerende selskapene i bygg- og anleggsbransjen har to hovedgrupper leverandører; vareleverandører og tjenesteleverandører. Vareleverandører leverer materialer som blir brukt til å utføre prosjektene i bransjen og tjenesteleverandørene er underentreprenører som assisterer hovedentreprenøren i deler av prosjektet. Leverandørene har god forhandlingsevne hvis det er få selskaper i bransjen som leverer produktet. Dette blir forsterket hvis det ikke finnes substitutter (Palepu mfl., 2013). Det finnes som sagt mange entreprenørselskaper og derfor mange underentreprenører å velge mellom. I noen tilfeller er underentreprenøren

spesialist på en del av byggeprosessen og har derfor et noe differensiert produkt. Dette gir leverandøren mer makt så fremt det ikke er mange spesialister i samme felt (Barney & Hesterly, 2012). Når det kommer til substitutter har ikke underentreprenørene noen reelle trusler. Dette gir de isolert sett mer forhandlingsmakt, men på grunn av antallet leverandører blir dette nøytralisert. På materialsiden derimot finnes det substitutter. Selv om de fleste bygg består av de samme materialene, gjelder dette hovedsakelig grunnmuren. Til dette må man ha betong, stål og armering. Skallet på bygget kan lages av forskjellige byggevarer som for eksempel glass, mur eller treverk. Leverandører av betong, stål og armering har derfor mer forhandlingsmakt enn leverandøren av de andre byggevarene. For både vare- og tjenesteleverandører er hovedentreprenørene så store kunder at det likevel er de som har forhandlingsmakten. Størrelsen på prosjektene deres fører til at de lager store langsiktige avtaler med leverandører og bestillingene deres utgjør derfor store deler av inntekten for leverandørene. Markedslederne kan derfor utnytte sin posisjon og sette krav til leverandørene sine.

Oppsummering av kreftene i "Five Forces"



Figur 12: Five forces oppsummert

4.3 Intern ressursorientert analyse

Om selskapet har ressursfordeler kan analyseres ved bruk av VRIO-modellen (også kjent som SVIMA). VRIO står for Value, Rarity, Imitation og Organization. VRIO-modellen brukes for å identifisere selskapets styrker og svakheter. Da vil man få oversikt over hvilke ressurser selskapet besitter og om de har evne til å skape en varig strategisk fordel. Om en ressurs kan skape et varig konkurransefortrinn avhenger altså av om den er verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert. Et viktig poeng er at hvis man velger å bruke ressurser som ikke er verdifulle kan man ende opp med en konkurranseulempe. En ressurs kan være verdifull, men hvis alle konkurrentene også har den vil den ikke kunne skape et konkurransefortrinn. Det er fortsatt viktig å utnytte denne ressursen for å unngå at de andre oppnår et konkurransefortrinn. For å skape et varig konkurransefortrinn er det viktig at ressursen som er verdifull og sjelden ikke lett kan imiteres av konkurrentene. Eventuelt at det vil være veldig kostbart å tilegne seg denne ressursen, og dermed føre til en kostnadsulempe sammenlignet med konkurrentene. Selv om en ressurs er verdifull, sjelden og ikke lett kan imiteres, må selskapet fortsatt organiseres effektivt slik at de klarer å utnytte ressursen optimalt og dermed hente ut så stor superprofitt som mulig (Barney & Hesterly, 2012). Den interne ressursanalysen kunne vært utvidet med for eksempel Porters verdikjede-modell, men i denne utredningen vil fokuset være på VRIO-analysen. Dette kommer av en begrensning i oppgaven som er at den kun er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. En verdikjedeanalyse ville derfor ikke tilført spesielt større forståelse av Veidekke sine strategiske fordeler og ulemper enn de modellene som allerede blir brukt i denne strategiske analysen.

Medarbeidere

Veidekke ser på sine medarbeidere som sin viktigste ressurs. I en bransje som sliter med rekruttering er det en stor fordel å ha opparbeidet seg den posisjonen Veidekke har når det kommer til lærling- og traineeordninger. Selskapet har lenge jobbet tett med høyskoler og universiteter for å tiltrekke seg nyutdannede ingeniører. Prosjektet ”Skole på byggeplass” har holdt på siden 1997 og jobber for å unngå at elever dropper ut av skolen. Ved å ta de med ut på arbeidsplassen samtidig som de tar fagene på videregående kan de klare å rekruttere fagarbeidere som ellers hadde blitt arbeidsledig. De har også sterkt fokus på opplæring internt i selskapet for å sikre kvalitet i alle ledd. Byggleidere blir trent opp til å drive byggeplassen smart slik at teamet som jobber der fungerer så effektivt som mulig. Kommunikasjon er nøkkelen til godt samarbeid og da er det viktig at alle de ansatte kan kommunisere med

hverandre. Derfor sender Veidekke ansatte på norsk- og engelskkurs etter behov, slik at alle på byggeplassen kan gjøre seg forstått.

Hvert år er det også flere tusen deltakere på Veidekkeskolen hvor det holdes kurs innen en rekke bransjerelaterte temaer, som for eksempel teknologi, styringssystemer, etikk, miljø, HMS og ledelse. Ved å lære opp ansatte grundig kan selskapet fordele ansvaret innad i organisasjonen. Det har vist seg at Veidekkes desentraliserte ansvarsstruktur har vært et konkurransefortrinn da dette skaper et tettere forhold til kunder og leverandører (Veidekke, 2015b). Ved å øke andelen faste ansatte og dermed gå imot trenden som er å bruke flere innleide og midlertidig ansatte, sikrer de at kompetansen blir i selskapet. Dette er både verdifullt for Veidekke og som nevnt sjeldent i bransjen. En undersøkelse blant traineekandidater viste at 90% hadde Veidekke som sitt førstevalg som fremtidig arbeidsgiver (Veidekke, 2015a). For de eksisterende konkurrentene å oppnå dette varemerket som attraktiv arbeidsgiver på lik linje med Veidekke vil det kreve veldig mye fokus og målrettet innsats. Veidekke har opparbeidet seg dette over flere års dedikert arbeid. Det er derfor lite trolig at konkurrentene vil kunne imitere denne ressursen med det første.

Konklusjon: Veidekke sine medarbeidere er en verdifull ressurs, og fokuset på rekruttering og bevaring av kompetanse blir mer og mer sjeldent i en bransje som baserer seg mye på innleid arbeidskraft. Dette er godt organisert i Veidekke og vil være vanskelig for konkurrentene å imitere med det første.

Aksjeprogram

For å øke medarbeiderne sin deltakelse i selskapet har de et aksjeprogram som hvert år tilbyr rabatterte aksjer til alle ansatte. I 2015 hadde hele 49,5% av medarbeiderne i Veidekke aksjer i selskapet og samlet har de en eierandel på 15,4% (Veidekke, 2016b). Dette fungerer godt for å få de ansatte sterkere involvert i selskapet og dermed et ønske om at selskapet skal gjøre det bra, da dette vil dryppe ned på dem som aksjonærer. Det er derfor utvilsomt en verdifull ressurs som er godt organisert, men både AF Gruppen og Skanska har også tilsvarende aksjeavtaler med sine ansatte og det ville ikke vært vanskelig for NCC å opprette det samme.

Konklusjon: Aksjeprogrammet er verdifullt og organisert, men det er ikke sjeldent eller vanskelig å imitere.

Grønt fokus

Ved å ha et grønt fokus mener Veidekke at de kan skape et konkurransefortrinn da de merker økt etterspørsel etter miljøvennlige produkter og tjenester (Veidekke, 2015a). De forsøker derfor å bygge etter internasjonale miljøstandarder som LEED, BREEAM og Svanen.

Anleggsvirksomheten er godt i gang med produksjon av lavtemperaturasfalt og jobber kontinuerlig med å øke andelen av dette i den totale produserte mengden.

Entreprenørvirksomheten har mål for kildesortering og reduksjon av avfall som skal til deponi, og bygger hus med godt innelima. I Veidekkeskolen holdes det også miljøkurs sånn at selskapet sammen kan finne klimasmarte løsninger for å redusere utslipp av klimagasser og bruken av helse- og miljøfarlige stoffer. Det er et gjennomgående grønt fokus i bransjen og alle aktørene ser viktigheten i å forbedre seg på miljøfronten. Sett fra et miljømessig perspektiv er dette veldig bra, men fra et konkurranseperspektiv gjør det at denne ressursen ikke er sjelden. Den er også veldig lett å imitere da det er internasjonale standarder man kan følge.

Konklusjon: Grønt fokus er verdifullt for både bransjen og miljøet, og er godt organisert internasjonalt, men ressursen er ikke sjelden og er lett å imitere gjennom å følge de internasjonale standardene.

Flere virksomhetsområder

Innledningsvis ble det nevnt at en av grunnene til Veidekkes suksess har vært smart drift i flere virksomhetsområder. Spesielt mellom entreprenørvirksomheten og eiendomsvirksomheten er det positive synergier. Ved å inkludere entreprenørvirksomheten allerede fra vurderingsfasen kan eiendomsvirksomheten bedre vurdere risiko og pris på prosjekter, og dermed gjøre det så kostnadseffektivt som mulig (Veidekke, 2015b). I anleggsvirksomheten står Veidekke selv for alle ledd fra produksjon av asfalt til legging av asfalten og vedlikehold av veien. Dette gjør at de kan holde kostnadene nede samtidig som de kan kvalitetssikre produktet. Konkurrentene kan oppnå disse fordelene ved å kjøpe opp virksomheter eller starte opp egne, men dette vil være kostbart og denne ressursen er derfor ikke enkel å imitere. Problemet er at denne selskapsstrukturen er veldig vanlig blant de store entreprenørselskapene. Alle selskapene i den komparative bransjen har flere virksomhetsområder som gir dem positive synergieffekter.

Konklusjon: Det å ha flere godt organiserte virksomhetsområder som gir positive synergier er en verdifull ressurs som er kostbar å imitere, men det er ikke sjeldent blant Veidekke sine

konkurrenter.

Tabell 4.1: Oppsummering intern ressursorientert analyse – VRIO

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert
Medarbeidere	Ja	Ja	Ja	Ja
Aksjeprogram	Ja	Nei	Nei	Ja
Grønt fokus	Ja	Nei	Nei	Ja
Flere virksomhetsområder	Nei	Ja	Ja	Ja

4.4 Oppsummering strategisk analyse

Bransjen er konjunktursensitiv og vil derfor bli påvirket av lavkonjunktoren som er i markedet. Likevel ventes det fortsatt positiv vekst de neste årene. Store ordreserver er forventet å føre til økt omsetning for blant annet Veidekke fra 2016. Selskapene som konkurrerer i toppen er solide selskaper og det forventes ikke at det skal komme noen nye inntrengere. Derfor ligger alt til rette for at bransjen skal kunne fortsette med god lønnsomhet. Veidekke har en sterk posisjon i markedet og har mange gode ressurser. Problemet er at konkurrentene har mange av de samme ressursene. Som for eksempel grønt fokus, aksjeprogram for de ansatte og synergistiske virksomhetsområder. Det forventes derfor at en eventuell strategisk fordel hovedsakelig vil være knyttet til bransjefordeler. Det å ha mange gode medarbeidere som jobber godt sammen mot et felles mål er utrolig viktig i en bransje hvor størsteparten av selskapet består av fagarbeidere. Det er også denne arbeidsgruppen som produserer produktet selskapet leverer til kunden. Kompetente medarbeidere er derfor Veidekkes sterkeste og viktigste ressurs, og kan være med på å gi selskapet et lite konkurransefortrinn hvis det er gjennomført kostnadseffektivt.

For å illustrere Veidekkes strategiske posisjon oppsummeres selskapet strategiske posisjon i en SWOT-analyse (styrker, svakheter, muligheter og trusler). Selskapets strategi burde være å bruke sine styrker for å oppnå konkurransefordeler, bygge videre på mulighetene og gjør de om til styrker, forsøke å redusere eller eliminere svakheter og begrense skaden det kan påføre, og observere truslene slik at man kan ha en handlingsplan for å nøytralisere de. Verdifulle ressurser vil derfor være de som kan hjelpe til å utnytte muligheter eller fjerne trusler (Johnson, Wittington & Scholes, 2011).

Tabell 4.2: Strategisk analyse oppsummert i SWOT-diagram

	Fordeler	Risiko
Interne faktorer	<p><u>Styrker:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Lærling- og traineeordninger - Veidekkeskolen - Markedsleder i Norge - Stor kapasitet og evne til å ta på seg store prosjekter - Synergier mellom virksomhetsområdene - Store langsiktige avtaler med leverandører - Forbedret produksjon av lavtemperaturasfalt - Stordriftsfordeler - Attraktiv arbeidsgiver 	<p><u>Svakheter:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Offentlige prosjekter utgjør store deler av omsetningen - Konjunktursensitiv - Lite differensierte produkter - Ikke stor nok til å ta de største offentlige prosjektene alene
Eksterne faktorer	<p><u>Muligheter:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Vokse i eksisterende produktområder - Nye OPS-prosjekter - Investeringer i samferdsel og energisektoren - Sterkt behov for boligutbygging i Oslo-området - Oppkjøp av leverandører og konkurrenter - Kostnadseffektivisering - Mer miljøvennlige produkter og tjenester 	<p><u>Trusler:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Lavkonjunktur - Sterk konkurranse intern i bransjen (hovedsakelig på pris) - Høye byggekostander i Norge - Tilgang på arbeidskraft - Risiko tilknyttet usolgte boliger - Arbeidskriminalitet - Bruktboligmarkedet - Lav innovasjonsgrad - Store utenlandske entreprenører

5. Regnskapsanalyse

Den strategiske analysen gir innsikt i Veidekke og miljøet det konkurrerer i. Kvalitative analyser vil likevel alltid være preget av spekulasjoner, spesielt når den er basert på offentlig informasjon, og det vil som regel være nødvendig med en dypere analyse for å få et helhetlig bilde av den strategiske konkurranseevnen. Derfor komplementerer man den strategiske analysen med en regnskapsanalyse for å få kvantitative bevis på Veidekke sin evne og mulighet til å skape superprofitt. Det skal nevnes at også regnskapsanalysen har sine begrensninger når den er utelukkende basert på offentlig informasjon. Dette gjelder spesielt mangler og begrensninger i notene som gjør det vanskelig å skille ut enkeltposter, og skjulte reserver som gjør at man over- eller undervurderer eiendeler, som igjen kan påvirke resultatene (lederkilden.no, 2017). Utover dette vil regnskapsanalysen være et godt verktøy for å analysere selskapets risiko og lønnsomhet.

5.1 Rammeverk og praktiske valg

Først vil de rapporterte tallene til Veidekke bli presentert. Disse tallene er presentert i henhold til IFRS. Tradisjonell regnskapsoppstilling har et kreditororientert perspektiv og må derfor omgrupperes og justeres for å passe en investororientert verdsettelse (Knivsflå, 2016).

Regnskapsanalysen vil baseres på det konsoliderte konsernregnskapet. Selskapsregnskap er som regel relativt begrenset i omfang og til tider mangelfulle. I tillegg henger virksomhetsområdene i Veidekke tett sammen og skaper synergier, spesielt entreprenør og eiendom. Det er derfor hensiktsmessig å se på verdiskapningen til konsernet som en helhet. Selskapene som til sammen utgjør bransjen har mange forskjellige virksomhetsområder og størrelser på disse varierer fra selskap til selskap. For å ha et godt sammenligningsgrunnlag vil det derfor være bedre å bruke konsernregnskapet.

For å ha et representativt bilde av verdiskapningen i selskapet må analyseperioden være lang nok til å få med eventuelle sykliske svingninger og store endringer. Om virksomheten har god stabiliteten spiller derfor en stor rolle. Da kan det være lønnsomt å se hvor i livssyklusen selskapet befinner seg. Veidekke har drevet med samme virksomheten i flere tiår og har opplevd en stabil vekst også det siste tiåret, sett bort ifra finanskrisen, men som man vil se i regnskapsanalysen har veksten begynte å flate ut. Dette peker mot at bedriften er i fasen med moden vekst og en lang analyseperiode er derfor mest praktisk. I denne oppgaven vil det bli

brukt en analyseperiode på 10 år, fra 2006-2015. Det samme er gjort med de komparative selskapene.

NCC og Skanska sine årsrapporter er oppgitt i SEK. For å kunne sammenstille regnskapstallene med Veidekke og AF Gruppen har det blitt omregnet til NOK ved å bruke et årlig snitt for hvert respektivt år hentet fra Norges Bank sine nettsider (norges-bank.no, 2016). Samtlige regnskap er omgruppert og justert på samme måte som vil bli presentert nedenfor og slått sammen til et aritmetisk gjennomsnitt for å representere bransjen. Ved å sammenligne Veidekke sine prestasjoner opp mot gjennomsnittsbransjen vil man få et bilde av hvor selskapet gjør det bra og eventuelle røde flagg.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Nedenfor presenteres resultatregnskapet og balansen slik det fremkommer i årsrapportene i analyseperioden 2006-2015. Alle beløp er i millioner NOK. De siste 3 årene har Veidekke presentert regnskapet i millioner NOK uten desimaler. Det er derfor gjort avrundinger som ikke kommer frem av regnskapet. For regnskapsårene 2006-2012 er det ført inne alle desimaler tilgjengelig og tallene er avrundet i Excel. Det kan derfor være at noen beløp ikke går helt opp hvis man summerer de avrundede tallene som er presentert her (i likhet med årsregnskapene til Veidekke).

Tabell 5.1: Rapportert resultatregnskap

Rapportert resultat (Beløp i mill. NOK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	16 442	19 336	20 226	15 923	15 745	17 727	19 839	21 781	24 027	24 225
Underentreprenører	-7 286	-8 350	-9 031	-6 569	-6 027	-7 319	-9 053	-9 448	-10 811	-11 561
Materialkostnader	-3 916	-4 971	-4 486	-3 197	-3 368	-3 863	-3 785	-5 001	-4 154	-3 673
Lønnskostnader	-3 307	-3 841	-4 139	-3 827	-3 881	-4 162	-4 142	-4 450	-5 022	-5 233
Andre driftskostnader	-1 000	-1 068	-1 304	-1 402	-1 684	-1 656	-1 945	-1 934	-2 873	-2 573
Nedskrivning anleggsmidler	0	0	-4	0	-14	-5	-3	-11	0	0
Avskrivninger	-221	-234	-292	-336	-349	-322	-303	-310	-338	-372
Sum driftskostnader	-15 730	-18 464	-19 255	-15 331	-15 323	-17 327	-19 229	-21 154	-23 199	-23 412
Resultat fra investering i felleskontrollerte selskap	207	326	135	47	22	229	35	65	217	130
Driftsresultat	919	1 198	1 106	640	444	629	645	692	1 045	944
Finansinntekter	75	80	112	66	67	150	83	81	93	94
Finanskostnader	-71	-98	-209	-77	-29	-31	-29	-54	-83	-88
Resultat før skattekostnad	923	1 181	1 009	628	482	748	698	718	1 055	950
Skattekostnad	-200	-180	-222	-119	-128	-103	-160	-163	-196	-167
Ordinært resultat	723	1 001	787	510	354	645	538	556	859	782
Resultat til minoritet	-15	-11	-4	-9	-9	-7	-11	-12	-16	-18
Årsresultat	708	990	783	501	345	638	527	544	843	765
Andre resultatелеment	31	-2	25	-88	-7	-41	158	88	-118	123
Totalresultat	739	988	808	413	339	597	685	632	725	885

Tabell 5.2: Rapportert balanseoppstilling

Rapportert balanse (beløp i mill. NOK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Goodwill	510	504	557	523	558	546	631	775	804	1 151
Andre immaterielle eiendeler	-	-	27	27	38	34	46	104	110	104
Utsatt skattefordel	21	46	36	79	53	67	62	55	54	65
Eiendommer	423	495	576	511	484	488	512	499	501	556
Maskiner o.l.	741	927	1 200	1 206	1 207	1 137	1 235	1 230	1 389	1 689
Investeringer i felleskontrollerte selskap	344	428	673	644	603	515	755	908	1 151	1 134
Finansielle eiendeler	241	405	303	317	280	280	394	417	408	852
Anleggsmidler	2 280	2 805	3 372	3 307	3 224	3 068	3 635	3 990	4 416	5 550
Næringsprosjekter	78	74	270	466	123	42	82	84	28	34
Boligprosjekter	913	1 297	1 481	1 257	1 851	3 220	3 542	3 064	2 769	3 321
Driftsbeholdninger	272	273	323	266	251	264	330	308	255	310
Kundefordringer	4 245	3 743	2 847	2 160	2 175	2 641	2 914	3 174	3 504	4 597
Andre fordringer	193	235	320	179	296	415	477	283	564	574
Finansielle plasseringer	-	-	-	-	-	-	-	-	412	-
Likvide midler	331	272	354	144	152	276	206	764	435	402
Omløpsmidler	6 031	5 894	5 594	4 473	4 847	6 857	7 550	7 676	7 966	9 238
Eiendeler	8 311	8 699	8 966	7 779	8 071	9 925	11 185	11 666	12 382	14 788
Aksjekapital	72	70	68	67	67	67	67	67	67	67
Annen egenkapital	1 676	2 182	2 021	1 952	1 912	2 161	2 202	2 338	2 606	3 006
Minoritetsinteresser	30	34	25	35	56	67	65	62	71	145
Egenkapital	1 778	2 286	2 114	2 054	2 035	2 294	2 334	2 466	2 744	3 218
Pensjonsforpliktelser	257	260	253	311	139	167	15	216	523	512
Utsatt skatt	128	215	88	114	137	220	317	342	222	427
Obligasjonsgjeld	-	-	-	-	-	-	-	750	750	750
Gjeld til kredittinstitusjoner	717	458	884	306	563	803	1 856	53	73	517
Annen langsiktig gjeld	139	111	115	46	42	380	28	36	104	103
Langsiktig gjeld	1 241	1 043	1 340	776	879	1 570	2 216	1 398	1 671	2 309
Sertifikatgjeld og gjeld til kredittinstitusjoner	331	163	0	1	2	2	218	672	55	43
Leverandørgjeld	2 867	3 031	2 536	2 496	2 495	2 820	2 798	3 029	3 132	3 778
Skyldige offentlige avgifter	494	423	426	310	308	320	355	580	605	689
Reklamasjonsavsetninger mv.	563	621	964	840	739	716	788	740	825	848
Betalbar skatt	135	153	290	127	95	17	14	90	241	71
Annen kortsiktig gjeld	903	980	1 296	1 176	1 518	2 185	2 462	2 691	3 109	3 832
Kortsiktig gjeld	5 293	5 370	5 512	4 950	5 158	6 061	6 635	7 802	7 967	9 261
Egenkapital og gjeld	8 311	8 699	8 966	7 779	8 071	9 925	11 185	11 666	12 382	14 788

5.3 Omgruppering for analyse

Som nevnt er det rapporterte regnskapet kreditororientert. Hovedfokus er da bedriftens kredittrisiko. Investorer har interesse i selskapets kredittrisiko, men de ønsker også vite noe om bedriftens evne til å skape superprofitt for å gjøre lønnsomme investeringer. Regnskapet skal derfor omgrupperes slik at det blir lettere å se hva slags verdiskapning driften har og hvilken avkastning de får på egenkapitalen. Tilsvarende prosess blir gjort med tallene til den komparative bransjen (Knivsflå, 2016).

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Første steg er å identifisere det fullstendige nettoresultatet som består av årsresultat, andre resultatelementer og eventuell ”dirty surplus”. Sistnevnte er kostnader og inntekter ført direkte mot egenkapitalen som er brudd på kongruensprinsippet i regnskapsloven §4-3. Siden Veidekke rapporterer etter IFRS er andre resultatelementer (også kjent som ”other comprehensive income”) allerede oppgitt i totalresultatoppstillingen og det skal derfor i prinsippet ikke være noe ”dirty surplus”. Det kan likevel forekomme føringer som bryter med

kongruensprinsippet, men ut ifra regnskapet og notene til Veidekke ser det ikke ut til at det har forekommet i analyseperioden. Det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen vil derfor være det samme som det rapporterte totalresultatet (Knivsflå, 2016).

Videre må det fullstendige nettoresultatet analyseres og fordeles. Analysen innebærer å finne ut om kildene til resultatet er driftsrelaterte eller finansielle for å identifisere hvor verdiskapningen skjer. De postene som må analyseres i dette øyemed er resultat fra investering i tilknyttede og felleskontrollerte selskap og andre resultatelementer (Knivsflå, 2016). Veidekke har flere tilknyttede selskap innen eiendom og utvikling, og ved utgangen av 2015 hadde de 12 felleskontrollerte selskaper sammen med OBOS som også er største aksjeeier med en eierandel på 17,8% (Veidekke, 2016b). Disse selskapene er tett knyttet til Veidekke sin vanlige drift og resultatet fra disse vil derfor inngå i driftsresultatet. Andre resultatelementer inneholder i all hovedsak verdireguleringer i forbindelse med pensjon og omregningsdifferanser av valuta som er driftsrelatert, og verdiregulering finansielle instrumenter til virkelig verdi etter skatt som åpenbart er finansielt.

Neste steg er å skille ut unormale poster slik at man har et normalisert resultat som kan brukes for å predikere fremtidig resultat. Unormale poster er poster som kommer periodevis og sjeldent og dermed kun påvirker resultatet i gitt periode. Disse postene er derfor lite relevante for fremtidig budsjettering. Problemet er at det kan være vanskelig å avgjøre om en post er unormal eller ikke. De kan ofte være en blanding, og hva som er unormalt varierer også fra bransje til bransje, og bedrift til bedrift. Det er derfor viktig å analysere regnskapet og notene, men også disse kan være mangelfulle når det kommer til informasjon om unormale poster. Poster som nedskrivning er enkelt å skille ut som unormal fordi det forekommer som regel sjeldent og variere ofte i størrelse. Andre poster derimot kan være vanskelig å skille. En måte å skille de er å se på postene over hele analyseperioden for å se om posten er stabil med en trend eller ikke (Knivsflå, 2016). De driftsrelaterte unormale postene er først og fremst nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler, men også gevinst salg av driftsrelaterte eiendeler. Resultat fra investering i tilknyttede og felleskontrollerte selskap inneholder også noen poster som er unormale, som salg av eierandeler og verdireguleringer, justering av resultat i henhold til IFRIC 15 og andre poster. De unormale finansielle postene knytter seg til andre finansinntekter og andre finanskostnader, samt nedskrivning av finansielle instrumenter og salg av aksjer tilgjengelig for salg. Øvrige poster i regnskapet er å anse som normale da de er gjentakende og relativt stabile, med unntak av forventede svingninger rundt 2008-2009 på

grunn av finanskrisen. De normale postene vil være relevante for framtidbudsjettet som blir lagt frem i kapittel 9.

For å kunne fullt fordele og gruppere resultatet inn i hva som er verdiskapende, hva som blir delt ut og hva selskapet sitter igjen med, må skattekostnaden fordeles på de respektive resultatpostene. De forskjellige postene tilknyttes forskjellige skattesatser. På finanskostnader brukes selskapsskattesatsen på 28% for perioden 2006-2013 og 27% for 2014 og 2015. Siden det ikke er skatt på utbytte og aksjegevinst for selskaper i Norge vil ikke skattesatsen for finansinntekter være den samme som selskapsskattesatsen. Den effektive skattesatsen for finansinntekter kunne blitt beregnet hvis notene var detaljerte nok, men i dette tilfelle vil det bli brukt en ”tommelfingerregel” fra rammeverket til Knivsfå hvor finansinntektsskattesatsen er lik $\frac{2}{3}$ av selskapsskattesatsen (Knivsfå, 2016). Ved å trekke fra skatten etter ovennevnte satser vil man komme frem til nettoresultat for disse finanspostene. Samme sats vil også bli brukt på unormalt finansresultat.

Tabell 5.3: Unormalt netto finansresultat

Unormalt netto finansresultat	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Unormalt finansresultat	17	13	-106	-25	22	115	30	5	-22	-11
Skatt	-3	-2	20	5	-4	-22	-6	-1	4	2
Andre finansielle resultatelement	15	29	-40	7	-10	-41	8	4	-10	0
Unormalt netto finansresultat	28	39	-126	-13	8	53	32	8	-28	-9

For å fordele skattekostnaden på driftsresultatet må det beregnes en driftsskattesats. Formelen for denne satsen hentes fra rammeverket til Knivsfå (2016):

$$dss = \frac{SK - f_{iss} * (FI + UFR) + s_{ss} * FK}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Hvor:

dss = driftsskattesatsen

SK = rapportert skattekostnad

f_{iss} = finansinntektsskattesats

FI = finansinntekt

UFR = unormalt finansresultat

s_{ss} = selskapsskattesats

FK = finanskostnad

Tabell 5.4: Skattesatser

Driftsskattesatsen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
dss	0,286	0,219	0,255	0,211	0,292	0,209	0,250	0,258	0,241	0,211
ndss	0,246	0,246	0,246	0,246	0,246	0,246	0,246	0,246	0,246	0,246
dss-ndss	0,040	-0,027	0,009	-0,035	0,046	-0,037	0,004	0,013	-0,004	-0,035

Denne satsen brukes kun på det unormale driftsresultatet for hvert respektivt år. For å beregne netto driftsresultat på normal drift over hele analyseperioden normaliseres skattesatsen ved å beregne et aritmetisk gjennomsnitt og median av driftsskattesatsen, for deretter å bruke det som er nærmest selskapsskattesatsen (Knivsfå, 2016). For Veidekke var gjennomsnittet marginalt høyere enn medianen og gir en normalisert driftsskattesats i analyseperioden på 24,6%. Differansen mellom driftsskattesatsen og den normaliserte driftsskattesatsen, vist som dss-ndss i tabellen over, brukes for å beregne den unormale driftsskatten på det normale resultatet. Det vil si den skatten man har betalt på det normale resultatet som går utover selskapsskattesatsen på 28% eller 27%.

Tabell 5.5: Unormalt netto driftsresultat

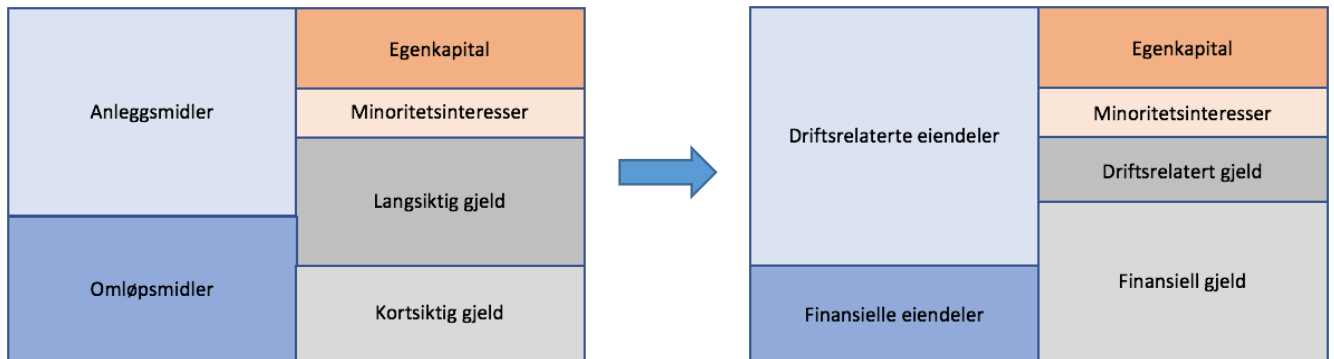
Unormalt netto driftsresultat	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Unormalt driftsresultat før skatt	19	32	26	11	29	30	40	25	46	46
Skatt på unormalt driftsresultat	-6	-7	-7	-2	-8	-6	-10	-6	-11	-10
Andre driftsrelaterte resultatelement	16	-31	65	-95	4	0	150	84	-108	122
Unormal driftsskatt på normalt resultat	-28	22	-9	20	-18	14	-2	-8	3	27
Unormal skattekostnad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt netto driftsresultat	2	16	76	-66	6	38	178	95	-70	185

Tabell 5.6: Omgruppert resultatregnskap

Omgruppert resultat (Beløp i mill. NOK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	16 423	19 304	20 196	15 913	15 702	17 692	19 796	21 745	23 981	24 179
Underentreprenører	-7 286	-8 350	-9 031	-6 569	-6 027	-7 319	-9 053	-9 448	-10 811	-10 896
Materialkostnader	-3 916	-4 971	-4 486	-3 197	-3 368	-3 863	-3 785	-5 001	-4 154	-4 187
Lønnskostnader	-3 307	-3 841	-4 139	-3 827	-3 881	-4 162	-4 142	-4 450	-5 022	-5 061
Andre driftskostnader	-1 000	-1 068	-1 304	-1 402	-1 683	-1 656	-1 945	-1 934	-2 873	-2 895
Avskrivning	-221	-234	-292	-336	-349	-322	-303	-310	-338	-372
Driftsresultat i egen virksomhet	693	840	944	582	394	370	569	602	783	768
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-170	-207	-232	-143	-97	-91	-140	-148	-193	-189
Netto driftsresultat i egen virksomhet	523	634	712	439	297	279	429	454	590	579
Nettoresultatet fra driftstilnyttede virksomheter	102	65	63	24	36	50	71	133	167	130
Netto driftsresultat	624	699	775	463	334	329	500	587	757	709
Netto finansinntekt	27	48	74	51	33	27	40	56	73	63
Nettoresultat til sysselsatt kapital	651	747	849	514	367	357	540	643	830	772
Netto finanskostnad	-33	-64	-59	-36	-18	-22	-18	-34	-42	-42
Netto minoritetsresultat	-15	-11	-4	-9	-9	-7	-11	-12	-16	-18
Nettoresultat til egenkapital	604	672	786	469	340	328	511	597	773	711
Unormalt netto driftsresultat	2	16	76	-66	6	38	178	95	-70	185
Unormalt netto finansresultat	28	39	-126	-13	8	53	32	8	-28	-9
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	635	728	736	389	354	418	721	700	675	888
Netto betalt utbytte	-304	-525	-739	-351	-361	-170	-831	-414	-406	-488
Endring i egenkapital	331	203	-3	38	-7	248	-109	286	269	400

5.3.2 Omgruppering av balansen

Etter IFRS er balansen gruppert med fokus på selskapets likviditet og soliditet. Dette er nyttig for kreditorene, men fra et investeringsperspektiv er det ønskelig med en gruppering som får frem hvilke eiendeler som skaper verdi og hvordan disse er finansiert. På samme måte som med resultatregnskapet vil eiendelene og gjelden i totalbalansen grupperes i driftsrelaterte og finansielle (Knivsflå, 2016).



Figur 13: Omgruppering av balansen

Hva som er driftsrelaterte eiendeler ligger egentlig i ordet. Det er altså eiendeler som inngår i de operasjonelle aktivitetene og er nødvendige for driften. Finansielle eiendeler er langsiktige og kortsiktige plasseringer samt likvide midler. Investeringer i tilknyttede og felleskontrollerte selskap anses som driftsrelaterte som er konsistent med gruppering i resultatregnskapet. Det er viktig med konsistens mellom resultatpostene og balansepostene slik at inntekter og kostnader er gruppert likt som den tilhørende eiendelen eller gjelden. Finansiell gjeld er rentebærende gjeld til kredittinstitusjoner (Knivsflå, 2016).

Omgrupperingen kommer frem av tabellen under:

Tabell 5.7: Omgruppering av balansen

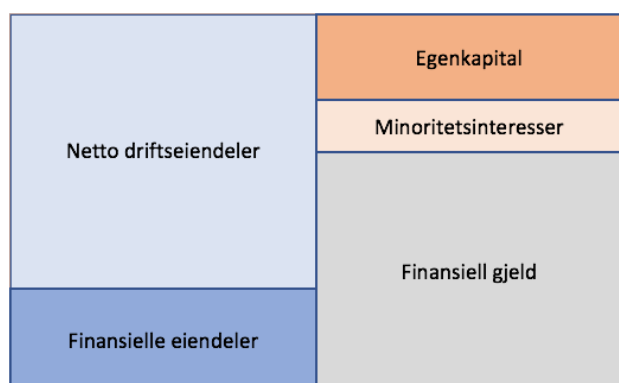
Omgruppert totalbalanse (beløp i mill. NOK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Goodwill	510	504	557	523	558	546	631	775	804	1 151
Imaterielle eiendeler	-	-	27	27	38	34	46	104	110	104
Utsatt skattefordel	21	46	36	79	53	67	62	55	54	65
Eiendommer	423	495	576	511	484	488	512	499	501	556
Maskiner ol.	741	927	1 200	1 206	1 207	1 137	1 235	1 230	1 389	1 689
Investering i tilknyttede og felleskontrollerte selskap	344	403	645	638	603	515	755	908	1 151	1 134
Driftsrelaterte anleggsmidler	2 040	2 375	3 040	2 983	2 944	2 788	3 241	3 571	4 009	4 699
Næringsprosjekter	78	74	270	466	123	42	82	84	28	34
Boligprosjekter	913	2 407	1 969	1 443	1 851	3 220	3 542	3 064	2 769	3 321
Driftsbeholdninger	272	273	323	266	251	264	330	308	255	310
Kundefordringer	4 245	3 417	2 618	2 061	2 175	2 641	2 914	3 174	3 504	4 339
Andre fordringer	193	235	320	179	296	415	477	284	564	832
Driftsrelaterte omløpsmidler	5 701	6 405	5 499	4 416	4 695	6 581	7 344	6 914	7 120	8 836
Driftseiendeler	7 740	8 780	8 539	7 399	7 639	9 369	10 585	10 485	11 129	13 535
Finansielle eiendeler	241	405	303	317	280	280	394	417	408	852
Finansielle anleggsmidler	241	405	303	317	280	280	394	417	408	852
Finansielle plasseringer	0	0	0	0	0	0	0	0	412	0
Likvide midler	331	272	354	144	152	276	206	764	435	402
Finansielle omløpsmidler	331	272	354	144	152	276	206	764	847	402
Finansielle eiendeler	571	678	657	461	433	556	600	1 181	1 255	1 254
EIENDELER	8 311	9 458	9 197	7 860	8 071	9 925	11 185	11 666	12 382	14 788
Egenkapital	1 748	1 951	1 948	1 986	1 979	2 228	2 118	2 404	2 673	3 073
Minoritetsinteresser	30	34	25	35	56	67	65	62	71	145
Egenkapital konsernet	1 778	1 984	1 973	2 022	2 035	2 294	2 183	2 466	2 744	3 218
Pensjonsforpliktelse	257	260	253	311	139	167	226	216	523	541
Utsatt skatt	128	185	80	113	137	220	258	342	222	399
Annen langsiktig gjeld	139	111	115	46	42	380	28	36	104	103
Langsiktig driftsrelatert gjeld	524	556	447	470	317	767	512	594	849	1 043
Leverandørgjeld	2 867	3 031	2 536	2 496	2 495	2 820	2 798	3 029	3 132	3 407
Reklamasjonsavsetninger mv.	563	621	964	840	739	716	788	740	825	1 219
Betalbar skatt	135	153	290	127	95	17	14	90	241	302
Annen kortsiktig gjeld	903	2 070	1 676	1 289	1 518	2 185	2 461	2 692	3 109	3 832
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	4 468	5 874	5 466	4 753	4 848	5 739	6 061	6 551	7 307	8 760
Driftsrelatert gjeld	4 992	6 430	5 913	5 222	5 164	6 506	6 573	7 145	8 156	9 803
Obligasjongjeld	-	-	-	-	-	-	-	750	750	750
Gjeld til kredittinstitusjoner	717	458	884	306	563	803	1 856	53	73	517
Langsiktig finansiell gjeld	717	458	884	306	563	803	1 856	803	823	1 267
Sertifikatgjeld og gjeld til kredittinstitusjoner	331	163	0	1	2	2	218	672	55	43
Kortdige offentlige avgifter	494	423	426	310	308	320	355	580	605	457
Kortsiktig finansiell gjeld	825	586	426	311	310	322	573	1 252	660	500
Finansiell gjeld	1 542	1 044	1 310	616	873	1 125	2 428	2 055	1 483	1 767
TOTALKAPITAL	8 311	9 458	9 197	7 860	8 071	9 925	11 185	11 666	12 382	14 788

Dermed får man en omgruppert totalbalanse som er konsistent med det omgrupperte resultatregnskapet

Tabell 5.8: Omgruppert balanseoppstilling

Totalbalanse	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsrelaterte anleggsmidler	2 040	2 375	3 040	2 983	2 944	2 788	3 241	3 571	4 009	4 699
Driftsrelaterte omløpsmidler	5 701	6 405	5 499	4 416	4 695	6 581	7 344	6 914	7 120	8 836
Driftseiendeler	7 740	8 780	8 539	7 399	7 639	9 369	10 585	10 485	11 129	13 535
Finansielle anleggsmidler	241	405	303	317	280	280	394	417	408	852
Finansielle omløpsmidler	331	272	354	144	152	276	206	764	847	402
Finansielle eiendeler	571	678	657	461	433	556	600	1 181	1 255	1 254
EIENDELER	8 311	9 458	9 197	7 860	8 071	9 925	11 185	11 666	12 382	14 788
Egenkapital	1 778	1 984	1 973	2 022	2 035	2 294	2 183	2 466	2 744	3 218
Langsiktig driftsrelatert gjeld	524	556	447	470	317	767	512	594	849	1 043
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	4 468	5 874	5 466	4 753	4 848	5 739	6 061	6 551	7 307	8 760
Driftsrelatert gjeld	4 992	6 430	5 913	5 222	5 164	6 506	6 573	7 145	8 156	9 803
Langsiktig finansiell gjeld	717	458	884	306	563	803	1 856	803	823	1 267
Kortsiktig finansiell gjeld	825	586	426	311	310	322	573	1 252	660	500
Finansiell gjeld	1 542	1 044	1 310	616	873	1 125	2 428	2 055	1 483	1 767
TOTALKAPITAL	8 311	9 458	9 197	7 860	8 071	9 925	11 185	11 666	12 382	14 788

Sysselsatt kapital



Figur 14: Omgruppering til sysselsatt kapital

Målet med omgrupperingen av balansen er som nevnt å få frem avkastningen på investert kapital. Derfor vil balansen omgrupperes ytterligere for å finne sysselsatt kapital. Dette gjøres ved å trekke ut driftsrelatert gjeld da dette ikke er innskutt kapital, men et resultat av de operasjonelle aktivitetene, og føre det mot driftseiendelene (Knivsflå, 2016).

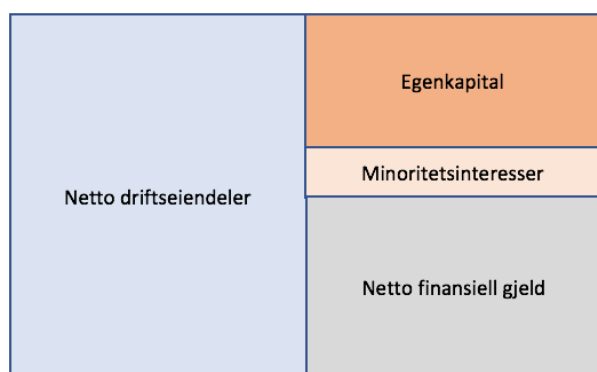
Tabell 5.9: Driftseiendeler

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsrelatert anleggsmidler	2 040	2 375	3 040	2 983	2 944	2 788	3 241	3 571	4 009	4 699
Langsiktig driftsrelatert gjeld	524	556	447	470	317	767	512	594	849	1 043
Netto driftsrelaterede anleggsmidler	1 516	1 819	2 593	2 514	2 627	2 021	2 729	2 977	3 160	3 656
Driftsrelaterede omløpsmidler	5 701	6 405	5 499	4 416	4 695	6 581	7 344	6 914	7 120	8 836
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	4 468	5 874	5 466	4 753	4 848	5 739	6 061	6 551	7 307	8 760
Driftsrelatert arbeidskapital	1 232	531	33	-337	-152	842	1 283	363	-187	76

Tabell 5.10: Sysselsatt kapital

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterede anleggsmidler	1 516	1 819	2 593	2 514	2 627	2 021	2 729	2 977	3 160	3 656
Driftsrelatert arbeidskapital	1 232	531	33	-337	-152	842	1 283	363	-187	76
Netto driftseiendeler	2 748	2 350	2 626	2 177	2 475	2 863	4 012	3 340	2 973	3 732
Finansielle eiendeler	571	678	657	461	433	556	600	1 181	1 255	1 254
Sysselsatte eiendeler	3 320	3 028	3 283	2 638	2 907	3 419	4 612	4 521	4 228	4 986
Egenkapital	1 748	1 951	1 948	1 986	1 979	2 228	2 118	2 404	2 673	3 073
Minoritetsinteresser	30	34	25	35	56	67	65	62	71	145
Finansiell gjeld	1 542	1 044	1 310	616	873	1 125	2 428	2 055	1 483	1 767
Sysselsatt kapital	3 320	3 028	3 283	2 638	2 907	3 419	4 612	4 521	4 227	4 985

Netto driftskapital



Figur 15: Omgruppering til netto driftskapital

Til slutt omgrupperes balansen ved å trekke ut de finansielle eiendelene og føre de mot finansiell gjeld slik at man står igjen med den innskutte kapitalen som er investert i driften. Bakgrunnen for dette er at finansielle eiendeler er eiendeler som selskapet i teorien ikke må ha for å drive virksomheten (Knivsflå, 2016).

Tabell 5.11: Netto finansiell gjeld

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Finansiell gjeld	1 542	1 044	1 310	616	873	1 125	2 428	2 055	1 483	1 767
Finansielle eiendeler	571	678	657	461	433	556	600	1 181	1 255	1 254
Netto finansiell gjeld	971	366	653	155	440	569	1 829	874	228	513

Tabell 5.12: Netto driftskapital

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 516	1 819	2 593	2 514	2 627	2 021	2 729	2 977	3 160	3 656
Driftsrelatert arbeidskapital	1 232	531	33	-337	-152	842	1 283	363	-187	76
Netto driftseiendeler	2 748	2 350	2 626	2 177	2 475	2 863	4 012	3 340	2 973	3 732
Egenkapital	1 748	1 951	1 948	1 986	1 979	2 228	2 118	2 404	2 673	3 073
Minoritetsinteresser	30	34	25	35	56	67	65	62	71	145
Netto finansiell gjeld	971	366	653	155	440	569	1 829	874	228	513
Netto driftskapital	2 748	2 350	2 626	2 177	2 475	2 863	4 012	3 340	2 972	3 731

I praksis brukes sysselsatt kapital om netto driftskapital/eiendeler, også kjent som Enterprise Value (EV). For å unngå begrepsforvirring presiseres det derfor at i denne utredningen, og i henhold til Knivsflå sitt rammeverk, så skilles det mellom sysselsatt kapital og netto driftskapital som vist i tabellene over. Sysselsatt kapital er altså investert kapital som også inneholder investering i finansielle eiendeler, mens netto driftskapital er kun den kapitalen som er investert i driften (Knivsflå, 2016)

5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm

I likhet med balansen er kontantstrømmen etter IFRS orientert mot kreditorer og satt opp med fokus på likviditet. Ved å bruke de omgrupperte tallene presentert ovenfor vil

kontantstrømmen bli satt opp slik at den får frem fri kontantstrøm til egenkapital som er lik netto betalt utbytte som investorene sitter igjen med (Knivsflå, 2016).

Tabell 5.13: Omgruppert kontantstrømoppstilling

Omgruppert kontantstrøm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	624	699	775	463	334	329	500	587	757	709
+ Unormalt netto driftsresultat	2	16	76	-66	6	38	178	95	-70	185
- Endring i netto driftseiendeler	745	-398	276	-449	298	389	1 149	-672	-367	759
= Fri kontantstrøm fra drift	-118	1 113	575	846	42	-22	-471	1 354	1 055	135
+ Netto finansinntekt	27	48	74	51	33	27	40	56	73	63
+ Unormalt netto finansresultat	28	39	-126	-13	8	53	32	8	-28	-9
- Endring i finansielle eiendeler	42	107	-21	-196	-29	124	44	581	74	-1
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-105	1 094	543	1 079	112	-65	-442	837	1 026	190
+ Netto finanskostnad	-33	-64	-59	-36	-18	-22	-18	-34	-42	-42
+ Endring i finansiell gjeld	479	-498	267	-694	256	252	1 304	-373	-572	284
+ Netto minoritetsresultat	-15	-11	-4	-9	-9	-7	-11	-12	-16	-18
+ Endring i minoritetsinteresser	-24	4	-9	10	20	11	-2	-3	9	74
= Fri kontantstrøm til egenkapital	304	525	738	351	361	171	831	413	407	488

5.4 Analyse av målefeil og justering

Selv om regnskapet er ført etter gjeldende regler og standarder kan det fortsatt forekomme målefeil. Med målefeil menes forskjell mellom de rapporterte tallene og det virkelige tallet som stemmer bedre med selskapets faktiske økonomiske forhold. Disse burde det justeres for slik at man får et mer korrekt bilde av den underliggende økonomiske situasjonen til selskapet. Det kan dog diskuteres om justering av det publiserte regnskapet vil gi et bedre bilde av selskapets økonomiske situasjon med tanke på at en strategisk regnskapsanalyse som dette er en ekstern analyse av selskapet. Som ekstern analytiker sitter man tross alt på mindre informasjon enn utstederen. Det kan derfor argumenteres for at justeringer ikke vil fjerne støy i regnskapet, men snarere tilføre mer støy. Motargumentet er at det kan ligge store verdier i for eksempel manglende balanseføring som gjør at man får et skjevt bilde av den underliggende økonomiske situasjonen i form av rentabiliteten. I tillegg vil justering forenkle jobben i en fundamental verdsettelse når man skal fremskrive den strategiske fordelene. Man kan justere for målefeil underveis, men utarbeidingen av fremtidsbudsjettet er lettere hvis man først justerer og dermed bruker superrentabiliteten for å fremskrive den strategiske fordelene. Dette er i tråd med praksis til konsulentselskaper som for eksempel Stern Stewart & Co. (Knivsflå, 2016).

Rammeverket til Knivsflå (2016) dekomponerer målefeilene i tre typer. Den første feilen oppstår fordi man i henhold til ISA 16 og IAS 38 kan velge å balanseføre varige driftsmidler og immaterielle eiendeler til historisk kost eller virkelig verdi. Målefeil type 1 er da differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet ved balanseføring til

historisk kost; med andre ord superrentabiliteten. Denne målefeilen er et godt uttrykk for selskapets strategiske fordel og trenger derfor ikke korrigeres. Målefeil type 2 kommer av at regnskapsstandardene tillater eller krever regnskapsføring som gir en dårlig fremstilling av rentabiliteten. Hovedproblemet er manglende balanseføring som fører til oppblåsing av rentabiliteten fordi den bokførte investerte kapitalen er undervurdert. Kostnadsføring av operasjonell leie, markedsføring og FoU gir ikke feil rentabilitet i året det kostnadsføres fordi resultatet blir redusert, men langsiktig gir det en negativ effekt fordi inngående balanseverdier blir for lav til tross for at resultatet oppjusteres. Målefeil type 3 kommer av kreativ regnskapsføring eller regnskapsmanipulasjon og er i strid med god regnskaps- og bokføringsskikk i henhold til Regnskapsloven og Bokføringsloven. De to sistnevnte målefeilene må korrigeres for å få en god måling av rentabiliteten i selskapet (Knivsflå, 2016).

Siden revisor har gitt Veidekke en ren revisjonsberetning hvert år i analyseperioden (Veidekke, 2007-2015) antas det at regnskapet ikke inneholder målefeil som kommer av kreativ regnskapsføring, altså målefeil type 3. Det vil derfor kun være målefeil type 2 det må justeres for i regnskapet til Veidekke, spesifikt manglende balanseføring av operasjonelle leieavtaler. Veidekke klassifiserer operasjonelle leieavtaler som ”leieavtaler hvor det vesentligste av økonomisk risiko og kontroll ikke er overført til leietaker” (Veidekke, 2015). Disse avtalene omfatter driftsmidler og eiendommer og har en løpetid på 3-10 år avhengig av om det gjelder maskiner eller kontorer. I tråd med IAS 17 blir disse forpliktelsene kostnadsført lineært over leieperioden (Veidekke, 2015). Problemet er at kostnadsføring av slike leieavtaler ikke får frem verdien av bruksretten på eiendelene som leies eller forpliktelsene av avtalene. Veidekke sine operasjonelle leieavtaler vil derfor bli balanseført på lik linje som finansielle leieavtaler, noe som er i samsvar med de nye reglene i IFRS 16 som trer i kraft fra og med 1.januar.2019 (pwc.no, 2016).

For å balanseføre de operasjonelle leieavtalene vil det bli brukt en gjennomsnittlig leiekapital for hele perioden. Dette har blitt beregnet ved å multiplisere den gjennomsnittlige leiekostnaden med en kapitaliseringsfaktor som er en funksjon av den gjennomsnittlige renten og levetid (her satt til 7 år). Den gjennomsnittlige leiekapitalen fremkommer av tabellen under som inngående/utgående leierett.

Tabell 5.14: Endring i leie

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inngående leierett/leiekraft	680	680	680	680	680	680	680	680	680	680
Leieutgift	85	88	95	105	131	142	124	135	155	112
Rentekostnad	-29	-39	-53	-26	-27	-24	-15	-13	-19	-27
Avskrivning/avdrag	-56	-49	-42	-79	-104	-118	-109	-122	-136	-85
Utgående leierett/leiekraft	680	680	680	680	680	680	680	680	680	680

Kapitaliseringen får effekt på både balansen og resultatet. Dette fremkommer av tabellene under (ved beregning av utsatt skatt har det blitt brukt den normaliserte skattesatsen):

Tabell 5.15: Effekt av kapitalisering

Balansen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftseiendeler	680	680	680	680	680	680	680	680	680	680
Utsatt skatt	-167	-167	-167	-167	-167	-167	-167	-167	-167	-167
Netto driftseiendeler	513	513	513	513	513	513	513	513	513	513
Kortsiktig netto finansiell gjeld	42	37	32	60	79	89	82	92	103	64
Langsiktig netto finansiell gjeld	470	476	481	453	434	424	431	421	410	448
Netto finansiell gjeld	513	513	513	513	513	513	513	513	513	513

Resultatet	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	29	39	53	26	27	24	15	13	19	27
Utsatt skatt	-7	-10	-13	-6	-7	-6	-4	-3	-5	-7
Fullstendig netto driftsresultat	22	29	40	19	21	18	12	10	14	20
Netto finanskostnad	-22	-29	-40	-19	-21	-18	-12	-10	-14	-20
Fullstendig nettoresultat til EK	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Nedenfor følger det omgrupperte og justerte regnskapet til Veidekke som vil bli brukt videre i denne utredningen:

Tabell: 5.16: Omgruppert og justert resultatregnskap

Omgruppert og justert resultat	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	16 508	19 392	20 291	16 017	15 834	17 834	19 920	21 880	24 136	24 291
Driftskostnader	-15 786	-18 512	-19 293	-15 410	-15 412	-17 440	-19 335	-21 265	-23 334	-23 496
Driftsresultat i egen virksomhet	722	879	997	608	421	394	585	615	802	794
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-177	-216	-245	-149	-104	-97	-144	-151	-197	-195
Netto driftsresultat i egen virksomhet	544	663	752	458	318	297	441	464	605	599
Nettoresultatet fra driftstilknyttede virksomheter	102	65	63	24	36	50	71	133	167	130
Netto driftsresultat	646	728	815	482	354	347	512	597	772	729
Netto finansinntekt	27	48	74	51	33	27	40	56	73	63
Nettoresultat til sysselsatt kapital	673	777	889	533	387	375	552	653	845	792
Netto finanskostnad	-55	-93	-99	-55	-38	-40	-30	-44	-56	-63
Netto minoritetsresultat	-15	-11	-4	-9	-9	-7	-11	-12	-16	-18
Nettoresultat til egenkapital	604	672	786	469	340	328	511	597	773	711
Unormalt netto driftsresultat	2	16	76	-66	6	38	178	95	-70	185
Unormalt netto finansresultat	28	39	-126	-13	8	53	32	8	-28	-9
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	634	728	736	389	354	418	721	700	675	888
Netto betalt utbytte	-304	-525	-738	-351	-361	-170	-831	-414	-406	-488
Endring i egenkapital	331	203	-3	38	-7	248	-109	286	269	400

Tabell 5.17: Omgruppert og justert balanseoppstilling

Omgruppert og justert balanse	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsrelaterede anleggsmidler	2 720	3 055	3 720	3 663	3 624	3 468	3 921	4 251	4 689	5 379
Driftsrelaterede omløpsmidler	5 701	6 405	5 499	4 416	4 695	6 581	7 344	6 914	7 120	8 836
Driftseiendeler	8 420	9 460	9 219	8 079	8 319	10 049	11 265	11 165	11 809	14 215
Finansielle anleggsmidler	241	405	303	317	280	280	394	417	408	852
Finansielle omløpsmidler	331	272	354	144	152	276	206	764	847	402
Finansielle eiendeler	571	678	657	461	433	556	600	1 181	1 255	1 254
TOTALE EIENDELER	8 991	10 138	9 877	8 540	8 751	10 605	11 865	12 346	13 064	15 469
Egenkapital	1 778	1 984	1 973	2 022	2 035	2 294	2 183	2 466	2 744	3 218
Langsiktig driftsrelatert gjeld	691	723	615	637	484	934	679	761	1 016	1 210
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	4 468	5 874	5 466	4 753	4 848	5 739	6 061	6 551	7 307	8 760
Driftsrelatert gjeld	5 159	6 597	6 080	5 389	5 331	6 673	6 740	7 312	8 323	9 970
Langsiktig finansiell gjeld	1 187	934	1 366	759	997	1 227	2 286	1 224	1 233	1 715
Kortsiktig finansiell gjeld	867	623	458	370	389	411	655	1 344	763	564
Finansiell gjeld	2 055	1 557	1 823	1 129	1 384	1 638	2 941	2 567	1 997	2 281
TOTALKAPITAL	8 991	10 138	9 877	8 540	8 751	10 605	11 865	12 345	13 064	15 469

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterede anleggsmidler	2029	2332	3106	3027	3140	2534	3242	3490	3673	4169
Driftsrelatert arbeidskapital	1232	531	33	-337	-152	842	1283	363	-187	76
Netto driftseiendeler	3261	2863	3139	2690	2987	3376	4525	3853	3486	4245
Finansielle eiendeler	571	678	657	461	433	556	600	1181	1255	1254
Sysselsatte eiendeler	3832	3541	3796	3151	3420	3932	5125	5034	4741	5499
Egenkapital	1778	1984	1973	2022	2035	2294	2183	2466	2744	3218
Finansiell gjeld	2055	1557	1823	1129	1384	1638	2941	2567	1997	2281
Sysselsatt kapital	3832	3541	3796	3151	3419	3932	5125	5033	4741	5499

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftseiendeler	3 261	2 863	3 139	2 690	2 987	3 376	4 525	3 853	3 486	4 245
Egenkapital	1 778	1 984	1 973	2 022	2 035	2 294	2 183	2 466	2 744	3 218
Netto finansiell gjeld	1 483	879	1 166	668	952	1 082	2 342	1 386	742	1 027
Netto driftskapital	3 261	2 863	3 139	2 690	2 987	3 376	4 525	3 852	3 486	4 245

Tabell 5.18: Endringer i egenkapital

Endringer i egenkapital (Beløp i mill. NOK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital 01.01	1417	1748	1951	1948	1986	1979	2228	2118	2404	2673
Fullstendig nettoresultat	634	728	736	389	354	418	721	700	675	888
Netto betalt utbytte	-304	-525	-738	-351	-361	-170	-831	-414	-406	-488
Egenkapital 31.12	1748	1951	1948	1986	1979	2228	2118	2404	2673	3073

Tabell 5.19: Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling

Omgruppert og justert kontantstrøm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	646	728	815	482	354	347	512	597	772	729
+ Unormalt netto driftsresultat	2	16	76	-66	6	38	178	95	-70	185
- Endring i netto driftseiendeler	745	-398	276	-449	298	389	1 149	-672	-367	759
= Fri kontantstrøm fra drift	-96	1 143	615	865	63	-4	-459	1 364	1 069	155
+ Netto finansinntekt	27	48	74	51	33	27	40	56	73	63
+ Unormalt netto finansresultat	28	39	-126	-13	8	53	32	8	-28	-9
- Endring i finansielle eiendeler	42	107	-21	-196	-29	124	44	581	74	-1
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-83	1 124	583	1 099	132	-47	-431	847	1 040	211
+ Netto finanskostnad	-55	-93	-99	-55	-38	-40	-30	-44	-56	-63
+ Endring i finansiell gjeld	479	-498	267	-694	255	253	1 304	-374	-570	284
+ Netto minoritetsresultat	-15	-11	-4	-9	-9	-7	-11	-12	-16	-18
+ Endring i minoritetsinteressener	-24	4	-9	10	20	11	-2	-3	9	74
= Fri kontantstrøm til egenkapital	304	525	738	351	361	171	831	413	407	488

5.5 Bransjen

Som nevnt har de samme omgrupperingene og justeringene som gjennomgått ovenfor blitt gjort for samtlige selskaper i den komparative bransjen. I tillegg rapporterer de svenske

selskapene Skanska og NCC regnskapet sitt i SEK og det har derfor vært nødvendig å omregne disse til NOK for å summere regnskapene til et bransjesnitt. Til dette har det blitt brukt et årsgjennomsnitt av kursen som multiplikator for hvert respektivt år (norges-bank.no, 2016).

Tabell 5.20: Omgruppert og justert resultatregnskap, bransjen

Omgruppert og justert resultat	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekt	44 924	48 932	49 510	45 442	41 436	43 218	47 488	51 818	54 443	60 718
Driftskostnad	-43 121	-46 828	-47 731	-43 264	-39 624	-41 738	-45 957	-49 741	-52 282	-58 318
Driftsresultat fra egen virksomhet	1 803	2 104	1 779	2 178	1 812	1 479	1 530	2 077	2 161	2 400
Driftsrelatert skattekostnad	-481	-552	-454	-574	-492	-394	-400	-568	-580	-656
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1 322	1 552	1 325	1 603	1 320	1 085	1 131	1 509	1 580	1 744
Nettoresultat tilknyttet	111	106	204	89	123	1 084	233	227	200	337
Netto driftsresultat	1 433	1 658	1 529	1 692	1 443	2 170	1 364	1 736	1 780	2 082
Netto finansinntekt	104	151	129	81	72	62	66	53	53	43
Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 537	1 809	1 659	1 774	1 515	2 232	1 430	1 789	1 833	2 125
Netto finanskostnad	-161	-250	-267	-305	-184	-170	-237	-193	-237	-212
Netto minorietsresultat	-8	-10	-16	-4	-4	-6	-13	-10	-17	-29
Nettoresultat til egenkapital	1 368	1 549	1 376	1 465	1 328	2 056	1 180	1 586	1 580	1 883
Unormalt netto driftsresultat	-63	217	-306	-376	-207	-1 097	-386	186	-334	396
Unormalt netto finansresultat	-9	-8	54	-24	4	20	21	10	-16	-7
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	1 296	1 758	1 124	1 065	1 124	980	815	1 781	1 230	2 272
Netto betalt utbytte	-980	-1 335	-1 551	-912	-714	-1 168	-843	-710	-949	-953
Endring i egenkapitalen	316	423	-428	153	410	-188	-27	1 071	282	1 320

Tabell 5.21: Omgruppert og justert balanseoppstilling, bransjen

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	5 191	4 921	5 067	5 271	5 353	5 688	5 929	6 567	6 521	5 583
Driftsrelatert arbeidskapital	516	223	1 067	1 123	956	2 461	3 951	3 489	3 654	2 840
Netto driftseiendeler	5 707	5 143	6 135	6 394	6 309	8 148	9 880	10 057	10 175	8 423
Finansielle eiendeler	3 963	4 986	3 928	3 838	3 998	3 071	3 354	4 395	4 595	6 190
Sysselsatte eiendeler	9 669	10 129	10 063	10 232	10 307	11 219	13 234	14 451	14 770	14 613
Egenkapital	6 280	6 697	6 259	6 419	6 826	6 666	6 647	7 726	8 011	9 376
Finansiell gjeld	3 390	3 432	3 804	3 813	3 481	4 553	6 587	6 725	6 758	5 237
Sysselsatt kapital	9 669	10 129	10 063	10 232	10 307	11 219	13 234	14 451	14 770	14 613

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftseiendeler	5 707	5 143	6 135	6 394	6 309	8 148	9 880	10 057	10 175	8 423
Egenkapital	6 280	6 697	6 259	6 419	6 826	6 666	6 647	7 726	8 011	9 376
Netto finansiell gjeld	-573	-1 554	-124	-25	-517	1 482	3 233	2 331	2 164	-953
Netto driftskapital	5 707	5 143	6 135	6 394	6 309	8 148	9 880	10 057	10 175	8 422

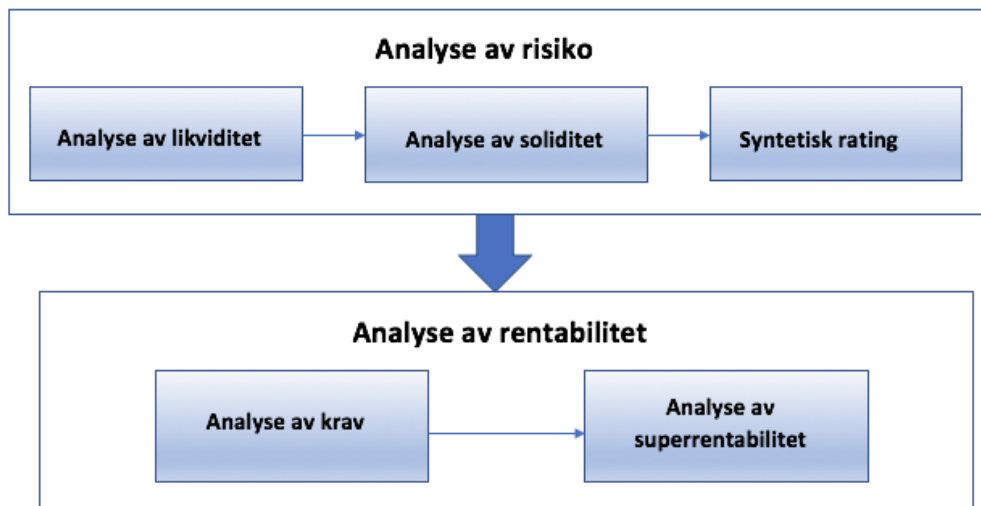
Tabell 5.22: Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling, bransjen

Kontantstrøm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	1 433	1 658	1 529	1 692	1 443	2 170	1 364	1 736	1 780	2 082
Unormalt netto driftsresultat	-63	217	-306	-376	-207	-1 097	-386	186	-334	396
Endring i netto driftseiendeler	792	-564	992	260	-85	1 839	1 732	176	119	-1 752
Fri kontantstrøm fra drift	578	2 438	232	1 056	1 321	-766	-754	1 745	1 328	4 230
Netto finansinntekt	104	151	129	81	72	62	66	53	53	43
Unormalt netto finansresultat	-9	-8	54	-24	4	20	21	10	-16	-7
Endring i finansielle eiendeler	-407	1 023	-1 058	-90	160	-927	283	1 041	200	1 595
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	1 080	1 558	1 473	1 204	1 237	244	-950	768	1 165	2 671
Netto finanskostnad	-161	-250	-267	-305	-184	-170	-237	-193	-237	-212
Endring i finansiell gjeld	76	42	372	9	-332	1 071	2 035	138	33	-1 521
Netto minorietsresultat	-8	-10	-16	-4	-4	-6	-13	-10	-17	-29
Endring i minoritetsinteresser	-7	-5	-10	7	-3	28	8	8	4	45
Fri kontantstrøm til egenkapital	980	1 335	1 551	912	714	1 167	843	710	948	953

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Nå som regnskapstallene er omgruppert og justert i henhold til et investorperspektiv kan de brukes til analyser for å finne ut av den finansielle stabiliteten og lønnsomheten i selskapet. Disse analysene vil være grunnlaget for fremtidsbudsjettet som den fundamentale verdsettelsen bygges på. Ved å se på både utviklingen av finansielle nøkkeltall over tid, og sammenligne de med bransjen får man en oversikt over selskapets risiko og lønnsomhet. For å få et mest mulig korrekt bilde av virksomheten som den er i dag vil det bli brukt tidsvekter for å lage gjennomsnittene som brukes til å sammenligne selskapets prestasjoner. Årsaken til dette er at selv om selskapet og driften er tilsynelatende stabil så er realiteten slik at de opererer i omgivelser som er i stadig forandring. For å ta høyde for dette vil det legges større vekt på tallene fra de seneste årene. Dette er også hensiktsmessig med tanke på framskrivningen av budsjett drivere som blir gjort i kapittel 9. Forholdstallene vil bli sammenlignet internt i selskapet ved å bruke tidsserieanalyse og eksternt ved å bruke bransjen som benchmark (Knivsflå, 2016).

Under følger rammeverket for forholdstallsanalysen som blir gjennomgått i de neste tre kapitlene:



Figur 16: Rammeverk for forholdstallsanalyse (Knivsflå, 2016)

Først vil selskapet kredittrisiko bli analysert ved å se på likviditeten og soliditeten i selskapet. Dette blir sammenfattet i en syntetisk rating. Videre vil det utføres en analyse av rentabiliteten til Veidekke ved å se på avkastningskravene til balansepostene og deretter se om det foreligger en superrentabilitet slik som forespeilet i den strategiske analysen i kapittel 4. (Knivsflå, 2016). Vi vil dermed få mer konkrete tall på om Veidekke har en superrentabilitet og eventuelt hvor stor den er.

6. Analyse av kredittrisiko

I dette kapitlet vil Veidekkes kortsiktige og langsiktige risiko bli analysert ved bruk av forholdstall, og til slutt sammenfattet i en syntetisk rating. Dette vil bli brukt videre for å beregne avkastningskravet på den finansielle gjelden.

6.1 Likviditetsanalyse (kortsiktig risiko)

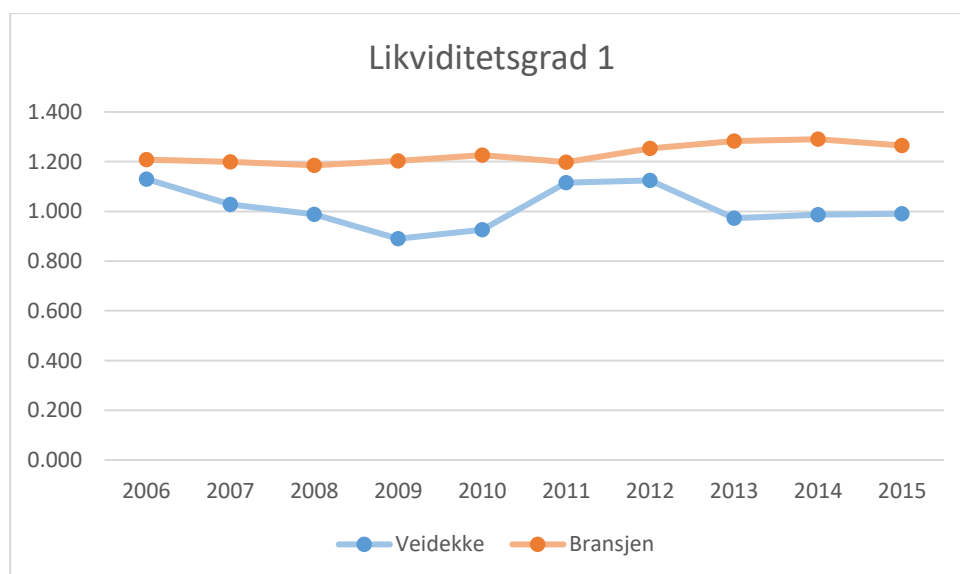
Et selskaps likviditet går ut på om de kan betale utestående krav etter hvert som de forfaller. Analysen vil derfor vurdere Veidekke sin evne til å dekke gjeld gjennom balansen, resultat og kontantstrøm. I balansen vil man på kort sikt vil man se om selskapets likvide midler er nok til å dekke den kortsiktige gjelden, mens på lang sikt ser man om de finansielle eiendelene er nok til å dekke den finansielle gjelden. (Knivsfå, 2016).

Likviditetsgrad 1

Et mye brukt forholdstall for å analysere kortsiktig gjeldsdekning er likviditetsgrad 1:

$$lg1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

En generell regel er at likviditetsgrad 1 bør være høyere enn 2, men det er bedre å bruke bransjegjennomsnittet som benchmark siden dette forholdstallet er veldig bransjeavhengig. Boligprosjekter og næringsprosjekter presenteres regnskapsmessig som varelager og er derfor en del av omløpsmidlene i balansen, men realiteten er at mange av disse prosjektene har varighet utover 12 måneder og kan derfor ikke bli realisert før dette. Det kan derfor diskuteres om de burde vært med i beregningen av likviditetsgrad 1.



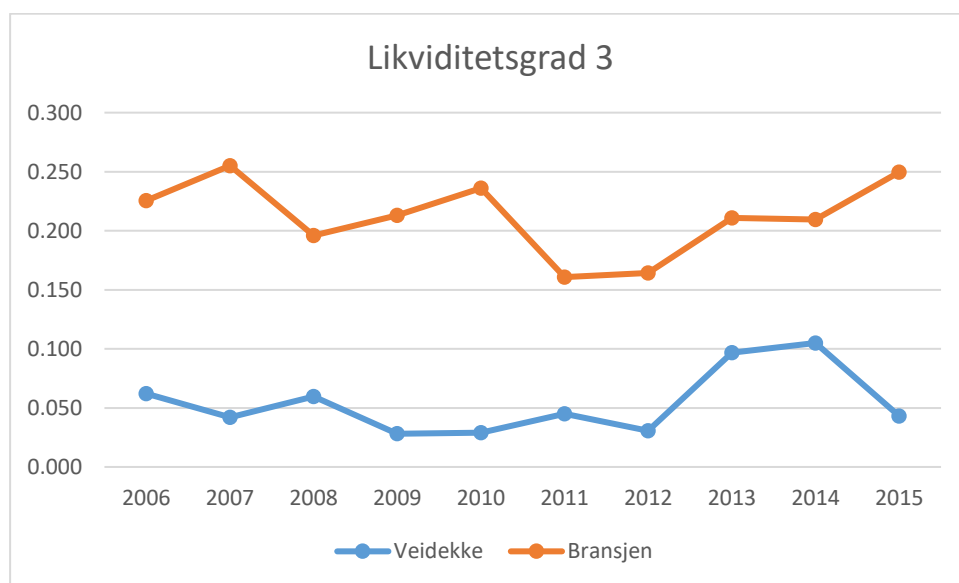
Figur 17: Likviditetsgrad 1

Veidekke har jevnt over litt dårligere likviditet enn bransjen, noen som også kommer frem av det vektete snittet som er 1,01 for Veidekke og 1,26 for bransjen. Dette viser at likviditetsgraden i bygg- og anleggsbransjen generelt sett ikke er veldig høy. Selv om likviditetsgrad 1 ikke er generelt høy i bransjen skal det fortsatt bemerkes at Veidekke har til tider hatt $lg1 < 1$, noe som betyr at de ikke har hatt nok likvide midler til å dekke kortsiktig gjeld ut ifra definisjonen av forholdstallet. Isolert sett kan dette indikere en konkursrisiko, men det er viktig å vurdere flere forholdstall og se hele bildet før man vurderer hva slags kredittrisiko som faktisk foreligger. I tillegg sier likviditetsgrad 1 bare noe om forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det kan være bransjemessige forhold som gjør at man kommer dårlig ut i forhold til likviditetsgrad 1 uten at man nødvendigvis har problemer med likviditeten, og motsatt. Derfor er det viktig å supplere dette forholdstallet med ytterligere nøkkeltall i en risikoanalyse, samt trekke inn elementer fra den strategiske analysen før man kan komme frem til en konklusjon på selskapets likviditet.

Likviditetsgrad 3

En svakhet med likviditetsgrad 1 er at den omfatter alle omløpsmidler og det kan diskuteres hvor raskt det er mulig å likvidere disse, spesielt varelageret (Lederkilden.no, 2017). Derfor er det gunstig å supplere med likviditetsgrad 3 hvor man vurderer kun de mest likvide omløpsmidlene:

$$lg3 = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

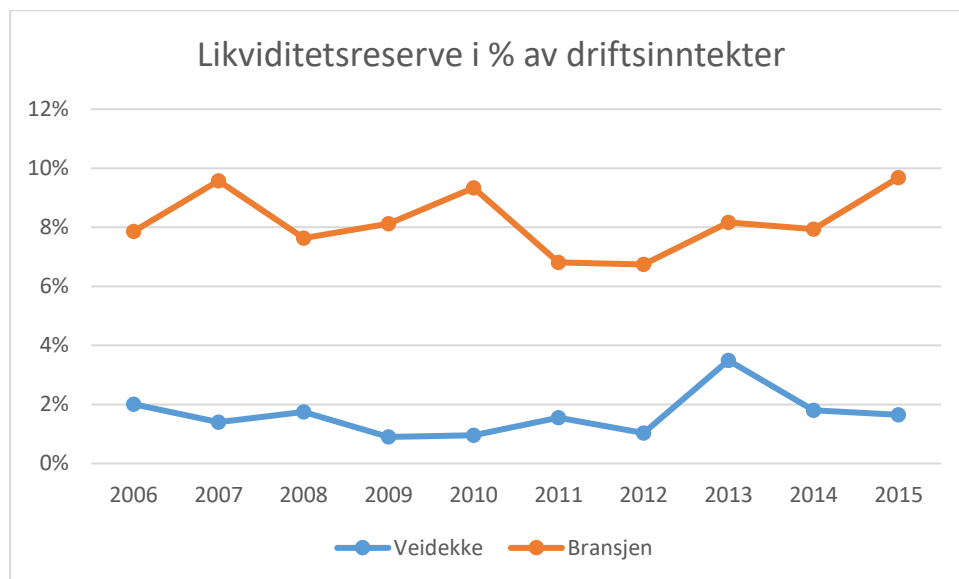


Figur 18: Likviditetsgrad 3

Den generelle regelen er at likviditetsgrad 3 bør være større enn 0,33 (Knivsflå, 2016). Dermed bekrefter likviditetsgrad 3 hva man så ut ifra likviditetsgrad 1, nemlig at likviditeten i bygg- og anleggsbransjen er dårlig. I motsetning til likviditetsgrad 1 hvor Veidekke bare lå marginalt under bransjen ser man her at Veidekke har betraktelig dårligere likviditet enn bransjen, noe som blir tydeliggjort av det vektete snittet på henholdsvis 0,05 for Veidekke og 0,21 for bransjen.

Likviditetsreserve

På grunn av svakheter i likviditetsgrad 1 og 2 undersøkes også likviditeten i Veidekke og bransjen med et forholdstall utenfor Knivsflå sitt rammeverk for syntetisk rating. Det er alltid en viss usikkerhet rundt verdsettelsen av kundefordringer og varelager, og hvor raskt man faktisk kan realisere disse. Ved å se på selskapets likviditetsreserver fjerner man denne usikkerheten. Likviditetsreservene omfatter kontanter, bank, kortsiktige investeringer og ubenyttet kassekreditt. På grunn av at denne analysen er basert eksklusivt på ekstern informasjon er sistnevnte utelatt fra beregningen her (lederkilden.no, 2017).



Figur 19: Likviditetsreserve i % av driftsinntekter

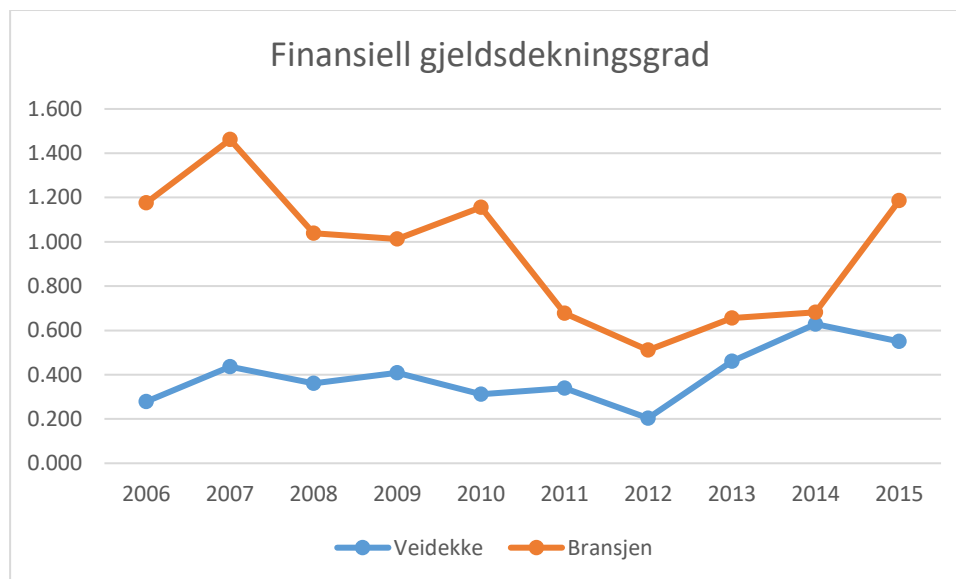
Her får man bekreftet skillet som viste seg ovenfor når man bevegde seg fra lg1 til lg2, nemlig at bransjen har bedre likviditet enn Veidekke. Med et tidsvektet gjennomsnitt på 0,02 kan det sies at Veidekke har en relativt dårlig likviditet, mens bransjen ligger på et moderat nivå med 0,08.

Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekning i balansen viser om selskapet har netto finansiell gjeld eller eiendeler:

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

Om forholdstallet er større enn 1 betyr det at selskapet har netto finansielle eiendeler. Som man ser av grafen under støtter også dette forholdstallet opp under det det to foregående har vist, nettopp at bransjen har bedre likviditet enn Veidekke. Bransjen har periodevis hatt finansiell gjeldsdekningsgrad på over 1 og dermed hatt netto finansielle eiendeler, men et vektet gjennomsnitt på 0,85 viser at bransjen også innehar en viss likviditetsrisiko. Veidekke derimot har jevnt over hatt netto finansiell gjeld og har dermed større risiko for å få problemer med likviditeten enn bransjen. Finansiell gjeld inneholder her også den kapitaliserte leien, jamfør justeringen gjort i forrige kapittel.

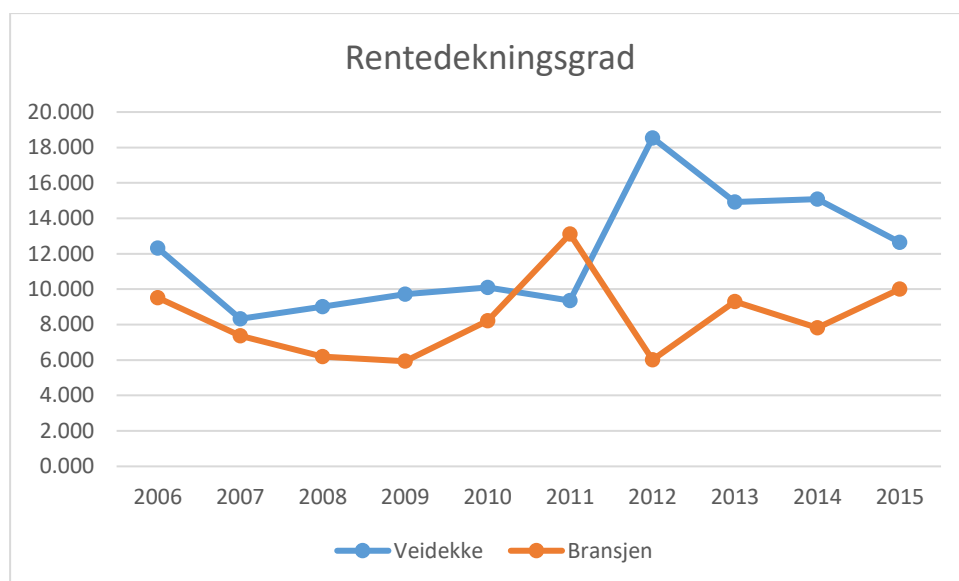


Figur 20: Finansiell gjeldsdekningsgrad

Rentedekningsgrad

De foregående forholdstallene har vist hva slags dekning Veidekke har for sin gjeld gjennom balansen. Videre vil selskapets dekning gjennom resultatet og kontantstrømmen analyseres. Forholdstallet som brukes for å undersøke gjeldsdekning gjennom resultatet er rentedekningsgrad:

$$rdg = \frac{\text{Nettoresultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$



Figur 21: Rentedeckningsgrad

Utenom 2011 har Veidekke hatt bedre rentedeckningsgrad enn bransjen i hele analyseperioden. Dette kommer hovedsakelig av at Veidekke har hatt en lavere andel netto finanskostnad. Det har vært spesielt bra de siste 4 årene, men det ser ut til at Veidekke og bransjen beveger seg mot et jevnere nivå slik som i begynnelsen av analyseperioden. Dette er kjent som ”mean reverting” hvilket betyr at fluktuierende tall har en tendens til å bevege seg tilbake til gjennomsnittet (Knivsfå, 2016). Et vektet snitt viser likevel at Veidekke har et forholdsvis større nettoresultat å utbetale til långiverne med en gjennomsnittlig rentedeckningsgrad på 13,6 mot bransjens 8,8.

Kontantstrømanalyse

Tabell 6.1: Omgruppert og juster kontantstrømoppstilling

Omgruppert og justert kontantstrøm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	646	728	815	482	354	347	512	597	772	729
+ Unormalt netto driftsresultat	2	16	76	-66	6	38	178	95	-70	185
- Endring i netto driftseiendeler	745	-398	276	-449	298	389	1 149	-672	-367	759
= Fri kontantstrøm fra drift	-96	1 143	615	865	63	-4	-459	1 364	1 069	155
+ Netto finansinntekt	27	48	74	51	33	27	40	56	73	63
+ Unormalt netto finansresultat	28	39	-126	-13	8	53	32	8	-28	-9
- Endring i finansielle eiendeler	42	107	-21	-196	-29	124	44	581	74	-1
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-83	1 124	583	1 099	132	-47	-431	847	1 040	211
+ Netto finanskostnad	-55	-93	-99	-55	-38	-40	-30	-44	-56	-63
+ Endring i finansiell gjeld	479	-498	267	-694	255	253	1 304	-374	-570	284
+ Netto minoritetsresultat	-15	-11	-4	-9	-9	-7	-11	-12	-16	-18
+ Endring i minoritetsinteresser	-24	4	-9	10	20	11	-2	-3	9	74
= Fri kontantstrøm til egenkapital	304	525	738	351	361	171	831	413	407	488

Man ser at driften og sysselsatt kapital har klart å generere en positiv kontantstrøm i de fleste årene utenom 2006, 2011 og 2012. Til tross for at kontantstrømmen fra drift har vært negativ i disse årene har Veidekke likevel valgt å betale utbytte i henhold til sin relativt aggressive utbyttepolitikk (minimum 50% av resultat før skatt) på samme måte som de andre årene.

Selskapet har tatt opp lån de fleste årene, og konsekvent hvert år når driften ikke har positiv kontantstrøm.

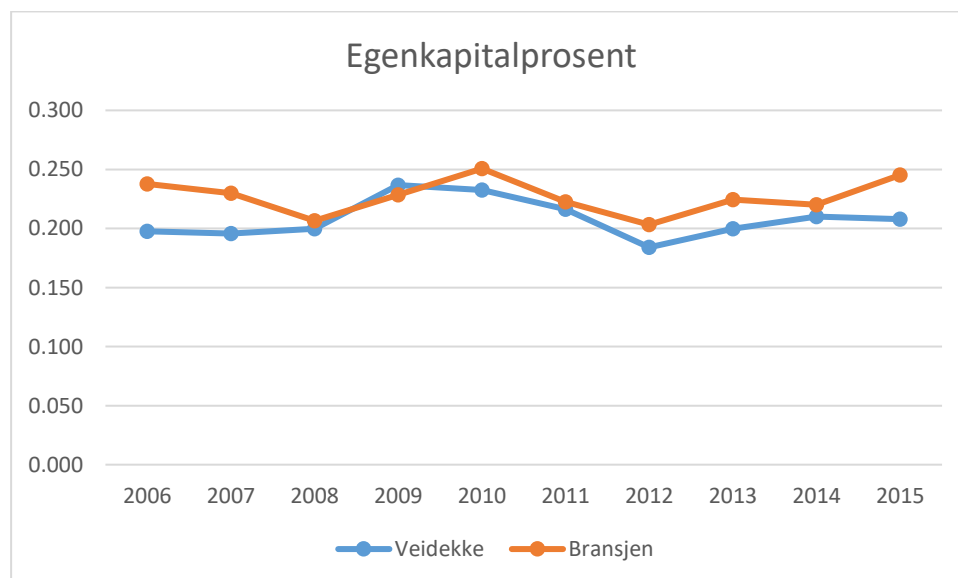
6.2 Soliditetsanalyse (langsiktig risiko)

Soliditeten til et selskap ligger i finansieringsstrukturen deres og sier noe om selskapets evne til å tåle tap over en lengre periode (Knivsfå, 2016).

Egenkapitalprosent

Det viktigste forholdstallet i en soliditetsanalyse er egenkapitalprosenten. Dette kommer av at tap blir ført mot egenkapitalen, og et selskap med høy egenkapitalprosent vil dermed representere en større sikkerhet for låntakere ved store tap eller i verste fall konkurs. Videre følger det av aksjeloven §3-4 et krav om at *”selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet”*. Det er ikke bare dekning for tap egenkapitalen representerer; den representerer også selskapets beredskap til å utføre strategiske investeringer uten ekstern finansiering (lederkilden.no, 2017).

Forholdstallet viser hvor stor andel av totalkapitalen som er egenkapital. Siden det er konsernet som en helhet som analyseres vil minoritetsinteresser være inkludert i egenkapitalen ved beregning av egenkapitalprosenten (Veidekke, 2016). I tillegg er også leien kapitalisert (jf. kapittel 5.4).



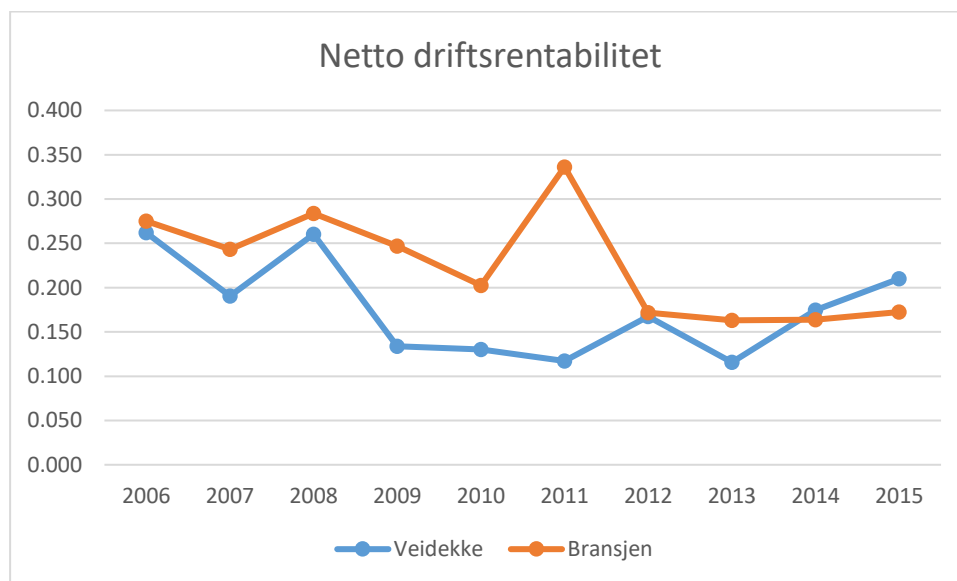
Figur 22: Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er relativt lik i Veidekke og bransjen, noe som reflekteres i det tidsvektede snittet på henholdsvis 0,21 og bransjen 0,23. Generelt sett er det ønskelig med en relativt høy egenkapitalprosent for å være sikret mot eventuelle fremtidige tap og muligheten for å kunne utføre strategiske investeringer, men selskapets eiere ønsker sjeldent at det bindes opp for mye kapital og dette kan også påvirke egenkapitalrentabiliteten negativt. Veidekkes egenkapitalandel på rundt 20% representerer et helt moderat nivå og stemmer godt overens med bransjen og tilsvarer en gjeldsgrad på omtrent 4 (lederkilden.no, 2017).

Netto driftsrentabilitet

Som nevnt over er det altså viktig med en tilstrekkelig egenkapitalprosent for å tåle eventuelle tap. Det er derfor viktig å vurdere selskapets lønnsomhet i en soliditetsanalyse da dårlig lønnsomhet kan spise opp egenkapitalen over tid. Det vil bli en mer detaljert analyse av lønnsomheten i Veidekke og bransjen i kapittel 8, så for denne analysen vil fokuset være på netto driftsrentabilitet:

$$ndr = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} - ((\Delta NDE_t - NDR_t)/2)}$$



Figur 23: Netto driftsrentabilitet

Jevnt over har bransjen vært mer lønnsom med et tidsvektet snitt på 0,2 mot Veidekkes 0,17, men de siste årene har netto driftsrentabilitet i bransjen flatet litt ut mens Veidekke har hatt en stabil økning. I 2015 hadde Veidekke 4% bedre netto driftsrentabilitet enn bransjen. Netto driftsrentabilitet er godt over avkastningskravet til drift og utgjør derfor ingen risiko for soliditeten til Veidekke. Avkastningskravet fremkommer av beregningene i kapittel 8.

Kapitalstruktur

Under følger en finansieringsmatrise for Veidekke og bransjen basert på den utgående balansen i 2015:

Tabell 6.2: Finansieringsmatrise, Veidekke

Veidekke	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	57,13 %	2,70 %	19,39 %	19,32 %	-	-	34,77 %
FAM	-	-	-	90,85 %	9,15 %	-	5,51 %
DOM	-	-	-	-	98,26 %	1,74 %	57,12 %
FOM	-	-	-	-	-	100,00 %	2,60 %
TK	19,87 %	0,94 %	7,82 %	11,09 %	56,63 %	3,65 %	99,99 %

Tabell 6.3: Finansieringsmatrise, bransjen

Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	100,00 %	-	-	-	-	-	21,18 %
FAM	100,00 %	-	-	-	-	-	0,81 %
DOM	3,49 %	0,57 %	10,59 %	11,46 %	73,85 %	-	62,62 %
FOM	-	-	-	-	58,12 %	42,02 %	15,39 %
TK	24,17 %	0,36 %	6,63 %	7,18 %	55,20 %	6,47 %	100,00 %

Egenkapitalfinansiering representerer den laveste finansielle risikoen mens kortsiktig gjeld representerer den høyeste risikoen. En matrise med en kurve som faller fort vil dermed fortelle at selskapet er solid og innehar liten risiko (Knivsflå, 2016). Bransjen har som kjent hatt litt høyere egenkapitalprosent enn Veidekke og har også det i 2015. Dette kombinert med en høyere andel driftsrelaterte anleggsmidler gjør at kurven til Veidekke faller saktere enn bransjens og fremstår dermed som mindre solid og vil derfor representere en større risiko. Det viktigste med kapitalstrukturen til et selskap er dog at det er samsvar mellom tidshorizonten på avkastningen til eiendelene og forfallet til gjelden. Ved å finansiere anleggsmidler med kortsiktig gjeld vil soliditeten og likviditeten bli presset og man vil få negativ arbeidskapital (lederkilden.no, 2017). Av matrisen over ser man at dette er tilfellet for Veidekke i 2015, hvor 9,15% av de finansielle anleggsmidlene er finansiert av kortsiktig driftsrelatert gjeld. Samlet sett utgjør den kortsiktige gjelden 60% av totalkapitalen til Veidekke, men dette er på linje

med bransjesnittet og de finansielle anleggsmidlene er hovedsakelig aksjelån til ansatte med pantesikkerhet samt aksjer og investeringer tilgjengelig for salg (Veidekke, 2015).

Øvrig

Hvis man ser på fremtidig gjeldsdekning er det spesielt viktig å se om selskapet overholder lånevilkårene på eventuelle "covenants". Dette er lån som inneholder spesielle lånevilkår, typisk krav til egenkapital prosent og restriksjoner for salg av vesentlige eiendeler, og forfaller umiddelbart til betaling hvis man ikke oppfyller de fastsatte kravene. Veidekke er godt innenfor kravene fastsatt i selskapets "covenants" og det er derfor ingen risiko for at disse lånene i sin helhet vil forfalle til betaling i nærmeste fremtid. Entreprenørvirksomheten har også en regel om å ikke sette egenregiprosjekter i produksjon uten at de har solgt mer enn 50% av boligene for å håndtere likviditetsrisiko forbundet med disse prosjektene (Veidekke, 2015b). Som nevnt er egenkapitalandelen et viktig nøkkeltall for soliditeten til et selskap, men minst like viktig er det å se på den reelle verdien av eiendelene. Et selskap som er vurdert som solid av et ratingbyrå kan fort gå konkurs hvis kontantstrømmen svikter og balansen består av "luftige" tall i form av immaterielle eiendeler som goodwill og utsatt skatt som vanskelig lar seg omsette. Over 90% av Veidekkes eiendeler er håndfaste og kan verdsettes konkret. Soliditeten som fremkommer av denne analysen er derfor representativ for selskapet.

6.3 Syntetisk rating

Risikoanalysen oppsummeres i en syntetisk rating hvor Veidekke og bransjen får karakter på bakgrunn av fire forholdstall fra likviditets- og soliditetsanalysen; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Dette er en forenklet modell og inneholder langt færre forholdstall enn hva de store ratingbyråene som Moody's, Standard & Poor's og Fitch bruker. Modellen kan derfor kritiseres for å være litt upresis og urealistisk når man knytter den opp mot ratingklassene til de store byråene, men modellen er ment som et pedagogisk verktøy og gir kun en indikator på ratingen. Den syntetiske ratingen må ses i sammenheng med de andre analysene som er utført så langt og brukes for å danne seg et bilde av risikoprofilen til selskapet og bransjen (Knivsflå, 2016). Det kan diskuteres om risikoanalysen burde vært gjort før omgrupperingen av regnskapet da kredittratingen helt klart har et kreditorsyn på samme måte som det rapporterte regnskapet. Selskapets finansielle situasjon er viktig for investorer også, men om kredittratingen må være basert på et investororientert regnskap er en annen sak.

Tabell 6.4: Ratingklasser

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Konkursansynlighet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0 %
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,02 %
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,08 %
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,26 %
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,97 %
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	4,93 %
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	12,61 %
	0,550	-0,345	0,105	-0,002	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	27,96 %
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	50,99 %
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	85,54 %

Tabell 6.5: Syntetisk rating, Veidekke

Veidekke	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	1,13	1,03	0,99	0,89	0,93	1,12	1,12	0,97	0,94	0,99	1,01
Rentedekningsgrad	12,32	8,33	9,01	9,71	10,10	9,36	18,54	14,92	15,08	12,65	13,62
Egenkapitalprosent	0,20	0,20	0,20	0,24	0,23	0,22	0,18	0,20	0,21	0,21	0,21
Netto driftsrentabilitet	0,26	0,19	0,26	0,13	0,13	0,12	0,17	0,12	0,17	0,21	0,17
Syntetisk rating											
Likviditetsgrad 1	BB-	B+	B	B	B	BB-	BB-	B	B	B	B
Rentedekningsgrad	AAA+	AAA-	AAA-	AAA-	AAA+	AAA+	AAA+	AAA+	AAA+	AA+	AAA
Egenkapitalprosent	B-	B-	B-	B	B	B	B-	B-	B-	B-	B
Netto driftsrentabilitet	AA+	AA-	AA	A-	BBB+	A	A-	BBB	A	AA-	A
Gjennomsnittsrating	A	A	BBB	BBB	A	BBB	BBB	A	BBB	BBB	BBB

Tabell 6.6: Syntetisk rating, bransjen

Bransjen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	1,21	1,20	1,19	1,20	1,23	1,20	1,25	1,28	1,29	1,27	1,26
Rentedekningsgrad	9,52	7,36	6,19	5,93	8,21	13,11	6,01	9,30	7,81	10,01	8,81
Egenkapitalprosent	0,24	0,23	0,21	0,23	0,25	0,22	0,20	0,22	0,22	0,25	0,23
Netto driftsrentabilitet	0,27	0,24	0,28	0,25	0,20	0,34	0,17	0,16	0,16	0,17	0,20
Syntetisk rating											
Likviditetsgrad 1	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	AA+	AA+	AA	AA	AA+	AAA-	AA	AA+	AA+	AA+	AA
Egenkapitalprosent	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B
Netto driftsrentabilitet	AA+	AA	AA+	AA	A+	AAA	A	A	A	A	A
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Av den syntetiske ratingen ser man ikke stor forskjell på Veidekke og bransjen, men som det fremkommer av risikoanalysen ovenfor utgjør Veidekke en større risiko enn bransjen når det kommer til både likviditet og soliditet. Dette poengterer viktigheten av å ta en helhetlig vurdering av selskapets endelige rating da modellen er en grov forenkling. Bransjen har bedre likviditet, spesielt når man ser på de mest likvide omløpsmidlene, og en mer solid kapitalstruktur. Til gjengjeld så har Veidekke veldig god rentedekningsgrad på grunn av

lavere netto finanskostnader. Egenkapitalprosenten er relativt lik, men bransjen har litt bedre netto driftsrentabilitet. Forskjellen i rentabiliteten vil bli undersøkt nærmere over de neste kapitlene. Disse faktorene fører til at den endelige ratingen til Veidekke settes til BBB- mens det gjøres ingen endringer i bransjens rating.

For å understøtte den syntetiske ratingen kan den sammenlignes med en offisiell rating. Hvis dette ikke er tilgjengelig gir ofte meglerhus såkalte skyggeratinger, som er en uoffisiell kredittvurdering (DN.no, 2016a). Veidekke har en BBB- skyggerating fra DNB markets og BBB fra SEB (Veidekke.no, 2016) som samsvarer godt med den syntetiske ratingen som fremkommer av risikoanalysen i denne utredningen. Dette tilsvarer en liten konkursrisiko med en sannsynlighet på kun 0,26% og dermed ingen stor fare for kreditorene.

7. Historiske avkastningskrav

Nå som risikoen er analysert vil forholdstallene undersøkes videre ved å beregne avkastningskrav slik at man har en målestokk for rentabilitetsanalysen i kapittel 8. Senere i utredningen vil avkastningskravene bli brukt for å diskontere de fremtidige kontantstrømmene. Som målestokk menes at man ser rentabiliteten opp mot kravet. Er rentabiliteten større enn kravet har man en strategisk fordel og driften er dermed lønnsom. For å se på lønnsomheten bakover i tid bruker man historiske krav, mens for å vurdere lønnsomheten i fremtiden gjennom å diskontere de fremtidige kontantstrømmene må man ha fremtidige krav (Knivsflå, 2016).

For å finne avkastningskravet til summen av flere kapitaler brukes vektet gjennomsnittlige kapitalkostnad, bedre kjent som WACC (weighted average cost of capital). Dette er metoden som vil bli brukt for å finne kravet til finansielle eiendeler og gjeld, samt netto driftskapital og sysselsatt kapital i slutten av dette kapitlet. WACC inneholder et egenkapitalkrav som utledes ved bruk av kapitalverdimodellen, bedre kjent som CAPM (capital asset pricing model) som vil bli gjennomgått først.

7.1 Kapitalverdimodellen - CAPM

Kapitalverdimodellen er en matematisk formel for å finne avkastningskravet til egenkapitalen for å kompensere for den systematiske risikoen man utsetter seg for ved å investere i et selskap:

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

Hvor:

e_{kk} = egenkapitalkravet

r_f = risikofri rente

β_{EK} = selskapsbeta

r_m = markedets avkastning

Egenkapitalrentabiliteten regnes etter skatt og kravet må derfor også regnes etter skatt. I dagens praksis trekker man ikke lenger fra skatt på den risikofrie renten da dette ligger implisitt i markedspremien, men det var lenge vanlig å gjøre dette og er i tråd med rammeverket som blir brukt i denne utredningen:

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

Hvor:

s = den effektive selskapsskattesatsen

mrp = markedets risikopremie ($r_m - r_f^*(1-s)$), siden r_m allerede er etter skatt

(Knivsflå, 2016)

Diverse forutsetninger som gjør modellen urealistisk skaper et behov for å legge til en variabel som tar i betraktning risikoen ved markedssvikt da ingen opererer i et fullstendig perfekt marked (Schølberg, 2009). Dette er kjent som likviditetspremien, men er i realiteten en illikviditetspremie da den tar for seg eventuell illikviditet i aksjen. Eierskatt som utbytte- og formueskatt kan og ha en viss vridning på kravet og legges derfor sammen med risikoen for markedssvikt inn i illikviditetspremien.

Formelen blir da:

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

Hvor:

ilp = illikviditetspremien

Det forutsettes at betaværdien til minoriteten er lik selskapsbetaen og kravet til minoritetsinteressene blir dermed:

$$mik = ekk + ilp_{MI}$$

Hvor:

mik = minoritetsinteressekravet

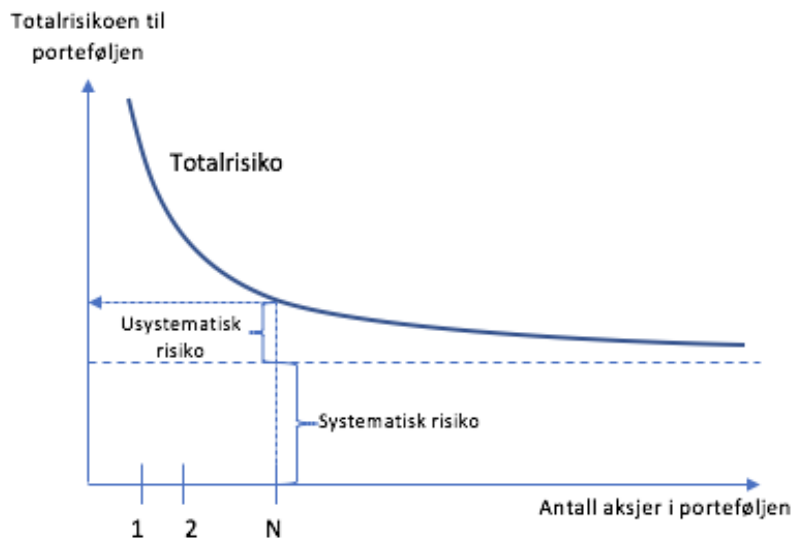
ekk = egenkapitalkravet utledet av CAPM

ilp_{MI} = ekstra illikviditetspremie for minoritetsinteressene

(Knivsflå, 2016)

Modellen starter med risikofri rente fordi dette er det minste man må kreve for en investering, så justeres det for risikoen. Markedsrisikopremien er "gitt" i markedet og dermed likt for alle. Det er derfor betaværdien som skalerer opp kravet for et gitt selskap. Under forutsetningene til modellen er det bare den systematiske risikoen, eller markedsrisikoen, som blir belønnet. Grunnen til dette er at den usystematiske risikoen, eller selskapsspesifikk risiko, kan man nærmest totalt eliminere ved å diversifisere porteføljen. I praksis vil det være naturlig å ta i betraktning den selskapsspesifikke risikoen når man vurderer verdien av et enkelt selskap, slik

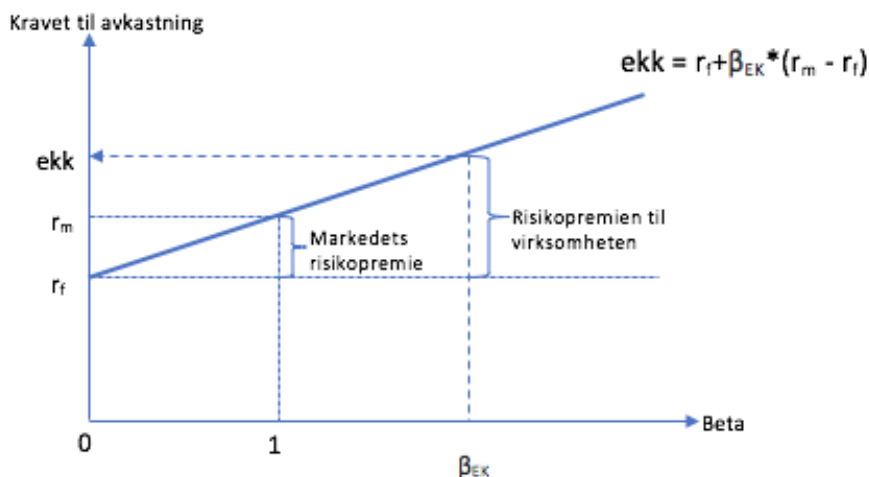
som i denne utredningen, men siden det er snakk om et omsettelig selskap kan man vurdere det ut ifra en diversifisert portefølje og dermed i henhold til modellen. Avkastningskravet skal altså reflektere risikopreferansen til investoren. En veldiversifisert investor vil derfor kun øke kravet utover den risikofrie renten for å kreve kompensasjon for den systematiske risikoen, noen man ser av de to siste leddene i modellen over som representerer premien for markedsrisikoen. Effekten av å spre investeringene på flere aksjer vises av figuren under (Knivsflå, 2016):



Figur 24: Diversifisering av porteføljen (Kaldestad og Møller, 2011)

Her ser man hvordan den usystematiske risikoen er nærmest eliminert med økt antall aksjer i porteføljen.

CAPM er som alle andre modeller en forenkling av virkeligheten og vil derfor inneholde svakheter når det kommer til realismen i modellen. Et problem er at modellen i teorien skal gi uttrykk for forventet fremtidig avkastning, men det er bare et estimat basert på historisk avkastning. Selskapsbetaen er en god indikator på hvordan forventet avkastning kan utvikle seg, men på grunn av uregelmessigheter i markedet er det vist at linjen (se figur under) ikke stiger så fort som modellen skulle tilsi (Fama og French, 2004).



Figur 25: Kapitalverdimodellen (Knivsflå, 2016)

Kapitalverdimodellen (CAPM) har bred anvendelse i praksis, men modellen er en matematisk utledet modell og inneholder som nevnt forenklinger av virkeligheten og forutsetninger som gjør modellen noe urealistisk. To av disse forutsetningene er et kapitalmarked uten friksjon og ingen restriksjoner på shortsalg (Schølberg, 2009). Shortsalg er salg av eiendeler man ikke eier. Forutsetningen om et friksjonsfritt kapitalmarked betyr at en investor kan låne og låne ut penger til samme rente, noe som ikke er tilfellet i virkeligheten hvor lånerenten er høyere enn sparerenten (SSB.no, 2017). Black (1972) viste derimot at CAPM ble lite endret når denne forutsetningen ikke blir oppfylt. Dog var dette igjen basert på den andre forutsetningen, nemlig ingen restriksjoner på shortsalg. I realiteten vil det derimot være urealistisk å tenke at alle eiendeler i balansen til et selskap kan shortsalg. I tillegg vil et selskap også ha eiendeler som ikke er omsettelige. Ross (1977) viste at når disse to forutsetningene blir brutt, som ofte er tilfellet i virkeligheten, vil ikke kravet lenger endres lineært som i den opprinnelige modellen.

På tross av at flere forutsetninger ikke oppfylles i praksis og empiriske studier konkluderer med at modellen stemmer dårlig overens med data fra virkeligheten blir den fortsatt brukt i utstrakt grad. Mye av årsaken til dette ligger nok i at det ikke finnes noen alternativ modell med de samme teoretiske kvalitetene og CAPM blir derfor det beste alternativet (Schølberg, 2009).

For å beregne egenkapitalkravet må man finne et estimat på de forskjellige faktorene i kapitalverdimodellen. Det er flere metoder for dette som hver har sine fordeler og ulemper.

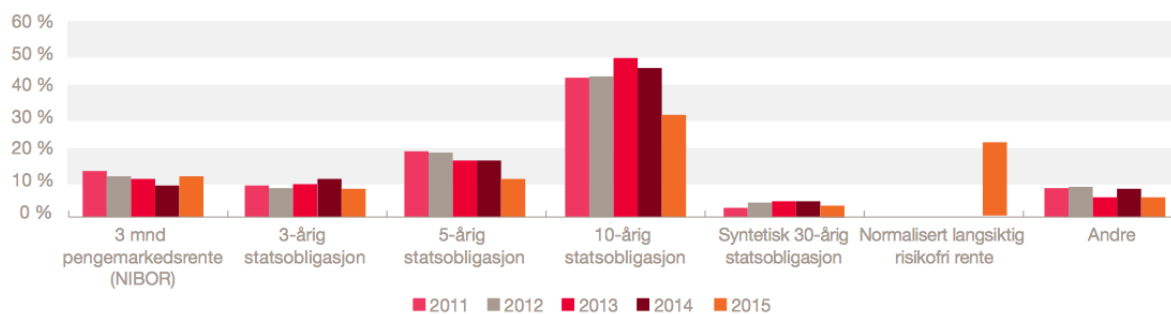
Nedenfor vil metodene for å finne risikofri rente, markedets risikopremie og selskapets betaverdi bli lagt frem, samt metoden som vil bli brukt i denne utredningen.

Risikofri rente

Da ingen investeringer i realiteten er helt risikofrie regnes risikofri rente som den minst risikable plasseringen man har som alternativ i markedet. Statsobligasjoner og pengemarkedsrenter er ansett som alternativer i markedet som representerer minst risiko og er dermed en god tilnærming til risikofri rente.

Finanstilsynets er av den oppfatning at det skal benyttes observerbare renter som er tilpasset tidshorisonen på kontantstrømmene. Utledning av en slik rente kan gjøres med ulik grad av presisjon. Finanstilsynet bemerker at å legge til grunn for eksempel en 10 års risikofri rente ved diskontering av evigvarende kontantstrømmer er en forenkling. 10 års renter kan være en akseptabel tilnærming, men det må vurderes om den er representativ i hvert enkelt tilfelle (finansstilsynet.no, 2017). Et problem med å bruke den langsiktige renten er at den baserer seg på forventningene til den kortsiktige renten, og endringer i sistnevnte kan føre til enda større endringer i de langsiktige rentene. Det kan derfor være gunstig å bruke en rente med kortere løpetid (Boye og Meyer, 2008). Knivsflå foreslår i sitt rammeverk (2016) å bruke 3 måneders effektiv NIBOR (Norwegian Interbank Offered Rate). Man kan argumentere for at det er kun en kortsiktig rente som er tilnærmet risikofri siden man vet avkastningen vil bli lik forventningen. Ulempen er at den korte renten svinger mer enn den lange og vil derfor føre til et mer ustabil avkastningskrav. I tillegg må man tilpasse levetiden med kontantstrømmene til verdsettelsesobjektet. På bakgrunn av dette vil en langsiktig rente passe bedre da man antar ”evig” levetid for selskapet, og det er ikke nødvendigvis slik at den korte renten er det samme som forventningen på den lange renten. Problemet med den langsiktige renten er at den inneholder mer risiko enn den korte. Ved langsiktig rente kan man risikere verdifall og må tillegge likviditetspremie og risikopremie knyttet til inflasjonsrisiko (Kaldestad og Møller, 2011).

Undersøkelse fra PwC (2015) viser at det er langt mer utbredt å bruke 10 års statsobligasjon enn 3 mnd NIBOR og Kaldestad og Møller (2011) ser også at dette er mest utbredt i praksis.



Figur 26: Uttrykk for risikofri rente i praksis (PwC, 2015)

Ved beregning av risikofri rente er det fratrukket en kort risikopremie på 0,004 for 3 mnd NIBOR i henhold til en gjennomsnittlig AA-rating for norske banker, og en lang risikopremie på 0,006 for 10 års statsobligasjon i henhold til den norske stats AAA-rating. Deretter er det fratrukket skattesatsen for det gjeldende året. Det er ikke stor forskjell mellom disse og det gir lite utslag på egenkapitalkravet. I denne utredningen vil det bli brukt 10 års statsobligasjoner i tråd med praksis.

Tabell 7.1: Risikofri rente

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Nibor 3mnd effektiv	0,029	0,042	0,051	0,023	0,024	0,027	0,022	0,018	0,018	0,015	0,027
- Kredittrisikopremie før skatt, AA	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,006
= Risikofri rente før skatt	0,023	0,036	0,045	0,017	0,018	0,021	0,016	0,012	0,013	0,010	0,021
- Skatt	0,007	0,010	0,013	0,005	0,005	0,006	0,005	0,003	0,003	0,003	0,006
= Risikofri rente etter skatt	0,017	0,026	0,033	0,013	0,013	0,015	0,012	0,009	0,009	0,007	0,015
Statsobligasjon 10 år, årsgjennomsnit	0,041	0,048	0,045	0,040	0,035	0,031	0,021	0,026	0,025	0,016	0,033
- Kredittrisikopremie før skatt, AAA	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
= Risikofri rente før skatt	0,032	0,039	0,036	0,032	0,027	0,023	0,013	0,017	0,017	0,007	0,024
- Skatt	0,009	0,011	0,010	0,009	0,008	0,006	0,004	0,005	0,005	0,002	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,023	0,028	0,026	0,023	0,019	0,016	0,009	0,013	0,012	0,005	0,018

Markedets risikopremie

Problemet med markedets risikopremie er at den ikke kan observeres. Den må derfor estimeres ved bruk av historiske verdier som antas å være en god indikator på den fremtidige risikopremien (Boye og Meyer, 2008). Å basere markedets risikopremie på historisk data er den enkleste og mest anvendte metoden for å beregne premien siden den som nevnt ikke kan observeres og predikeres. Metoden innebærer at markedets avkastning blir sammenlignet med avkastningen på den risikofrie renten som i praksis er statsobligasjoner. Markedets risikopremie kan da forklares som differansen mellom markedsavkastningen og risikofri rente, som vist i modellen tidligere i kapittelet. Problemet med denne metoden er forventningen om at risikopremien vil synke i fremtiden på grunn av økte diversifikasjonsmuligheter, noe som kan føre til at kravet blir for høyt. I tillegg er de

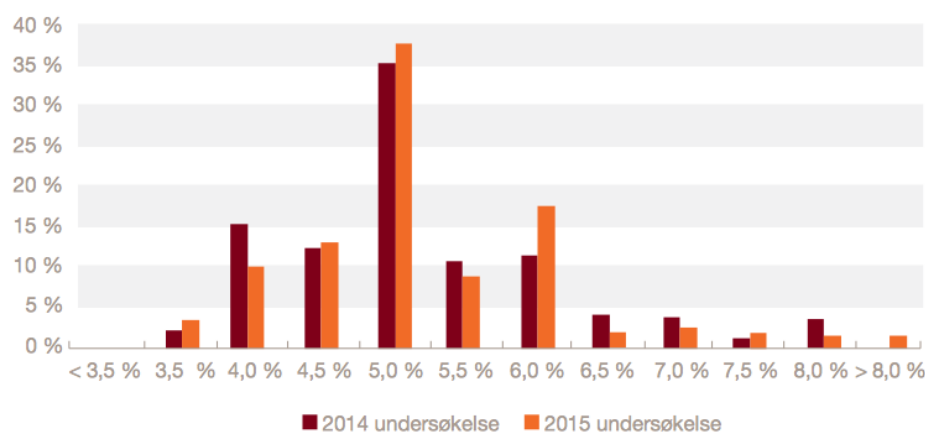
historiske dataene bygd på et skjevt utvalg fordi den er basert på selskaper som har overlevd, såkalt ”survival bias” (Kaldestad og Møller, 2011).

Siden børsen går i sykluser er det viktig at analyseperioden er lang nok til å få med perioder med både sterk og lav vekst for å ikke få feil forventning om fremtidig avkastning. I dette tilfellet anses analyseperioden på 10 år som lang nok til å få med slike sykluser. Ved kortere analyseperioder er det viktig med en bevissthet rundt dette og det faktum at risikopremien avhenger av risikonivået på børsen og hvor villige investorene er til å ta denne risikoen for den gjeldende perioden (Gjesdal og Johnsen, 1999). Knivsflå (2016) har beregnet et vektet snitt av langsiktig og kortsiktig risikopremie i analyseperioden og kommet frem til et anslag på en normalisert gjennomsnittlig risikopremie etter skatt på 4,6%.

Tabell 7.2: Markedets risikopremie

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Kortsiktig årlig risikopremie	0,045	0,035	0,023	0,039	0,039	0,036	0,038	0,04	0,04	0,041	0,038
* Vekt	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
+ Langsiktig årlig risikopremie	0,046	0,047	0,048	0,048	0,048	0,049	0,049	0,049	0,05	0,05	0,048
* Vekt	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
= Markedets risikopremie	0,046	0,044	0,042	0,046	0,046	0,046	0,046	0,047	0,048	0,048	0,046

Usikkerhet rundt risikopremien gjør at det også er viktig å bruke litt skjønn når den skal brukes for å beregne avkastningskrav (Gjesdal og Johnsen, 1999). Når renten er lav, slik som den er nå, forventer man mer usikkerhet rundt fremtidig vekst og svakere realøkonomi. Dette burde naturlig føre til at kreditorer og investorer øker sin risikopremie fordi man er i en posisjon hvor man tåler mindre tap (Kinserdal, 2017a). I tillegg til at det vil være unødvendig med desimaler på et så usikkert estimat (Kinserdal, 2017b) ses det som hensiktsmessig å runde markedets risikopremie opp til 5% i denne utredningen. En markedsrisikopremie på 5% er også i samsvar med Gjesdal og Johnsen (1999), Damodaran (2012), Kaldestad og Møller (2011), Kinserdal (2017a) og undersøkelser fra PwC (2015).



Figur 27: Markedets risikopremie i praksis (PwC, 2015)

Beta

Betaverdien til et selskap er et mål på den systematiske risikoen og indikerer hvordan selskapets verdi varierer i forhold til børsen:

$$\beta_{EK} = \rho * (\sigma_r / \sigma_m)$$

Hvor:

ρ = korrelasjonen mellom avkastningen til selskapet og markedsindeksen

σ_r / σ_m = standardavvik som viser volatiliteten til selskapets avkastning i forhold til markedets

Markedsindeksen vil ha en beta på 1, og et selskap som har en avkastning som er mer eller mindre volatil enn markedet vil dermed ha en beta som er henholdsvis større eller mindre enn 1. Beta på 0 tilsvarer en risikofri plassering og negativ beta betyr at aksjen beveger seg i motsatt retning av børsen (Knivsflå, 2016).

Det finnes flere metoder for å finne egenkapitalbetaen til et selskap. Hvis selskapet ikke er børsnotert kan man bruke beta fra lignende selskaper som er børsnotert eller bruke en bransjebeta hentet fra for eksempel Damodaran sin hjemmeside. Dette kan gi et godt estimat på egenkapitalbetaen, men man må justere for eventuelle forskjeller i kapitalstruktur siden høyere gjeldsgrad gir høyere risiko og dermed et høyere krav. Hvis selskapet derimot er børsnotert kan man lage et estimat selv. For å beregne betaverdien gjennomfører man en regresjonsanalyse basert på historisk kursdata for å finne korrelasjonen mellom selskapets og markedets avkastning i analyseperioden. Man kan også hente ut betaverdien fra nettsider som Dagens Næringsliv, Bloomberg, Yahoo og mange andre. Problemet med å bruke betaverdier fra disse nettsidene er at man ikke vet eksakt hvordan de er estimert. Det kan derfor være mer hensiktsmessig og beregne betaverdien selv slik at man kan tilpasse analysen i forhold til hvilken indeks den kjøres mot og hvor lang analyseperioden er (Kaldestad og Møller, 2011). Når det kommer til valg av markedsindeks mener Kaldestad og Møller (2011) at man skal anta at investorer er globalt diversifiserte og det burde derfor brukes en verdensindeks. Knivsflå (2016) legger derimot til grunn at man skal bruke børsindeksen hvor selskapet som skal verdsettes er notert. Dette er også i tråd med Dagens Næringsliv sine beregninger (Knivsflå, 2016). For denne utredningen vurderes det slik at Oslo Børs er en representativt for det markedet Veidekke og dets investorer kan oppnå avkastning i og regresjonsanalysen vil derfor baseres på månedlige observasjoner av OSEBX. Analyseperioden vil være som ellers i denne utredningen fra 2006-2015. En lengre analyseperiode er med på å redusere standardavviket og dermed øke den statistiske påliteligheten i regresjonsanalysen, i tillegg til

at regresjonsanalyser med månedlige observasjoner har vist seg å gi lavere standardavvik enn ved bruk av ukentlige eller daglige (finanstilsynet.no, 2017).

En svakhet med den estimerte betaverdien er at den er basert på historisk data og vil derfor ikke ta høyde for eventuelle endringer i selskapets risikoprofil i fremtiden. Jo mer stabil virksomheten er, jo bedre kan man anta at de historiske dataene vil stemme med fremtiden, men man må likevel anta at det vil skje endringer i både selskapet og markedet det opererer i. Dette fører til økt usikkerhet som ikke den estimerte betaverdien tar i betraktning, men som de facto vil påvirke verdien (Penman, 2013).

Estimatet på betaverdien hentet ut fra regresjonsanalysen er på 0,32. Dette er ganske likt Dagens Næringsliv sitt estimat på 0,36 (DN.no, 2016b), men de bruker ukesavkastning og en analyseperiode på 24 måneder (Knivsflå, 2016) som kan gjøre estimatet mindre pålitelig (finanstilsynet.no, 2017). Betaverdien til markedsindeksen er som sagt 1 og er et vektet gjennomsnitt av betaverdiene til alle selskapene på dette markedet. Over tid antar man at avkastningen, og dermed også betaverdien, til et selskap vil nærme seg gjennomsnittet (kjent som "mean reverting"). I en fundamental verdsettelse ser man på kontantstrømmene til et selskap i et evighetsperspektiv og det vil derfor være fordelaktig å normalisere estimatet ved å justere for denne effekten. Dette gjøres ved å vekte selskapets estimerte betaverdi mot markedets betaverdi:

$$\text{Justert } \beta_{EK} = \beta_{EK} * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3}$$

(Penman, 2013)

Den justerte egenkapitalbetaen til Veidekke blir da 0,548, noe som tilsvarer lav risiko totalt, både operasjonelt og finansielt (Kinserdal, 2017b).

Betaverdien ovenfor er for hele analyseperioden. For å finne betaverdien, og dermed egenkapitalkravet, for hvert enkelt år må det beregnes en beta for netto finansiell gjeld og drift. På bakgrunn av formelen for finansielt gjeldskrav som vil bli gjennomgått senere er finansiell gjeldsbeta implisitt:

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

Hvor:

mrd = markedsrisikodel

krp = kredittrisikopremie

(Knivsflå, 2016)

Tabell 7.3: Finansiell gjeldsbeta

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Syntetisk rating	A	A	BBB	BBB	A	BBB	BBB	A	BBB	BBB	BBB
Kreditrisikopremie	0,010	0,010	0,014	0,014	0,010	0,014	0,014	0,010	0,014	0,014	0,012
* Markedsrisikodel finansiell gjeld	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
/ Markedsrisikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Finansiell gjeldsbeta	0,002	0,002	0,003	0,003	0,002	0,003	0,003	0,002	0,003	0,003	0,002

Markedsrisikodelen er hentet fra regresjonsanalysen og justert for gjeld med $\frac{1}{3}$.

Kreditrisikopremien er basert på den syntetiske ratingen og hentet fra Knivsflå (2016) sitt rammeverk.

For å finne finansiell eiendelsbeta må man se på betaen til de forskjellige finansielle eiendelene og vekte de mot balansesummen. Finansielle eiendeler deles her opp i kontanter, fordringer og investeringer. Det forutsettes at kontanter er risikofri og dermed har en beta lik 0 slik at dette leddet faller bort. Veidekke har ingen fordringer som er klassifisert som finansiell eiendel og kan dermed også ses bort ifra. Da står man igjen med investeringer som antas å ha en beta tilnærmet lik 1 (Knivsflå, 2016).

Tabell 7.3: Finansiell eiendelsbeta

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt (INV/FE)	0,421	0,598	0,461	0,688	0,648	0,504	0,657	0,353	0,653	0,679	0,566
= Finansiell eiendelsbeta	0,421	0,598	0,461	0,688	0,648	0,504	0,657	0,353	0,653	0,679	0,566

Ved å vekte disse to betaverdiene kan man finne beta til netto finansiell gjeld

Tabell 7.4: Netto finansiell gjeldsbeta

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,002	0,002	0,003	0,003	0,002	0,003	0,003	0,002	0,003	0,003	0,002
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,429	1,518	1,624	1,583	1,533	1,476	1,325	1,461	2,102	2,382	1,643
- Finansiell eiendelsbeta	0,421	0,598	0,461	0,688	0,648	0,504	0,657	0,353	0,653	0,679	0,566
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,429	0,518	0,624	0,583	0,533	0,476	0,325	0,461	1,102	1,382	0,643
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,178	-0,307	-0,284	-0,397	-0,343	-0,236	-0,210	-0,160	-0,715	-0,933	-0,376

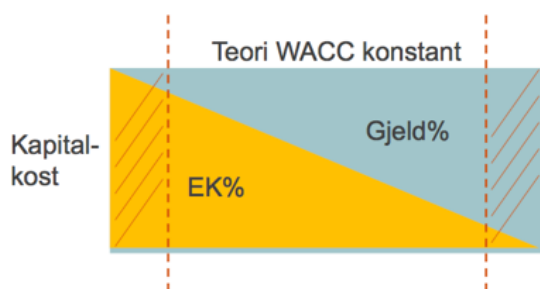
Deretter kan vi finne beta til netto driftskapital på formen:

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

(Knivsflå, 2016)

Det forutsettes her at minoriteten har samme beta som majoriteten. Beta til netto driftskapital blir da 0,187, men siden betaverdien til egenkapitalen foreløpig bare er estimert for hele analyseperioden kan det bare beregnes beta til netto driftskapital for hele perioden. Hvis man imidlertid legger Miller og Modiglianis (1985) første proposisjon til grunn så vil verdien av

netto driftskapital være uavhengig av finansieringen og følgelig vil betaværdien være konstant. Unntaket ville vært hvis selskapet var i en finansiell krise (Knivsflå, 2016), noe hverken Veidekke eller noen av de andre selskapene i den komparative bransjen er. Dette viser at forutsetningen til Miller og Modigliani er noe urealistisk da det i praksis vil være effekter av både skatt og konkurskostnader, samt at banker vil ta betalt for risikoen som kommer med økt gjeldsfinansiering (Kinserdal, 2017b). I henhold til Miller og Modiglianis (1985) andre proposisjon så vil egenkapitalkravet øke med gjeldsgraden til selskapet. Likevel vil effektene av økt gjeld og økt egenkapitalkrav i teorien utligne hverandre slik at WACC er tilnærmet konstant. Dette viser seg derimot ikke alltid være tilfellet, spesielt ikke hvis selskapet er finansiert med hovedsakelig bare gjeld eller egenkapital (Kinserdal, 2017).



Figur 28: Effekt på WACC av finansiering (Kinserdal, 2017)

Økt gjeldsandel øker altså egenkapitalkravet, og dette påvirker dermed også egenkapitalbetaen. Formelen for egenkapitalbetaen blir da:

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

(Knivsflå, 2016)

Tabell 7.5: Egenkapitalbeta

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Netto driftsbeta	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196
+ (Netto driftsbeta - Netto finansiell gjeldsbeta)	0,374	0,503	0,479	0,593	0,539	0,432	0,406	0,356	0,910	1,129	0,572
* Netto finansiell gearing (NFG/(EK+MI))	0,951	0,753	0,638	0,520	0,435	0,506	0,868	0,926	0,485	0,338	0,642
= Egenkapitalbeta	0,551	0,574	0,502	0,504	0,430	0,414	0,548	0,525	0,637	0,577	0,548

Illikviditetspremie

Som tidligere nevnt blir det lagt til en illikviditetspremie for å kompensere for faktorer kapitalverdimodellen ikke tar i betraktning (Schølberg, 2009), herunder innlåsing i aksjen, eierskatt, markedssvikt, illikviditet og andre ”unormale” omstendigheter som for eksempel den lave renten som er i Norge nå. Denne premien baseres på skjønn og settes til 1% for Veidekke og 3% for minoritetsinteressene.

Egenkapitalkravet

Ved å bruke tallene gjennomgått ovenfor i kapitalverdimodellen kan egenkapitalkravet og minoritetskravet beregnes:

Tabell 7.6: Egenkapital- og minoritetskravet

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Risikofri rente etter skatt	0,023	0,028	0,026	0,023	0,019	0,016	0,009	0,013	0,012	0,005	0,018
+ Justert egenkapitalbeta	0,551	0,574	0,502	0,504	0,430	0,414	0,548	0,525	0,637	0,577	0,548
* Markedsrisikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Illikviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav	0,061	0,067	0,061	0,058	0,051	0,047	0,047	0,049	0,054	0,044	0,054
+ Ekstra illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
= Minoritetskrav	0,091	0,097	0,091	0,088	0,081	0,077	0,077	0,079	0,084	0,074	0,084

7.2 Vektet avkastningskrav - WACC

For å finne avkastningskravet på de andre kapitalene brukes modellen for vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, bedre kjent som WACC (weighted average cost of capital). WACC er altså den vektete summen av kravet til to eller flere kapitaler. I rentabilitetsanalysen brukes balanseførte verdier, mens det senere i den fundamentale verdsettelsen vil bli brukt estimert virkelig verdi. Siden kravene beregnet her skal brukes som målestokk i rentabilitetsanalysen må vektene være beregnet på samme måte som vi beregner rentabiliteten. Vektene vil være basert på justert gjennomsnittlig kapital:

$$\text{Inngående kapital} + \frac{(\text{endring i kapitalen} - \text{nettoresultat til kapitalen})}{2}$$

Ved å bruke gjennomsnittlig kapital normaliserer man verdiene ved å ta ut eventuelle store svingninger som skjer på starten eller slutten av året. Når man i tillegg trekker ut nettoresultatet til kapitalen får man en rentabilitet som er konsistent med avkastningskravene (Knivsflå, 2016).

Krav til netto finansiell gjeld

En långiver vil alltid være utsatt for kredittrisiko i form av faren for mislighold og i verste fall konkurs. Denne risikoen kan ikke diversifiseres bort slik som den selskapsspesifikke risikoen i egenkapitalkravet, og dette er derfor en systematisk risiko for långiver. De vil derfor kreve en kredittrisikopremie i tillegg til lånerenten for å kompensere for denne risikoen:

$$fgk = r_f \cdot (1-s) + p \cdot t \cdot (1-s)$$

Hvor

fgk = finansielt gjeldskrav

r_f = risikofri rente

s = skatt

p = sannsynlighet for konkurs

t = tapsprosent før skatt

Det siste leddet er et uttrykk for forventet prosentvis tap etter skatt og er kredittrisikopremien. Markedsrisikoen er en del av denne da det henger tett sammen med konkurrisikoen. Dette kravet kan videre utledes slik:

$$fgk = r_f*(1-s) + \left(\frac{krp*mr d}{mrp}\right)*mrp + (1-mrd)*krp$$

Hvor:

krp = kredittrisikopremien

mrd = markedsrisikodelen

mrp = markedsrisikopremie

Vi ser her at kravet består av tre ledd; risikofri rente, markedsrisiko og en selskapsspesifikk illikviditet. Modellen er dermed i samsvar med kapitalverdimodellen brukt for å finne egenkapitalkravet. Dette fører til at $\left(\frac{krp*mr d}{mrp}\right)$ implisitt er formelen for den finansielle gjeldsbetaen som ble brukt tidligere i dette kapitlet.

Denne formelen kan forenkles ved at de to siste leddene slås sammen til kredittrisikopremien og kravet til finansiell gjeld blir da risikofri rente pluss en kredittrisikopremie basert på den syntetiske ratingen gjennomført i kapittel 6. Kredittrisikopremien er basert på tall hentet fra Knivsflå (2016) sitt rammeverk.

Tabell 7.7: Finansielt gjeldskrav

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Syntetisk rating	A	A	BBB	BBB	A	BBB	BBB	A	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,023	0,028	0,026	0,023	0,019	0,016	0,009	0,013	0,012	0,005	0,018
+ Kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,014	0,014	0,010	0,014	0,014	0,010	0,014	0,014	0,012
= Finansielt gjeldskrav	0,033	0,038	0,040	0,037	0,029	0,030	0,023	0,023	0,026	0,019	0,030

Kravet til finansielle eiendeler er summen av kravene til kontanter, fordringer og investeringer. Veidekke har som tidligere nevnt ingen fordringer som er klassifisert som finansielle fordringer og dette leddet faller derfor bort. Kontantkravet er risikofri rente etter skatt. Investeringskravet følger av kapitalverdimodellen hvor betaverdien til investeringer er tilnærmet lik 1, jamfør forutsetningen i avsnittet om beta, markedets risikopremie er 5% og

det legges ikke til en illikviditetspremie. På grunn av reglene for fritak i aksjeloven §2-38 kan det diskuteres om investeringskravet burde vært før skatt, men forutsetningene ovenfor gjør at det ikke vil være forskjell på kravet før og etter skatt (Knivsflå, 2016).

Tabell 7.8: Finansielt eiendelskrav

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Kontantkrav ($rf*(1-s)$)	0,023	0,028	0,026	0,023	0,019	0,016	0,009	0,013	0,012	0,005	0,018
* Kontantvekt (KON/FE)	0,579	0,402	0,539	0,312	0,352	0,496	0,343	0,647	0,347	0,321	0,434
+ Investeringskrav ($rf*(1-s)+mrp$)	0,073	0,078	0,076	0,073	0,069	0,066	0,059	0,063	0,062	0,055	0,068
* Investeringsvekt (INV/FE)	0,421	0,598	0,461	0,688	0,648	0,504	0,657	0,353	0,653	0,679	0,566
= Finansielt eiendelskrav	0,044	0,058	0,049	0,057	0,052	0,042	0,042	0,030	0,045	0,039	0,046

Kravet til netto finansiell gjeld blir dermed den vektete summen av disse to kravene.

Tabell 7.9: Netto finansielt gjeldskrav

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Finansielt gjeldskrav	0,033	0,038	0,040	0,037	0,029	0,030	0,023	0,023	0,026	0,019	0,030
* FG/NFG	1,429	1,518	1,624	1,583	1,533	1,476	1,325	1,461	2,102	2,382	1,643
+ Finansielt eiendelskrav	0,044	0,058	0,049	0,057	0,052	0,042	0,042	0,030	0,045	0,039	0,046
* FE/NFG	0,429	0,518	0,624	0,583	0,533	0,476	0,325	0,461	1,102	1,382	0,643
= Netto finansielt gjeldskrav	0,029	0,028	0,035	0,025	0,017	0,025	0,017	0,019	0,006	-0,008	0,019

Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

Nå som kravet til egenkapital, minoritetsinteressene og finansiell gjeld er beregnet trenger man bare vekte disse kravene for å finne kravet til netto driftskapital og sysselsatt kapital.

Tabell 7.10: Driftskrav

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Egenkapitalkrav	0,061	0,067	0,061	0,058	0,051	0,047	0,047	0,049	0,054	0,044	0,054
* EK/NDK	0,499	0,561	0,600	0,648	0,681	0,645	0,519	0,505	0,656	0,719	0,603
+ Minoritetskrav	0,091	0,097	0,091	0,088	0,081	0,077	0,077	0,079	0,084	0,074	0,084
* MI/NDK	0,013	0,010	0,010	0,010	0,015	0,019	0,016	0,015	0,018	0,028	0,015
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,029	0,028	0,035	0,025	0,017	0,025	0,017	0,019	0,006	-0,008	0,019
* NFG/NDK	0,487	0,429	0,389	0,342	0,303	0,336	0,465	0,481	0,327	0,253	0,381
= Netto driftskrav	0,044	0,050	0,050	0,046	0,040	0,039	0,032	0,034	0,037	0,030	0,040

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjn.snitt
Egenkapitalkrav	0,061	0,067	0,061	0,058	0,051	0,047	0,047	0,049	0,054	0,044	0,054
* EK/SSK	0,412	0,458	0,482	0,540	0,586	0,555	0,450	0,412	0,481	0,532	0,491
+ Minoritetskrav	0,091	0,097	0,091	0,088	0,081	0,077	0,077	0,079	0,084	0,074	0,084
* MI/SSK	0,011	0,008	0,008	0,008	0,013	0,016	0,014	0,012	0,013	0,021	0,013
+ Finansielt gjeldskrav	0,033	0,038	0,040	0,037	0,029	0,030	0,023	0,023	0,026	0,019	0,030
* FG/SSK	0,575	0,532	0,509	0,451	0,400	0,427	0,534	0,574	0,504	0,445	0,495
= Krav til sysselsatt kapital	0,045	0,052	0,051	0,049	0,043	0,040	0,034	0,034	0,041	0,034	0,042

Bruk av metodikken og rammeverket på dagens rentenivå gir utrolig lave krav. I praksis ville man satt høyere krav og i realiteten vil man ikke få låne til en så lav rente som gjeldskravet over viser. Til sammenligning så opererer Veidekke i 2015 med en WACC før skatt på 7,7% ved vurdering av goodwill (Veidekke, 2016b). Det kan derfor forekomme en viss

overvurdering når disse avkastningskravene blir brukt videre for å analysere lønnsomheten i Veidekke og om de har en strategisk fordel over de andre selskapene i bransjen.

8. Strategisk rentabilitetsanalyse

En strategisk rentabilitetsanalyse innebærer at man måler rentabiliteten opp mot avkastningskravet. Rentabilitet er et forholdstall som sier noe om avkastningen til kapitalen. Forholdstallet uttrykkes som en prosentvis rente som gjør at man kan sammenligne rentabiliteten over tid og mellom selskaper. Det gjør også slik at man kan sammenligne med avkastningskravet og dermed se om selskapet har en superprofitt.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Nettoresultat}}{\text{Kapital}}$$

Et normalisert nettoresultat vil være mest hensiktsmessig for budsjettering og verdivurdering som vil bli gjort senere i utredningen og vil derfor bli brukt i rentabilitetsanalysen. Under brøkstreken vil det bli brukt justert gjennomsnittlig kapital i tråd med kapitalen i vektene til avkastningskravene gjennomgått i forrige kapittel. Formelen blir dermed:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + \frac{(\text{Endring i kapitalen} - \text{nettoresultat til kapitalen})}{2}}$$

I fremtidsregnskapet derimot forutsetter man at kontantstrømmene blir realisert ved årsslutt og rentabiliteten vil dermed beregnes basert på inngående kapital (Knivsflå, 2016). Det vektete snittet er basert på de samme tidsvektene som ble brukt i risikoanalysen i kapittel 6.

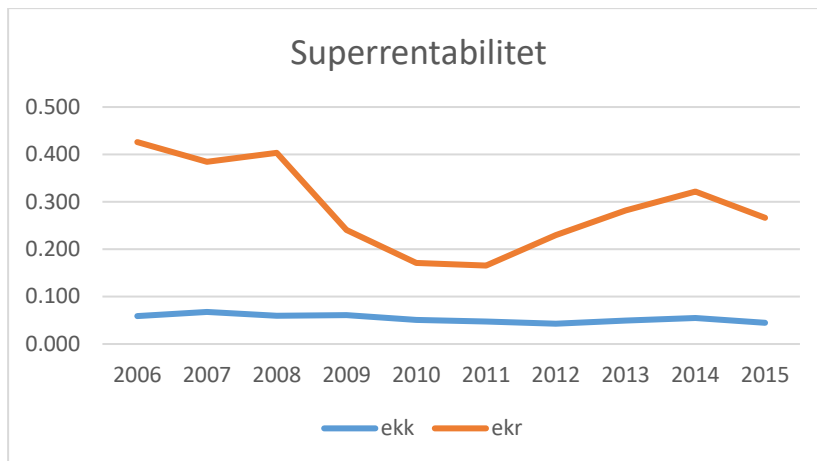
8.1 Superrentabilitet = strategisk fordel

Superrentabilitet er et uttrykk for når egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet. Dette tilsvarer en strategisk fordel (Knivsflå, 2016).

Tabell 8.1: Superrentabilitet

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Egenkapitalrentabilitet	0,426	0,385	0,403	0,241	0,171	0,165	0,229	0,282	0,321	0,266	0,269
- Egenkapitalkrav	0,059	0,068	0,059	0,061	0,051	0,048	0,043	0,050	0,055	0,045	0,049
= Superrentabilitet	0,367	0,317	0,344	0,180	0,120	0,118	0,187	0,232	0,267	0,222	0,220

Vist grafisk ser man tydelig at Veidekke har en egenkapitalrentabilitet større enn kravet.



Figur 29: Superrentabilitet

Det har vært en stabil vekst i egenkapitalen og fallet i egenkapitalrentabilitet fra 2009-2011 kommer derfor fra et betydelig fall i nettoresultat til egenkapitalen. For å bedre forstå kildene til superrentabiliteten kan den strategiske fordelen dekomponeres i driftsfordel og finansieringsfordel. På denne måten kan man analysere hvor styrkene og svakhetene til selskapet ligger, som igjen kan sammenlignes med funnene fra den strategiske analysen i kapittel 4 (Knivsflå, 2016).

8.2 Driftsfordel

Driften er hovedkilden til den strategiske fordelen. Driftsfordelen kan deles inn i strategisk fordel drift og gearingfordel drift. Sistnevnte genereres av finans, men er med på å skalere opp den strategiske driftsfordelen og er således med som en driftsfordel. Det er likevel omdiskutert hvor mye verdi gearing tilfører eierne og den viktigste kilden vil derfor være den strategiske driftsfordelen.

$$SFD = ndr - ndk$$

Hvor:

SFD = strategisk fordel drift

$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \frac{(\Delta NDK_t - NDR_t)}{2}} = \text{netto driftsrentabilitet}$$

ndk = netto driftskrav

(Knivsflå, 2016)

Tabell 8.2: Strategisk driftsfordel

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet	0,257	0,223	0,285	0,154	0,132	0,116	0,152	0,132	0,200	0,209	0,176
- Netto driftskrav	0,045	0,050	0,051	0,047	0,041	0,040	0,033	0,034	0,038	0,031	0,036
= Strategisk fordel drift	0,212	0,173	0,234	0,106	0,091	0,077	0,119	0,098	0,162	0,178	0,140

Av den totale strategiske fordelten kommer 15,1% fra den strategiske driftsfordelen. Siden dette er lavere enn den totale strategiske fordelten betyr det at Veidekke har brukt gearing for å skalere opp fordelten. Dette blir vist senere i kapitlet. Den strategiske driftsfordelen kan videre deles inn i en bransjefordel og en ressursfordel for å undersøke om det er bransjen selskapet opererer i, eller selskapets egne ressurser som er kilden til en strategisk fordelaktig posisjon. Avhengig av hvor kilden ligger vil selskapet måtte følge med og legge strategiske planer for å beholde fordelene lengst mulig (Knivsflå, 2016).

8.2.1 Bransjefordel

Man kan oppnå en strategisk fordel fordi bransjen i seg selv er lønnsom. Dette kan komme av sterke inngangsbarrierer eller andre grunner som gjør at det ikke er mange konkurrenter som spiser av marginen.

$$BFD = ndr_B - ndk_B$$

Hvor:

$$BFD = \text{bransjefordel drift}$$

$$ndr_B = \text{netto driftsrentabilitet i bransjen}$$

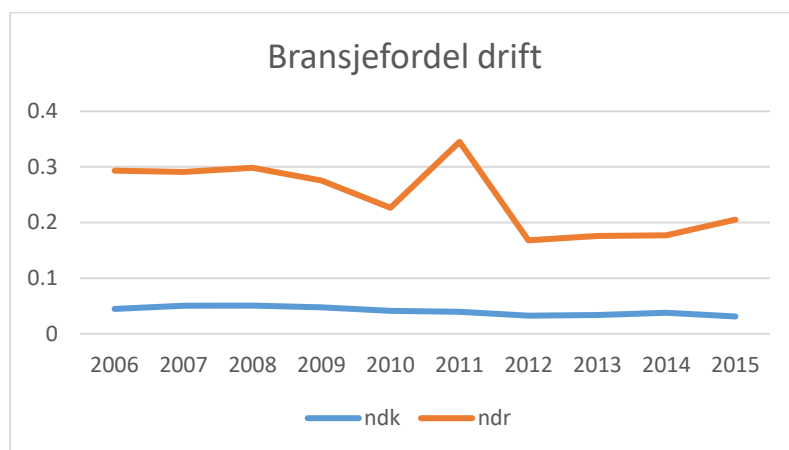
$$ndk_B = \text{netto driftskrav i bransjen}$$

(Knivsflå, 2016)

Som en forenkling forutsettes det at netto driftskrav i bransjen er tilnærmet likt netto driftskrav for Veidekke da driften er tilnærmet den samme, og finansieringen av selskapene ikke har noen betydning for dette forholdstallet i henhold til Miller og Modiglianis første proposisjon (Miller og Modigliani, 1985). I tråd med SWOT-analysen i kapittel 4 kan bransjen oppnå større strategiske fordeler hvis det foreligger muligheter, og motsatt hvis det er trusler. Problemet med en bransjefordel er at den er felles for alle i bransjen og vil derfor ikke være nok til å skille et selskap fra konkurrentene. Det kan likevel være med på å gi eierne avkastning utover kravet.

Tabell 8.3: Bransjefordel

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,293	0,291	0,299	0,276	0,227	0,345	0,168	0,176	0,177	0,205	0,213
- Netto driftskrav	0,045	0,050	0,051	0,047	0,041	0,040	0,033	0,034	0,038	0,031	0,036
= Bransjefordel drift	0,248	0,240	0,248	0,228	0,186	0,305	0,135	0,142	0,139	0,174	0,177



Figur 30: Bransjefordel

Det er tydelig at de store entreprenørselskapene har en stor bransjefordel, til tross for at den har blitt redusert i løpet av analyseperioden. For bygg- og anleggsbransjen kom det frem av den strategiske analysen at det er stor etterspørsel etter nybygg og store investeringer i samferdsel og energisektoren. Lavkonjunktur kan være med på å presse etterspørselen ned, men bransjen har som regel lange kontrakter som sikrer de en stødig kontantstrøm. En bransje vil også typisk ha en strategisk fordel hvis det er store inngangsbarrierer som gjør at antall konkurrenter begrenses. Slik er tilfellet i markedet Veidekke og den komparative bransjen opererer i. De er av en slik skala som gjør at det kreves store investeringer for å komme seg på nivået som kreves for å takle de store prosjektene de tar på seg, i tillegg til at selskapene allerede er godt etablert med gode leverandøravtaler.

8.2.2 Ressursfordel

Et selskap kan inneha ressurser som gjør at de oppnår en rentabilitet som er bedre enn konkurrentene. Dette kan være bedre marginer på grunn av bedre teknologi, ansatte eller andre ting som gir selskapet en fordel. Selskapets styrker kan øke denne fordelene, mens svakheter kan redusere og eliminere den.

$$RFD = ndr - ndr_B$$

Hvor:

RFD = ressursfordel drift

ndr = netto driftsrentabilitet i Veidekke

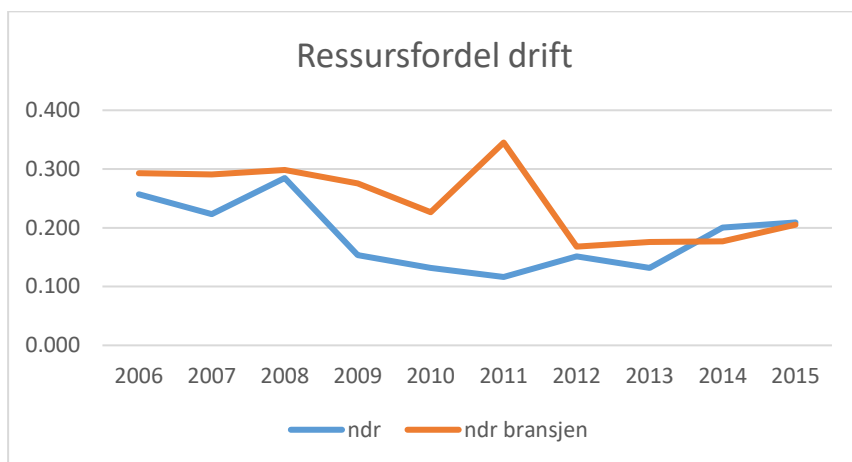
ndr_B = netto driftsrentabilitet i bransjen

(Knivsflå, 2016)

Tabell 8.4: Ressursfordel

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet	0,257	0,223	0,285	0,154	0,132	0,116	0,152	0,132	0,200	0,209	0,176
- Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,293	0,291	0,299	0,276	0,227	0,345	0,168	0,176	0,177	0,205	0,213
= Ressursfordel drift	-0,036	-0,067	-0,014	-0,122	-0,095	-0,229	-0,016	-0,044	0,023	0,004	-0,037

Veidekke har kun hatt en ressursfordel i 2014. Resterende år i analyseperioden har bransjen hatt en høyere rentabilitet enn selskapet og Veidekke har en ressursulempet på 5% over hele perioden. Av grafen under kan man se at bransjen har hatt en rentabilitet godt over Veidekke, men de siste årene har de begynt å konvergere:



Figur 31: Ressursfordel

Veidekke har tydeligvis noen svakheter i forbindelse med ressursene sine som de burde redusere, og over tid eliminere. For å analysere årsaken til denne ressursulempen nærmere må man kartlegge hvilke ressurser Veidekke og selskapene i bransjen har og eventuelt mangler. I kapittel 4 ble VRIO-modellen brukt for å gjøre nettopp dette. Den ble dog ikke brukt for å kartlegge ressurser de enkelte selskapene i den komparative bransjen besitter, og hvilke av disse Veidekke eventuelt mangler. Den ressursen som skilte seg mest ut for Veidekke var fokuset på bevaring av kompetanse i selskapet gjennom faste ansatte som jevnlig får kurs og opplæring. Dette er uten tvil en verdifull ressurs, men det kan være at det er for kostbart slik at det totalt sett ikke blir lønnsomt. Veidekke har mesteparten av sin drift i Norge og lønnskostnadene her til lands er relativt høye sammenlignet med utlandet. I tillegg er også byggekostnadene høyere enn nabolandene. Sammen kan dette være noe av årsaken til at Veidekke har lavere marginer enn bransjen. Det kan også være at de har presset prisene for å vinne anbudsrunder, noe som vil gi utslag på lønnsomheten med mindre de klarer å kutte kostnader. De andre styrkene og verdifulle ressursene Veidekke har er felles med de andre selskapene i bransjen og vil derfor ikke kunne gi de et konkurransefortrinn. Som nevnt

tidligere i utredningen fører dette til at kostnadseffektivisering er utrolig viktig for å gjøre det bedre enn konkurrentene. Med tanke på ressursulempen Veidekke har kan det kan derfor se ut til at bransjen i snitt har vært bedre på dette enn dem.

For å videre analysere kildene til ressursulempen det viser seg at Veidekke har kan netto driftsrentabilitet dekomponeres ved å bruke en variant av Du Pont-modell hvor man ser på resultatgrad i form av netto driftsmargin og kapitalens omløpshastighet i form av omløpet til netto driftseiendeler:

$$\text{ndr} = \text{ndm} * \text{onde}$$

Hvor:

$$\text{ndm} = \frac{\text{NDR}}{\text{DI}} = \text{netto driftsmargin (resultatgrad)}$$

$$\text{onde} = \text{omløpet til netto driftseiendeler}$$

Ved å sette inn formelen ovenfor i formelen for ressursfordel vil man kunne vurdere om det foreligger en marginfordel og/eller en omløpsfordel i forhold til den komparative bransjen.

$$\text{ndr} - \text{ndr}_B = (\text{ndm} - \text{ndm}_B) * \text{onde} + (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B$$

(Knivsflå, 2016)

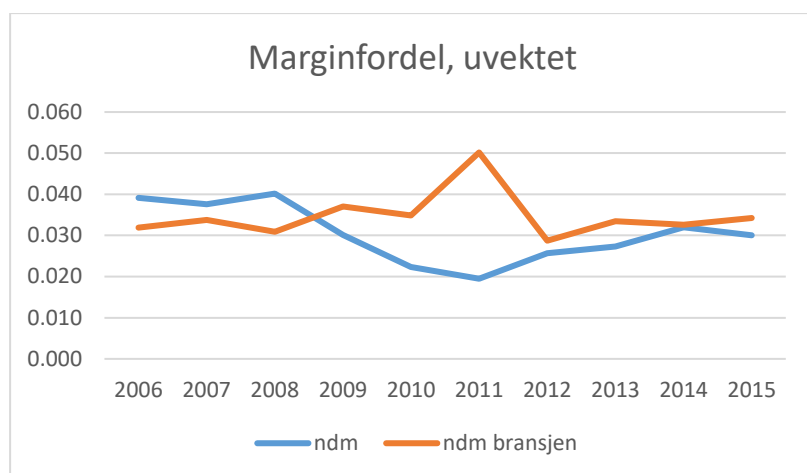
Tabell 8.5: Dekomponert ressursfordel

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Marginfordel	0,048	0,023	0,066	-0,036	-0,073	-0,183	-0,018	-0,030	-0,004	-0,030	-0,035
+ Omløpsfordel	-0,084	-0,090	-0,080	-0,087	-0,022	-0,045	0,002	-0,014	0,027	0,034	-0,002
= Ressursfordel	-0,036	-0,067	-0,014	-0,122	-0,095	-0,229	-0,016	-0,044	0,023	0,004	-0,037

Veidekke har både en marginulempe og omløpsulempe, men det er marginen som trekker mest ned.

Marginfordel (tabell 8.6)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Netto driftsmargin	0,039	0,038	0,040	0,030	0,022	0,019	0,026	0,027	0,032	0,030	0,029
- Netto driftsmargin i bransjen	0,032	0,034	0,031	0,037	0,035	0,050	0,029	0,033	0,033	0,034	0,035
= Marginfordel, uvektet	0,007	0,004	0,009	-0,007	-0,012	-0,031	-0,003	-0,006	-0,001	-0,004	-0,006
* Omløpet til netto driftseiendeler	6,561	5,946	7,087	5,103	5,887	5,971	5,900	4,835	6,265	6,968	6,114
= Marginfordel	0,048	0,023	0,066	-0,036	-0,073	-0,183	-0,018	-0,030	-0,004	-0,030	-0,035



Figur 32: Marginfordel

Når man ser på forskjellen i netto driftsmargin for seg selv ser man at det hovedsakelig var i årene 2009-2011 at bransjen hadde en stor fordel over Veidekke. Resterende år er de ganske like, noe et vektet snitt på -0,6% bekrefter, men denne ulempen blir skalert opp av det høye omløpet til netto driftseiendeler. For å dekomponere marginfordelen ytterligere kan man se på alle postene i driftsresultatet i prosent av driftsinntektene, bedre kjent som "common size"-resultat (Knivsfå, 2016).

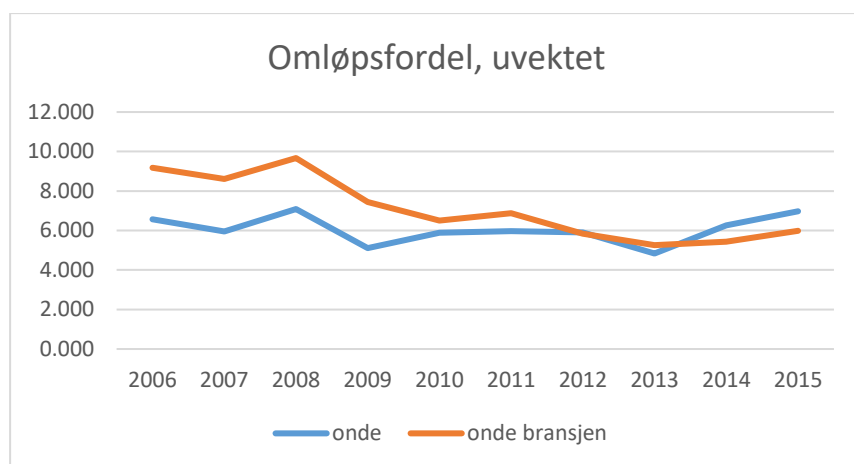
Tabell 8.7: Common size resultatregnskap

Common size resultat	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt	Bransjen
Driftsinntekt	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Driftskostnad	-0,956	-0,955	-0,951	-0,962	-0,973	-0,978	-0,971	-0,972	-0,967	-0,967	-0,969	-0,962
Driftsresultat fra egen virksomhet	0,044	0,045	0,049	0,038	0,027	0,022	0,029	0,028	0,033	0,033	0,031	0,038
Driftsrelatert skattekostnad	-0,011	-0,011	-0,012	-0,009	-0,007	-0,005	-0,007	-0,007	-0,008	-0,008	-0,008	-0,010
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,033	0,034	0,037	0,029	0,020	0,017	0,022	0,021	0,025	0,025	0,024	0,028
Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	0,006	0,003	0,003	0,001	0,002	0,003	0,004	0,006	0,007	0,005	0,005	0,006
Netto driftsresultat	0,039	0,038	0,040	0,030	0,022	0,019	0,026	0,027	0,032	0,030	0,029	0,035

Veidekke har 0,7% større andel driftskostnader enn bransjen og 0,1% lavere nettoresultat fra tilknyttet, men betaler 0,2% mindre i driftsrelatert skatt. Dette fører til en uvektet marginulempen på 0,6% som vist i tabellen ovenfor. Ved å ha splittet opp driftskostnadene kunne man kommet mer direkte inn på hvor svakhetene til Veidekke ligger da dette er den største ulempen sett i forhold til bransjen, men på grunn av store forskjeller i rapportering av driftskostnader og tilgang på informasjon vil ikke dette bli gjort i denne utredningen.

Omløpsfordel (tabell 8.8)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Omløpet til netto driftseiendeler	6,561	5,946	7,087	5,103	5,887	5,971	5,900	4,835	6,265	6,968	6,114
- Omløpet til netto driftseiendeler i bransjen	9,185	8,610	9,670	7,437	6,507	6,878	5,847	5,259	5,429	5,982	6,133
= Omløpsfordel, uvektet	-2,624	-2,664	-2,584	-2,334	-0,620	-0,907	0,054	-0,424	0,837	0,986	-0,019
* Netto driftsmargin i bransjen	0,032	0,034	0,031	0,037	0,035	0,050	0,029	0,033	0,033	0,034	0,035
= Omløpsfordel	-0,084	-0,090	-0,080	-0,087	-0,022	-0,045	0,002	-0,014	0,027	0,034	-0,002



Figur 33: Omløpsfordel

Omløpet til netto driftseiendeler har bedret seg med årene sett i forhold til bransjesnittet, men Veidekke har likevel en omløpsulempe på 1,4% i vektet snitt over hele analyseperioden. Igjen kan omløpet dekomponeres med ”common size”-regnskap:

Tabell 8.9: Common size inntekter

Common size inntekter	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt	Bransjen
Entreprenør	0,793	0,797	0,769	0,760	0,812	0,815	0,824	0,780	0,772	0,817	0,799	0,853
Eiendom	0,134	0,120	0,069	0,045	0,068	0,086	0,107	0,082	0,095	0,088	0,090	0,130
Industri	0,142	0,151	0,163	0,187	0,196	0,172	0,161	0,160	0,172	0,166	0,167	0,079
Annet	-0,069	-0,068	-0,002	0,009	-0,076	-0,073	-0,092	-0,022	-0,039	-0,071	-0,057	-0,062
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

Dette er kun relativ inntjening per segment, ikke omløpet av kapital. Veidekke og selskapene i den komparative bransjen er først og fremst entreprenørselskap som nevnt tidligere i denne utredningen, og dette ser man tydelig av tabellen over. Veidekke driver i mye større grad med industri enn bransjen, og er som tidligere nevnt markedsleder i Norge i dette segmentet. Grunnen til at linjen ”annet” er negativ kommer av at denne posten inkluderer eliminerings av driftsinntekter.

Tabell 8.10: Omløpshastighet

Omløp per segment	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt	Bransjen
Entreprenør	5,077	5,705	5,990	4,524	4,791	4,794	4,415	4,362	5,635	5,654	5,108	5,761
Eiendom	0,856	0,860	0,541	0,266	0,401	0,507	0,571	0,458	0,693	0,607	0,579	0,873
Industri	0,911	1,078	1,270	1,110	1,156	1,011	0,864	0,894	1,257	1,152	1,071	0,523
Annet	-0,442	-0,487	-0,013	0,052	-0,447	-0,431	-0,492	-0,124	-0,281	-0,494	-0,360	-0,369
Omløp til netto driftskapital	6,401	7,155	7,787	5,953	5,901	5,882	5,358	5,590	7,304	6,920	6,399	6,788

Ser man på omløpet til netto driftskapital i entreprenørsegmentet ser man at grafen er nesten identisk med den ovenfor som viser den uvektede omløpsfordelen. Dette kommer av at entreprenør som nevnt er det største segmentet for Veidekke og bransjen, og står for

mesteparten av inntjeningen til selskapene. Omløpet fra entreprenørsegmentet har bedret seg de siste årene i forhold til bransjen, men er i snitt litt dårligere. Det er positivt at Veidekke har bedre omløp i industrisegmentet som de i større grad enn bransjen henter sin inntjening fra. Hvis de klarer å øke inntjeningen i entreprenør- og eiendomssegmentet med samme kapital, eller beholde inntjening med lavere kapital vil de kunne klare å komme på nivå med bransjesnittet og eliminere omløpsulempen de har per dags dato.

8.2.3 Gearingfordel

Gearingfordelen oppnås ved hjelp av finansielle eiendeler og gjeld. Grunnen til at det anses som en driftsfordel er at kilden til den strategiske fordelene kommer av driften, og denne fordelene kan skaleres opp ved hjelp av gearing.

$$\text{GFD} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

Hvor:

GFD = gearingfordel drift

ndr = netto driftsrentabilitet

ndk = netto driftskrav

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

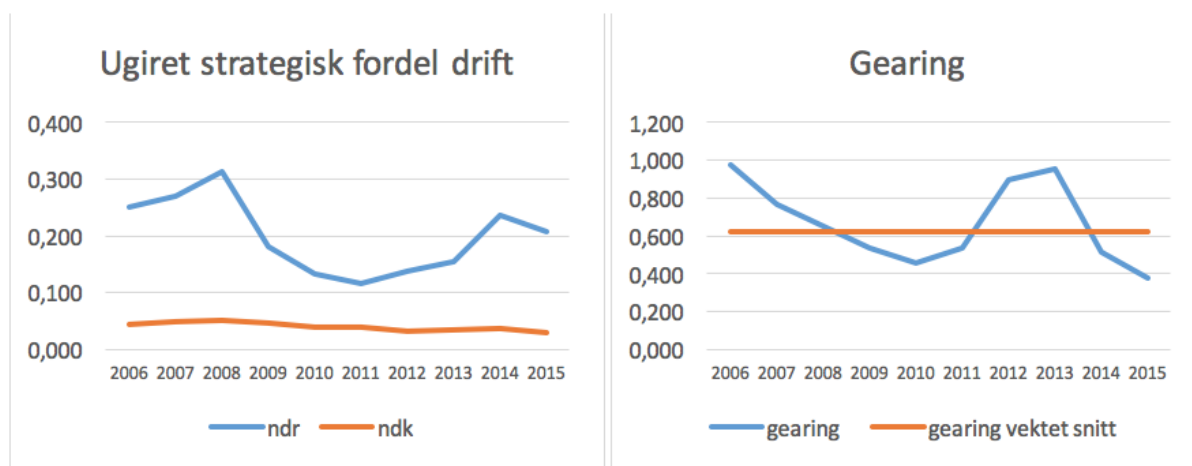
mig = minoritetsgrad

(Knivsflå, 2016)

Hvis selskapet har en strategisk driftsfordel kan denne altså skaleres opp ved hjelp av gearing, men det vil ikke nødvendigvis være verdiskapende for eierne. Dette kommer av Miller og Modiglianis (1985) første og andre proposisjon som sier at et selskaps verdi ikke er avhengig av finansiering, og ved økt gjeldsgrad vil egenkapitalkravet øke og dermed utligne den økte strategiske fordelene.

Tabell 8.11: Gearingfordel

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Strategisk fordel drift	0,212	0,173	0,234	0,106	0,091	0,077	0,119	0,098	0,162	0,178	0,140
* Gearing	0,749	0,851	0,460	0,604	0,348	0,496	0,501	1,103	0,588	0,297	0,566
= Gearingfordel drift	0,159	0,147	0,108	0,064	0,032	0,038	0,060	0,108	0,095	0,053	0,075



Figur 34: Strategisk fordel uten gearing og gearing

Veidekke har hatt en strategisk driftsfordel over hele perioden uten gearing og kan derfor dra nytte av å benytte gearing for å skalere opp denne fordel. Som man ser av grafene over har de gjort nettopp dette ved at de har økt eller redusert gearingen ettersom rentabiliteten har endret seg, noe som fører til en gearingfordel i analyseperioden på 9%.

8.2.4 Driftsfordel oppsummert

Tabell 8.12: Driftsfordel

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Bransjefordel	0,269	0,311	0,265	0,266	0,218	0,316	0,132	0,157	0,156	0,223	0,201
+ Ressursfordel	-0,062	-0,091	-0,001	-0,132	-0,124	-0,239	-0,026	-0,038	0,042	-0,045	-0,050
= Strategisk fordel drift	0,208	0,220	0,264	0,134	0,093	0,077	0,106	0,120	0,198	0,178	0,151
+ Gearingfordel	0,202	0,169	0,173	0,072	0,043	0,041	0,096	0,114	0,101	0,067	0,090
= Driftsfordel	0,409	0,389	0,437	0,206	0,136	0,118	0,202	0,234	0,298	0,246	0,241

Veidekke har en driftsfordel over analyseperioden på 24,1%. Dette stammer fra en stor bransjefordel som skaleres opp med gearing. Selskapet har en ressursulempe som hovedsakelig kommer av at de har dårligere inntektsmargin enn bransjen.

8.3 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen splittes ikke inn i bransje og ressurs slik som driftsfordelen da forskjellen mellom rentabiliteten og kravet er forventet å være liten siden kravet er ”benchmarken”. Derimot blir den splittet inn i finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene:

$$FF = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

Hvor:

FF = finansieringsfordel

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

nfgr = netto finansiell gjeldsrentabilitet

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

mik = minoritetskrav

mir = minoritetsrentabilitet

mig = minoritetsgrad

(Knivsflå, 2016)

8.3.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld kan videre splittes inn i finansieringsfordel til finansiell gjeld og finansielle eiendeler:

$$FFNFG = (fgk-fgr)*fgg + (fer-fek)*feg$$

Hvor:

FFNFG = finansieringsfordel netto finansiell gjeld

fgk = finansielt gjeldskrav

fek = finansielt eiendelskrav

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

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

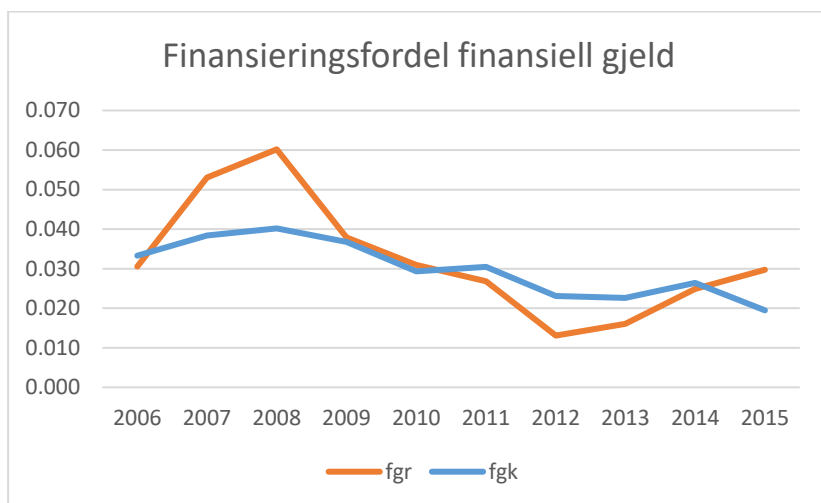
$$fer = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + \frac{(\Delta FE_t - NFI_t)}{2}} = \text{finansiell eiendelsrentabilitet}$$

$$feg = \frac{FE_{t-1} + \frac{(\Delta FE_t - NFI_t)}{2}}{EK_{t-1} + \frac{(\Delta EK_t - NRE_t)}{2}} = \text{finansiell eiendelsgrad}$$

For finansiell gjeld vil man ønske en rente som er lavere enn kravet, mens for finansielle eiendeler ønsker man en rente som er høyere enn kravet. Når man har en fordel i form av rente høyere eller lavere enn kravet, avhengig av om det er gjeld eller eiendeler, er det gunstig å øke gearingen. Det forventes at finansieringsfordelen er tilnærmet lik null fordi finansmarkedet i teorien er effisient (Knivsflå, 2016)

Tabell 8.13: Finansieringsfordel finansiell gjeld

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Finansielt gjeldskrav	0,033	0,038	0,040	0,037	0,029	0,030	0,023	0,023	0,026	0,019	0,025
- Finansiell gjeldsrente	0,031	0,053	0,060	0,038	0,031	0,027	0,013	0,016	0,025	0,030	0,026
= Finansiell gjeldsrentefordel	0,003	-0,015	-0,020	-0,001	-0,002	0,004	0,010	0,007	0,002	-0,010	0,000
* Finansiell gjeldsgrad	1,352	1,139	1,035	0,822	0,666	0,745	1,147	1,348	1,016	0,803	0,995
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,004	-0,017	-0,021	-0,001	-0,001	0,003	0,012	0,009	0,002	-0,008	0,001

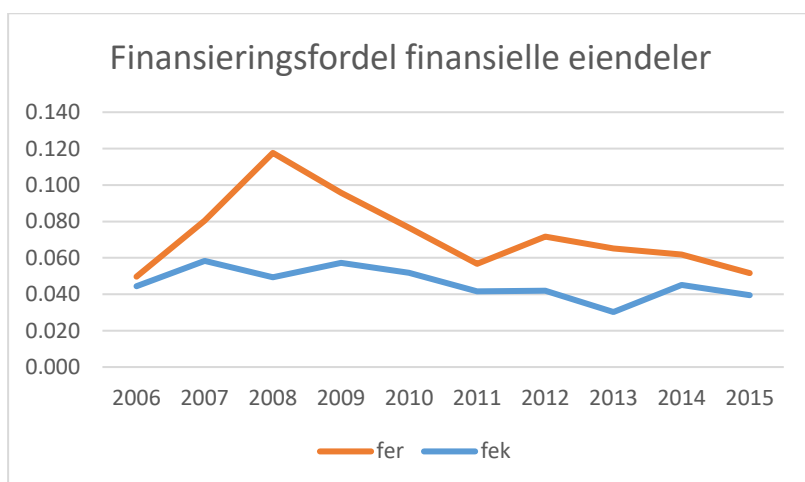


Figur 35: Finansieringsfordel finansiell gjeld

Her ser man at Veidekke hadde en renteulmppe i perioden 2007-2010. Etter dette har de hatt en rentefordel, men i 2015 betalte de igjen en rente som er høyere enn kravet. Det er derfor smart av selskapet å redusere den finansielle gjeldsgraden slik de har gjort de siste to årene. Det tidsvektede snittet er likevel 0,1% og Veidekke har dermed en marginal finansieringsfordel på finansiell gjeld.

Tabell 8.14: Finansieringsfordel finansielle eiendeler

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Finansielt eiendelsrentabilitet	0,050	0,080	0,118	0,096	0,077	0,057	0,072	0,065	0,062	0,052	0,064
- Finansielt eiendelskrav	0,044	0,058	0,049	0,057	0,052	0,042	0,042	0,030	0,045	0,039	0,042
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	0,005	0,022	0,068	0,039	0,025	0,015	0,030	0,035	0,017	0,012	0,022
* Finansiell eiendelsgrad	0,406	0,389	0,398	0,303	0,232	0,240	0,281	0,426	0,532	0,466	0,402
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,002	0,009	0,027	0,012	0,006	0,004	0,008	0,015	0,009	0,006	0,009



Figur 36: Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Her ser man at Veidekke klarer å oppnå en avkastning på de finansielle eiendelene som er høyere enn kravet over hele analyseperioden. Det kunne derfor vært gunstig å økt den finansielle eiendelsgraden, men selskapet har jevnt over hatt en finansiell eiendelsgrad på ca. 40%.

Slår man sammen disse får man finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld:

Tabell 8.15: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,004	-0,017	-0,021	-0,001	-0,001	0,003	0,012	0,009	0,002	-0,008	0,001
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,002	0,009	0,027	0,012	0,006	0,004	0,008	0,015	0,009	0,006	0,009
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,006	-0,008	0,007	0,011	0,005	0,006	0,020	0,024	0,010	-0,003	0,009

Utenom 2007 og 2015 har Veidekke hatt en finansieringsfordel på netto finansiell gjeld, noe som bekreftes av det vektete snittet på 0,9%, men som man ser er finansieringsfordelene svært lave og forventningen stemmer dermed med de observerte tallene.

8.3.2 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Majoritetseierne får en fordel ved å ha minoritetsinteresser hvis kravet er større enn rentabiliteten, på samme måte som med finansiell gjeld. Da er minoritetseierne med å dele på det eventuelle økonomiske tapet i datterselskapene. Motsatt er minoritetsinteressene en ulempe hvis rentabiliteten er større enn kravet fordi minoriteten da spiser av overskuddet. Som regel vil majoriteten klare å skive minoriteten for eventuell superrentabilitet og det forventes derfor at finansieringsfordelen på minoritetsinteressene vil være tilnærmet lik null.

$$FFMI = (mik - mir) * mig$$

Hvor:

FFMI = finansieringsfordel minoritetsinteresser

mik = minoritetskravet

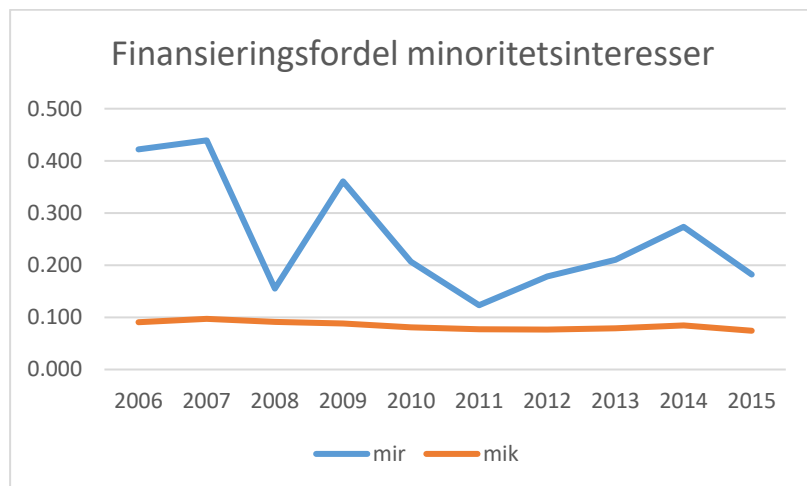
$$mir = \frac{NMR_t}{MI_{t-1} + \frac{(\Delta MI_t - NMR_t)}{2}} = \text{minoritetsrentabiliteten}$$

$$mig = \frac{MI_{t-1} + \frac{(\Delta MI_t - NMR_t)}{2}}{EK_{t-1} + \frac{(\Delta EK_t - NRE_t)}{2}} = \text{minoritetsgraden}$$

(Knivsflå, 2016)

Tabell 8.16: Finansieringsfordel minoritetsinteresser

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Minoritetskrav	0,091	0,097	0,091	0,088	0,081	0,077	0,077	0,079	0,084	0,074	0,080
- Minoritetsrentabilitet	0,422	0,439	0,155	0,361	0,207	0,123	0,178	0,210	0,274	0,182	0,216
= Minoritetsrentabilitetsfordel	-0,331	-0,342	-0,064	-0,273	-0,126	-0,046	-0,102	-0,131	-0,189	-0,107	-0,136
* Minoritetsgrad	0,027	0,017	0,017	0,015	0,023	0,030	0,032	0,029	0,027	0,039	0,030
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,009	-0,006	-0,001	-0,004	-0,003	-0,001	-0,003	-0,004	-0,005	-0,004	-0,004



Figur 37: Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Minoriteten har en rentabilitet som er større enn kravet i hele analyseperioden og Veidekke har dermed en ulempe tilknyttet minoritetsinteressene i forhold til deres egen lønnsomhet. Det ville derfor vært gunstig av majoriteten å redusere minoritetsandelen, men den har ligget jevnt på ca. 3% hele analyseperioden. Selv om Veidekke har en finansieringsulempe når det gjelder minoritetsinteresser er den kun på 0,4% og er dermed tilnærmet lik null, som forventet. I tillegg kan det være synergier i datterselskapene som skaper strategiske fordeler og det at minoriteten er med og deler risikoen som gjør at majoriteten ikke skviser de ut (Knivsflå, 2016).

8.3.3 Finansieringsfordel oppsummert

Tabell 8.17: Finansieringsfordel

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,004	-0,017	-0,021	-0,001	-0,001	0,003	0,012	0,009	0,002	-0,008	0,001
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,002	0,009	0,027	0,012	0,006	0,004	0,008	0,015	0,009	0,006	0,009
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,006	-0,008	0,007	0,011	0,005	0,006	0,020	0,024	0,010	-0,003	0,009
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,009	-0,006	-0,001	-0,004	-0,003	-0,001	-0,003	-0,004	-0,005	-0,004	-0,004
= Finansieringsfordel	-0,003	-0,014	0,005	0,007	0,002	0,005	0,017	0,020	0,005	-0,007	0,005

Som vist ovenfor er ikke finansieringen en stor kilde til strategisk fordel, mye på grunn av effektivt finansmarked og at majoriteten har stor makt over sine minoritetsinteresser. Likevel kan det ha en positiv effekt på driftsfordelen gjennom gearing som vist tidligere (Knivsflå, 2016).

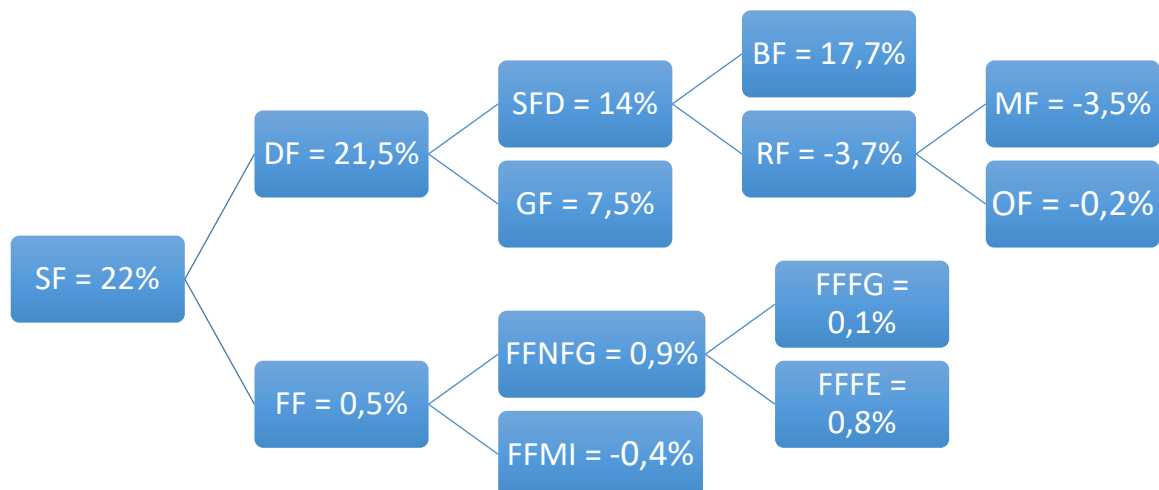
8.4 Strategisk fordel oppsummert

Tabell 8.18: Strategisk fordel

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Bransjefordel	0,248	0,240	0,248	0,228	0,186	0,305	0,135	0,142	0,139	0,174	0,177
+ Ressursfordel	-0,036	-0,067	-0,014	-0,122	-0,095	-0,229	-0,016	-0,044	0,023	0,004	-0,037
= Strategisk fordel drift	0,212	0,173	0,234	0,106	0,091	0,077	0,119	0,098	0,162	0,178	0,140
+ Gearingfordel	0,159	0,147	0,108	0,064	0,032	0,038	0,060	0,108	0,095	0,053	0,075
= Driftsfordel	0,371	0,321	0,342	0,170	0,122	0,115	0,179	0,206	0,258	0,231	0,215
+ Finansieringsfordel	-0,006	-0,004	0,002	0,009	-0,001	0,004	0,008	0,025	0,008	-0,008	0,005
= Strategisk fordel	0,365	0,316	0,343	0,180	0,121	0,119	0,187	0,231	0,266	0,222	0,219

Bransjefordelen er det som generer Veidekke sin strategiske driftsfordel, som blir skalert opp ved hjelp av gearing. Finansieringsfordelen er liten som antatt da det er vanskelig å oppnå unormalt stor avkastning i finansmarkedet. Sammen fører dette til en relativt stor strategisk fordel på 24,6%. Det som er ugunstig med at mesteparten av den strategiske fordel kommer fra bransjefordeler er at selskapet selv har liten innflytelse på dette. I tillegg vil denne fordel mest sannsynlig reduseres over tid på grunn av økt konkurranse. Store bransjefordeler gjør det attraktivt for nye inntrengere og hvis disse klarer og overkomme inngangsbarrierene vil de få nye konkurrenter som må dele på markedet. Finansieringsfordelen antas å gå mot null, noe som fører til at rentabiliteten blir lik kravet (Knivsflå, 2016).

I figuren under er dekomponeringen av den strategiske fordel oppsummert:



Figur 38: Strategisk fordel oppsummert

9. Fremtidsregnskap – budsjett

Den strategiske regnskapsanalysen gjennomført i de foregående kapitlene legger grunnlaget for budsjetteringen av fremtidsregnskapet. Det er dette regnskapet som vil danne grunnlaget for selskapsverdien i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11, diskontert med fremtidskravene som vil bli beregnet i kapittel 10.

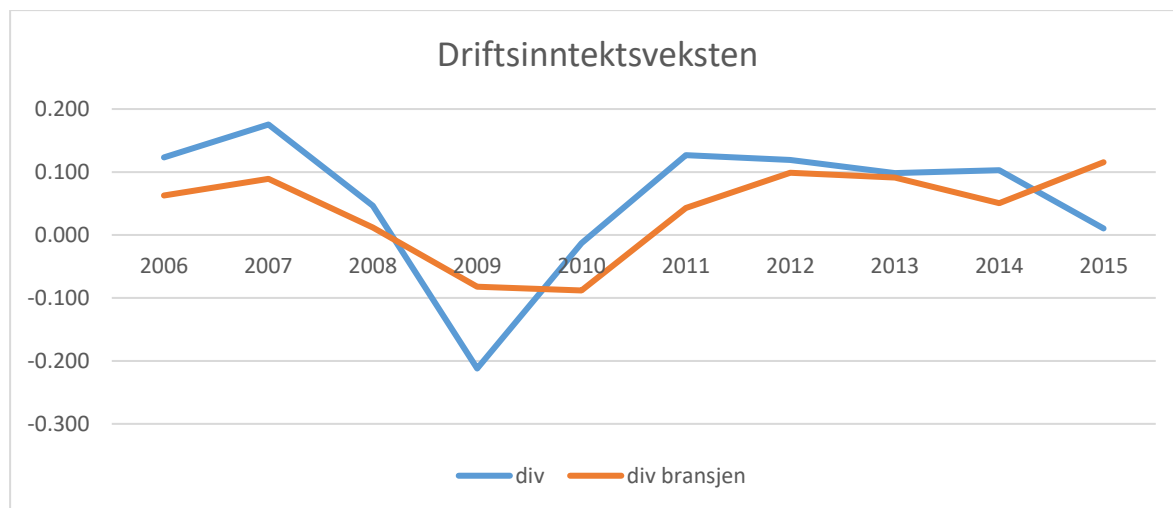
Rammeverket for budsjetteringen av fremtidsregnskapet er hentet fra Knivsflå (2016) og består av fire steg:

- Analyse av historisk vekst
- Valg av budsjettthorisont T
- Budsjettering fra 0 til T
- ”Steady state” fra T+1

9.1 Analyse av historisk vekst

Budsjettering vil starte med en analyse av driftsinntektsveksten fordi dette er den grunnleggende budsjettdriveren til et selskap. Ved å analysere historisk vekst får man innsikt i hvordan driftsinntektene har endret seg i tidligere år. Dette kan, sammen med andre faktorer, hjelpe til å anslå fremtidig vekst. Grunnen til at driftsinntektsveksten er så sentral i et fremtidsregnskap er at den er hovedårsaken til resultatvekst, som igjen er hovedårsaken til selskapets kapitalvekst. Kostnadskutt og kapitalinnskudd er andre metoder for å oppnå dette. Et problem med driftsinntektsveksten er at den kan være ganske ustabil. Kapitalveksten derimot er langt mer stabil og kan dermed hjelpe med å framskrive driftsinntektsveksten (Knivsflå, 2016).

Det kan diskuteres hvor korrekt det er å framskrive all kapital basert på driftsinntektene. Som nevnt over er driftsinntektsveksten langt mer ustabil enn kapitalveksten. I tillegg har de forskjellige strukturer. Kapitalen generes i stor grad av investeringer, som igjen inneholder langsiktige avtaler, nedbetalingsplaner, avskrivninger og eventuelle nedskrivninger for å nevne noe. Derfor kan det bli litt kunstig å basere fremtidsregnskapet hovedsakelig på driftsinntektene og la alt annet være utledet fra disse. Det vil likevel bli gjort på denne måten i denne utredningen i henhold til Knivsflå (2016) sitt rammeverk, noe som er konsistent med resten av utredningen. I tillegg vil det alltid gjøres en subjektiv vurdering av budsjettdriverne basert på den strategiske regnskapsanalysen fra de tidligere kapitlene.



Figur 39: Utvikling i driftsinntektsveksten

Veidekke har generelt hatt en sterkere vekst enn bransjen, men så ut til å bli hardere rammet av finanskrisen enn bransjen i snitt. Veksten ser ut til å ha falt litt under bransjen det siste året, men Veidekke har en gjennomsnittlig tidsvektet driftsinntektsvekst på 7,1% som ligger litt over bransjesnittet på 6,9%.

9.2 Valg av budsjetthorisont T

Budsjetthorisonten er hvor lang tid det går før et selskap når "steady state" og alle budsjettdriverne er konstante. Derfor må man vurdere når det er rimelig at et selskap vil komme i denne tilstanden, og mye av dette avhenger av kvaliteten på regnskapsføringen (Knivsflå, 2016).

Hvor lang tid det tar avhenger av om selskapet er en vekstfase eller om selskapet nesten allerede er i "steady state". Hvis selskapet nærmer seg konstant vekst trenger ikke budsjetthorisonten være lang. Dette vil ofte gjelde for selskapet som opererer i bransjer som er modne og stabile. Er selskapet allerede i "steady state" kan man bare fremskrive denne veksten (Knivsflå, 2016).

Måten budsjetteringen avhenger av kvaliteten på regnskapsføringen har med bruk av virkelig verdi å gjøre. Jo mer verdibasert regnskapet er, jo bedre fanger regnskapet opp de virkelige verdiene og budsjettperioden trenger derfor ikke være lang for å fange opp dette (Knivsflå, 2016).

Veidekke er et stabilt selskap som opererer i en bransje som er moden og derfor ikke veldig drevet av sterk vekst. Dette taler for en kort budsjetthorisont. Likevel er det fortsatt

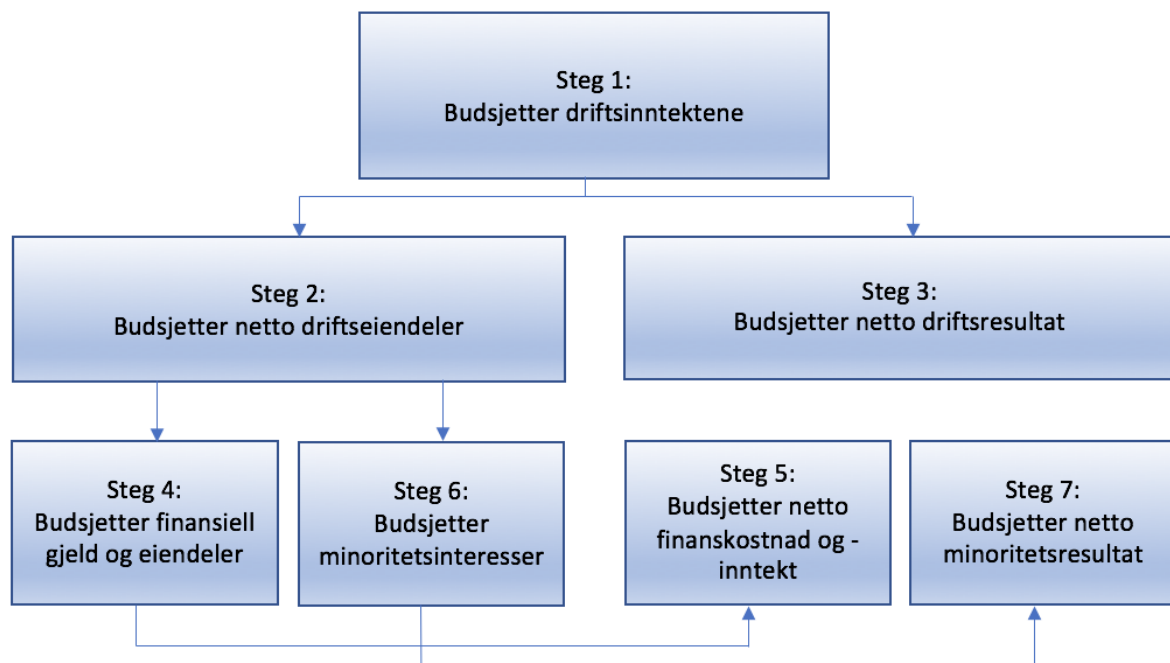
vekstpotsial i bransjen hvis man ser på etterspørselen etter nybygg i hovedstaden og behovet for forbedring av infrastruktur mellom mindre byer som vokser raskt. Veidekke rapporterer etter IFRS, men regnskapet baseres fortsatt ikke hovedsakelig på virkelige verdier og det vil derfor kreve tid for å realisere disse verdiene i regnskapet. I tillegg ligger driftsinntektsveksten til bransjesnittet over forventet vekst i økonomien generelt og det vil derfor kreve tid for at dette konvergeres. Derfor settes budsjettthorisonen i denne utredningen til 10 år og vil dermed vare fra 2016-2025.

9.3 Budsjettering fra 1 til T

Forventet vekst i perioden. Budsjettperioden brukes for å konvergere dagens verdier mot verdiene i "steady state" (Knivsflå, 2016). Ved valg av detaljnivå på budsjettet vil det som regel være bedre å fokusere på de viktigste verdidriverne da det er mye usikkerhet i framskrivingen og et mer detaljert budsjett vil derfor ikke nødvendigvis være mer presist. Et detaljert budsjett vil være mer aktuelt hvis budsjettthorisonen er kort.

I motsetning til regnskapsanalysen hvor rentabiliteten ble beregnet på justert gjennomsnittlig kapital vil rentabilitet i fremtidsregnskapet bli regnet på inngående kapital basert på forutsetningen om at alle kontantstrømmer innløses i slutten av året (Knivsflå, 2016).

Budsjetteringen skjer i 7 steg på bakgrunn av 9 budsjett drivere:



Figur 40: Rammeverk for budsjettering

Budsjettet bør strekkes til T+2 for at alle postene skal være i konstant vekst. Netto betalt utbytte blir fastsatt residualt som fri kontantstrøm til egenkapital. Utgangspunktet for budsjetteringen er den historiske utviklingen som har blitt analysert i den strategiske regnskapsanalysen. Basert på dette kan man ha en relativt konkret formening om endringene i en budsjettdriver de neste par årene. Deretter vil Penman (2013) sitt prinsipp om ”mean reversion” tre i kraft og driftsinntektsveksten vil konvergere mot veksten i økonomien og netto driftsmargin vil konvergere mot bransjesnittet på grunn av konkurranse. Denne konvergeringen kan skje i forskjellige utviklingsbaner; optimistisk, nøktern og pessimistisk. Anslaget vil baseres på innsikten i bransjen og selskapet fra den strategiske analysen i kapittel 4. Utviklingen mellom disse budsjettene vil baseres på en lineær framskriving (Knivsflå, 2016).

Det vil alltid være en viss form for usikkerhet knyttet til budsjettering og dette kan enten håndteres ved å lage flere budsjetter på bakgrunn av forskjellige scenario, eller gjøre en sensitivitetsanalyse av et budsjett ved å endre de kritiske budsjettdriverne. I denne utredningen vil sistnevnte metode bli brukt og sensitivitetsanalysen blir lagt frem i kapittel 11. Det vil derfor bare bli lagd ett budsjett basert på forventet utvikling, noe som stemmer overens med de fundamentale verdsettelsesmodellene som bruker forventet fremtidig kontantstrøm for å beregne forventet verdi (Knivsflå, 2016). Konkurranssynligheten til Veidekke er på kun 0,26%, jamfør BBB-rating basert på risikoanalysen i kapittel 6, og det vurderes derfor til å ikke være behov for utarbeidelsen av et konkursscenario i denne utredningen.

9.3.1 Driftsinntekt

Driftsinntektene for et gitt år vil være gitt ved formelen:

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

Hvor:

DI = driftsinntekter

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

Hvis et selskap skal vokse må det enten ta markedsandeler fra konkurrentene, eller så må bransjen som en helhet vokse. Førstnevnte vil ofte føre til priskrig og pressede marginer, noe man allerede ser i bygg- og anleggsbransjen (Knivsflå, 2016).

bedrifter som ikke eksisterer per dags dato, og derfor vil som regel de etablerte bedriftene vokse mindre enn den generelle økonomien (Kinserdal, 2017b). Driftsinntektsveksten settes derfor til å være 3% i ”steady state”.

I 2015 var driftsinntektsveksten kun 1%. De neste to årene kan konstateres relativt sikkert på bakgrunn av den strategiske regnskapsanalysen. Driftsinntektsveksten kan fastsettes indirekte gjennom framskrivingen av omløpet til netto driftskapital, som er en mer stabil budsjettdriver:

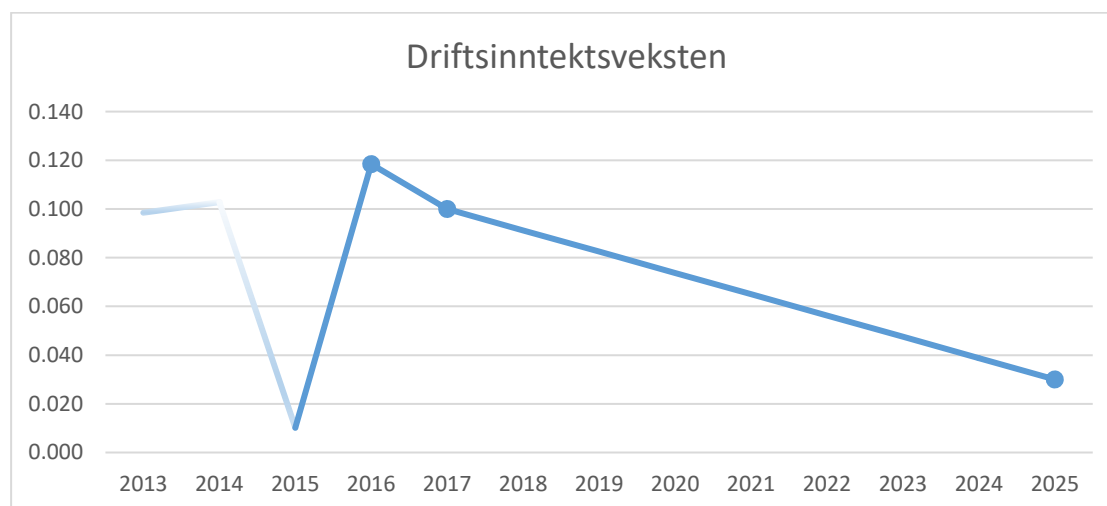
$$\text{div}_1 = \frac{(\text{onde}_1 * \text{NDE}_0 - \text{DI}_0)}{\text{DI}_0}$$

(Knivsflå, 2016)

Framskrivingen av omløpet til netto driftskapital blir gjort rede for i neste avsnitt. Dette gir en driftsinntektsvekst på 12%. Neste år settes til 10% som er omkring der veksten har vært de siste årene, utenom 2015. Deretter beregnes det en lineær utvikling mellom 2017-2025 fra 10%-3%.

Tabell 9.1: Budsjettert driftsinntekt

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekt t-1	24 225	27 094	29 803	32 523	35 206	37 802	40 259	42 524	44 544	46 270	47 658	49 088
* Driftsinntektsvekst	1,12	1,10	1,09	1,08	1,07	1,07	1,06	1,05	1,04	1,03	1,030	1,030
= Driftsinntekt t	27 094	29 803	32 523	35 206	37 802	40 259	42 524	44 544	46 270	47 658	49 088	50 560



Figur 43: Budsjettert driftsinntektsveksts

9.3.2 Netto driftseiendeler

Budsjetteringen av netto driftseiendeler er gitt ved formelen:

$$\text{NDE}_t = \frac{\text{DI}_{t+1}}{\text{onde}_{t+1}}$$

Hvor:

NDE = netto driftseiendeler

DI = driftsinntekter

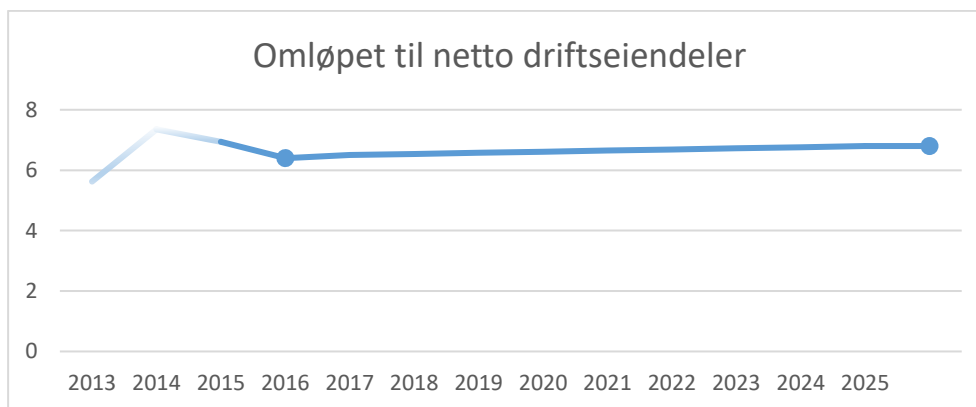
onde = omløpet til netto driftseiendeler

(Knivsflå, 2016)

Her er det omløpet til netto driftseiendeler som er budsjettdriveren. Som vist i forrige kapittel har Veidekke gjennomsnittlig hatt et lavere omløp enn bransjen. Det er derfor rimelig å anta at omløpet til Veidekke vil konvergere mot bransjesnittet på 6,8. Siden omløpet til netto driftseiendeler i 2015 var på 6,9 antas det at et fall tilbake til Veidekke sitt gjennomsnitt på 6,4 før det konvergerer opp mot bransjesnittet lineært over budsjettperioden.

Tabell 9.2: Budsjetterte netto driftseiendeler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekt t+1	29 803	32 523	35 206	37 802	40 259	42 524	44 544	46 270	47 658	49 088	50 560	52 583
/ Omløpet til netto driftseiendeler t+1	6,50	6,54	6,58	6,61	6,65	6,69	6,73	6,76	6,80	6,80	6,80	6,80
= Netto driftseiendeler t	4 585	4 975	5 354	5 717	6 054	6 359	6 624	6 842	7 008	7 219	7 435	7 733



Figur 44: Budsjettert omløp til netto driftseiendeler

9.3.3 Netto driftsresultat

Budsjettering av netto driftsresultat er gitt ved formelen:

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

Hvor:

NDR = netto driftsresultat

ndm = netto driftsmargin

DI = driftsinntekt

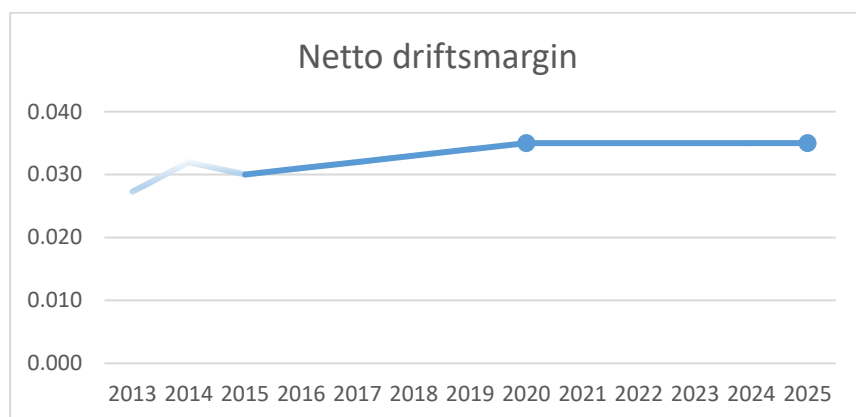
(Knivsflå, 2016)

Her er det netto driftsmargin som er budsjettdriveren. I lønnsomhetsanalysen kom det frem at Veidekke har i snitt litt lavere netto driftsmargin enn bransjen, men kun 0,6% skiller de. Det

er derfor rimelig å anta at Veidekke vil konvergere mot bransjesnittet og at dette kan skje allerede halvveis inn i budsjettperioden.

Tabell 9.3: Budsjettert netto driftsresultat

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekt t	27 094	29 803	32 523	35 206	37 802	40 259	42 524	44 544	46 270	47 658	49 088	50 560
* Netto driftsmargin t	0,031	0,032	0,033	0,034	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035
= Netto driftsresultat t	840	954	1 073	1 197	1 323	1 409	1 488	1 559	1 619	1 668	1 718	1 770



Figur 45: Budsjettert netto driftsmargin

9.3.4 Netto finansiell gjeld

For å framskrive netto finansiell gjeld vil finansiell gjeld og finansielle eiendeler bli framskrevet. Formelen for disse er:

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

Hvor:

FG = finansiell gjeld

fgd = finansiell gjeldsdel

FE = finansielle eiendeler

fed = finansiell eiendelsdel

NDE = netto driftseiendeler

Her er det finansiell gjeldsdel og eiendelsdel som er budsjettdriverne. Kapitalstrukturen i form av netto finansiell gjeld er som regel rimelig stabil over tid. Derfor vil et godt mål på optimal netto finansiell gjeldsdel være tidssnittet til selskapet eller bransjen. Bransjesnittet i dette tilfellet er noe misvisende på grunn av Skanska sin store andel finansielle eiendeler. Etter så mange år som Veidekke har vært i drift antas det at de har god kontroll på sin finansielle

struktur og tidssnittet for selskapet vil derfor være en god retningslinje. Finansiell gjeldsdel i konstant vekst settes derfor til tidssnittet på 46% med en lineær konvergering mot dette fra dagens 41%. Finansiell eiendelsdel har i snitt vært 20% som er ganske normalt. Likevel vil eiendelsdelen settes lavere enn dette i konstant veksts fordi selskapet har mindre behov for kontanter på grunn av lavere investeringsgrad i ”steady state”. Finansiell eiendelsdel settes derfor til 15% i konstant vekst med en lineær konvergering mot dette fra dagens 23%.

Tabell 9.4: Budsjettert netto finansiell gjeld

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler t	4 585	4 975	5 354	5 717	6 054	6 359	6 624	6 842	7 008	7 219	7 435	7 733
* Finansiell gjeldsdel	0,42	0,42	0,43	0,43	0,44	0,44	0,45	0,45	0,46	0,46	0,46	0,46
= Finansiell gjeld	1 905	2 095	2 285	2 471	2 650	2 819	2 973	3 109	3 224	3 321	3 420	3 557
Netto driftseiendeler t	4585	4975	5354	5717	6054	6359	6624	6842	7008	7219	7435	7733
* Finansiell eiendelsdel	0,22	0,21	0,20	0,19	0,19	0,18	0,17	0,16	0,15	0,15	0,15	0,15
= Finansielle eiendeler	1 014	1 056	1 089	1 112	1 123	1 123	1 111	1 087	1 051	1 083	1 115	1 160
Netto finansiell gjeld	892	1 039	1 196	1 359	1 527	1 696	1 862	2 022	2 173	2 238	2 305	2 397

9.3.5 Netto finanskostnad- og finansinntekt

I rentabilitetsanalysen i kapittel 8 ble det vist at et effisient finansmarked gjør at det er vanskelig å oppnå en finansieringsfordel. For Veidekke var denne kun 0,5%. Det antas videre at over tid vil finansieringsfordelen være lik null, og rentabiliteten blir dermed lik kravet (Knivsfå, 2016). Dette gjelder for hele budsjettperioden. Fremtidskravene blir beregnet i kapittel 10.

Netto finanskostnad og netto finansinntekt blir budsjettert på bakgrunn fremtidskravene som nevnt over og er gitt ved formelen:

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

Hvor:

NFK = netto finanskostnad

fgr = finansiell gjeldsrentabilitet

FG = finansiell gjeld

NFI = netto finansinntekt

fer = finansiell eiendelsrentabilitet

FE = finansielle eiendeler

(Knivsfå, 2016)

Tabell 9.5: Budsjettert netto finanskostnad

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Finansiell gjeld t-1	2 281	1 905	2 095	2 285	2 471	2 650	2 819	2 973	3 109	3 224	3 321	3 420
* Finansiell gjeldsrentabilitet t	0,019	0,018	0,017	0,020	0,022	0,025	0,027	0,030	0,032	0,035	0,035	0,035
= Netto finanskostnad t	42	34	36	45	55	66	77	89	101	113	116	120
Finansielle eiendeler t-1	1 254	1 014	1 056	1 089	1 112	1 123	1 123	1 111	1 087	1 051	1 083	1 115
* Finansiell eiendelsrentabilitet t	0,037	0,036	0,034	0,036	0,038	0,040	0,042	0,044	0,046	0,047	0,047	0,047
= Netto finansinntekt t	47	36	36	39	42	45	47	49	50	50	51	53
Netto finanskostnad	-4	-2,28	-0,40	6	13	21	30	40	51	63	65	67

9.3.6 Minoritetsinteresser

Budsjetteringen av minoritetsinteresser er gitt ved formelen:

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

Hvor:

MI = minoritetsinteresser

mid = minoritetsdel

NDE = netto driftseiendeler

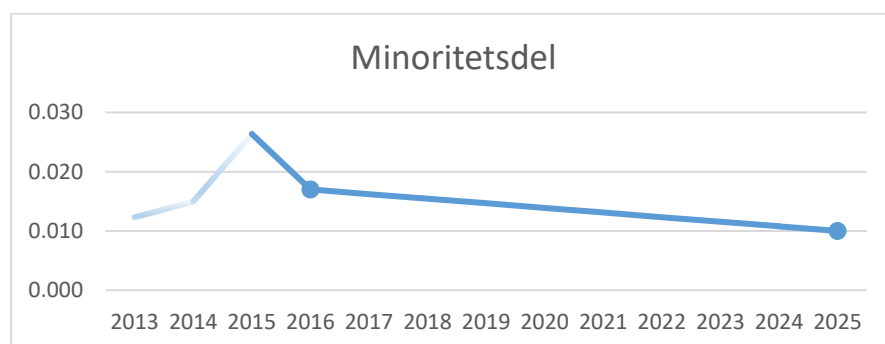
Her er det minoritetsdelen som er budsjettdriveren. Kapitalstrukturen er som nevnt relativt stabil over tid, og bransjesnittet eller tidssnittet til Veidekke vil derfor være en god indikator for hva minoritetsinteressene vil stabilisere seg på i ”steady state” (Knivsflå, 2016).

Minoritetsinteressene har jevnt over ligget relativt lavt både i Veidekke og bransjen med tidsvektet snitt på henholdsvis 1,7% og 0,6%. Siden Veidekke generelt har ligget over bransjesnittet vil det antas at de fortsetter med det og vil stabilisere seg på 1%.

Minoritetsinteressene var på sitt høyeste noensinne i 2015 med 2,6% og det forventes at dette faller ned til et mer normalt nivå i 2016 til 1,7%, deretter vil det være en lineær utvikling.

Tabell 9.6: Budsjetterte minoritetsinteresser

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler t	4585	4975	5354	5717	6054	6359	6624	6842	7008	7219	7435	7733
* Minoritetsinteressedel t	0,017	0,016	0,015	0,015	0,014	0,013	0,012	0,012	0,011	0,010	0,010	0,010
= Minoritetsinteresser t	78	81	83	84	84	83	82	79	76	72	74	77



Figur 46: Budsjetterte minoritetsdel

9.3.7 Netto minoritetsresultat

Budsjetteringen av netto minoritetsresultat er gitt ved formelen:

$$\text{NMR}_t = \text{mir}_t * \text{MI}_{t-1}$$

Hvor:

NMR = netto minoritetsresultat

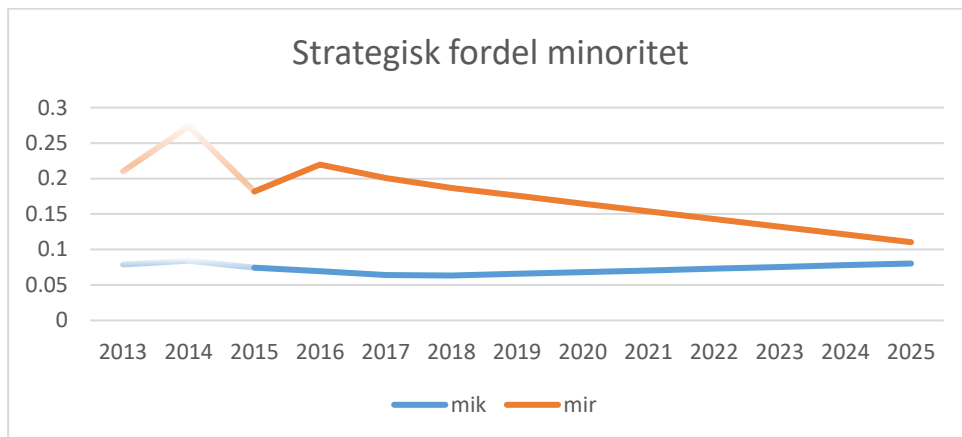
mir = netto minoritetsrentabilitet

MI = minoritetsinteresser

Her er det netto minoritetsrentabilitet som er budsjettdriveren. Dette blir beregnet på inngående kapital og med fremtidskrav som blir vist i neste kapittel. Minoritetsrentabiliteten vil antageligvis bevege seg mot minoritetskravet, men basert på den strategiske rentabilitetsanalysen legges det inn en vedvarende superrentabilitet for minoriteten på 3% i ”steady state”.

Tabell 9.7: Budsjettert netto minoritetsresultat

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Minoritetsinteresst t-1	145	78	81	83	84	84	83	82	79	76	72	74
* Minoritetsinteresserentabilitet t	0,22	0,20	0,19	0,18	0,16	0,15	0,14	0,13	0,12	0,110	0,110	0,110
= Netto minoritetsresultat	32	16	15	15	14	13	12	11	10	8	8	8



Figur 47: Strategisk fordel minoritet

9.4 Fremtidsregnskap og fremtidig kontantstrøm

Under presenteres fremtidsregnskapet helt frem til to år etter budsjetthorisonten. Det burde kommenteres at det knytter seg mye usikkerhet til budsjetter generelt, og at man kan ta feil selv ved estimering av neste års verdier. Derfor er sensitivitetsanalysen som utføres senere i utredningen et viktig verktøy for å anslå verdien av selskapet til slutt. Utover dette er det også kritikere av budsjettering generelt, som Jan Wallander og tilhengere av ”Beyond Budgeting”.

De mener den uforutsigbarheten et selskap opplever skaper en så stor usikkerhet i budsjettdriverne at det å tro at historien vil gjenta seg er urimelig, og at budsjettet derfor har liten verdi (Lem, 2009).

Tabell 9.8: Fremtidsregnskap

Fremtidsresultat	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter	24 291	27 094	29 803	32 523	35 206	37 802	40 259	42 524	44 544	46 270	47 658	49 088	50 560
Netto driftsresultat	729	840	954	1 073	1 197	1 323	1 409	1 488	1 559	1 619	1 668	1 718	1 770
Netto finansinntekt	63	47	36	36	39	42	45	47	49	50	50	51	53
Nettoresultat til sysselsatt kapital	792	886	990	1 110	1 236	1 365	1 454	1 535	1 608	1 669	1 718	1 769	1 823
Netto finanskostnad	-63	-42	-34	-36	-45	-55	-66	-77	-89	-101	-113	-116	-120
Netto minoritetsresultat	-18	-32	-16	-15	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-8	-8	-8
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	888	812	940	1 059	1 177	1 297	1 375	1 446	1 508	1 558	1 597	1 645	1 694
Netto betalt utbytte	-486	-270	-701	-838	-979	-1 127	-1 239	-1 346	-1 447	-1 539	-1 448	-1 498	-1 492
Endring i egenkapital	402	543	239	221	198	169	137	100	61	20	148	147	202

Fremtidsbalanse	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler	4 245	4 585	4 975	5 354	5 717	6 054	6 359	6 624	6 842	7 008	7 219	7 435	7 733
Finansielle eiendeler	1 254	1 014	1 056	1 089	1 112	1 123	1 123	1 111	1 087	1 051	1 083	1 115	1 160
Sysselsatte eiendeler	5 499	5 599	6 031	6 443	6 828	7 177	7 482	7 735	7 929	8 060	8 302	8 551	8 893
Egenkapital	3 073	3 616	3 855	4 076	4 274	4 443	4 580	4 680	4 741	4 760	4 909	5 056	5 258
Minoritetsinteresser	145	78	81	83	84	84	83	82	79	76	72	74	77
Finansiell gjeld	2 281	1 905	2 095	2 285	2 471	2 650	2 819	2 973	3 109	3 224	3 321	3 420	3 557
Sysselsatt kapital	5 499	5 599	6 031	6 443	6 828	7 177	7 482	7 735	7 929	8 060	8 302	8 551	8 893

Fremtidig kontantstrøm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftsresultat	840	954	1 073	1 197	1 323	1 409	1 488	1 559	1 619	1 668	1 718	1 770
Endring i netto driftseiendeler	340	390	380	362	337	305	265	219	166	210	217	297
Fri kontantstrøm fra drift	500	564	694	835	986	1 104	1 223	1 341	1 453	1 458	1 502	1 472
Netto finansinntekt	47	36	36	39	42	45	47	49	50	50	51	53
Endring i finansielle eiendeler	-240	42	33	23	12	0	-12	-24	-36	32	32	45
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	786	558	697	851	1 016	1 149	1 283	1 413	1 538	1 476	1 520	1 481
Netto finanskostnad	42	34	36	45	55	66	77	89	101	113	116	120
Endring i finansiell gjeld	-375	190	190	186	179	169	154	136	115	97	100	137
Netto minoritetsresultat	32	16	15	15	14	13	12	11	10	8	8	8
Endring i minoritetsinteresser	-67	3	2	1	0	-1	-2	-3	-4	-3	2	3
Fri kontantstrøm til egenkapital	270	701	838	979	1 127	1 239	1 346	1 447	1 539	1 448	1 498	1 492

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

I dette kapitlet vil avkastningskravene som vil bli brukt for å diskontere de fremtidige kontantstrømmene i neste kapittel beregnes. Kravene beregnes på bakgrunn av de samme formlene som i kapittel 7 og med tallene fra fremtidsregnskapet i kapittel 9. Eneste forskjellen er at vektene nå er basert på inngående kapital, og ikke justert gjennomsnittlig kapital slik som de historiske avkastningskravene er basert på.

10.1 Krav til egenkapital

Kapitalverdimodellen som forklart i kapittel 7 vil fortsatt bli brukt for å beregne egenkapitalkravet. For å lage avkastningskrav for fremtiden må det tas noen forutsetninger om utviklingen av parameterne i modellen.

Risikofri rente

Akkurat nå er renten veldig lav og det er naturlig å tro at den vil stige over tid og stabilisere seg på et litt mer normalt nivå. Generelt sett antar man at renten er tilbakevendende til gjennomsnittet. Dog kan man spørre seg om rentenivået muligens er redusert generelt sett slik at normalrenten vil ligge lavere enn hva den har gjort historisk. Da dette er særs vanskelig å predikere vil det derfor bli brukt en vektning mellom et historisk gjennomsnitt fra 1996-2015 og dagens rente med henholdsvis $\frac{2}{3}$ og $\frac{1}{3}$ (Knivsflå, 2016). Det er fortsatt 10-års statsobligasjonsrente som blir lagt til grunn som estimat på risikofri rente, jamfør forklaring i kapittel 7.

Historisk snitt, 1996-2015	0,044
+ Statsobligasjon, 2015	0,016
= Estimat på langsiktig rente	0,035

Renten settes til å ha en lineær utvikling fra dagens nivå på 1,6% til 3,5% i 2025 som er budsjetthorisonten. Som i beregningen av kravet i kapittel 7 vil risikofri rente også her beregnes med et fradrag for en kredittrisikopremie og skatt. I forhold til kredittrisikopremien antas det at den norske stat vil fortsette å ha en AAA-rating. Skattesatsen er satt ned til 25% i 2016 og skal reduseres til 22% innen 2018, med muligheter for ytterligere reduksjon avhengig av internasjonal utvikling (regjeringen.no, 2015). Det forutsettes likevel at nivået holder seg på 22% resten av budsjettperioden.

Tabell 10.1: Risikofri rente

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Statsobligasjon 10 år, årsgjennomsnitt	0,018	0,019	0,021	0,023	0,025	0,027	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
- Kredittrisikopremie før skatt, AAA	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
= Risikofri rente før skatt	0,010	0,012	0,014	0,016	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,027	0,027	0,027
- Skatt	0,002	0,003	0,003	0,003	0,004	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006
= Risikofri rente etter skatt	0,007	0,009	0,011	0,012	0,014	0,015	0,017	0,018	0,020	0,021	0,021	0,021

Markedets risikopremie

Dagens nivå antas å være beste estimat på markedets risikopremie. Den holdes derfor konstant i fremtiden og vil dermed være 5% hele budsjettperioden, jamfør forklaring i kapittel 7 (Knivsflå, 2016). Man kunne vurdert og konvergere risikopremien mot et litt lavere nivå siden renten er forutsatt å øke og dagens lave rente i teorien skal føre til økt markedsrisikopremie. Men man ser at risikopremien holdes på mer eller mindre samme nivå hele tiden, og det vil derfor også gjøres i denne utredningen da det er en generell konsensus om nivået rundt 5% (Kinserdal, 2017a).

Beta

For å finne selskapsbetaen brukes Miller og Modiglianis (1985) første proposisjon igjen og netto driftsbeta settes konstant også over budsjettperioden. Da trenger man bare betaverdien til netto finansiell gjeld for å beregne egenkapitalbetaen. Denne beregnes på samme måte som i kapittel 7.

Tabell 10.2: Netto finansiell gjeldsbeta

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Kredittrisikopremie	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	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
/ Markedsrisikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Finansiell gjeldsbeta	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
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
* Kontantvekt	0,321	0,335	0,349	0,364	0,378	0,392	0,407	0,421	0,436	0,450	0,450	0,450
+ 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
* Investeringsvekt	0,679	0,665	0,651	0,636	0,622	0,608	0,593	0,579	0,564	0,550	0,550	0,550
= Finansiell eiendelsbeta	0,679	0,665	0,651	0,636	0,622	0,608	0,593	0,579	0,564	0,550	0,550	0,550
Finansiell gjeldsbeta	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
* FG/NFG	2,221	2,137	2,016	1,910	1,818	1,736	1,663	1,597	1,538	1,484	1,484	1,484
+ Finansiell eiendelsbeta	0,679	0,665	0,651	0,636	0,622	0,608	0,593	0,579	0,564	0,550	0,550	0,550
* FE/NFG	1,221	1,137	1,016	0,910	0,818	0,736	0,663	0,597	0,538	0,484	0,484	0,484
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,824	-0,751	-0,656	-0,575	-0,504	-0,443	-0,389	-0,341	-0,300	-0,262	-0,262	-0,262

Deretter kan egenkapitalbetaen beregnes residualt år for år. Siden minoritetsbetaen settes lik egenkapitalbetaen er egenkapitalen og minoritetsinteressene slått sammen i vekten (Knivsflå, 2016). Vektene for henholdsvis egenkapitalen og netto finansiell gjeld utvikles lineært fra dagens nivå til 69% og 31% basert på den strategiske regnskapsanalysen.

Tabell 10.3: Egenkapitalbeta og netto driftsbeta

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalbeta	0,521	0,424	0,420	0,417	0,414	0,411	0,408	0,406	0,403	0,401	0,401	0,401
* Egenkapitalvekt	0,758	0,806	0,791	0,777	0,762	0,748	0,733	0,719	0,704	0,690	0,690	0,690
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,824	-0,751	-0,656	-0,575	-0,504	-0,443	-0,389	-0,341	-0,300	-0,262	-0,262	-0,262
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,242	0,194	0,209	0,223	0,238	0,252	0,267	0,281	0,296	0,310	0,310	0,310
= Netto driftsbeta	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196	0,196

Illikviditetspremie

De samme illikviditetspremiene som ble brukt i kapittel 7 vil også bli framskrevet over budsjettperioden, men det vil bli lagt til effekten av eierskatt. Dette kommer av at det må være konsistens mellom telleren og nevneren i verdimodellen (formelen vil bli gjennomgått i neste kapittel), og fri kontantstrøm til egenkapital som er telleren er før eierskatt. Kravet må derfor også justeres for denne effekten. Eierskatt inkluderer utbytteskatt og formueskatt. På grunn skjermingsfradraget etter skatteloven §12-12, fritaksmetoden for norske selskaper etter skatteloven §2-38 og skatteplanlegging vil effekten av disse skattene ofte være mye mindre enn satsene. Utbytteskatt vil mest sannsynlig få en litt større effekt i fremtiden da redusert selskapsskatt vil føre til økt utbytteskatt, men totalt sett vil eierskattene kun ha en liten vridningseffekt på egenkapitalkravet. Det vil derfor være en praktisk tilnærming å inkludere effekten av eierskattene ved å oppjustere illikviditetspremiene litt, her 1%. Minoritetskravet blir justert med det samme da minoritetsinteressene hovedsakelig gjelder norske selskap (Knivsflå, 2016).

Tabell 10.4: Egenkapitalkravet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risikofri rente etter skatt	0,007	0,009	0,011	0,012	0,014	0,015	0,017	0,018	0,020	0,021	0,021	0,021
+ Egenkapitalbeta	0,521	0,424	0,420	0,417	0,414	0,411	0,408	0,406	0,403	0,401	0,401	0,401
* Markedsrisikopremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
+ Illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Egenkapitalkrav	0,053	0,050	0,052	0,053	0,054	0,056	0,057	0,058	0,060	0,061	0,061	0,061
+ Ekstra likviditetspremie	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040
= Minoritetskrav	0,093	0,090	0,092	0,093	0,094	0,096	0,097	0,098	0,100	0,101	0,101	0,101

10.2 Krav til netto finansiell gjeld

På bakgrunn av den strategiske regnskapsanalysen antas det at det ikke vil skje noen drastiske endringer i parameterne i den syntetiske ratingen til Veidekke, og ratingen på BBB vil derfor framskrives over hele budsjettperioden. Dermed kan det beregnes krav til finansiell gjeld på bakgrunn av risikofri rente og en kredittrisikopremie. Finansielle eiendelskrav følger samme formel som i kapittel 7, og vektene vil ha en lineær utvikling fra dagens nivå mot 45% for kontanter og 55% for investeringer som synes å være rimelig basert på historiske tall. Til slutt

vektes disse to kravene basert på tallene i framtidsbalansen for å få krav til netto finansiell gjeld.

Tabell 10.5: Netto finansielt gjeldskrav

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risikofri rente	0,007	0,009	0,011	0,012	0,014	0,015	0,017	0,018	0,020	0,021	0,021	0,021
+ Kredittrisikopremie	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	0,021	0,023	0,025	0,026	0,028	0,029	0,031	0,032	0,034	0,035	0,035	0,035
Kontantkrav	0,007	0,009	0,011	0,012	0,014	0,015	0,017	0,018	0,020	0,021	0,021	0,021
* Kontantvekt	0,321	0,335	0,349	0,364	0,378	0,392	0,407	0,421	0,436	0,450	0,450	0,450
+ Investeringskrav	0,057	0,059	0,061	0,062	0,064	0,065	0,067	0,068	0,070	0,071	0,071	0,071
* Investeringsvekt	0,679	0,665	0,651	0,636	0,622	0,608	0,593	0,579	0,564	0,550	0,550	0,550
= Finansielt eiendelskrav	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045	0,045	0,046	0,047	0,048	0,049	0,049	0,049
Finansielt gjeldskrav	0,021	0,023	0,025	0,026	0,028	0,029	0,031	0,032	0,034	0,035	0,035	0,035
* FG/NFG	2,221	2,137	2,016	1,910	1,818	1,736	1,663	1,597	1,538	1,484	1,484	1,484
+ Finansielt eiendelskrav	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045	0,045	0,046	0,047	0,048	0,049	0,049	0,049
* FE/NFG	1,221	1,137	1,016	0,910	0,818	0,736	0,663	0,597	0,538	0,484	0,484	0,484
= Netto finansielt gjeldskrav	-0,003	0,001	0,006	0,010	0,014	0,017	0,020	0,023	0,026	0,029	0,029	0,029

10.3 Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

På samme måte som i kapittel 7 vil kravet til netto driftskapital og sysselsatt kapital være vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (Knivsflå, 2016).

Tabell 10.6: Netto driftskrav

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkravet	0,053	0,050	0,052	0,053	0,054	0,056	0,057	0,058	0,060	0,061	0,061	0,061
* EK/NDK	0,724	0,789	0,775	0,761	0,748	0,734	0,720	0,707	0,693	0,679	0,680	0,680
+ Minoritetskravet	0,093	0,090	0,092	0,093	0,094	0,096	0,097	0,098	0,100	0,101	0,101	0,101
* MI/NDK	0,034	0,017	0,016	0,015	0,015	0,014	0,013	0,012	0,012	0,011	0,010	0,010
+ Netto finansielt gjeldskrav	-0,003	0,001	0,006	0,010	0,014	0,017	0,020	0,023	0,026	0,029	0,029	0,029
* NFG/NDK	0,242	0,194	0,209	0,223	0,238	0,252	0,267	0,281	0,296	0,310	0,310	0,310
= Netto driftskrav	0,041	0,041	0,043	0,044	0,045	0,046	0,048	0,049	0,050	0,051	0,051	0,051

Tabell 10.7: Krav til sysselsatt kapital

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkravet	0,053	0,050	0,052	0,053	0,054	0,056	0,057	0,058	0,060	0,061	0,061	0,061
* EK/SSK	0,559	0,646	0,639	0,633	0,626	0,619	0,612	0,605	0,598	0,591	0,591	0,591
+ Minoritetskravet	0,093	0,090	0,092	0,093	0,094	0,096	0,097	0,098	0,100	0,101	0,101	0,101
* MI/SSK	0,026	0,014	0,013	0,013	0,012	0,012	0,011	0,011	0,010	0,009	0,009	0,009
+ Finansielt gjeldskrav	0,021	0,023	0,025	0,026	0,028	0,029	0,031	0,032	0,034	0,035	0,035	0,035
* FG/SSK	0,415	0,340	0,347	0,355	0,362	0,369	0,377	0,384	0,392	0,400	0,400	0,400
= Krav til sysselsatt kapital	0,041	0,041	0,043	0,044	0,045	0,046	0,048	0,049	0,050	0,051	0,051	0,051

11. Fundamental verdsettelse

I kapittel 3 ble det lagt frem de forskjellige verdsettelsesteknikkene og valget om at denne utredningen skulle baseres på en fundamental verdsettelse. I de foregående kapitlene har selskapet, bransjen, markedet og regnskapet blitt analysert for å danne et grunnlag for selve verdsettelsen som skal gjøres i dette kapitlet.

11.1 Oversikt over metoder og modeller

Det finnes to metoder i fundamental verdsettelse; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Sistnevnte kan igjen deles inn i sysselsattkapital- og netto driftskapital-metoden. Hver av disse metodene har tre modeller; fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Med egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen direkte gjennom fri kontantstrøm til egenkapital, mens ved selskapskapitalmetoden verdsettes egenkapitalen indirekte gjennom selskapskapitalen minus gjeld. Begge metodene gir samme estimat hvis kravene er vektet med verdivekter. I første omgang vil estimatene være basert på budsjetterte vekter, jamfør kapittel 10, og det vil derfor være nødvendig med en konvergeringsprosess for å få estimatene til å bli like. Innenfor hver metode vil de forskjellige modellene alltid gi samme estimat ved konsistent bruk.

I fundamental verdsettelse er verdien av et selskap i dag nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene diskontert med avkastningskravet. De fremtidige kontantstrømmene ble beregnet indirekte gjennom budsjetteringen av fremtidsregnskapet i kapittel 9, og avkastningskravene ble beregnet i kapittel 10. Det er viktig å være klar over at verdiestimatet beregnet i dette kapitlet er et resultat av alle analysene i de foregående kapitlene og ikke et virkelig verdi-estimat i henhold til IFRS 13. Det er nettopp disse subjektive forutsetningene og verdiestimatet som gjør at man kan finne en handlingsstrategi basert på om man mener aksjen er priset feil i markedet (Knivsflå, 2016).

11.2 Egenkapitalmetode

Egenkapitalmetoden verdsetter som sagt egenkapitalen direkte ved hjelp av tre modeller:

- Fri kontantstrøm-modellen
- Superprofittmodellen
- Superprofittvekstmodellen

Det er også en fjerde modell kjent som utbyttmodellen, men siden netto betalt utbytte er det samme som fri kontantstrøm til egenkapital vil disse modellene i prinsippet være identiske og det er derfor kun nødvendig å bruke en av dem.

Fri kontantstrøm-metoden:

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

Hvor:

FKE = fri kontantstrøm til egenkapital

ekk = egenkapitalkravet

ekv = vekstfaktor i konstant vekst

Superprofittmodellen:

$$VEK_0 = EK_0 \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}$$

Hvor:

EK₀ = balanseført egenkapital

SPE = superprofitt egenkapital

Superprofittvekstmodellen:

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekv - ekv)} \right\}$$

Hvor:

NRE = nettoresultat til egenkapital

ΔSPE = endring i superprofitt egenkapital

(Knivsflå, 2016)

Det siste leddet i alle modellene er et såkalt horisontledd som verdsetter verdien av egenkapitalen videre inn i fremtiden. For å gjøre dette til et sluttet uttrykk er "Gordons growth model" benyttet under forutsetning om konstant vekst fra T+1 (Knivsflå, 2016). Ved bruk av superprofitt er det verdt å merke seg at konservativ og forsiktig bokføring kan føre til lavere bokførte verdier som dermed overvurderer superprofitten og med det blåser opp verdiesimatet. Likevel anbefales det ofte å bruke superprofittmodellen fordi den fokuserer på selskapets viktigste verdidrivere som er lønnsomhet og vekst. Lønnsomhet er ikke mulig å

lese ut av kontantstrømmene og det kan være vanskelig å skille om økt kontantstrøm kommer fra bedre inntjening i gamle investeringer eller reduserte investeringer (Gjesdal, 2012).

11.3 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden kan som tidligere nevnt deles inn i to metoder; sysselsatt kapital- og netto driftskapitalmetoden. Begge disse metodene verdsetter egenkapitalen indirekte ved å verdsette selskapskapitalen for deretter å trekke fra gjeld og minoritetsinteresser. Som nevnt i kapittel 2 er netto driftskapital som definert i Knivsflå sitt rammeverk i praksis kjent som sysselsatt kapital. Det er derfor netto driftskapitalmetoden som er mest utbredt og som vil bli brukt for å verdsette Veidekke.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

Når det gjelder verdien av netto finansiell gjeld er det i fremtidsregnskapet forutsatt at renta er lik kravet og virkelig verdi vil derfor være lik bokført verdi. Minoritetsinteressene beregnes på samme måte som egenkapitalen. Det er de samme tre modellene som ble brukt i egenkapitalmetoden som gjelder for selskapskapitalmetoden, altså fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen.

Fri kontantstrøm-modellen:

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

Hvor:

FKD = fri kontantstrøm til drift

ndk = netto driftskrav

ndv = vekstfaktor i konstant vekst

Superprofittmodellen:

$$VND_0 = NDK_0 \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Hvor:

SPD = superprofitt drift

Superprofittvekstmodellen:

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)} \right\}$$

Hvor:

NDR = netto driftsresultat

ΔSPD = endring i superprofitt drift

(Knivsflå, 2016)

11.4 Første estimat og konvergering mot endelig estimat

På verdsettelsestidspunktet vil det faktum om arbeidskapitalen er på et normalt nivå ha mye å si for verdiestimatet. Derfor forutsetter jeg at arbeidskapitalen, og da også netto rentebærende gjeld, på verdsettelsestidspunktet er på et normalisert nivå og trenger derfor ingen justering, og antas dermed å gi et korrekt estimat av verdien.

Ved å bruke de balanseførte vektene kommer man fram til første estimat:

Tabell 11.1: Første estimat

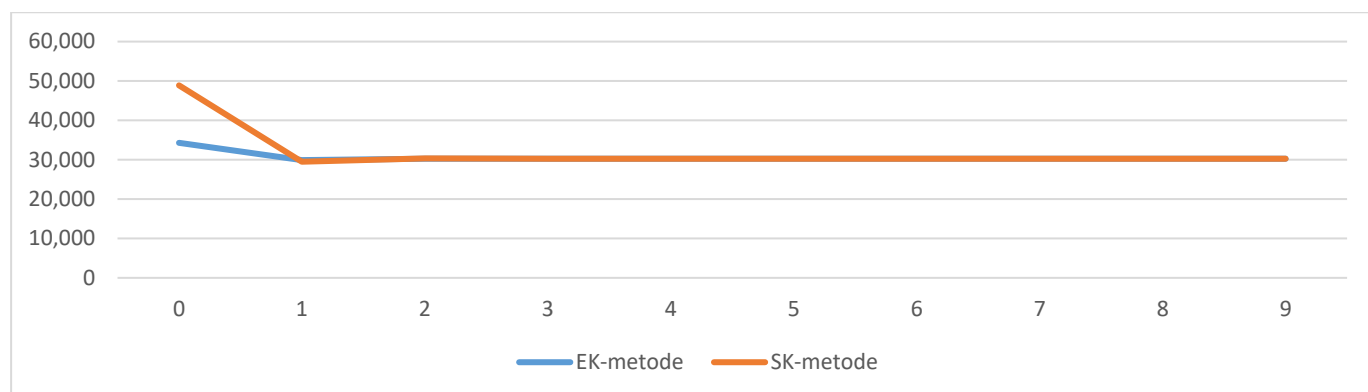
Egenkapitalmetoden	
FKE-modellen	34 286
SPE-modellen	34 286
VEK	34 286
Selskapskapitalmetoden	
FKD-modellen	50 128
SPD-modellen	50 128
VNDK	50 128
- NFG	1 027
- VMI	217
= VEK	48 884
GJENNOMSNIITT	
/ Utestående aksjer	134
= Verdi per aksje	311

Her ser man at verdiestimatet spriker med hele 35%. Ved å sekvensielt oppdatere vektene over flere runder vil de til slutt tilsvare virkelig verdi og metodene vil dermed gi sammenfallende estimat. Dette gjøres ved å bruke det første estimatet som ny verdi på egenkapitalen og minoritetsinteressene og justerer vektene med dette som utgangspunkt. Da får man også nye betaestimater og avkastningskrav. Deretter beregnes et nytt estimat med disse justeringene. Differansen mellom egenkapital- og selskapskapitalmetoden vil nå bli mindre.

Slik fortsetter man å bruke estimatet fra N-1 til å justere vektene og beregne nytt estimat i N, helt til metodene konvergerer til ett sammenfallende estimat (Knivsflå, 2016).

Tabell 11.2: Konvergering av estimat

Steg	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
EK-metode	34 286	29 905	30 256	30 232	30 234	30 234	30 234	30 234	30 234	30 234
SK-metode	48 884	29 490	30 317	30 263	30 266	30 253	30 241	30 234	30 234	30 234
Avvik i %	35,10 %	-1,40 %	0,20 %	0,10 %	0,11 %	0,06 %	0,02 %	0,00 %	0,00 %	0,0000 %



Figur 48: Konvergeringsprosessen

Verdiestimatet konvergerer mot en egenkapitalverdi på 30 234. Med 133,7 utestående aksjer tilsvarer det et verdiestimat per aksje på NOK 226,13.

Dette verdiestimatet gir implisitte multipler som kan sammenlignes med de som blir beregnet i den komparative verddivurderingen i kapittel 12. Multiplene er nærmere forklart i nevnte kapittel.

Implisitte multipler	
P/B	9,8
P/E	37,4
EV/EBITDA	15,8
EV/EBIT	19,4

Som man ser av både verdiestimatet og de implisitte multiplene får man veldig høye verdier av den fundamentale verdsettelsen. Dette henger sammen med de urimelig lave avkastningskravene man får ved bruk av rammeverket under dagens omstendigheter, som igjen fører til framskrivning av en relativt stor strategisk fordel. For å ta i betraktning dette og andre generelle usikkerheter vil verdiestimatet gå gjennom en sensitivitetsanalyse for å se hvilke verdidrivere som er mest følsomme slik at man vet hvilke faktorer man må følge med på.

11.5 Usikkerhet – sensitivitet, simulering og konkurs

Verdiestimatet over er i realiteten kun forventet verdi basert på verdidriverne og informasjonen man har tilgjengelig på verdsettelsestidspunktet. Usikkerhet rundt verdidriverne i fremtiden vil derfor naturligvis føre til at estimatet har en fordeling rundt forventet verdi og graden av usikkerhet vil påvirke variansen. På grunn av dette burde man heller se på verdiestimatet som et kursmål som indikerer hvilken retning aksjekursen vil ta og dermed hvilken handlingsstrategi som vil være lønnsom for en investor. Siden finansieringsfordelen forventes å være tilnærmet lik null, jamfør kapittel 10, er det de driftsrelaterte verdidriverne som er mest kritisk å undersøke. Dette gjøres ved å justere for konkurrisiko, gjennomføre en sensitivitetsanalyse hvor man ser på hvordan endringer i de kritiske verdidriverne påvirker verdiestimatet, og en simulering hvor verdidriverne gjøres om til stokastiske variabler for å få frem fordelingen i verdiestimatet (Knivsflå, 2016).

Konkurrisiko

I likhet med regnskapet ledelsen utarbeider og presenterer er også fremtidsregnskapet beregnet i kapittel 9 laget under forutsetningen om fortsatt drift, jamfør regnskapsloven §4-5. Dermed sier man implisitt at det ikke er sannsynlighet for konkurs og verdiestimatet burde derfor justeres i henhold til underliggende konkurrisiko. Dette gjøres med formelen:

$$VEK = (1-p) * FVEK + p * LVEK$$

Hvor:

p = konkurssannsynlighet

FVEK = Fundamental verdi av egenkapitalen gitt fortsatt drift

LVEK = likvidasjonsverdi av egenkapitalen

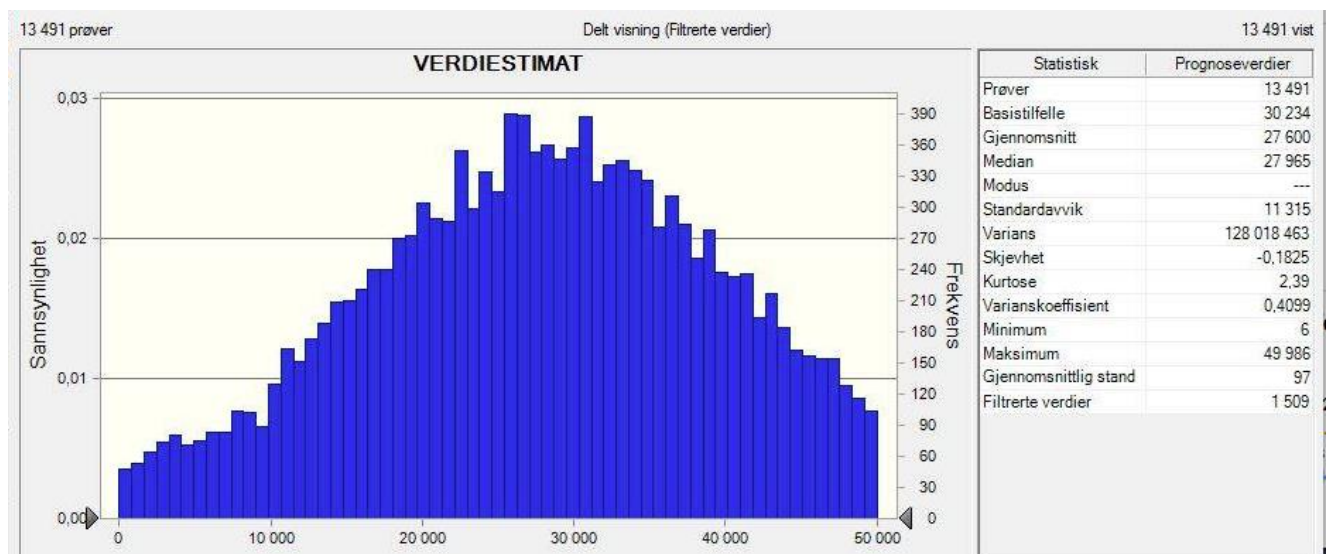
(Knivsflå, 2016)

Ved konkurs får sjeldent långiverne full dekning for sine krav og eierne får dermed ingenting. Likvidasjonsverdien er derfor i realiteten tilnærmet lik null (Knivsflå,2016).

Konkurssannsynligheten er basert på selskapets rating fra kapittel 6 og med en rating på BBB har Veidekke en konkurrisiko på 0,26%. Justert verdiestimat per aksje blir dermed NOK 225,54.

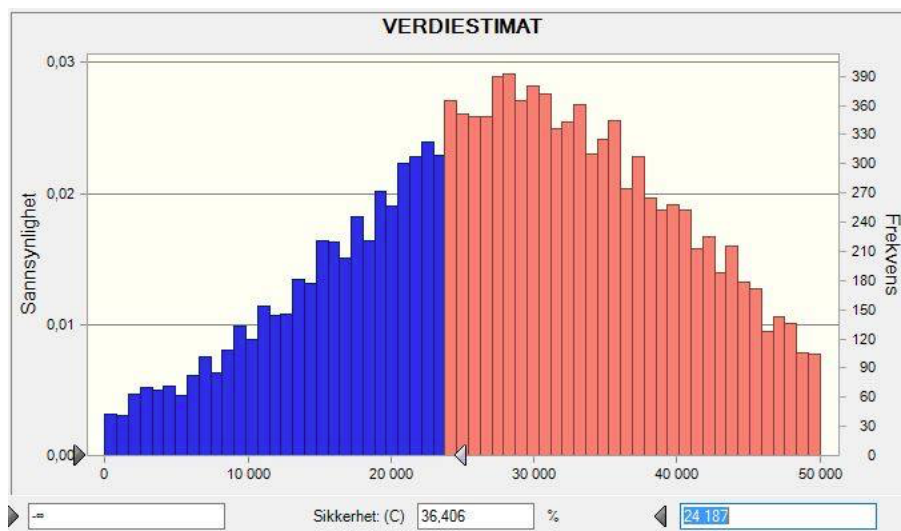
Simulering

Ved å bruke Crystal Ball i Excel kan man gjøre om de kritiske verdidriverne driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler til stokastiske variabler for å gjøre det om til en fordeling istedenfor punktestimater. Punktestimatene som gjøres stokastiske er budsjettpunktene som er utgangspunkt for den lineære utviklingen i budsjettet, jmfør kapittel 9. I tillegg gjøres risikofri rente, markedsrisikopremien og egenkapitalbeta stokastiske i budsjettthorisonen T. For å beregne de stokastiske variablene er det forutsatt en normal- eller uniform fordeling basert på estimatene og historisk standardavvik.



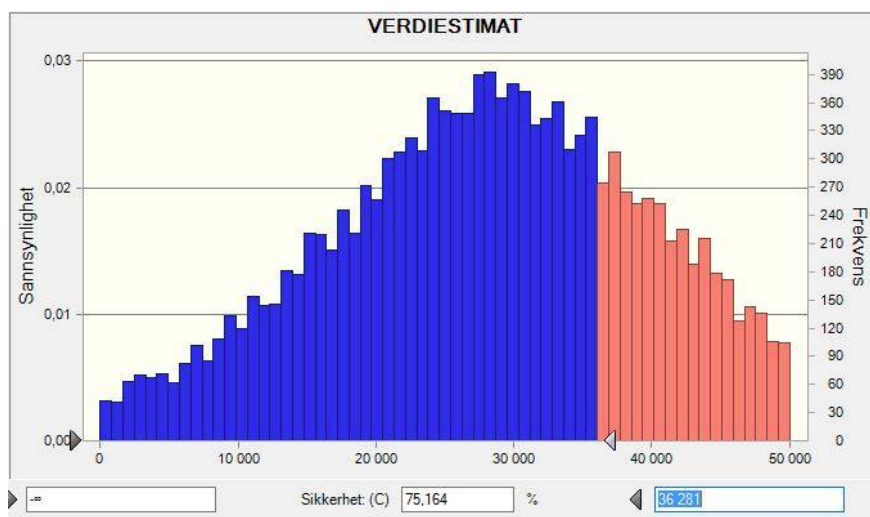
Figur 49: Crystal ball-simulering

Det ble gjennomført 15 000 trekninger og for å eliminere ekstreme verdier ble simuleringen begrenset til å vise verdier for egenkapitalen mellom 0 og 50 000. Som figuren over viser er gjennomsnittet på 27 600 og medianen på 27 965 noe lavere enn verdiestimatet på 30 234. Variasjonskoeffisienten, eller det prosentvise standardavviket, fra simuleringen er 0,41. Til sammenligning er den kalkulerede variasjonskoeffisienten til Veidekke-aksjen over analyseperioden 0,33, noe som kan indikere at det prosentvise standardavviket i simuleringen kanskje er litt høyt. Siden verdiestimatet ble justert for konkurs ser man at simuleringen ikke gav noen treff på en estimert verdi lik 0. Videre kan man analysere hva sannsynligheten er for at aksjen skal gå en viss retning, kalt nedsiderisiko og oppsidepotensial (Knivsflå, 2016).



Figur 50: Nedsiderisiko

Sannsynligheten for at verdien blir 80% av verdiestimatet eller lavere er 36,4%.

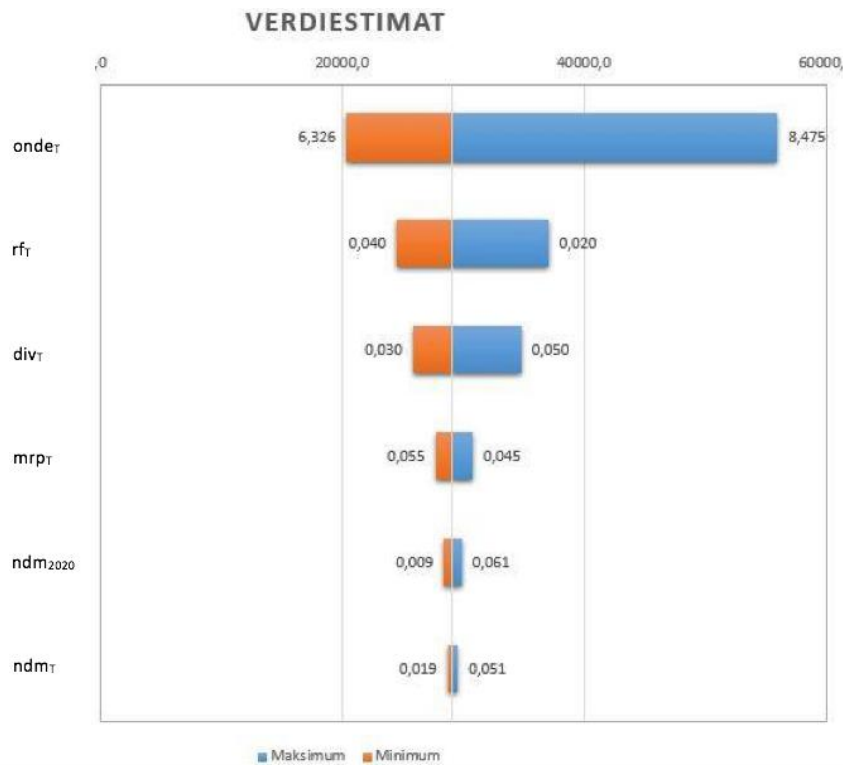


Figur 51: Oppsidepotensial

Sannsynligheten for at verdien blir 120% av verdiestimatet eller høyere er 75,2%. Det er altså en betydelig mye større oppside ved risikoen til verdien av selskapet.

Sensitivitetsanalyse

Basert på de kritiske verdidriverne nevnt over kan Crystal ball også utføre en sensitivitetsanalyse. Dette vil vise hvordan disse driverne påvirker verdiestimatets verdi. Effekten blir presentert i et tornado-diagram for å tydelig få frem hvilke verdier som har størst innvirkning (Knivsflå, 2016).



Figur 52: Tornado-diagram

Som diagrammet over viser er det verdiene i budsjetthorisonten som har størst effekt på verdiestimatet. Dette henger sammen med det faktum at terminalverdien i verdsettelsesmodellene utgjør en stor del av verdiestimatet. Fra driften er det omløpet til netto driftseiendeler som har klart størst effekt på verdiestimatet. Dette kommer nok av at bransjefordelen til Veidekke er forventet å reduseres over tid i tråd med teorien om ”mean reverting” og den lille ressursfordelen selskapet innehar kommer av omløpsfordelen deres. Fremtidig strategisk fordel er derfor tett knyttet til denne verdidriveren. Driftsinntektsveksten har også relativt stor betydning, som er forståelig med tanke på at mesteparten av fremtidsbudsjettet er basert på nettopp denne verdidriveren. Også risikofri rente har stor effekt på verdiestimatet, noe som er i tråd med tidligere diskusjon om hvordan dagens lave rentenivåer påvirker egenkapitalkravet som igjen gir en viss oppblåsing av verdiestimatet fordi diskonteringsraten blir lav.

11.6 Oppsummering verdiestimat

Som med alle estimater knytter det seg mye usikkerhet til verdien. Sensitivitetsanalysen over viser at relativt små endringer i faktorer som omløpet til netto driftseiendeler og risikofri rente kan gi stort utslag på verdiestimatet. Både gjennomsnittet og medianen fra simuleringen var under verdiestimatet, men samtidig var oppsidepotensialet betydelig større enn

nedsiderisikoen. Alt dette må tas i betraktning når man skal konkludere med en handlingsstrategi i kapittel 13 basert på det endelige verdiestimatet på NOK 225,54 per aksje.

12. Komparativ verdivurdering

For å supplere verdiestimatet i forrige kapittel vil også multiplikatormodeller bli brukt for å få en komparativ verdivurdering (Knivsflå, 2016).

12.1 Multiplikatormodellen

Det finnes to modeller innen komparativ verdivurdering; multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Sistnevnte brukes for å estimere salgsverdier i markedet og er hovedsakelig brukt ved konkurs eller salg (Knivsflå, 2016). I denne utredningen er det derfor kun multiplikatormodellen som vil bli brukt da denne er mest hensiktsmessig med tanke på den lave konkursrisikoen til Veidekke, jamfør syntetisk rating i kapittel 6 og 9, og forutsetning om fortsatt drift (Veidekke, 2015b).

Rammeverk for verdivurdering med multiplikator:

1. Finn en passende basis (multiplikator)
2. Finn n komparative virksomheter
3. Regn ut og eventuelt juster den komparative multiplikatoren
4. Regn ut det komparative verdiestimatet
5. Handling på grunnlag av estimatet

(Knivsflå, 2016)

Ved bruk av forskjellige multiplikatorer kan man vurdere verdien av et selskap basert på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Komparativ verdivurdering forutsetter at markedet fungerer og priser i henhold til de underliggende verdiene, men markedet vil uten tvil feilprise enkelte aksjer i perioder. Forutsetningen er likevel at markedet i gjennomsnitt priser riktig og at disse enkeltfeilene vil bli rettet opp over tid (Damodaran, 2012). Når man verdsetter med multipler tar man utgangspunkt i et tall fra resultat- eller balanseoppstillingen og multipliserer det med en komparativ multiplikator. På denne måten estimeres nåverdien av fremtidige kontantstrømmer indirekte gjennom prisingen av andre selskaper, i motsetning til fundamental verdsettelse hvor man estimerer verdien av selskapet direkte gjennom diskontering av fremtidige kontantstrømmer. Man forutsetter altså at forholdet mellom verdi og faktoren er den samme, men det er ikke sikkert at de underliggende verdiene i selskapene er like og dermed har de samme vekstmulighetene og lønnsomheten (Kaldestad og Møller, 2011).

Et av problemene med komparativ verdivurdering er at bruken av multipler kan misbrukes og manipuleres for å gi det estimatet man ønsker ved å velge spesifikke multiplikatorer og sammenlignbare selskaper. Hvilke bedrifter man mener er sammenlignbare er uansett en subjektiv mening og det kan være vanskelig å finne gode sammenligningsgrunnlag fordi man må ta implisitte forutsetninger om sammenlignbarhet i forhold til størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko. Det er vanskelig å si hvor mye disse underliggende forskjellene har å si på verdiesimatet (Kaldestad og Møller, 2011). Fundamental verdivurdering bruker også subjektive meninger og vil farges av hvem som utfører verdsettelsen, men her må forutsetningene gjøres langt mer rede for enn ved komparativ verdivurdering hvor man bare den komparative multiplikatoren (Damodaran, 2012).

Den største fordelen med komparativ verdivurdering er at verdsettelsesteknikken er en relativt enkel og rask teknikk, og dermed mindre kostbar å gjennomføre. Dette er nok hovedårsaken til at den er benyttet så mye i praksis, men siden komparativ verdivurdering avhenger så mye av sammenligningsgrunnlaget er det viktig å bruke flere multipler slik at man får et gjennomsnittlig estimat (Knivsflå, 2016). Det er også gunstig å bruke verdiesimatet fra en komparativ verdivurdering som en slags ”benchmark” til å sammenligne den fundamentale verdsettelsen etter. Da kan man få en indikasjon på om man har over- eller undervurdert verdiesimatet siden nåverdien av fremtidige kontantstrømmer er såpass følsom for endringer i vekstforutsetninger og avkastningskravet. En annen god grunn til å komplimentere en fundamental verdsettelse med en komparativ verdsettelse er at verdiene da er basert på markedspriser og ikke de indre verdiene i et selskap, bedre kjent som ”intrinsic value”. Dermed kan man få et estimat på hva man kunne solgt selskapet for i dag uten å ha realisert verdien av de fremtidige kontantstrømmene. Dette gjør det derimot vanskeligere å finne feilprisede aksjer som kan være gode investeringsmuligheter (Kaldestad og Møller, 2011).

12.2 Verdiestimat

For å kunne beregne den komparative multiplikatoren må man finne de sammenlignbare selskapene. I denne utredningen vil det fortsatt være AF Gruppen, NCC og Skanska som sammen med Veidekke har utgjort den komparative bransjen. Regnskapstallene bør være normaliserte slik at de er mer egnet til å predikere framtidig verdi (Knivsflå, 2016).

Regnskapstallene som vil bli brukt er derfor de justerte og normaliserte tallene fra kapittel 5 som presentert under:

Tabell 12.1: Regnskapstall for beregning av multiplikatorer

	Veidekke	AF Gruppen	NCC	Skanska
Aksjekurs i NOK, 30.12.2015	108,5	139,5	164,1	157,7
Utestående aksjer	133,7	92,7	107,8	411,0
Markedsverdi egenkapital	14 506	12 929	17 691	64 827
Bokført egenkapital	3 218	1 561	9 691	24 079
Netto driftskapital	4 245	1 294	14 241	15 085
Netto finansiell gjeld	1 027	-526	4 527	-9 121
Enterprise value (VNDK)	15 533	12 403	22 218	55 706
Nettoresultat til egenkapital	711	550	1 958	4 595
EBIT (NDR)	729	665	2 359	4 886
EBITDA (NDR + avskrivninger)	1 166	1 013	3 399	6 694

Alle tall er oppgitt i millioner NOK utenom aksjekurs og utestående aksjer.

Multiplikatorene som vil bli brukt i denne utredningen er:

- Pris/Bok (P/B)
- Pris/Fortjeneste (P/E)
- EV/EBITDA
- EV/EBIT

Den første er balanseorientert mens de tre andre er resultatorientert. Man kan også bruke ikke-finansielle multiplikatorer, men når man har datagrunnlag for å bruke de ovennevnte multiplikatorene vil ikke dette være nødvendig. I likhet med fundamental verdivurdering finnes det en egenkapital- og selskapskapitalmetode innen multiplikatormodellen. Med egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen direkte, mens med selskapskapitalmetoden verdsettes egenkapitalen indirekte gjennom å verdsette selskapskapitalen for deretter å trekke fra netto finansiell gjeld. Den komparative multiplikatoren er enten medianen eller gjennomsnittet av multiplikatoren i de komparative selskapene. Medianen er mindre påvirket av eventuelle ekstreme multiplikatorer og vil derfor brukes i denne utredningen (Knivsflå, 2016).

Pris/Bok (P/B)

Denne multiplikatoren er balanseorientert og kan si noe om selskapets evne til å skape merverdier med selskapets eiendeler ved at markedsverdien enten er høyere eller lavere enn

den bokførte verdien. Problemet med denne metoden er at regnskapsføringen kan gi svært ulike verdier, spesielt hvis det store immaterielle eiendeler og forskjeller i avskrivningsprofil. Investeringer i immaterielle eiendeler blir ofte kostnadsført og dermed blir egenkapitalen undervurdert. Det vil også være store forskjeller mellom selskaper som har vokst gjennom fusjoner og oppkjøp kontra organisk vekst. På grunn av dette vil P/B gi best estimat i bransjer med mye materielle verdier. Den kan også brukes for å sjekke rimeligheten av lønnsomhetsforventningene siden de viktigste faktorene bak multiplikatoren er egenkapitalrentabiliteten og avkastningskravet. Hvis selskapet har en høy P/B indikerer det at selskapet vil ha en strategisk fordel fremover gjennom bransjefordeler eller ressursfordeler. Hvis derfor P/B ikke stemmer overens med den strategiske rentabilitetsanalysen og forventningene om fremtidig strategisk fordel vil det være en god indikasjon på at man har vært for optimistisk i fremtidsregnskapet (Kaldestad og Møller, 2011).

Formelen for multiplikatoren er som følger:

$$P/B = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Balanseført egenkapital per aksje}} = \frac{VEK}{EK}$$

Hvor:

VEK = Markedsverdi egenkapital

EK = balanseført egenkapital

For å ta høyde for ulikheter i kapitalstrukturen vil selskapskapitalmetoden benyttes:

$$VEK = m_k * NDK - NFG$$

Hvor:

$$m_k = \frac{\text{Markedsverdi EK+NFG}}{NDK} = \frac{VNDK}{NDK}$$

NDK = netto driftskapital

NFG = netto finansiell gjeld

(Knivsflå, 2016)

Tabell 12.2: Pris/bok estimat

P/B	Veidekke	AF Gruppen	NCC	Skanska
Markedsverdi egenkapital	14 506	12 929	17 691	64 827
Netto finansiell gjeld	1 027	-526	4 527	-9 121
VNDK	15 533	12 403	22 218	55 706
VNDK/NDK	3,66	9,58	1,56	3,69
Multiplikator (median)	3,68			
Verdiestimat per aksje	109			

Pris/fortjeneste (P/E)

Dette er en av de mest brukte multiplene og er best kjent under den engelske forkortelsen P/E (Price/Earnings). Denne multiplikatoren er resultat- og kontantstrømorientert. Resultatet kan være et godt estimat for selskaper som har nådd en moderat og stabil vekstfase slik som Veidekke. Problemet med denne metoden er at den ikke tar i betraktning forskjeller i risiko og kapitalbehov. I tillegg er resultat etter skatt såpass langt ned i resultatregnskapet at det har blitt påvirket av ulike regnskapsregler. Multiplikatoren varierer ikke så mye fra bransje til bransje og man kan derfor sammenligne nivået på tvers av bransjer. Det burde likevel være en sekundær multiplenummer på grunn av manglende hensyn til kapitalbehovet (Kaldestad og Møller, 2011).

Formelen til denne multiplikatoren er som følger:

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Nettoreultat til egenkapital}}$$

Man kan enten bruke dagens resultat eller resultatet for en periode frem hvis resultatet ikke er normalisert. Siden dagens resultat er normalisert vil dette bli brukt.

Denne multiplikatoren blir også påvirket av finansiell gearing og det kunne derfor vært fordelaktig å bruke selskapskapitalmetoden for å justere for forskjeller i kapitalstrukturen, men da blir denne multiplikatoren lik EV/EBIT. P/E vil derfor bli beregnet med som vist ovenfor med de svakhetene det medfører for å ha flere verdierestimer.

Tabell 12.3: Pris/fortjeneste estimat

P/E	Veidekke	AF Gruppen	NCC	Skanska
VEK/NRE	20,39	23,49	9,04	14,11
Multiplikator (median)	17,25			
Verdiestimat per aksje	91,8			

EV/EBITDA

Dette er en av de mest brukte multiplene når det kommer til kjøp og salg av virksomheter fordi man kan sammenligne den underliggende driften. Ved å se på driftsresultatet før avskrivninger unngår man forskjeller på grunn av ulik behandling av avskrivninger og goodwill. Problemet med denne multiplikatoren er at den ikke tar i betraktning fremtidig

investeringsbehov og forskjeller i risiko. Den må derfor brukes sammen med andre multipler som ikke ignorerer investeringsbehovet, som for eksempel EV/EBIT.

Formelen for denne multiplikatoren er som følger:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Markedsverdi av EK + NFG}}{\text{Driftsresultatet før avskrivning}}$$

Hvor:

EV = enterprise value = selskapsverdi = VNDK

NFG = netto finansiell gjeld

Verdiestimatet blir beregnet med følgende formel:

$$VEK = m_k \cdot EBITDA - NFG$$

(Kaldestad og Møller, 2011)

Tabell 12.4: EV/EBITDA estimat

EV/EBITDA	Veidekke	AF Gruppen	NCC	Skanska
Enterprise value (VNDK)	15 533	12 403	22 218	55 706
EBITDA (NDR + avskrivninger)	1 166	1 013	3 399	6 694
EV/EBITDA	13,32	12,24	6,54	8,32
Multiplikator (median)	10,28			
Verdiestimat per aksje	82			

EV/EBIT

Denne multiplikatoren sammenligner også den underliggende driften, men tar i tillegg hensyn til investeringsbehov gjennom å inkludere avskrivninger. Dog ignorerer den også forskjeller i risiko i likhet med EV/EBITDA. En ulempe med at avskrivninger tas med er at forskjeller i regnskapspraksis kan gjøre sammenligningsgrunnlaget dårligere. Igjen er det viktig at man bruker flere multipler for å få et helhetlig bilde av verdien til selskapet slik som i denne utredningen.

Multiplikatoren har følgende formel:

$$EV/EBIT = \frac{VNDK}{NDR}$$

Hvor:

VNDK = Markedsverdi EK + netto finansiell gjeld (EV)

NDR = netto driftsresultat (EBIT)

Verdiestimatet blir beregnet med følgende formel:

$$VEK = m_k * EBIT - NFG$$

(Kaldestad og Møller, 2011)

Tabell 12.5: EV/EBIT estimat

EV/EBIT	Veidekke	AF Gruppen	NCC	Skanska
VNDK/NDR	21,31	18,66	9,42	11,40
Multiplikator (median)	15,03			
Verdiestimat per aksje	74,3			

12.3 Oppsummering

Multiplikatorene estimert ovenfor stemmer ganske godt overens med data fra Damodaran (2017) sin hjemmeside, noe som er en grei bekreftelse på at estimatene er relativt rimelige. Det må likevel nevnes at forskjeller i selskapene, spesielt størrelse, resulterer i usikkerhet rundt estimatet da likhet er forutsetningen for metoden. Som det har blitt presisert har hver multiplikator sine fordeler og ulemper, og det er derfor lønnsomt å lage et gjennomsnittlig estimat:

Tabell 12.6: Komparativt verdiestimat

	Veidekke
P/B	109
P/E	91,8
EV/EBITDA	82
EV/EBIT	74,3
Gjennomsnittlig estimat per aksje	89,3

P/B er nesten helt lik som aksjekursen, mens de tre andre ligger et stykke under aksjekursen per 30.12.2015 på 108,5. Basert på den komparative verdivurderingen alene ville anbefalingen for Veidekkeaksjen vært å selge.

13. Konklusjon og handlingsstrategi

Målsetningen med denne oppgaven var som sagt i første kapittel å verdsette Veidekke basert på selskapets underliggende økonomiske forhold. Gjennom den strategiske regnskapsanalysen har det kommet frem at Veidekke sin strategiske fordel kommer av bransjefordeler, men at de operer i en bransje med sterk konkurranse med fokus på pris som presser marginene. I Norge er de en klar markedsleder og det er her mesteparten av virksomheten drives, men de opplever sterkere konkurranse fra utlandet på grunn av økende størrelse på prosjektene som blir lagt ut på anbud fra det offentlige. Det er derfor viktig at selskapet fokuserer på lønnsom vekst fremover for å beholde markedsposisjonen sin.

Gjennom den fundamentale verdsettelsen har Veidekke blitt estimert til å være verdt NOK 225,54 per aksje. Som påpekt tidligere ble avkastningskravene beregnet i kapittel 7 ganske lave sammenlignet med mer normaliserte nivåer. Dette fører til at verdien blir noe blåst opp i forhold til hva de fundamentale forholdene kanskje skulle tilsi, men det er likevel en god indikator på verdien av selskapet. I tillegg inneholder estimatet usikkerhet som kan påvirke verdien mye, avhengig av hvordan fremtiden utspiller seg, jamfør sensitivitetsanalysen i kapittel 11. Det er også verdt å kommentere at verdiesimatet fra den fundamentale verdsettelsen er basert på selskapets totalverdi og vil ha en høyere verdi enn enkeltaksjer som implisitt inneholder en form for minoritetsrabatt. En sammenligning av verdiesimatet med aksjekursen vil derfor være noe feilaktig, men estimatet vil fortsatt vise den underliggende verdien av selskapet og dermed hvilken retning man kan anta aksjekursen vil ta. For å supplere dette estimatet ble det også estimert en verdi ved bruk av multiplikatormodellen på NOK 89,3 per aksje. Dette er betraktelig mye lavere enn verdiesimatet fra den fundamentale verdsettelsen, men også dette estimatet inneholder en del usikkerhet. Hovedvekten i konklusjonen vil legges på den fundamentale verdsettelsen, men resultatet fra multiplikatormodellen tas i betraktning når det anbefales en handlingsstrategi.

Det er ingen tvil om at Veidekke er et solid selskap med relativt lønnsom drift i en bransje de har operert i over mange tiår og kommer høyst sannsynlig til å fortsette med det. På bakgrunn av analysen i denne utredningen og aksjekursen per 30.12.2015 på NOK 108,50 konkluderes det med en kjøpsanbefaling. Dette er i tråd med meglerhusanbefalinger og ser man på utviklingen i aksjekursen fra verdsettelsestidspunktet og et år frem i tid, til 30.12.2016 da

aksjekursen var 123,50, ser man at denne handlingsstrategien ville gitt en avkastning på +13,82% (DN Investor, 2017).

Litteraturliste

Artikler

- Black, F. (1972). *Capital market equilibrium with restricted borrowing*. Journal of Business.
- Fama, E.F. og French, K.R. (2004). *The capital asset pricing model: theory and evidence*. Journal of Economic Perspectives.
- Gjesdal, F. (2012). *Valg av verdsettelsesmodell*. Magma Nr: 2-2012.
- Håkansson, H og Ingemansson, M. (2012). *Konkurransen som hinder for innovasjon og teknisk fornyelse i byggenæringen*. Magma Nr: 7-2012.
- Kinserdal, F. (2017a). *Hvilke avkastningskrav og vekstforventninger når renten er lav*. Magma Nr: 3-2017.
- Lem, C.H. (2009). *Beyond budgeting – Forlater budsjettene – øker verdiskapningen*. Magma Nr: 10-2009.
- Miller, M.H. og Modigliani, F. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. The American Economic Review.
- Ross, S.A. (1977). *The capital asset pricing model (CAPM). Short sales restrictions and related issues*. Journal of Finance.
- Schølberg, O. (2009). *Finansteori anvendt i praksis*. Magma Nr: 8-2009.

Bøker

- Barney, J.B. og Hesterly, W.S. (2012). *Strategic management and competitive advantage, concepts and cases, fourth edition*. Pearson Education, Inc.
- Boye, K. og Meyer, C.B. (2008). «*Fusjoner og oppkjøp*». Cappelen Akademisk Forlag.
- Dahl, G.A, Hansen, T, Hoff, R, og Kinserdal, A. (2004). *Verdsettelse i teori og praksis, 3.opplag*. Cappelen Akademisk Forlag.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, third edition*. Wiley Finance.
- Gjesdal, F. og Johnsen, T. (1999). «*Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*». Cappelen Akademisk Forlag.
- Johnson, G., Whittington, R. og Scholes, E. (2011). *Exploring strategy, ninth edition*. Rotolito Lombarda.
- Kaldestad, Y. og Møller, B. (2011). *Verdivurdering, Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Den Norske Revisorforeningen.

Palepu, K.G., Healy, P.M. og Peek, E. (2013). *Business analysis and valuation: IFRS edition, third edition*. Seng Lee Press.

Penman, S.H. (2013). «*Financial statement analysis and security valuation*». 5.utgave. McGraw-Hill International Edition.

Forelesningsplansjer

Knivsflå, K. H. (2016). *BUS440/MRR413A – Rekneskapsanalyse og verdivurdering*. Norges Handelshøyskole.

Kinserdal, F. (2017b). *MRR443 - Verdsettelse i regnskapet*. Norges Handelshøyskole.

Nettsider

BNL.no. (2016a). *BNL mener*. Tilgjengelig fra: <http://www.bnl.no/politikk-og-analyse/bnl-mener/> (Lest 17.februar.2016)

BNL.no. (2016b). *Statistikk og marked*. Tilgjengelig fra: <http://www.bnl.no/politikk-og-analyse/statistikk-og-marked/> (Lest 17.februar.2016)

Bygg.no. (2015). *100 største, 2015*. Tilgjengelig fra: <http://www.bygg.no/100-storste> (Lest 19.januar 2016)

Bygg.no. (2016). *Norske entreprenører frykter for store kontrakter*. Tilgjengelig fra: <http://www.bygg.no/article/1265779> (Lest 15.juni.2017)

CGMA.org. (2016). *Porter's Five Forces of Competitive Position Analysis*. Tilgjengelig fra: <http://www.cgma.org/Resources/Tools/essential-tools/Pages/porters-five-forces.aspx?TestCookiesEnabled=redirect> (Lest 24.mai 2016)

Damodaran online. (2017). *Enterprise value multiples by sector*. Tilgjengelig fra: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html (Lest 02.mai.2017)

DN Investor (2017). *Veidekke*. Tilgjengelig fra: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S44/VEI/Veidekke> (Lest 14.juni.2017).

DN.no. (2017). *Skaper Norges femte største entreprenør*. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/nyheter/2017/01/19/2038/Bygg-og-anlegg/skaper-norges-femte-storste-entreprenor> (Lest 15.juni.2017).

DN.no. (2016a). *Skyggespill*. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/meninger/debatt/2016/08/29/2145/Kreditt/skyggespill> (Lest 07.mars.2017)

DN.no. (2016b). *Veidekke*. Tilgjengelig fra: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S44/VEI/Veidekke> (Lest 12.mars.2016)

EBA.no. (2016a). *En lønnsom og respektert næring*. Tilgjengelig fra: <http://www.eba.no/Naeringspolitikk/bygg/> (Lest 18.februar.2016)

EBA.no. (2016b). *Kompetansepolitikk*. Tilgjengelig fra: <http://www.eba.no/Naeringspolitikk/kompetanse-og-rekruttering/> (Lest 18.februar.2016)

Finanstilsynet.no. (2017). *Nedskrivningsvurderinger etter IAS 36 Verdifall på eiendeler*. Tilgjengelig fra: http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rapport/2016/Nedskrivningsvurderinger_etter_IAS_36_oppsummering.pdf (Lest 19.mars.2017)

Lederkilden.no. (2017). *Finansielle nøkkeltall*. Tilgjengelig fra: https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/finansielle-nokkeltall#2937981 (Lest 1.februar.2017)

NCC.no. (2016). *Om NCC*. Tilgjengelig fra: <http://www.ncc.no/om-ncc/> (Lest 12.februar.2016)

Norges-Bank.no. (2016). *Valutakurser*. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/> (Lest 06.mai.2016)

Norges-Bank.no (2017). *Inflasjon*. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/> (Lest 26.april.2016)

Oslobors.no. (2016). *Veidekke*. Tilgjengelig fra: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/VEI.OSE/overview> (Lest 07.mars.2016)

PwC.no. (2015). *Risikopremien i det norske markedet 2015*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf> (Lest 29.mars.2017)

PwC.no. (2016). *Ny IFRS-standard for regnskapsføring av leieavtaler*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/nyheter/regnskap/regnskapsforing-av-leieavtaler.pdf> (Lest 30.januar.2017)

Regjeringen.no. (2015). *Skattereform for omstilling og vekst*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/skattereform-for-omstilling-og-vekst/id2457106/> (Lest 28.april.2017)

Skanska.se. (2016). *Om Skanska*. Tilgjengelig fra: <http://www.skanska.se/sv/Om-Skanska/> (Lest 12.februar.2016)

SSB.no. (2015). *Bygge- og anleggsvirksomhet, strukturstatistikk, 2014, foreløpige tall*. Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/statistikker/stbygganl> (Lest 17.februar.2016)

SSB.no. (2016a). *Konjunkturbarometer for industri og bergverk, 4. kvartal 2015*. Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/energi-og-industri/statistikker/kbar> (Lest 17.februar.2016)

SSB.no. (2016b). *Omsetning i bygge- og anleggsvirksomhet, 5.termin 2015*. Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/statistikker/byggnloms> (Lest 17.februar.2016)

SSB.no. (2016c). *Ordreindeks for bygge- og anleggsvirksomhet, 4.kvartal 2015*. Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/statistikker/byggnlord> (Lest 17.februar.2016)

SSB.no. (2016d). *Produksjonsindeks for bygge- og anleggsvirksomhet, 4.kvartal 2015*. Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/statistikker/byggnprod> (Lest 17.februar.2016)

SSB.no. (2017). *Makroøkonomiske hovedstørrelser 2004-2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/259660/makrookonomiske-hovedstorrelser-2004-2019.regnskap-og-prognoser.prosentvis-endring-fra-aret-for-der-ikke-annet-framgar> (Lest 27.mars.2017)

Våreveger.no. (2016). *Flest utenlandske entreprenører prekvalifisert til ny E18*. Tilgjengelig fra: <https://www.vareveger.no/artikler/flest-utenlandske-entreprenorer-prekvalifisert-til-ny-e18/350440> (Lest 15.juni.2017)

Veidekke.no. (2016). *Finansieringsstrategi*. Tilgjengelig fra: <http://veidekke.com/no/finansiell-informasjon/finansieringsstrategi/article86189.ece> (Lest 4.mars.2016)

Rapporter

AF Gruppen. (2016). *Årsrapport 2015*. AF Gruppen ASA

AF Gruppen. (2007-2015). *Årsrapport, 2006-2014*. AF Gruppen ASA

BNL. (2015). *Markedsrapport 2. halvår 2015*. Byggenæringens landsforening.

BNL. (2013). *10 på topp, byggenæringen 2013*. Byggenæringens landsforening.

Enova. (2014). *Ny teknologi for fremtidens yrkesbygg*. Enova.

NCC. (2016). *Annual report, 2015*. NCC AB.

NCC. (2007-2015). *Annual report, 2006-2014*. NCC AB.

Skanska. (2016). *Annual report 2015*. Skanska AB.

Skanska. (2007-2015). *Annual report, 2006-2014*. Skanska AB.

Sveriges Byggindustrier. (2015). *Byggkonjunktoren, Nr 4-2015*. Sveriges Byggindustrier.

Veidekke. (2016a). *Konjunkturrapport mars 2016*. Veidekke ASA.

Veidekke. (2016b). *Årsrapport 2015*. Veidekke ASA.

Veidekke. (2015a). *Samfunnsansvarsrapport 2014*. Veidekke ASA.

Veidekke. (2015b). *Årsrapport 2014*. Veidekke ASA.

Veidekke. (2007-2014). *Årsrapport, 2006-2013*. Veidekke ASA.

Vedlegg: Forkortelsesordliste

adk	Andre driftskostnader	LK	Lønn- og personalkostnader
afr	Annet fullstendig resultat	MF	Marginfordel
AK	Andre kostnader	MI	Minoritetsinteresser
AM	Anleggsmidler	mid	Minoritetsdel
AV	Avskrivninger	mik	Minoritetskrav
BFD	Bransjefordel drift	mir	Minoritetsrentabilitet
CAGR	Compound annual growth rate	MM	Miller & Modigliani
CAPM	Capital asset pricing model (kapitalverdimodellen)	MRD	Markedsrisikodelen
DAK	Driftsrelatert arbeidskapital	mrp	Markedets risikopremie
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	Netto driftsrelaterte anleggsmidler
DE	Driftseiendeler	NBU	Netto utbetalt utbytte
DF	Driftsfordel	NDE	Netto driftseiendeler
DG	Driftsrelatert gjeld	NDK	Netto driftskapital
DI	Driftsinntekter	ndk	Netto driftskrav
div	Driftsinntektsvekst	ndm	Netto driftsmargin
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	NDR	Netto driftsresultat
DR	Driftsresultat	ndr	Netto driftsrentabilitet
DSK	Driftsrelatert skattekostnad	ndss	Normalisert driftsskattesats
DSP	Dirty surplus	NFG	Netto finansiell gjeld
EBIT	Earnings before interest and taxes	nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization	nfgk	Netto fiansielt gjeldskrav
EK	Egenkapital	nfgr	Netto finansiell gjeldsrentabilitet
ekk	Egenkapitalkrav	NFI	Netto finansinntekter
ekp	Egenkapitalprosent	NFK	Netto finanskostnader
ekr	Egenkapitalrentabilitet	NKED	Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift

EV	Enterprise value (selskapsverdi), nåverdi av kontantstrømmer	NMR	Netto minoritetsresultat
FAM	Finansielle anleggsmidler	NRD	Netto driftsresultat fra egen virksomhet
FE	Finansielle eiendeler	NRE	Netto resultat til egenkapital
fed	Finansiell eiendelsdel	NRS	Netto resultat til sysselsatt kapital
FEIB	Inngående finansielle eiendeler	NRT	Netto resultat fra driftstilknnyttet virksomhet
fek	Finansielt eiendelskrav	OCI	Other comprehensive income
fer	Finansiell eiendelsrentabilitet	OF	Omløpsfordel
FEUB	Utgående finansielle eiendeler	OM	Omløpsmidler
FF	Finansieringsfordel	onde	Omløpet til netto driftseiendeler
FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler	P/B	Pris/Bok
FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld	P/E	Price/Earnings (pris/fortjeneste)
FG	Finansiell gjeld	PESTEL	Political, Economic, Social, Technological, Environmental, Legal
fgd	Finansiell gjeldsdel	rdg	Rentedekningsgrad
fgg	Finansiell gjeldsgrad	rf	Risikofri rente
fgk	Finansielt gjeldskrav	RFD	Ressursfordel drift
fgr	Finansiell gjeldsrentabilitet	SF	Strategisk fordel (superrentabilitet)
FI	Finansinntekt	SSE	Sysselsatte eiendeler
FK	Finanskostnad	SSK	Sysselsatt kapital
FKD	Fri kontantstrøm fra drift	ssk	Sysselsatt kapitalkrav
FKE	Fri kontantstrøm til egenkapital	T	Budsjetthorisont
FKFI	Fri kontantstrøm til finansielle investeringer	TE	Totale eiendeler
FKS	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	TK	Totalkapital

FNR	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	UB	Utgående balanse
FOM	Finansielle omløpsmidler	UNDR	Unormalt netto driftsresultat
FOR	Fordringer	UNFI	Unormale netto finansinntekter
FoU	Forskning og utvikling	UNFR	Unormalt netto finansresultat
FUT	Foreslått utbytte fra nettoresultat	UNMR	Unormalt netto minoritetsresultat
GFD	Gearingfordel drift	VAP	Value added processing
HOG	Head on gutted	VEK	Virkelig verdi egenkapital
IB	Inngående balanse	VK	Varekostnad
IFRS	International Financial Reporting Standard	VMI	Virkelig verdi minoritetsinteresser
INV	Investeringer	VNDK	Virkelig verdi netto driftskapital
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	VNFG	Virkelig verdi netto finansiell gjeld
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld	VRIO	Value, Rarity, Imitation, Organization
KFI	Kontantstrøm til finansielle investeringer	VSSK	Virkelig verdi sysselsatt kapital
KG	Kortsiktig gjeld	WACC	Weighted average cost of capital (vektet gjennomsnittlig kapital)
KON	Kontanter	ÅRE	Årsresultat
krp	Kreditrisikopremie		
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld		
LFG	Langsiktig finansiell gjeld		
LG	Langsiktig gjeld		
lg1	Likviditetsgrad 1		
lg2	Likviditetsgrad 2		