



UNIVERSITETET I
NORDLAND

HANDELSHØGSKOLEN I BODØ • HHB

Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA

Bacheloroppgave i EK208E – Regnskap og økonomistyring

Av

Vibeke Hermansen

Geir Arne G. Iversen

Bodø, 2014

Abstract

The main purpose of this bachelor thesis is to perform a valuation of the listed company Selvaag Bolig ASA.

Selvaag Bolig is a Norway-based company that engages in the development of residential properties. Through controlling the entire value chain from acquisition of land plots to sale of homes, they have grown to be the third biggest home builder in Norway in 2013. Their main focus is on the four biggest cities in Norway: Oslo, Bergen, Stavanger and Trondheim.

The calculations in this paper are based on DCF, CAPM and WACC. In the process of reaching a fair valuation price, there is also carried out both a strategic and a financial analysis. Our cash flows are estimated on the basis of these, and discounted using WACC. We estimated a market value of equity to NOK 1 991 029 000. The value was then divided by the number of shares, which results in a share price of NOK 21.23. The traded share price on Oslo Børs was NOK 20.00 at the time of valuation, on the 6th of June, 2014.

Forord

Denne oppgaven markerer avslutningen på bachelorstudiet i økonomi og ledelse ved Handelshøgskolen i Bodø, og er en del av profileringen regnskap og økonomistyring. Omfanget av oppgaven er på 15 studiepoeng, og har som hensikt å anvende den kunnskap og teori som er tilegnet gjennom studieforløpet.

Formålet med denne oppgaven har vært å gjennomføre en verdsettelse av Selvaag Bolig ASA. Bakgrunnen for at verdsettelse ble valgt som tema, er at vi har interesse av å lære mer om verdivurdering av selskap. I tillegg omfatter temaet store deler av pensumet gjennom bachelorstudiet.

Selvaag Bolig ASA ble valgt som observasjonsenhet, mye på grunn av dets spennende historikk, men også det faktum at selskapet er en relativ fersk aktør på Oslo Børs.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Einar Torrissen, som gjennom hele prosessen har vært tilgjengelig med gode råd og tilbakemeldinger. Vi vil i tillegg gi en stor takk til stipendiat Kristian Støre, for sin tilstedeværelse med god hjelp og nyttige råd.

Universitetet i Nordland avd. Handelshøgskolen i Bodø

Våren 2014

Vibeke Hermansen

Geir Arne G. Iversen

Sammendrag

Tema for denne oppgaven er verdsettelse. Vi har valgt å se nærmere på konsernet Selvaag Bolig ASA. Verdsettelsen er basert på en strategisk analyse og en regnskapsmessig analyse, samt beregning av avkastningskrav og fremtidige kontantoverskudd. Vi har utelukkende benyttet oss av sekundærdata, herunder blant annet statistikker og offentlig tilgjengelig informasjon i form av selskapets årsrapporter. Vi har i vår verdsettelse benyttet oss av en kontantstrømbasert modell, herunder total kapitalmetoden.

Problemstillingen for oppgaven er følgende:

”Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA”

Oppgaven har altså til hensikt å beregne et fornuftig verdiestimat på konsernet, og videre finne aksjekursen. Gjennom arbeidet frem mot dette, har vi anvendt relevant teori for de ulike analyser, verdsettelsesmodeller og avkastningskrav.

Selvaag Bolig er et boligutviklingselskap som opererer i hovedsak i Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim. Selskapet har en lang historie og har hatt en spennende utvikling de senere år.

For å kunne svare på vår problemstilling, har vi valgt en casestudie som vår forskningsdesign. I metodekapitlet utdypes i tillegg oppgavens kvalitet.

Vi har sett nærmere på generell teori rundt de ulike verdsettelsesmodeller og avkastningskravet. Her konkluderte vi med å anvende fremtidige kontantstrømmer til total kapitalen, som verdivurderingsgrunnlag.

Vi har i våre analyser avdekket at selskapet opererer i et stabilt makroøkonomisk miljø. I Selvaag Boligs satsningsområder ventes det en sterk folkevekst. Samtidig vil trolig konkurransen i bransjen tilspisses ytterligere, men selskapet har imidlertid en solid og handlekraftig ledelse.

Selvaag Bolig hadde i 2012 et godt år, og en noe svakere utvikling i 2013. Selskapet har dog en jevnt over sunn rentabilitet, likviditet og kapitalstruktur. En refinansiering i 2013 ga et positivt utslag på finansieringsstrukturen.

På bakgrunn av analyser, forutsetninger og valg, har vi beregnet fremtidige kontantstrømmer som er diskontert med et avkastningskrav til totalkapitalen på 4,5549 prosent. Vårt verdianslag gir en aksjeverdi på NOK 21,23. Per verdsettelsestidspunktet 6. juni 2014, var aksjekursen til Selvaag Bolig NOK 20,00. Vårt verdianslag er 6,15 prosent høyere enn hva markedet prissetter.

Verdiestimatet vårt beror på en rekke usikkerhetsmomenter, og vurderingen er noe høyere enn markedsprisen. Basert på våre forutsetninger kan aksjen muligens være noe underpriset i markedet.

Innholdsfortegnelse

Abstract	i
Forord	ii
Sammendrag.....	iii
Innholdsfortegnelse	v
Oversikt over tabeller	x
Oversikt over figurer	xii
Nøkkelord.....	xiii
1 Innledning.....	1
1.1 Bakgrunn	1
1.2 Problemstilling	1
1.3 Avgrensninger	1
1.4 Oppgavens struktur	2
2 Presentasjon av selskapet og bransjen.....	3
2.1 Innledning.....	3
2.2 Selvaag Bolig	3
2.3 Eiendomsbransjen	6
3 Metode.....	8
3.1 Teoretisk grunnlag.....	8
3.2 Forberedelse	9
3.2.1 Problemstilling	9
3.2.2 Forskningsdesign.....	10
3.2.2.1 Casestudie.....	11
3.3 Datainnsamling.....	11
3.4 Dataanalyse	12
3.5 Oppgavens kvalitet.....	13
3.5.1 Reliabilitet	13
3.5.2 Validitet.....	14
3.5.3 Svakheter i oppgaven	15
3.6 Rapportering.....	15
4 Ulike verdsettelsesmodeller	16
4.1 Innledning.....	16
4.2 Teoretisk grunnlag.....	16

4.3	Inntjeningsbasert tilnærming.....	17
4.3.1	Kontantstrømbaserte modeller	17
4.3.1.1	Fri kontantstrøm	18
4.3.1.2	Egenkapitalmetoden	20
4.3.1.3	Totalkapitalmetoden.....	21
4.3.2	Dividendemodellen	22
4.3.3	Residualfortjeneste	23
4.3.3.1	EVA-metoden.....	25
4.3.4	Normalresultatmetoden	25
4.4	Markedsbasert tilnærming.....	26
4.4.1	Resultat- og kontantstrømorienterte multipler	28
4.4.1.1	EV/Salg	28
4.4.1.2	EV/EBITDA.....	28
4.4.1.3	EV/EBIT.....	29
4.4.1.4	EV/EBITA.....	29
4.4.1.5	Price/Earnings	29
4.4.2	Balanseorienterte multipler	30
4.4.2.1	Price/Book.....	30
4.4.2.2	Price/Net Asset Value	31
4.4.3	Ikke-finansielle multipler	31
4.5	Balansebasert tilnærming	31
4.5.1	Matematisk verdi.....	31
4.5.2	Substansverdi	32
4.5.3	Likvidasjonsverdi	33
4.6	Kostbasert tilnærming	33
4.7	Opsjonsbasert tilnærming.....	34
4.8	Valg av verdsettelsesmodell.....	35
4.9	Oppsummering	36
5	Avkastningskrav.....	37
5.1	Innledning.....	37
5.2	Teoretisk grunnlag.....	37
5.3	Avkastningskravet til egenkapitalen	38
5.3.1	Kapitalverdimodellen	38
5.3.2	Risikofri rente.....	40
5.3.3	Beta.....	42

5.3.4	Markedets risikopremie	43
5.3.4.1	Historisk premie	44
5.3.4.2	Implisitt premie	44
5.3.4.3	Spørreundersøkelse	45
5.3.5	Skatt.....	45
5.3.6	Justeringer	45
5.4	Avkastningskravet til totalkapitalen.....	46
5.4.1	Veid gjennomsnittlig kapitalkostnad.....	46
5.4.2	Gjeldskostnad	47
5.4.3	Vekting av finansieringsstruktur	48
5.5	Oppsummering	49
6	Strategisk analyse	50
6.1	Innledning.....	50
6.2	Teori og bakgrunn	50
6.3	Analyse av makroomgivelser	51
6.3.1	Politiske forhold	53
6.3.2	Økonomiske forhold.....	55
6.3.2.1	Økonomisk vekst.....	55
6.3.2.2	Inflasjon.....	58
6.3.2.3	Valuta	59
6.3.3	Sosiokulturelle forhold	60
6.3.4	Teknologiske forhold	61
6.3.5	Miljømessige forhold	61
6.3.6	Juridiske forhold.....	62
6.4	Analyse av bransjen	62
6.4.1	Potensielle aktører i bransjen	63
6.4.2	Dagens konkurrenter	65
6.4.3	Substitutter	68
6.4.4	Kunder.....	69
6.4.5	Leverandører	70
6.5	Analyse av selskapet	71
6.5.1	Organisasjonsressurser	72
6.5.2	Relasjonsressurser	74
6.5.3	Menneskelige ressurser	75
6.5.4	Fysiske ressurser	75

6.5.5	Monetære ressurser	76
6.5.6	Selskapets konkurransefortrinn	76
6.6	SWOT-analyse	77
6.7	Oppsummering	77
7	Regnskapsanalyse.....	78
7.1	Innledning.....	78
7.2	Teori og redegjørelse for regnskapsanalysen	78
7.3	Klargjøring for regnskapsanalyse.....	79
7.3.1	Analyseperiode.....	79
7.3.2	Analysenivå.....	79
7.3.3	Sammenligningsgrunnlag.....	80
7.3.4	Omgruppering av regnskapet	81
7.3.5	Korrigering av regnskapet.....	83
7.3.6	Analysegrunnlag.....	84
7.4	Utviklingsanalyse	85
7.5	Nøkkeltallsanalyse	86
7.5.1	Rentabilitetsanalyser	87
7.5.1.1	Totalkapitalrentabilitet	87
7.5.1.2	Egenkapitalrentabilitet	89
7.5.1.3	Driftsmargin	91
7.5.2	Likviditetsanalyser	92
7.5.2.1	Likviditetsgrad 1	92
7.5.2.2	Likviditetsgrad 2	94
7.5.3	Kapitalstrukturanalyse.....	96
7.5.3.1	Finansieringsgrad 1	96
7.5.3.2	Arbeidskapital	97
7.5.3.3	Rentedekningsgrad	98
7.5.3.4	Gjeldsgrad	99
7.5.3.5	Egenkapitalandel	100
7.6	Konklusjon regnskapsanalyse	102
7.7	Oppsummering	103
8	Fastsettelse av avkastningskrav.....	104
8.1	Innledning.....	104
8.2	Avkastningskravet til egenkapitalen	104
8.2.1	Risikofri rente.....	104

8.2.2	Beta.....	107
8.2.3	Markedets risikopremie.....	110
8.2.4	Justeringer	111
8.2.5	Skatt.....	112
8.2.6	Fastsettelse ved bruk av CAPM	112
8.3	Avkastningskravet til totalkapitalen.....	113
8.3.1	Gjeldskostnad	113
8.3.2	Vekting av finansieringsstruktur	115
8.3.3	Fastsettelse ved bruk av WACC.....	115
8.4	Oppsummering	116
9	Verdsettelse av Selvaag Bolig.....	117
9.1	Innledning.....	117
9.2	Oversikt	117
9.3	Forutsetninger.....	118
9.4	Atypiske hendelser	119
9.5	Sentrale størrelser i totalkapitalmetoden	120
9.5.1	Driftsinntekter	121
9.5.2	Avskrivninger og amortisering.....	122
9.5.3	Andre driftskostnader	123
9.5.3.1	Prosjektkostnader	123
9.5.3.2	Lønns- og personalkostnader.....	124
9.5.3.3	Diverse andre driftskostnader.....	124
9.5.3.4	Samlede andre driftskostnader	125
9.5.4	Driftsresultat.....	126
9.5.5	Finansinntekter	127
9.5.6	Fremtidig resultat etter skatt.....	128
9.5.7	Investeringer i anleggsmidler	128
9.5.8	Økning i arbeidskapital	129
9.6	Fremtidsregnskapet	130
9.7	Diskontering av kontantoverskudd og verdsettelse.....	131
9.8	Oppsummering	134
10	Usikkerhet knyttet til verdsettelsen	135
10.1	Innledning.....	135
10.2	Sensitivitetsanalyse	135
10.2.1	Sensitivitet knyttet til avkastningskravet.....	135

10.2.2	Betasensitivitet	136
10.2.3	Inntektsendringer.....	136
10.3	Rimelighetsvurdering	137
10.4	Oppsummering	138
11	Avslutning	139
11.1	Innledning.....	139
11.2	Konklusjon på problemstilling	139
11.3	Avsluttende kommentar	140
	Litteraturliste	141
	Appendiks A: Analysegrunnlag	147
	Appendiks B: Utviklingsanalyse	150
	Appendiks C: Statsobligasjoner, beregning	153
	Appendiks D: Betaberegning, grunnlag	154
	Appendiks E: Beregning av P/E-tall	155
	Appendiks F: Multiplervurdering, beregning.....	156

Oversikt over tabeller

Tabell 4.1	Kontantstrøm til egenkapitalen	20
Tabell 4.2	Kontantstrøm til totalkapitalen.....	21
Tabell 4.3	Residualfortjeneste.....	24
Tabell 4.4	Mest benyttede multipler	27
Tabell 4.5	Substansverdi	32
Tabell 4.6	Likvidasjonsverdi.....	33
Tabell 6.1	Noen komponenter i PESTEL-analysen	53
Tabell 6.2	Befolkningsframskriving 2012-2040	60
Tabell 6.3	Største boligaktør 2013	67
Tabell 6.4	VRIN-oppsummering for Selvaag Bolig	76
Tabell 6.5	SWOT-analyse, oppsummering av funn	77
Tabell 7.1	Viktige hendelser i årsrapporter	83
Tabell 7.2	Nøkkeltall DuPont-modell	88
Tabell 7.3	Selvaag Boligs egenkapitalrentabilitet.....	90
Tabell 7.4	Selvaag Boligs driftsmargin.....	91

Tabell 7.5 Selvaag Boligs likviditetsgrad 1	94
Tabell 7.6 Selvaag Boligs likviditetsgrad 2	95
Tabell 7.7 Selvaag Boligs finansieringsgrad 1	97
Tabell 7.8 Selvaag Boligs arbeidskapital	98
Tabell 7.9 Selvaag Boligs rentedekningsgrad	99
Tabell 7.10 Selvaag Boligs gjeldsgrad	100
Tabell 7.11 Selvaag Boligs egenkapitalandel	101
Tabell 7.12 Oppsummering av nøkkeltallsanalyse	102
Tabell 8.1 Statsobligasjoner, daglige noteringer uke 12/2014	105
Tabell 8.2 Statsobligasjoner, årsgjennomsnitt siste fem år	105
Tabell 8.3 Statsobligasjoner, gjennomsnitt år 2000 til 2007	106
Tabell 8.4 Småselskapspremie	111
Tabell 8.5 Selvaag Boligs rentebærende gjeld	113
Tabell 8.6 Rentesatser	114
Tabell 9.1 Viktige hendelser i årsrapporter	119
Tabell 9.2 Kontantstrøm til totalkapitalen	120
Tabell 9.3 Historisk utvikling driftsinntekter	121
Tabell 9.4 Fremtidig utvikling driftsinntekter	122
Tabell 9.5 Historisk utvikling i avskrivning og amortisering	122
Tabell 9.6 Fremtidig utvikling i avskrivninger	122
Tabell 9.7 Historisk utvikling i prosjektkostnader	123
Tabell 9.8 Fremtidig utvikling i prosjektkostnader	123
Tabell 9.9 Historisk utvikling i lønns- og personalkostnader	124
Tabell 9.10 Fremtidig lønns- og personalkostnad	124
Tabell 9.11 Historisk utvikling i diverse andre driftskostnader	125
Tabell 9.12 Fremtidig utvikling diverse andre driftskostnader	125
Tabell 9.13 Samlede andre driftskostnader	125
Tabell 9.14 Fremtidig utvikling andre driftskostnader	126
Tabell 9.15 Driftsresultat	126
Tabell 9.16 Historisk utvikling i driftsresultat	126
Tabell 9.17 Fremtidig utvikling driftsresultat	127
Tabell 9.18 Historisk utvikling finansinntekter	127
Tabell 9.19 Fremtidig utvikling finansinntekter	128
Tabell 9.20 Fremtidig resultat etter skatt	128
Tabell 9.21 Fremtidig utvikling i avskrivninger	129

Tabell 9.22 Fremtidig utvikling avskrivninger	129
Tabell 9.23 Historisk utvikling i arbeidskapitalen	129
Tabell 9.24 Fremtidig utvikling i arbeidskapitalen	130
Tabell 9.25 Fremtidsregnskap	130
Tabell 9.26 Kontantstrøm til total kapital, notasjon	131
Tabell 9.27 Verdsettelse av Selvaag Bolig	133
Tabell 10.1 Sensitivitet avkastningskrav	135
Tabell 10.2 Sensitivitet betaverdi	136
Tabell 10.3 Sensitivitet, økning i driftsinntekter	137
Tabell 10.4 Sensitivitet, reduksjon i driftsinntekter	137
Tabell 10.5 Multipelvurdering	138

Oversikt over figurer

Figur 2.1 Oversikt over datterselskap (Årsrapport 2013)	4
Figur 2.2 Oversikt over aksjonærer (Årsrapport 2013)	5
Figur 3.1 Forskningsprosessen	8
Figur 5.1 Norske statsobligasjoner	41
Figur 6.1 "Top-down"-analyse	51
Figur 6.2 PESTEL fremstilling	52
Figur 6.3 BNP per innbygger i kroner	56
Figur 6.4 Renteprognoser (hentet fra Norges Bank)	57
Figur 6.5 KPI-anslag (hentet fra Norges Bank)	58
Figur 6.6 Porters five forces	63
Figur 7.1 Anbefalt oppsett av balanse	81
Figur 7.2 Produksjonsprosessen til Selvaag Bolig	82
Figur 7.3 DuPonts økonomiske modell	87
Figur 8.1 XY-plot av ukentlig avkastning, OSEAX og Selvaag Bolig	108
Figur 9.1 Aksjekurs Selvaag Bolig	134

Nøkkelord

CAPM	Capital Asset Pricing Model; kapitalverdimodellen
EV	Enterprise Value; virksomhetsverdi
EBIT	Earnings Before Interest and Tax; driftsresultat
EBITA/EBITDA	Earnings Before Interest Tax Depreciations and Amortizations; resultat før avskrivninger
NAV	Net Asset Value; salgsverdi av eiendeler fratrukket gjeld
NFF	Norske Finansanalytikerers Forening
PWC	PricewaterhouseCoopers
SNL	Store Norske Leksikon
SSB	Statistisk sentralbyrå
WACC	Weighted Average Cost of Capital; veid gjennomsnittlig kapitalkostnad

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Selvaag Bolig ASA, heretter omtalt som Selvaag Bolig, driver med boligutvikling, og styrer hele verdikjeden fra kjøp av tomt til salg av ferdigutviklede boliger. Selskapet har lang fartstid innenfor boligutvikling, og har over 60 år med opparbeidet erfaring. Historikken til Selvaag Bolig er spennende, og i de senere år har selskapet vært gjennom både fusjonering og børsnotering.

Et av temaene i profileringen regnskap og økonomistyring, var blant annet verdsettelse. Vår interesse av å finne ut mer om hvordan man beregner verdien av et selskap, var mye av bakgrunnen til hvorfor dette temaet ble valgt. Videre er Selvaag Bolig etter vårt skjønn et interessant selskap å se på, gitt deres historikk og hendelser i de senere år.

1.2 Problemstilling

Problemstillingen for bacheloroppgaven er som følger:

”Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA”

Oppgaven omhandler å estimere en fornuftig verdi av konsernet, samt en aksjeverdi. Da selskapet er børsnotert, vil dette estimatet bli sammenliknet med markedsverdien.

1.3 Avgrensninger

Vi har i all hovedsak basert vår oppgave på anerkjent litteratur, både fra Norge og utland. Litteraturen vi har benyttet omhandler i hovedsak verdsettelse, strategi og regnskapsanalyse. Siden vi er ute etter å estimere en verdi på et selskap, fremtrer vi i praksis som en ekstern

investor. Dette medfører at våre grunnlag for konklusjoner baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon om selskapet og dets omgivelser.

1.4 Oppgavens struktur

Vi har i dette kapitlet presentert oppgaven og dens bakgrunn, problemstilling og avgrensninger. Videre omfatter kapittel 2 en presentasjon av Selvaag Bolig og bransjen selskapet opererer i.

Kapittel 3 omhandler metode, og vi vil her gi en innsikt i forskningsprosessen. Vi vil blant annet redegjøre for problemstilling og forskningsdesign, samt diskutere oppgavens kvalitet.

I kapittel 4 gjennomgår vi teorien bak de ulike verdsettelsesmodellene, samt fastsetter vårt valg av modell. Videre redegjør vi i kapittel 5 for det teoretiske grunnlaget rundt et avkastningskrav. Her ser vi nærmere på avkastningskravet til henholdsvis egenkapitalen og totalkapitalen.

Kapittel 6 omhandler den strategiske analysen, hvor vi både presenterer teori for, og analyserer de interne og eksterne forholdene knyttet til Selvaag Bolig. Vi vil i kapittel 7 gjennomføre en regnskapsanalyse, med hovedvekt på å analysere selskapets lønnsomhet, likviditet og kapitalstruktur. Teori bak regnskapsanalysen og nøkkeltallene vil også bli presentert inngående.

I kapittel 8 beregner vi avkastningskravet til både egenkapitalen og totalkapitalen, på bakgrunn av teorien fra kapittel 5.

Kapittel 9 omfatter fremtidsregnskapet og selve verdsettelsen av Selvaag Bolig. Gjennom arbeidet med denne oppgaven har vi opparbeidet oss et visst grunnlag, da spesielt gjennom den strategiske og regnskapsmessige analysen. De forutsetninger, valg og beregninger som gjøres her, bygger følgelig på dette.

I kapittel 10 vurderer vi vår verdsettelse, både gjennom en sensitivitetsanalyse og en rimelighetsvurdering. Dette for å se hvordan effekt endringer i enkelte faktorer har på Selvaag Boligs estimerte markedsverdi, og for å vurdere om vår aksjepris er rimelig i forhold til markedet.

2 Presentasjon av selskapet og bransjen

2.1 Innledning

Vi vil i dette kapitlet presentere Selvaag Bolig, samt bransjen selskapet opererer i. Informasjon om selskapet har vi funnet i deres årsrapporter, Selvaag Boligs hjemmeside, samt Selvaag Gruppens hjemmeside.

2.2 Selvaag Bolig

Selvaag Bolig har historie helt bak til 1948, da ingeniør Olav Selvaag utviklet nye metoder for raskere og mer kostnadseffektiv bygging. Disse metodene fikk etter hvert økt tilstrømming, og i dag er Selvaag en anerkjent boligutvikler i Norge. Gjennom 60 år har selskapet oppført over 50 000 boliger.

Boligutviklingsvirksomheten til Selvaag Gruppen ble i august 2008 skilt ut, og driftet videre under navnet Selvaag Bolig. I 2011 fusjonerte Selvaag Bolig med Hansa Property og Selvaag Pluss Eiendom KS, som var tilknyttede investerings- og boligutviklingsselskap. De kjøpte også alle aksjene i boligutviklingsselskapet BO En.

Planen var opprinnelig at Selvaag Bolig skulle bli børsnotert i 2011, men på grunn av uro i finansmarkedene ble dette lagt på vent til 2012. Hovedgrunnen til at selskapet ble notert på Oslo Børs 14. juni 2012, var at selskapets eiere ønsket at selskapet skulle få likvider til å foreta eiendomsutvikling og utbygging i større skala. Selvaag Bolig omtaler seg selv som en utbytteaksje.

Selvaag Bolig er i dag en av Norges største boligutviklere, og ved utgangen av 2013 hadde konsernet 98 ansatte, fordelt på 64 i morselskapet og 38 i datterselskapene. Selskapet har til enhver tid flere tusen boliger under utvikling, og styrer verdikjeden fra tomtekjøp til salg av nøkkelferdig bolig. Omsetningen til Selvaag var i 2013 på NOK 2,2 milliarder, med 740 solgte boliger, og 1500 boliger i produksjon.

Selskapets fokus ligger i hovedsak på Stor-Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim. For å tilfredsstille ulike interessenter på boligmarkedet og tilpasse seg markedet, har Selvaag opprettet tre ulike boligkonsepter; Start, Hjem og Pluss. De tre konseptene dekker tre segmenter av kunder, og er som følger:

- **Start:** Arealeffektive leiligheter tilpasset førstegangskjøpere, plassert utenfor sentrum, men i nærheten av offentlig kommunikasjon. Løsningene er billige og standardiserte.
- **Hjem:** Leiligheter og rekkehus plassert i rolige og barnevennlige omgivelser, konseptet går ut på at boligen kan eies gjennom et helt livsløp.
- **Pluss:** Leiligheter med høy standard og ekstraserVICER som resepsjon, husvask og andre typiske hoteltjenester.

Selvaag Bolig har en rekke datterselskaper, hvorav to blir uthevet og presentert på selskapets hjemmesider. Selvaag Pluss Service er et selskap som leverer servicetjeneste til konseptet Pluss og Selvaag Bolig Modulbygg er et selskap som sikrer billige standardiserte moduler til både Selvaag Bolig og andre boligutviklere.

Datterselskap	Forretnings-kontor	Eier-/ stemme-andel	Egenkap. siste år (100 %)	Resultat siste år (100 %)	Balansført verdi
Selvaag Pluss AS	Oslo	100 %	148 641	(5 491)	191 872
Selvaag Bolig Modulbygg AS	Oslo	100 %	893	3 535	3 600
Selvaag Utsikten AS	Oslo	100 %	24 337	(723)	24 700
Selvaag Boligutvikling I AS	Oslo	100 %	1 000	(38)	2 176
Selvaag Boligmegling AS	Oslo	100 %	3 284	(5 470)	2 656
Selvaag Eiendomsoppgjør AS	Oslo	100 %	962	(496)	1 024
Selvaag Bolig Glassverket AS	Oslo	100 %	23 088	15 181	18 049
Selvaag Bolig Lørenskog AS	Oslo	100 %	166 398	321	167 200
Selvaag Bolig Ormerud AS	Oslo	100 %	1 737	(235)	2 200
Selvaag Bekkebakken AS	Oslo	100 %	2 045	11 946	8 000
Selvaag Skullerud AS	Oslo	100 %	4 853	26 260	5 000
Selvaag Bjørnåsen Nord AS	Oslo	100 %	18 150	(1 965)	14 920
Selvaag Løren 7 AS	Oslo	100 %	5 203	41 894	5 300
Selvaag Fernanda Nissen AS	Oslo	100 %	27 416	(1 181)	21 900
Selvaag Bolig Øst AS ¹⁾	Oslo	30 %	255 863	(21 643)	83 328
Selvaag Bolig Rogaland AS ²⁾	Stavanger	37,5 %	223 557	112 686	170 821
Selvaag Pluss Eiendom KS ³⁾	Oslo	66,7 %	397 520	40 041	375 281
HPG Øst AS	Oslo	100 %	344 869	16 153	452 696
HPG Vest AS	Oslo	100 %	28 605	1 071	7 190
H-Pro 5 AS	Oslo	100 %	31 481	(6 579)	20 734
Løren 2B AS ⁴⁾	Oslo	25,1 %	835	90	112
Løren 2B IS ⁵⁾	Oslo	24,8 %	43 943	13 615	0
Selvaag Bolig Ballerud AS	Oslo	100 %	(952)	(1 420)	1 000
Selvaag Bolig Avløs AS	Oslo	100 %	767	(186)	1 000
Selvaag Bolig Tomt II AS	Oslo	100,0 %	30	83	30
Selvaag Bolig Landås AS	Oslo	100,0 %	111	(546)	4 391
Øya Lervig Brygge AS	Stavanger	100,0 %	17 588	(5 331)	81 300
Balansført verdi 31.12.					1 666 479

- 1) Selskapet er eiet 30 % av morselskapet og 70 % av datterselskap
2) Selskapet er eiet 37,5 % av morselskapet og 62,5 % av datterselskap
3) Selskapet er eiet 66,7 % av morselskapet og 33,3 % av datterselskap
4) Selskapet er eiet 25,1 % av morselskapet og 71,3 % av datterselskap
5) Selskapet er eiet 24,8 % av morselskapet og 71,6 % av datterselskap

Figur 2.1 Oversikt over datterselskap (Årsrapport 2013)

Majoriteten av disse er aksjeselskap opprettet i forbindelse med tomtekjøp og utvikling av eiendommen til bolig. Datterselskapene har også en rekke datterselskap, og selskapet har også noen tilknyttede selskaper.

Selvaag Bolig hadde ved inngangen til 2014, 863 aksjonærer, hvor 55 av disse var utenlandske. Den 8. april 2014 endte aksjekursen på Oslo Børs ved 17,70.

20 største aksjonærer pr 31.12.2013	Antall aksjer	Eierandel
SELVAAG GRUPPEN AS	50 180 087	53,5 %
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	5 943 767	6,3 %
IKM EIENDOM AS	3 575 624	3,8 %
MP PENSJON PK	3 480 000	3,7 %
SKIPS AS TUDOR	2 839 477	3,0 %
HAVFONN AS	2 144 856	2,3 %
T S EIENDOM AS	1 782 568	1,9 %
PARETO AS	1 490 000	1,6 %
STOREBRAND VERDI	1 212 107	1,3 %
HOLBERG NORGE	1 205 334	1,3 %
HOLBERG NORDEN	1 100 000	1,2 %
HOLTA INVEST AS	1 050 000	1,1 %
UTHALDEN A/S	1 004 613	1,1 %
STOREBRAND NORGE I	818 441	0,9 %
J.P. MORGAN CHASE BANK N.A. LONDON	750 000	0,8 %
VERDIPAPIRFONDET OMEGA INVESTMENT	700 000	0,7 %
STOREBRAND AKSJE INNLAND	618 301	0,7 %
ODIN EIENDOM	537 542	0,6 %
HUSTADLITT A/S	501 449	0,5 %
SEB LONDON	452 349	0,5 %
Sum 20 største aksjonærer	81 386 515	86,8 %
Øvrige aksjonærer	12 379 173	13,2 %
Totalt antall aksjer	93 765 688	100,0 %

Figur 2.2 Oversikt over aksjonærer (Årsrapport 2013)

Selvaag Bolig har, basert på en enestående evne til å utvikle kompetanse, som mål å være ledende boligbygger i Norge. For å oppnå dette målet, har selskapet satt seg to verdier som de ønsker skal belyse alt de foretar seg. Verdiene er sammenfattet i to ord; omtanke og skaperkraft. Selvaag Bolig vil i sitt arbeide bygge boliger for folk flest, og ønsker å legge til rette for gode bomiljøer og bedre byer. For Selvaag Bolig er ideene like viktig som evnen til å realisere dem.

2.3 Eiendomsbransjen

Eiendom er et omfattende begrep, men kan betegnes som et stykke land med en bygning oppå (Kaldestad og Møller 2011). Selvaag Bolig er en av Norges største boligutviklere, og opererer følgelig i eiendomsbransjen.

Eiendomsbransjen kjennetegnes for å være kapitalintensiv, samt at investeringene er knyttet til en meget langsiktig horisont (Dahl et al. 1997). Den langsiktige karakteren i bransjen er et resultat av at bygninger og tomter, i stor grad, har en lang levetid. Plassering og beliggenhet er derfor essensielt, da en feilinvestering ofte kan få store konsekvenser. For eiendomsselskaper er således selve investeringsbeslutningen, den viktigste beslutningen, og denne bør bygge på betydelig kompetanse.

Videre er også det å ha en finansiell strategi svært viktig for eiendomsselskapene, da eiendomsinvesteringer er meget kapitalkrevende. Det er essensielt å ha finansiell handlefrihet, herunder en god likviditet, tilfredsstillende soliditet og en solid mulighet for å ta opp lån (Dahl et al. 1997). Dette for å kunne utnytte muligheter når de byr seg, eller for å kunne ha noe å støtte seg på ved tilbakeslag eller nedgang.

Den forretningsmessige målsetningen for eiendomsselskapene, er å maksimere aksjonærenes avkastning, med den forutsetning at risikoen holdes på et akseptabelt nivå. Verdiskapningen for eiendomsselskaper skjer, i følge Dahl et al. (1997), primært gjennom tre typer aktiviteter:

- Eiendomsforvaltning
- Eiendomsutvikling
- Kjøp eller salg av eiendom

Eiendomsforvaltning går ut på å maksimere leieinntekter, og minimere drifts- og finanskostnader, samtidig som realverdien av eiendomsporteføljen opprettholdes.

Eiendomsforvaltningens målsetning er med andre ord å sørge for god drift og optimal finansiering av selskapets eksisterende, ferdigutviklede eiendommer.

Ved eiendomsutvikling ønsker man å øke verdien av eiendommene utover de kostnader som påløper før verdiøkningen inntreffer. Verdiskapningen kan være et resultat av eksempelvis nybyggings- eller ombyggingsprosjekt. Produksjonsprosessen i eiendomsutvikling er lang, og

selve verdiskapningen vil ofte ikke vises eller påvirke bokført resultat før i de etterfølgende år.

Kjøp eller salg av eiendom forutsetter evne og kunnskap til å vurdere eksisterende og nye eiendommer sitt inntekspotensial, opp mot eiendommenes markedsverdi. Videre er det også nødvendig med finansiell styrke, slik at man blant annet kan foreta gunstige kjøp på riktige tidspunkt (Dahl et al. 1997). Det essensielle ved kjøp eller salg av eiendom, er å ta hensyn til svingninger i markedet. Med dette menes at man forstår å kjøpe når prisene er generelt lave i markedet, og motsatt, selge når prisene er høye.

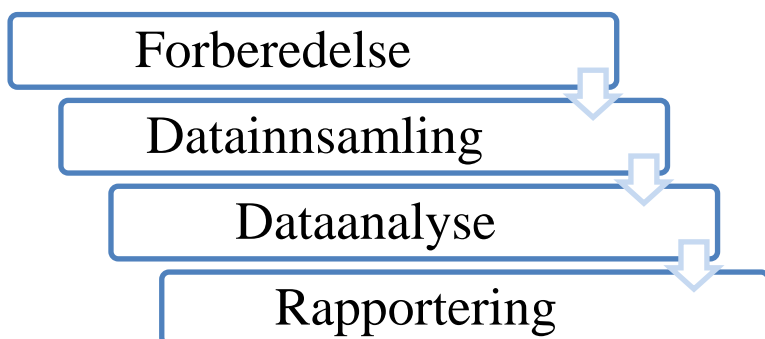
3 Metode

3.1 Teoretisk grunnlag

Ordet metode har røtter fra det greske ordet *methodos*, og betyr å følge en bestemt vei mot et mål (Johannessen et al. 2011). Samfunnsvitenskapelig metode omfatter veien å gå for å få fram informasjon om den sosiale virkeligheten, samt hvordan denne informasjonen skal analyseres, og videre hva den forteller oss om samfunnsmessige forhold og prosesser. Det dreier seg om empirisk forskning, altså det å samle inn, analysere og tolke data.

Metodelæren gir oss et rammeverk for en planmessig fremgangsmåte, med hvilke alternativer og konsekvenser som foreligger i en vitenskapelig forskningsprosess fra start til slutt. Ved å følge dette rammeverket, reduserer man, som forsker, sjansen til å manipulere data til å gi de resultater man ønsker. Man går forbi de raske konklusjonene man til dagligdags trekker, og stiller et høyere krav til bevisbyrden man trekker konklusjoner ut fra. For å kunne trekke konklusjoner som stemmer godt overens med virkeligheten, må man følge en forskningsprosess som går gjennom fire faser.

Denne fremgangsmåten vil vi følge videre i kapitlet (Johannessen et al. 2011):



Figur 3.1 Forskningsprosessen

3.2 Forberedelse

I den første fasen i et forskningsprosjekt eller en studentoppgave, begynner man med en idé, som utformes til et tema, og som videre presiseres til en problemstilling (Johannessen et al. 2011). Vår idé beror i stor grad på vårt fagfelt, og våre opparbeidede kunnskaper gjennom tre år på Handelshøgskolen i Bodø. Vi har begge valgt regnskap og økonomistyring som profilering på vårt bachelorstudium, hvor verdsettelse var et av fagområdene. Vi anså dette feltet som spennende, og formålet med oppgaven er å utvide vår kunnskap, samt å få en mer praktisk tilnærming til teorien rundt dette.

Etter litt diskusjon og veiledning, falt avgjørelsen på at vi ønsket å verdsette et selskap. For å kunne danne oss et bedre bilde av det valgte tema, er det nødvendig å sette seg inn i litteraturen (Johannessen et al. 2011). Dette for å kunne bygge et fundament vi kan benytte videre i forskningsprosessen, hvor det er nødvendig å fastsette en problemstilling som vi vil ha svar på. I vårt tilfelle ble det å se på faglitteratur som omhandler feltet, samt å se nærmere på de forskjellige delene som en verdsettelse bygger på.

For vårt vedkommende fant vi det spennende å se nærmere på et selskap som var notert på Oslo Børs, mye på grunn av muligheten til å sammenlikne vår vurdering opp mot markedets vurdering. Videre ønsket vi å se på andre selskap enn de som er mest representative på børsen, og valgte derfor et selskap som ikke inngår i OSEBX-indeksen. Vi valgte å se på OSEAX-indeksen, og fant et eiendomsutviklingselskap vi fant spennende. Selskapet ble notert på børsen i 2012, og har hatt en varierende utvikling siden noteringen. Vi ønsket derfor å benytte dette selskapet som vårt utgangspunkt for verdivurdering. Vi startet med en idé som videre ble utformet til et tema. For å kunne gå videre i forskningsprosessen må vi presisere en problemstilling som blir vårt videre utgangspunkt (Johannessen et al. 2011).

3.2.1 Problemstilling

For å gjøre et tema forskbart, er det essensielt å avgrense og konkretisere temaet (Johannessen et al. 2011). Resultatet av denne prosessen blir en problemstilling. En problemstilling er et spørsmål som stilles med et bestemt formål. Dette spørsmålet må være så presist, at det lar seg gjennomføre ved hjelp av samfunnsvitenskapelig metode (Johannessen et al. 2011). Den

utgjør med andre ord en svært viktig del av en undersøkelse, fordi undersøkelsens form fremkommer av denne (Johannessen et al. 2011). Problemstillingen avgjør teori og forskningsmetode, fordi disse skal gi best mulig svar på spørsmålet.

En problemstilling må både være konkret og avgrenset, samt generell og omfattende (Johannessen et al. 2011).

Vi har valgt følgende problemstilling:

“Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA”

Etter vår mening har vi et konkret bilde av hva vi ønsker å oppnå med vår oppgave, og vi mener problemstillingen oppfyller ovennevnte krav. Problemstillingen omfavner de tema som vi mener er interessant å se på i en forbindelse med en verdsettelse. En fastsatt problemstilling medbringer behovet for å ta stilling til neste steg i forskningsprosessen.

3.2.2 Forskningsdesign

I den tidlige fasen må det tas stilling til hva og hvem som skal undersøkes, samt hvordan undersøkelsen skal gjennomføres. I forskning er dette betegnet som forskningsdesign (Johannessen et al. 2011). Forskningsdesignen utgjør alle aspekter ved en undersøkelse, og fremstår som en strategi for å finne svar på problemstillingen. Problemstillingen vår er spisset inn på en spesiell observasjonsenhet. Vår observasjonsenhet er Selvaag Bolig ASA. For å fastsette verdien av dette selskapet er det essensielt å belyse flest mulig aspekter rundt selskapet. Et selskap består ikke kun av tall og pengeverdier, som utgjør harde data. Det består også av mennesker, aktiviteter og omgivelser, noe som kan betegnes som myke data. Det er derfor viktig å velge en forskningsdesign som kan belyse disse sidene, og gir oss muligheten til å se på hele bildet av observasjonsenheten. På grunn av vår problemstilling, og de behov denne medfører, mener vi derfor at det faller naturlig å benytte en casestudiedesign.

3.2.2.1 Casestudie

Ordet case har sitt utspring fra det latinske ordet *casus*, og betyr tilfelle. I en casestudie er det ett eller få tilfeller som studeres inngående, og en case kan være både et studieobjekt og en forskningsdesign (Johannessen et al. 2011). Vår observasjonsenhet, Selvaag Bolig ASA, utgjør et studieobjekt.

En casestudie kjennetegnes ved at man henter inn mye informasjon om få enheter, eller caser, over et gitt tidsrom. Datakildene kan fremkomme fra forskjellige hold, og felles for dem er at de er tid- og stedsavhengige (Johannessen et al. 2011). En casestudie kan gjennomføres både ved hjelp av kvantitative og kvalitative tilnærminger, for å anskaffe mye og detaljert informasjon (Johannessen et al. 2011).

To kjennetegn er spesielt fremtredende ved en case i samfunnsforskning (Johannessen et al. 2011):

- Oppmerksomheten er avgrenset til casen
- Casen skal forsøkes å beskrives så fylldig som mulig

På bakgrunn av dette anser vi en casestudie som et godt utgangspunkt for å svare på vår problemstilling, og danner utgangspunktet for neste steg i prosessen.

3.3 Datainnsamling

Etter vi har fastsatt en problemstilling, og valgt en forskningsdesign som hjelper oss å svare på spørsmålet, kommer vi til neste steg i forskningsprosessen. Under datainnsamlingen må vi samle inn de data som er mest relevante og pålitelige ut fra vår problemstilling (Johannessen et al. 2011).

Data kan fremkomme både i kvalitativ form og kvantitativ form. I en enkel fremstilling fremkommer kvalitative data i form av tekster, lyd og bilder. På det andre ytterpunktet fremkommer kvantitative data i form av tall. Vi kan kalle dette for henholdsvis myke og harde data.

For å kunne svare på vår problemstilling, valgte vi som tidligere nevnt, en casestudie som forskningsdesign. Dette innebærer at vi kommer til å samle inn og benytte både kvalitative og kvantitative data for å danne oss et fullstendig bilde av vår observasjonsenhet.

En verdsettelse beror på mange forhold. Vi vil samle inn kvantitative data i form av tall fra selskapets årsregnskaper, statistikker, historisk utvikling og lignende. På den andre siden beror også en verdsettelse på forhold som kan klassifiseres som myke. I denne sammenheng mener vi kvalitative data som for eksempel tekster selskapet har forfattet, herunder rapporter i form av årsrapporter, kvartalsrapporter og liknende. Videre vil vi også se på selskapspresentasjoner, tidsskrifter, magasiner, samt nyhetsartikler som kommer under observasjonsenhetens omgivelser. Våre kilder til informasjon vil med andre ord bero på mange ulike kilder, for å skape et fyldig datagrunnlag for videre analyse.

Vi belyser også spørsmålet rundt primær- og sekundærdata. I vår datainnsamling vil vi utelukkende basere oss på sekundærdata. Dette er data som tidligere er samlet inn til andre formål og satt sammen i anvendbar form (Framnes et al. 2012). Vi nevner eksempelvis selskapets årsrapport.

3.4 Dataanalyse

Forskningsprosessens tredje fase går ut på å tolke og analysere innsamlet data. En analyse av kvalitative data innebærer tolkning av eksempelvis tekster, mens analyser av kvantitative data innebærer opptelling ved hjelp av statistiske teknikker. En vesentlig del av samfunnsforskningen består av det å tolke data (Johannessen et al. 2011).

I denne oppgaven vil vi utføre en rekke analyser av både kvalitativ og kvantitativ data. For å analysere de interne og eksterne forholdene knyttet til Selvaag Bolig, vil vi utføre en strategisk analyse. Denne vil bli bygd opp av en rekke analyser, herunder ”PESTEL-analyse” og ”Porters Five Forces”, som skal analysere de eksterne forholdene. For en analyse av de interne forholdene, vil vi utføre en ”VRIN-analyse”. Videre vil forhold som avdekkes i disse analysene, bli oppsummert i en ”SWOT-analyse”, hvor vi presenterer selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler. Gjennom en slik strategisk analyse, vil vi kartlegge selskapets strategiske posisjon og forutsetninger for fremtiden. Analysen vil i hovedsak bestå av kvalitative data, hvor vi tolker tekst.

Videre vil vi også se på Selvaag Boligs tre siste regnskapsår, som vil bli anvendt som basis for vår regnskapsanalyse. Dette for å danne oss et bilde av den historiske utviklingen til selskapet. I regnskapsanalysen vil vi benytte oss av analyser innenfor rentabilitet, likviditet og kapitalstruktur. En slik analyse vil således i hovedsak bestå av kvantitativ data, i form av tall.

Etter den strategiske analysen og regnskapsanalysen, vil vi beregne et avkastningskrav. For å kunne beregne dette, vil vi benytte oss av både kvalitative og kvantitative data. Vi vil også anvende en regresjonsanalyse i betaberegningen. Dette avkastningskravet vil senere bli benyttet for å beregne fremtidige kontantstrømmer, som brukes for å beregne selskapets verdi.

Jacobsen (2005) påpeker at undersøkelser alltid skal forsøke å minimere problemer knyttet til datas gyldighet og pålitelighet. Vi vil derfor se nærmere på dette i kapitlet nedenfor.

3.5 Oppgavens kvalitet

Vi vil i dette kapitlet se på oppgavens kvalitet, i form av hvordan vi kan forsøke å minimere problemer knyttet til datas gyldighet og pålitelighet. Videre vil vi også se på oppgavens svakheter. Gyldighet omfavner undersøkelsens validitet, mens påliteligheten dreier seg om oppgavens reliabilitet.

3.5.1 Reliabilitet

I all forskning eksisterer det et grunnleggende spørsmål som omhandler datas pålitelighet (Johannessen et al. 2011). Dette betegnes som reliabilitet, og knytter seg til nøyaktigheten rundt undersøkelsens data, hvilke data som brukes og hvordan disse er samlet inn og bearbeidet.

Vil vi, i store deler av vår oppgave, benytte oss av årsrapporter og tidligere årsregnskap. Etter vårt skjønn er dette pålitelig kilder til data. Utforming av årsrapporter og regnskap er underlagt strenge regler og retningslinjer, samt gjennomgått og godkjent av revisor. Selvaag Boligs konsernregnskap er avlagt etter IFRS-regelverket, og følgelig anser vi dette som pålitelig.

Videre vil vi også benytte oss av diverse internettkilder, blant annet Statistisk Sentralbyrå, Norges Bank og Oslo Børs. Her vil vi hente statistikker, historikk, artikler og andre former for data. Dette er kilder vi også anser som pålitelige.

I enkelte tilfeller vil vi benytte oss av fagartikler fra tidsskrifter, som for eksempel Magma. Dette er interesseorganisasjoner som presenterer stoff som i stor grad er forfattet av fagpersoner. Vi anser slike kilder til data som pålitelige. Videre kan det diskuteres om magasiner og tidsskrifter i slik kategori muligens står for et ensidig syn i fremstillingen av data. Vi anser likevel dette som uproblematisk i vår sammenheng, fordi slike kilder til data i stor grad omhandler et spesielt interessefelt. Vi vil anvende magasiner og tidsskrifter som er representativ for vår oppgave. Vi vil også benytte oss av data fra hjemmesidene til blant annet OBOS og PWC. Vi mener at data hentet fra slike sider er pålitelige, men det eksisterer en mulighet for at tekster fra slike nettsider er påvirket av deres ståsted og synsvinkel.

Til slutt vil vi nevne at vi i vår strategiske analyse, vil anvende en del internettkilder fra blant annet nettaviser som Aftenposten og e24. Det kan være svakheter i påliteligheten rundt slike kilder, men der det lar seg gjøre, vil vi benytte primærkildene som artiklene har sitt opphav fra. Det eksisterer en mulighet for at forfattere bak slike kilder, kan sette sitt preg på data som blir presentert. Vi nevner dette som et forbehold til vår oppgave, da slike kilder muligens representerer en svakhet.

3.5.2 Validitet

I følge Johannessen et al. (2011) er ikke data selve virkeligheten, men en representasjon av den. Følgelig er det sentralt å se på hvor godt, eller relevant, data representerer fenomenet. Dette betegnes som validitet, noe vi vil utdype videre i dette avsnittet.

Vi har, som tidligere nevnt, valgt en casesdesign som forskningsdesign, og data vi innhenter er følgelig tid- og stedavhengige. Da vår oppgave omfatter det å verdsette et selskap, betyr dette i praksis at dataen, både tall og tekst, må være oppdatert. Vi vil derfor ta utgangspunkt i de seneste publiserte årsrapporter, samt nylig oppdatert info om selskapet og dets omgivelser.

Årsrapportene er publisert med utgangspunkt i finansiell stilling ved årsskiftet, og følgelig vil utviklingen mellom årsskiftet og verdsettelsestidspunktet være noe usikkert. Dette kan påvirke dataenes gyldighet, men vi anser ikke dette som av stor betydning for vårt resultat.

Videre vil informasjon knyttet til selskapets omgivelser hentes av oppdaterte kilder nærmere verdsettelsestidspunktet. Dette fordi vi mener det er viktig å anvende oppdatert data som kan gi best mulig pekepinn på fremtidige forhold.

3.5.3 Svakheter i oppgaven

Denne oppgaven dreier seg om verdsettelse. Verdivurdering er ingen eksakt vitenskap, og følgelig vil mye av oppgaven baseres på forutsetninger, tolkninger og analyser av ulike forhold. Vårt utgangspunkt og fremgangsmåte vil i stor grad bero på kjent litteratur som omhandler temaet, samt velprøvde metoder og verktøy som anvendes for denne hensikten.

Vi vil anvende total kapitalmetoden som vår verdsettelsesmodell. Dette innebærer at vi, på bakgrunn av ulike typer analyser, estimerer fremtidige kontantoverskudd til total kapitalen i en gitt prognoseperiode, samt regner ut en terminalverdi for fremtiden. Da det er knyttet stor usikkerhet til fremtiden, vil vi i vår presentasjon blant annet ta utgangspunkt i relevante statistikker, samt argumentere fortløpende for våre forutsetninger. Det vil følgelig knyttes stor usikkerhet til vårt resultat. Vi vil derfor utføre en sensitivitetsanalyse, for å se hva som skjer med aksjeprisen dersom vi endrer på noen av forutsetningene våre.

Avslutningsvis vil vi nevne at selskapets faktiske verdi, i praksis, vil være uavhengig av vårt resultat. Aksjeprisen vil bero på et kompromiss mellom kjøper og selger, med andre ord hva selger er villig til å selge for, og hva kjøper er villig til å betale.

3.6 Rapportering

Rapportering er den siste delen av forskningsprosessen. De resultater som er funnet gjennom forskning, presenteres vanligvis i form av skriftlig rapportering, eksempelvis studentoppgaver (Johannessen et al. 2011). Det eksisterer spesielle bestemmelser for hvordan slike skriftlige tekster skal utformes. Målet med vår forskningsprosess er å utforme en bacheloroppgave. Denne har vi klare rammer for hvordan skal utformes, og velger følgelig ikke å utdype dette nærmere.

4 Ulike verdsettelsesmodeller

4.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi utdype teori om de ulike modellene for verdsettelse av selskaper; inntjeningsbasert tilnærming, markedsbasert tilnærming, balansebasert tilnærming, kostbasert tilnærming og opsjonsbasert tilnærming. Til sist vil vi gjøre rede for hvilken verdsettelsesmodell vi velger å anvende i verdivurderingen av Selvaag Bolig.

4.2 Teoretisk grunnlag

Verdivurdering av bedrifter er nødvendig i mange sammenhenger. Det kan for eksempel være nyttig ved kjøp og salg av en bedrift, enten det er hele, eller deler av den. Ved fusjoner eller fusjoner vil en også ha behov for verdsettelse. Andre tilfeller kan være ved anskaffelse av ny partner, eller at bedriften selv ønsker en verdivurdering for å analysere og ta stilling til dens utvikling (Boye og Dahl 2002).

Å fastsette verdien til en bedrift innebærer blant annet å analysere forhold i og rundt bedriften som kan påvirke dens risiko og fremtidsmuligheter (Boye og Dahl 2002). Eksempler på slike forhold kan være konjunktur, konkurranse og teknologi. Det er også viktig å ta hensyn til hvilken type virksomhet og bransje bedriften opererer i, samt bedriftens kompetanse, produkter og ledelse. Til sist vil finansielle forhold som likviditet og fremtidig kontantstrøm være viktige elementer å analysere.

Ved å kjøpe et selskap, kjøper man selskapets fremtidige kontantoverskudd (Boye og Dahl 2002). Å verdsette en bedrift er derfor knyttet til mange usikkerhetsmomenter, og en verdivurdering vil ikke automatisk lede til en konkret verdi.

Det finnes mange ulike måter å utføre en verdsettelse på. Boye og Dahl (2002) har valgt å klassifisere metodene i to kategorier; balansebaserte metoder og inntjeningsbaserte metoder. Dette er de to mest sentrale metodene å bruke, men i nyere litteratur av Kaldestad og Møller (2011), blir metodene delt inn i fem ulike kategorier; inntjeningsbasert tilnærming,

markedsbasert tilnærming, balansebasert tilnærming, kostbasert tilnærming og opsjonsbasert tilnærming. Vi har i denne oppgaven valgt å følge Kaldestad og Møllers oppdeling.

4.3 Inntjeningsbasert tilnærming

Inntjeningsbaserte metoder er den første av tilnærmingene som kan anvendes i verdivurdering av selskaper. Den baserer seg på hvilke kontantstrømmer en forventer at selskapet skal generere i fremtiden (Kaldestad og Møller 2011). Nåverdien av forventet kontantstrøm i fremtiden uttrykker et selskap eller en eiendels verdi. I følge Kaldestad og Møller (2011), må en i denne metoden:

- 1) Estimere fremtidige kontantstrømmer
- 2) Beregne avkastningskrav
- 3) Diskontere tilbake kontantstrømmer

$$Verdi = \sum_{t=1}^T \frac{Kontantstrøm_t}{(1 + Avkastningskrav)^t}$$

4.3.1 Kontantstrømbaserte modeller

Kontantstrømbaserte modeller tar utgangspunkt i forventningen om at selskapet i fremtiden skal generere kontantoverskudd. Kontantoverskuddene kan komme i mange former, eksempelvis utbytte eller aksjesalg. Andre mer kamouflerte former for kontantoverskudd kan være frynsegoder til eiere eller synergieffekter i en portefølje av selskaper (Boye 1998).

Kontantstrømpoppstillingen tar utgangspunkt i kontantstrømmer fra de tre hovedaktivitetene i et selskap (Kinserdal 2005):

- Kontantstrøm drift
- Kontantstrøm investering
- Kontantstrøm finansiering

I Norge benytter vi oss av NRS Kontantstrømoppstilling. I denne oppstillingen inngår både utbetalinger av skatter og andre offentlige avgifter, innbetalinger og utbetalinger av renter samt utbytte. Videre inngår innbetalinger fra salg av driftsmidler og andre investeringer i kontantstrømmer fra investeringsaktiviteter. I kontantstrømmer fra finansieringsaktiviteter betales blant annet utbytte ut. Som følge av disse aktivitetene, er det derfor god grunn til å studere kontantstrømanalysen inngående før den anvendes i verdsettelsessammenheng.

Kontantstrømbaserte modeller er lite populære blant mange praktikere. Årsaker til dette er at modellen er arbeidskrevende, og at resultatene er sensitive overfor viktige input (Kaldestad og Møller 2011). På tross av dette, eksisterer det flere fordeler som er grunnen til at modellene bør være hovedmetoden i enhver verdsettelse.

Kaldestad og Møller (2011) nevner fordeler som:

- Markedet har sitt hovedfokus på kontantstrøm, ikke på regnskapsmessige størrelser.
- Det at resultatene er sensitive overfor viktige input, argumenterer for at verdsettelse er en vanskelig øvelse, ikke for svakheter knyttet til metoder.
- I det typiske selskap er det ikke uvanlig at 75 % av verdiene eksisterer mer enn fem år frem i tid. Det hører sjeldenheten til at prognoser på inntekter og resultat publiseres så langt frem i tid.

Dersom man kjøper et selskap, er det ensbetydende med å kjøpe selskapets fremtidige kontantoverskudd. Dahl et al. (1997) hevder derfor at den korrekte metode for verdivurdering av et selskap, er de kontantstrømbaserte modellene. Kaldestad og Møller (2011) har også sitt hovedfokus på kontantstrømbaserte modeller, da de hevder at de fleste andre verdsettelsesmodellene er avledninger av disse.

4.3.1.1 Fri kontantstrøm

I en verdivurdering basert på kontantstrømmer bruker man estimater på hva fremtidige innbetalinger og utbetalinger vil være. Fri kontantstrøm vil da være kontantstrømmer fra operasjonelle aktiviteter fratrukket kontantstrømmer som utgjør reinvesteringer for å opprettholde kapasiteten, diskontert med et avkastningskrav (Penman 2013). De frie kontantstrømmene er kontantoverskudd som kan benyttes blant annet til å ekspandere eller betale ut til eiere.

Selskapsverdi beregnes på grunnlag av nåverdien av fremtidige frie kontantstrømmer:

$$Selskapsverdi = \sum_{t=1}^T \frac{Fri\ kontantstrøm_t}{(1 + Avkastningskrav)^t}$$

Modeller som baserer seg på fremtidige kontantstrømmer bygger på en rekke forutsetninger, hvor Kinserdal (2005) nevner:

- Evigvarende kontantstrøm på samme nivå
- Evig vekst, varierende over tid, eller konstant
- Vekst med bestemt tidshorisont

Kontantstrømmene i fremtiden blir regnet om til nåverdi ved hjelp av en diskonteringsfaktor. Denne faktoren avhenger mye av risikoen forbundet med investeringen (Kinserdal 2005).

4.3.1.1.1 Terminalverdi

Ved beregning av kontantstrømmer tar man utgangspunkt i et gitt antall år fremover for estimering ($t = [1,2,3, \dots, T]$). For å unngå å estimere i det uendelige er det da naturlig å fastsette en avslutning ved år T , hvor det her beregnes en verdi.

$$Selskapsverdi = \sum_{t=1}^T \frac{Fri\ kontantstrøm_t}{(1 + Avkastningskrav)^t} + Terminalverdi$$

Terminalverdien beregnes normalt sett sjablonmessig, og i følge Dahl et al. (1997) eksisterer det i hovedsak tre metoder for å beregne denne:

- Konstant-vekst-modell (Gordons formel): Utgangspunktet er en fastsatt fri kontantstrøm ved tidspunkt $T + 1$, første året etter estimeringsperioden. Modellen tar utgangspunkt i at man kan anta at siste kontantoverskudd øker i takt med en vekstfaktor.

$$Terminalverdi = \frac{Fri\ kontantstrøm_{T+1}}{Avkastningskrav - Vekstfaktor}$$

- Resultatmodell: Den siste estimerte kontantstrømmen blir multiplisert med en multiplikator $-\frac{P}{E}$. Dette tallet reflekterer forventet vekst og risiko ved utløpet av budsjettperioden.

$$\text{Terminalverdi} = \text{Fri kontantstrøm}_{T+1} * \frac{P}{E}$$

- Bokført verdi ved tidspunkt T : Bygger på at verdistørrelsen tilsvarer bokført verdi på tidspunkt T , og senere avkastning tilsvarer avkastningskravet.

4.3.1.2 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en av to hovedmodeller ved anvendelse av fri kontantstrøm. Basert på estimerte fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen, beregner man verdien til egenkapitalen (Boye 1998). Kontantstrømmer til egenkapitalen er penger som utelukkende er tilgjengelig for selskapets aksjonærer (Thoresen 2011).

Tabell 4.1 Kontantstrøm til egenkapitalen

	Driftsinntekter
-	Av- og nedskrivninger
-	Andre driftskostnader
=	Driftsresultat
-	Netto finansresultat
-	Skatt på resultat
-	Minoritetsinteresser
=	Nettoresultat
+	Av- og nedskrivninger
+	Økning i netto rentebærende gjeld
-	Investeringer i anleggsmidler
-	Økning i arbeidskapital
=	Kontantstrøm til egenkapitalen

Dersom man skal verdsette selskaper med likviditetsproblemer, anbefaler Thoresen (2011) egenkapitalmetoden. Videre er Thoresen (2011) og Boye (1998) enig i at metoden er spesielt nyttig ved verdsettelse av banker og selskap innen finanssektoren.

4.3.1.3 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden er den andre av to hovedmodeller ved anvendelse av fri kontantstrøm. Her tar man utgangspunkt i de fremtidige kontantstrømmene til totalkapitalen, og beregner verdien til totalkapitalen. Vi finner verdien av egenkapitalen ved å trekke fra gjelden fra totalverdien (Boye 1998). Kontantstrøm til totalkapitalen er penger tilgjengelig for både banker, obligasjonseiere og aksjonærer (Thoresen 2011). Følgende oppsett kan brukes for kontantstrøm til totalkapitalen (Thoresen 2011):

Tabell 4.2 Kontantstrøm til totalkapitalen

	Driftsinntekter
-	Av- og nedskrivninger
-	Andre driftskostnader
=	Driftsresultat
-	Skatt på driftsresultat
+	Av- og nedskrivninger
-	Investeringer i anleggsmidler
-	Økning i arbeidskapital
=	Kontantstrøm til totalkapitalen

Kontantstrømmer til totalkapitalen er i følge Boye (1998) den mest anvendelige metoden, og kan brukes stort sett i alle tilfeller.

4.3.2 Dividendmodellen

Dividendmodeller tar utgangspunkt i nåverdien av fremtidige dividender, og diskonterer disse med egenkapitalkostnaden, for å beregne verdien av egenkapitalen (Kaldestad og Møller 2011). Med andre ord beregner en kontantstrømmen til eierne av aksjene i selskapet.

Verdien av egenkapitalen kan en ifølge Kaldestad og Møller (2011) beregne slik:

$$V_0^{EQ} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\bar{D}_t}{(1 + r_{eq})^t}$$

Hvor:

- V_0^{EQ} er verdien av selskapets egenkapital
- \bar{D}_t er forventet dividende pr. aksje i år t , eventuelt totalt utbetalt dividende til dagens aksjonærer
- r_{eq} er avkastningskravet

Dersom en antar konstant vekst i dividende, kan en benytte Gordons vekstformel:

$$V_0^{EQ} = \frac{\bar{D}}{r_{eq} - g}$$

Hvor:

- g er årlig vekst

Dividendmodellen kan med fordel brukes for banker og andre finansinstitusjoner, da det er den enkleste metoden å bruke i beregningen av deres selskapsverdi (Kaldestad og Møller 2011). Dette fordi metoden tar hensyn til at deler av overskuddet må holdes tilbake for å finansiere ulike krav til egenkapitalen dersom selskapet vokser.

Ulempen med dividendmodellen er blant annet metoden som brukes for å beregne avkastningskravet. Metoden forutsetter en konstant gjeldsandel målt på markedsverdi (Kaldestad og Møller 2011). I praksis vil denne forutsetningen være vanskelig å oppfylle. I tillegg er det upraktisk å anvende et avkastningskrav som over tid varierer. Som følge av

inkonsistente forutsetninger, vil det derfor være lett å gjøre feil verdivurdering av finansielle eiendeler.

En annen ulempe ved å anvende dividendemodellen er at i de fleste tilfeller vil det være behov for lange prognoseperioder. Dette i motsetning til andre kontantstrømmodeller, der det som oftest er nok at selve driften er i en “stabil periode” (Kaldestad og Møller 2011)..

På bakgrunn av blant annet disse ulempene, egner dividendemodellen seg primært sett for å gjøre en verdivurdering av finansinstitusjoner (Kaldestad og Møller 2011). I motsetning til eksempelvis USA, er det ikke vanlig å basere verdivurdering av bedrifter på dividendemodellen i Norge (Dahl et al. 1997). Dette kan ha antakeligvis ha sammenheng med at norske selskaper ikke deler ut like stor andel av overskuddet til aksjonærene som amerikanske selskaper gjør.

4.3.3 Residualfortjeneste

Residualfortjeneste, også kjent som superprofitt, er en verdsettelsesmodell som forsøker å ta utgangspunkt i alternativkostnaden av den investerte kapitalen (Kaldestad og Møller 2011). I følge Hoff (2010) setter denne metoden et minimumskrav til avkastningen på den sysselsatte kapitalen. Dette minimumskravet kalles *kapitalleien*, og er definert som kostnaden for den sysselsatte kapitalen i verdiskapningen. Kapitalleien fremkommer slik:

$$\text{Kapitalleie} = \text{Sysselsatt kapital} * \text{Kapitalkostnad}$$

Med andre ord beregnes det en leie for den mengde kapital som er brukt for å fremskaffe resultatet (Hoff 2010). Denne leien gjengir avkastningskravet selskapet minst må oppnå for å kunne opprettholde historisk avkastning.

Residualfortjenesten er den lønnsomhet bedriften klarer å fremskaffe utover kapitalleien (Hoff 2010). Definisjon av residualfortjenesten i likningsform, når den er beregnet etter skatt, ser slik ut:

$$\text{Residualfortjeneste} = \text{Driftsresultat etter skatt} - \text{Kapitalleie}$$

Residualfortjenesten kan også fremkomme slik (Hoff 2010):

Tabell 4.3 Residualfortjeneste

	Salgsinntekter
-	Driftskostnader
=	Driftsresultat
-	Skatt
=	Driftsresultat etter skatt
-	Kapitalleie
=	Residualfortjeneste

Kaldestad og Møller (2011) har uttrykt modellen i følgende formel:

$$EV = IC + \sum_{t=1}^T \frac{Ri_t}{(1 + Avkastningskrav)^t}$$

Hvor:

- IC er investert kapital
- Ri er residualfortjeneste/superprofitt, eller meravkastning

Superprofitten, eller meravkastningen, i en periode, er definert som periodens resultat med fratrukk for alternativkostnaden på investert kapital (Kaldestad og Møller 2011). Følgende er en formel:

$$Ri_t = E_t - r * IC$$

Hvor:

- E_t er driftsresultatet fratrukket skatt. Dette tallet inkluderer verdifall/avskrivninger
- r er avkastningskravet til den sysselsatte kapitalen (WACC)

Fordelen ved å anvende residualmodellen i forhold til andre verdsettelsesmodeller, er blant annet at denne modellen fokuserer på verdidriverne i et selskap. En av ulempene med modellen, er at den tar utgangspunkt i investert kapital. Dette passer best for kapitalintensive selskaper, hvor de materielle eiendelene utgjør mesteparten av verdien. For selskap hvor mesteparten av verdiene er immaterielle, vil denne metoden være mindre relevant å anvende.

4.3.3.1 EVA-metoden

Economic Value Added, forkortet EVA, er en annen betegnelse for residualinntekt eller superprofitt. Konsulentselskapet Stern Stewart har vært aktiv i utviklingen, utbredelsen og promoteringen av denne varianten (Brealey et al. 2004). Selskapet har i tillegg registrert EVA som et eget varemerke (Kinserdal 2005). Fortjenesten blir her kalkulert ved å ta bort alle kostnader, foruten kapitalkostnaden. EVA anerkjenner det faktum at selskapet må dekke kapitalkostnaden før det kan tjene penger. Metoden blir ofte brukt i praksis for å måle et selskaps eller en leders effektivitet, og kan synliggjøre om selskapets midler kan være bedre tjent til andre formål.

4.3.4 Normalresultatmetoden

I normalresultatmetoden beregner en et antatt normalt resultat i fremtiden. Dette basert på selskapets ressurser per dags dato, samt det resultatpotensialet en finner i en analyse av siste års resultater og nærmeste års budsjetter (Boye og Dahl 2002). Dette resultatet er målt i verdsettelsesårets kroneverdi, og skal videre kapitaliseres med et realavkastningskrav. Dette kravet skal reflektere investors krav til avkastning utover en risikofri rente. Risikofri rente skal kompensere for investors risiko, justert for inflasjon. I normalresultatmetoden skal en estimere følgende (Boye og Dahl 2002):

- Antatt normalresultat i fremtiden
- Avkastningskrav, herunder å tallfeste forretningsmessig og finansiell risiko
- Realvekst i normalresultatet i fremtiden
- Tidshorisont for kapitalisering
- Dersom tidshorisonen er begrenset, skal eventuell restverdi ved slutten av tidshorisonen beregnes

Forutsetninger som blir valgt for nevnte punkter, må være solid begrunnet og dokumentert. Dette fordi bare små endringer kan gi store forskjeller i svar.

Kaldestad og Møller (2011) har valgt å klassifisere normalresultatmetoden som en forenklet variant av den tradisjonelle diskonterte kontantstrømmetoden, sett bort fra at en hopper over den bestemte prognoseperioden, og beregner terminalverdien direkte. Her benyttes altså Gordons vekstformel:

$$Verdi = \frac{Kontantstrøm_1}{Avkastningskrav\ til\ totalkapitalen - Vekstfaktor}$$

I følge Kaldestad og Møller (2011), forutsetter normalresultatmetoden at virksomheten har, eller kan justere fram, en stabil driftssituasjon. I tillegg forutsetter den at man ikke verdsetter toppen eller bunnen av en konjunktursyklus. Med dette menes at man definerer en normalisert konjunktursituasjon.

Normalresultatmetodens troverdighet er avhengig av hvor mange år som gjenstår før selskapet er i normal driftssituasjon, samt hvor stort avviket er mellom dagens resultat og langsiktig normalisert nivå (Kaldestad og Møller 2011).

Det finnes altså en rekke fallgruver dersom en skal anvende normalresultatmetoden for verddivurdering, hvor vi har nevnt noen ovenfor.

4.4 Markedsbasert tilnærming

Markedsbasert tilnærming, også kjent som multiplikatormodeller eller multippelvurderinger, er den andre hovedtilnærmingen som brukes ved verdsettelse av virksomheter. Denne tilnærmingen baserer verdien av et selskap på prising av sammenlignbare selskaper (Kaldestad og Møller 2011).

Å utføre en verdsettelse ved bruk av multipler, gjøres ved å ta utgangspunkt i tall fra resultatoppstillingen, balansen, eiendeler, sysselsatt kapital eller egenkapitalen. Eksempler på tall fra resultatoppstillingen kan være omsetningen, EBITDA, EBIT eller resultat etter skatt. Videre skal det tallet man velger å ta utgangspunkt i, multipliseres med en faktor (Kaldestad

og Møller 2011). Dette lar seg gjøre da en kjenner til multipler som er normale for bransjen eller andre bedrifter i samme kategori.

Formålet med markedsbasert tilnærming er å beregne de fremtidige kontantstrømmene på en indirekte måte. Modellen baserer seg på prisen av andre selskaper, der markedet allerede har satt en verdi på fremtidig kontantstrøm, og antar at det samme forholdet mellom faktor og verdi vi ser på gjelder for vårt selskap (Kaldestad og Møller 2011). Multiplene til det sammenlignende selskapet, er en konsekvens av en observert markedsverdi. Overført til selskapet vi ønsker å verdsette, er det ikke sikkert at de underliggende verdidriverne er de samme.

Fordelen ved bruk av multipler for verddivurdering er blant annet at metoden er enkel og lite tidkrevende. Likevel bør man være forsiktig med å anvende denne modellen, da den har et kortsiktig fokus og kan være lett å misbruke (Kaldestad og Møller 2011). Dessuten kan det også være utfordrende å finne sammenlignbare selskaper. Under er en oversikt over de mest benyttede multipler (Kaldestad og Møller 2011):

Tabell 4.4 Mest benyttede multipler

1. Resultat- og kontantstrømorienterte multipler

EV/Salg
EV/EBITDA
EV/EBIT
EV/EBITA
P/E (Price/Earnings)

2. Balanseorienterte multipler

P/B (Price/Book)
P/NAV (Price/Net Asset Value)

3. Ikke-finansielle multipler

EV/Antall ansatte
EV/Antall kunder
EV/Produsert volum
EV/Reserver

4.4.1 Resultat- og kontantstrømorienterte multipler

4.4.1.1 EV/Salg

Fordelen med denne metoden er at den gjør det mulig å sammenligne selskaper som går med underskudd. Ulempen er at metoden gir en veldig overfladisk sammenligning. Den forutsetter at to selskaper har samme margin (Kaldestad og Møller 2011). I praksis er det vanskelig å forutsette at to selskaper med lik omsetning har samme verdi, fordi det betyr at selskapene også må ha samme produktfortjeneste. Dette lar seg vanskelig gjøre dersom det ene selskapet selger billige produkter, mens det andre selger dyre produkter.

Formel:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Salg}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Salg}}$$

4.4.1.2 EV/EBITDA

Denne multiplikatormodellen er en av de mest anvendte i forbindelse kjøp og salg av virksomheter. Den gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften av selskapene (Kaldestad og Møller 2011). Metoden måler driftsresultat før avskrivninger, og på denne måten ekskluderes forskjeller som oppstår på grunn av ulike avskrivningsprofiler og goodwill. Ulempen med denne metoden er at den ignorerer forskjeller i risiko og investeringsbehov i fremtiden. Den må derfor benyttes sammen med andre multipler, for å kompensere for dette problemet. På tross av dette, er metoden nyttig i mange sammenhenger, blant annet fordi mange benytter seg av den.

Formel:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

4.4.1.3 EV/EBIT

Denne multippelen, sammenligner, i likhet med EV/EBITDA, den underliggende drift i selskaper. Videre tar modellen til en viss grad hensyn til investeringsbehovet. Dette gjennom å inkludere avskrivninger (Kaldestad og Møller 2011). Problemet med denne modellen er at den ikke tar hensyn til forskjeller i risiko. Den er likevel nyttig i de fleste sammenhenger, men må benyttes med andre multipler for å fremskaffe et helhetlig bilde av selskapet. Følgende er formel for multippelen:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

4.4.1.4 EV/EBITA

Dette er en variant av EBIT, og holder nedskrivninger generelt, samt avskrivning på eiendeler som ikke skal gjenskaffes, utenfor. Dette kalles amortisering (Kaldestad og Møller 2011). Følgende formel gjelder for denne varianten:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før amortisering}}$$

4.4.1.5 Price/Earnings

Price/Earnings, forkortet P/E-metoden, er en mye anvendt variant av avkastningsverdimetoden (Boye og Dahl 2002). Metoden går ut på at resultat før ekstraordinære poster, med fratrukk for skatt, multipliseres med en P/E-faktor. Denne faktoren reflekterer blant annet risiko og vekstpotensial (Boye og Dahl 2002). P/E-metoden er en relativ verdivurdering, hvor man sammenligner P/E-tallet med andre sammenlignbare selskaper. P/E-tallet bør ikke kalkuleres ut fra fortjenesten for ett gitt år, men ut fra langsiktig snittinntjening (Thoresen 2011).

I følge Boye og Dahl (2002) kan blant annet faktorer som realrentenivået, inflasjonsforventninger, vekstmuligheter, risiko, overskuddslikviditet og selskapets utbyttepolitikk, påvirke P/E-tallet.

Formelen for å beregne P/E-tallet er som følger (Kaldestad og Møller 2011):

$$\frac{Price}{Earnings} = \frac{Markedsverdi\ av\ egenkapital}{Resultat\ etter\ skatt}$$

For å beregne verdien med P/E-metoden kan følgende formel benyttes (Boye og Dahl 2002):

$$Verdi = (Resultat\ før\ ekstraordinære\ poster - skatt) * \frac{Price}{Earnings}$$

P/E-metoden er en svært populær modell i praksis, da den både er enkel å bruke og å kommunisere (Kaldestad og Møller 2011). Den bør likevel brukes som en sekundær multipl, spesielt på grunn av ulempen knyttet til at den påvirkes av selskapets finansieringsgrad. Metoden tar ikke hensyn til forskjeller i risiko eller kapitalbehov.

4.4.2 Balanseorienterte multipler

4.4.2.1 Price/Book

Price/Book, forkortet P/B-metoden, er et nøkkeltall beregnet ut fra aksjekursen delt på bokført egenkapital per aksje (Thoresen 2011). Denne metoden kan indikere evnen til verdiskapning i et selskap. En høy P/B-ratio antyder at markedet forventer verdiskapning i et selskap (Kaldestad og Møller 2011). En P/B under 1 kan indikere at selskapet driver med verdisløsing. Følgende er en formel for P/E:

$$\frac{Price}{Book} = \frac{Markedsverdi\ av\ egenkapital}{Bokført\ verdi\ av\ egenkapital}$$

I følge Kaldestad og Møller (2011, 161) er modellen "... ganske robust for effekten av at bokført verdi av eiendeler er undervurdert (nevneren) for eksempel som følge av kostnadsførte investeringer i immaterielle eiendeler ettersom kostnadene treffer historisk lønnsomhet (telleren)." P/B-metoden er likevel mest relevant for selskaper med høy andel materielle eiendeler.

4.4.2 Price/Net Asset Value

Price/Net Asset Value, forkortet P/NAV-metoden, sammenligner egenkapitalverdien med eiendelenes omsetningsverdi. I bransjer som shipping og eiendom, kan det finnes markedspriser for selskapets eiendeler (Kaldestad og Møller 2011). Formel følger under:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Net Asset Value}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Salgsverdi av eiendeler minus gjeld}}$$

I likhet med P/B, indikerer denne metoden selskapets evne til verdiskapning. Da man bruker markedsverdier fremfor bokførte verdier på eiendelene, gir denne modellen et mer troverdig resultat. Modellen er lite utbredt, da den i hovedsak kun er relevant i bransjer hvor det eksisterer et utbredt marked for selskapets eiendeler (Kaldestad og Møller 2011).

4.4.3 Ikke-finansielle multipler

I mange tilfeller kan ikke-finansielle multipler være til nytte for å belyse andre aspekter rundt et selskap. Ved å sammenligne verdien av en bedrift med faktorer som antall ansatte, antall kunder, produsert volum eller reserver, får man fram verdien per enhet av sammenligningsfaktoren (Kaldestad og Møller 2011).

4.5 Balansebasert tilnærming

Balansebaserte metoder baserer seg på å fratrekke gjeld og eventuelt latent skatt fra selskapets eiendeler (Boye og Dahl 2002). Disse metodene blir delt inn i matematisk verdi, substansverdi og likvidasjonsverdi.

4.5.1 Matematisk verdi

Matematisk verdi, også kalt bokført egenkapital, uttrykker selskapets regnskapsmessige verdi av egenkapitalen, i henhold til regnskapsloven. Regnskapslovens regler baserer seg på forsiktighetsprinsippet, bedre kjent som laveste verdis prinsipp. Dette kan i mange tilfeller føre til at de virkelige verdiene avviker fra bokført egenkapital. Matematisk verdi blir på

grunnlag av dette sett på som en mindre aktuell modell å anvende for verdsettelse (Boye og Dahl 2002).

4.5.2 Substansverdi

Substansverdien av egenkapitalen, også kjent som verdijustert egenkapital, er i følge Boye og Dahl (2002, 88) definert som: "... markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inkl. latent skattegjeld når dette er relevant." Metoden tar utgangspunkt i at eiendelene verdsettes til markedsverdi og hva de kan selges for i markedet i dag, gjerne med utgangspunkt i priser på liknende eiendeler (Kaldestad og Møller 2011).

Substansverdien tar utgangspunkt i siste tilgjengelig balanse, korrigert for mer-/mindreverdi i eiendeler og gjeld. I denne metoden er utgangspunktet at selskapet skal være under fortsatt drift, og selskapets eiendeler kan selges i et ordnet marked, til selgers beste.

Substansverdimetoden er i følge Kaldestad og Møller (2011) gunstig i følgende tilfeller:

- I situasjoner hvor det eksisterer et marked eiendelene kan selges for. Dette fordi metoden gir mer troverdige svar i et slikt marked, kontra at en selv må beregne hva betalingsvilligheten hos kjøper er.
- I tilfeller hvor eiendelene ikke blir påvirket av selskapets virksomhet. Dette indikerer at eiendelene fremskaffer samme kontantstrøm uavhengig av hvem som eier den.
- Når eiendelens rentabilitet er lav. Med dette menes at bruksverdien er lavere enn salgsverdien. Den som eier eiendelen, vil være bedre tjent med å selge den.

Forenklet kan modellen presenteres slik:

Tabell 4.5 Substansverdi

	Salgsverdi
-	Latent skatt
-	Rentebærende gjeld
=	Verdi egenkapital NAV

4.5.3 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi, eller realisasjonsverdi, tar i likhet med substansverdi, utgangspunkt i bokført egenkapital fra sist tilgjengelig balanse. Forskjellen er at i denne metoden forutsettes det at selskapet skal avvikles, og alle eiendeler skal selges umiddelbart. Dette medfører at prisen vi kan oppnå for eiendelene ikke vil være fordelaktig for selgeren, da en ofte vil være nødt til å gi rabattert pris. I tillegg fremkommer det kostnader i forbindelse med avvikling av selskapet.

Tabell 4.6 Likvidasjonsverdi

	Salgsverdi (rabattert)
-	Latent skatt
-	Avviklingskostnader
-	Rentebærende gjeld
=	Verdi egenkapital NAV

4.6 Kostbasert tilnærming

I kostbasert tilnærming er verdien lik kostnaden knyttet til anskaffelse av eiendeler (Kaldestad og Møller 2011). Modellen tar utgangspunkt i at et selskaps eiendeler ikke er verdt mer enn gjenanskaffelseskost, og baserer seg på substitusjonsprinsippet. Kjøper vil ikke betale mer for en eiendel enn det koster å erstatte eiendelen med en identisk.

I følge Kaldestad og Møller (2011) eksisterer det flere ulike varianter av kostbasert tilnærming, hvor følgende to definisjoner av kostnad er de vanligste:

- *Reproduksjon*: Kostnaden knyttet til å fremskaffe en ny identisk eiendel
- *Gjenanskaffelse*: Kostnaden ved å fremskaffe en eiendel som er tilnærmet identisk eiendelen som verdsettes

Det finnes enkelte begrensninger ved bruk av kostmetoden. Eksempelvis er det for mange eiendeler ingen sammenheng mellom anskaffelseskost og dens inntjeningspotensial (Kaldestad og Møller 2011). Videre kan en eiendel ha ulik verdi for brukere, til tross for at fremskaffelseskostnaden er lik.

Kostbasert tilnærming fungerer best i tilfeller hvor eiendelen er av ny art, eller at den kan erstattes av lignende eiendeler. Metoden egner seg derfor best i verdsettelse av enkeltstående eiendeler, som for eksempel software, patenter eller for farmasøytiske utviklingsprosjekter i en tidlig fase.

4.7 Opsjonsbasert tilnærming

Tankegangen bak realopsjoner kombinerer teori om prising av finansielle instrumenter som opsjoner, med investeringer i realaktiva (Kaldestad og Møller 2011). En opsjon gir eier rett, men ikke plikt, til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris. Realopsjoner eksisterer i de fleste bedrifter, hvor Kaldestad og Møller (2011) har delt disse inn i tre kategorier:

- Muligheten til å utsette et prosjekt
- Muligheten til å ekspandere
- Muligheten til å avhende et prosjekt

Det finnes mange ulike alternativer for prising av realopsjoner, hvor Black-Scholes-modellen og binominalmodellen er de to vanligste (Kaldestad og Møller 2011):

- Binominalmodellen: Den binomiske modellen er bygd opp som et utfallstre, som går over en tidsakse. I dens aller enkleste form vil modellen ved starttidspunkt n ha to utgreninger som ender i tidspunkt $n + 1$. Disse utgreningene representerer et utfall med en gitt sannsynlighet. Verdien av opsjonen blir regnet ut ved hver forgrening, vektet med sannsynligheten, som samlet sett gir verdien av opsjonen. Metoden er matematisk enkel sammenlignet med Black-Scholes, og er egnet til å verdsette amerikanske opsjoner.

- Black-Scholes-modellen: Denne modellen er utviklet for å gi en rettferdig pris på en europeisk opsjon, som kun kan utøves på forfallsdato. Modellen har noen grunnleggende forutsetninger for at den skal bli gjeldende:
 - Put/Call-paritet: Det foreligger ingen arbitrasjemulighet.
 - Brownian motion: Daglige prisbevegelser er tilfeldige og normalfordelte.
 - Fungerer best på korte opsjoner: Kortsiktig volatilitet gir et begrenset bilde på langsiktig volatilitet.

Black-Scholes har begrensninger når det kommer til prising av realopsjoner, og det kan tenkes at den overvurderer verdien i mange tilfeller.

Formel for å finne verdi av et selskap som inkluderer realopsjoner (Kaldestad og Møller 2011):

$$V_0 = V_{\text{as is}} + \text{Nåverdien av særlig fleksibilitet}$$

En kan også benytte Gordons vekstformel for å verdsette det statiske scenarioet. Verdien av et selskap med realopsjoner kan da beregnes slik:

$$V_0 = \frac{\text{Kontantstrøm}}{(\text{Avkastningskrav} - \text{Vekstfaktor})} + \text{Nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

4.8 Valg av verdsettelsesmodell

På bakgrunn av fordelene og ulempene til de ulike tilnærmingene til verdsettelse, har vi valgt å anvende kontantstrømbaserte modeller. Dette fordi litteraturen vi har benyttet, argumenterer for fordelene med denne metoden. Vi kan nevne Dahl et al. (1997), som hevder at den kontantstrømbaserte metoden er den korrekte metoden fordi at det å kjøpe et selskap er ensbetydende med å kjøpe selskapets fremtidige kontantoverskudd. Kaldestad og Møller

(2011) hevder at de fleste andre modeller for verdsettelse er avledninger av den kontantstrømbaserte modellen.

Videre vil vi presisere at vi har valgt å anvende total kapitalmetoden i vår verdsettelse av Selvaag Bolig. Boye (1998) mener at dette er den enkleste metoden å benytte i de fleste tilfeller. Egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden skal gi samme verdi, dersom de er korrekt anvendt (Thoresen 2011).

Total kapitalmetoden krever et avkastningskrav, som benyttes i diskonteringen av de fremtidige kontantstrømmene. Dette begrepet skal vi utdype nærmere i neste kapittel.

4.9 Oppsummering

I dette kapitlet har vi gjennomgått de ulike metodene for verdivurderinger av selskap. Vi har nevnt fordeler og ulemper knyttet til de ulike metodene. På bakgrunn av disse, har vi tatt et valg om å benytte total kapitalmetoden.

5 Avkastningskrav

5.1 Innledning

I dette kapitlet skal vi gjøre rede for det teoretiske grunnlaget rundt et avkastningskrav. Videre skal vi gjennomgå de ulike komponentene et avkastningskrav består av. Disse blir presentert med fordeler og ulemper, samt anbefalinger fra ulike fagpersoner. I denne utredningen ser vi først nærmere på avkastningskravet til egenkapitalen. Herunder de forskjellige valg og forutsetninger som må gjennomgås når man skal fastsette dette. Siden blir avkastningskravet til totalkapitalen utdypet på samme måte.

5.2 Teoretisk grunnlag

I foregående kapittel konkluderte vi at den kontantstrømbaserte metoden var den riktige metoden for å verdsette Selvaag Bolig. Denne metoden baserer seg på fremtidige estimater, og vi er avhengig av å finne en nåverdi av disse estimatene for å finne en selskapspris. For å diskontere summene brukes et avkastningskrav som diskonteringsrente.

For at verdiskapning skal oppstå, må investeringer gi større avkastning enn kapitalkostnaden. Avkastningskravet er i så måte en viktig del av verdivurderingen (Penman 2013).

Kaldestad og Møller (2011) forteller at et selskap må gi investorer avkastning på den kapitalen de har skutt inn, og denne avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. Over tid må avkastningen være et minimum av hva som er nødvendig for å trekke kapital til virksomheten (Dahl et al. 1997) Avkastningskravet kan defineres som den forventede avkastningen kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med likt risikonivå, og definisjonen vektlegger fire forhold (Dahl et al. 1997):

1. Den forventede avkastningen baserer seg på det som er ukjent i dag. Når man diskonterer de fremtidige kontantstrømmene, må disse være anslag som er begrunnet ut fra sannsynlighetsperspektiv.
2. Avkastningskravet er en alternativkostnad, og skal kompensere for alternative plasseringer med lik risiko. Denne kompensasjonen skal sikre kapitaltilførsel. Kravet angår den sysselsatte kapitalen, og ekskluderer dermed ikke-rentebærende gjeld.
3. Kapitalmarkedet bygger på forutsetninger om et effektivt, åpent og integrert marked. Dette resulterer i at kapitalmarkedet sprer et prosjekt over mange investorer. På grunnlag av dette skal avkastningskravet bestemmes av lønnsomheten til markedsplasseringer med risiko på samme nivå.
4. Avkastningskravet henger sammen med muligheten for avvik fra den forventede avkastning. Vi antar at investor er risikoavers, og har spredt sin kapital på flere investeringer. Den enkelte investering vil dermed få et redusert avkastningskrav, og investor vil kreve kompensasjon for systematisk risiko eller markedsrisiko.

Avkastningskravet kan beregnes ved hjelp av to ulike metoder. Den ene beregner avkastningskravet til egenkapitalen og den andre beregner avkastningskravet til totalkapitalen. Avkastningskravet til egenkapitalen er en av bestanddelene i beregningen av totalkapitalens avkastningskrav, og vi vil derfor gjennomgå begge metodene. Vi skal nedenfor belyse teorien bak, og de ulike faktorene som avkastningskravberegningen bygger på.

5.3 Avkastningskravet til egenkapitalen

5.3.1 Kapitalverdimodellen

Risiko og avkastning henger tett sammen. De fleste investorer er risikoaverse og ønsker en større forventet avkastning ved høyere risiko. Det minste man kan forvente å få, er en avkastning lik risikofri rente, og i tillegg bli belønnet for å bære en høyere risiko (Penman 2013).

Det eksisterer flere metoder for å fastsette avkastningskravet til egenkapitalen. Penman (2013) nevner Multifactor Pricing Models som har sitt utspring fra The Arbitrage Pricing Theory. Videre nevner Kaldestad og Møller (2011) Fama-French trefaktormodell. Vi velger ikke å gå

nærmere inn på disse metodene, ei heller de forutsetninger de bygger på. Vårt fokus ligger på den modellen som har størst utbredelse og som blir benyttet mest til dette formålet.

Kapitalverdimodellen, CAPM – Capital Asset Pricing Model, er et verktøy for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Den bygger på forutsetningen om at markedet ikke vil kompensere investor for risiko som kan bli diversifisert bort i en portefølje (Penman 2013).

Kapitalverdimodellen fremstår derfor slik:

$$\text{Avkastningskrav} = \text{Risikofri rente} + \text{Risikopremie}$$

Risikopremien beregnes på grunnlag av den forventede avkastningen utover risikofri rente på risikofaktorer som ikke kan diversifiseres bort, samt hvor sensitiv investeringen er for risikofaktorene, kalt beta. Kapitalverdimodellen, CAPM, anser markedsrisikoen som den eneste risikoen som ikke kan diversifiseres bort, og beta angir hvor sensitiv investeringen er for markedets avkastning (Penman 2013).

CAPM formel:

$$R_e = R_f * (1 - s) + (E(R_m) - R_f * (1 - s)) * \beta$$

Hvor:

- R_e er avkastningskrav til egenkapitalen
- R_f er risikofri rente
- $E(R_m)$ er forventet avkastning i markedsporteføljen
- β er betaverdien til investeringen
- $(E(R_m) - R_f * (1 - s))$ er markedets risikopremie
- s er skattesatsen

5.3.2 Risikofri rente

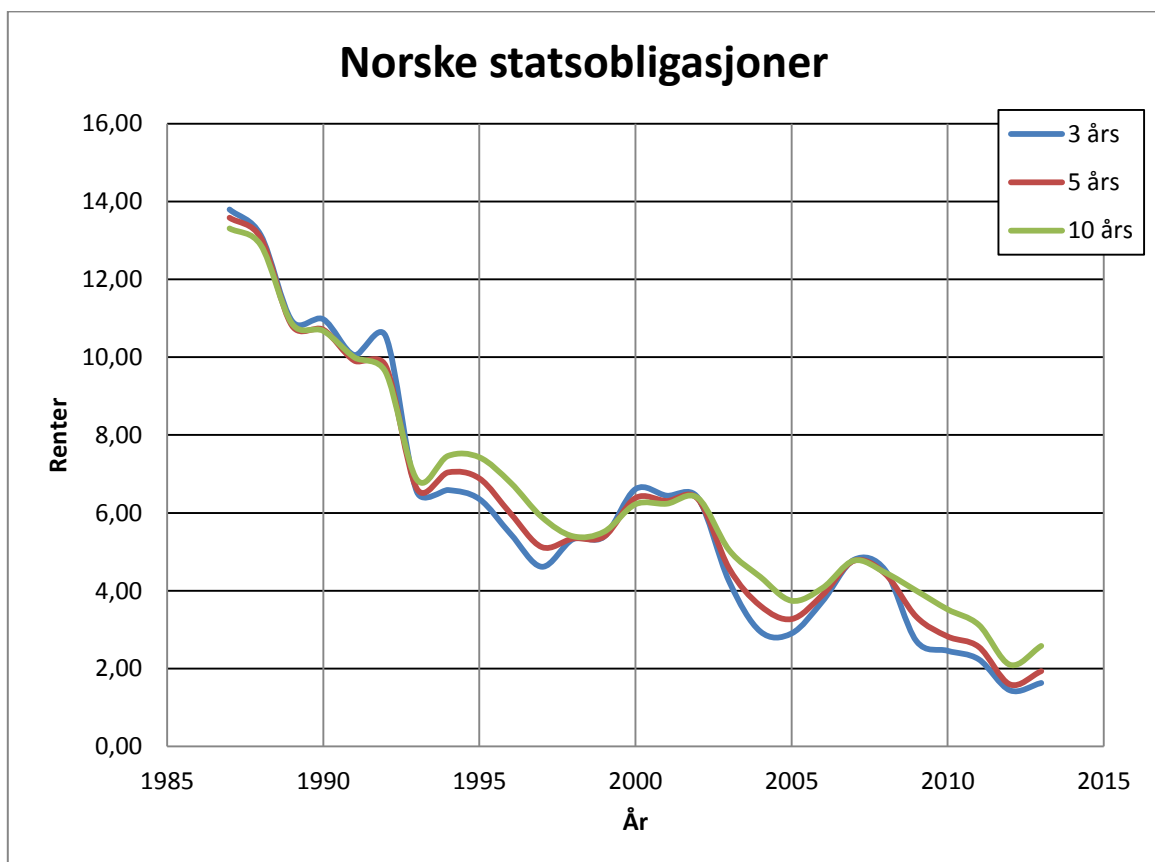
Den risikofrie renten, R_f , ligger som et minimumskrav i alle typer investeringer som innebærer risiko, og derfor må investeringen gi bedre avkastning enn denne (Kaldestad og Møller 2011). Den risikofrie renten er en hypotetisk avkastning, og det nærmeste man kommer, er å anvende statsobligasjoner (Kaldestad og Møller 2011). Hovedproblemstillingen rundt risikofri rente, er hvilken statsobligasjonsrente man skal ta utgangspunkt i; kort eller lang rente. Det finnes ulike løsninger for denne problemstillingen, hvor Kaldestad og Møller (2011) nevner følgende:

- Ulik risikofri rente for hver periode: Denne løsningen forutsetter at man beregner et nytt avkastningskrav til hvert av årene investeringen skal beholdes. Til år 1 beregner man avkastningskravet med 1-års risikofri rente, til år 2 beregner man avkastningskravet med 2-års risikofri rente, og så videre. Dette anses å være teoretisk riktig, men lite praktisk. Nytteverdien er også liten.
- Kort rente: Det å anvende kort rente som grunnlag for risikofri rente, gir et svært presist bilde i forhold til sammenheng mellom forventet avkastning og faktisk avkastning. Problemet med kort rente er at den er svært volatil, og vi får derfor et upresist grunnlag for beregning.
- Lang rente: Kaldestad og Møller (2011) har observert at svært mange praktikere anvender 10-års rente som grunnlag. Fordi 10-årsrenten er mindre flyktig, resulterer dette i et mer stabilt avkastningskrav. En annen logisk parallell er at selskapet vi skal investere i har i utgangspunktet "evig" levetid. Derfor står en lang rente godt til denne tankegangen. Et problem med den lange renten er at den har innbakte kompensasjonskomponenter som går på inflasjons- og likviditetsrisiko.
- Stivt avkastningskrav: Grunnlaget for dette er langsiktighet, og man ser derfor bort fra de kortsiktige svingningene. Risikofri rente blir da satt til langsiktig forventet realrente med et påslag for forventet inflasjon. Metoden har sine ulemper. Dersom det oppstår et trendskifte i rentemarkedene som resulterer i en endret realrente, vil verdiberegningsgrunnlaget bli endret. Vår verddivurdering vil da sprike fra hva som er den reelle verdien.

Faglitteraturen er delt på hva som skal være grunnlaget for risikofri rente. Boye og Dahl (2002) konkluderer at mellomlang statsrente, 2 til 3 års løpetid, er fordelaktig som risikofri

rente. Dette på grunnlag av inflasjonsforventninger og forventninger til endringer i renten. Penman (2013) anser risikofri rente som den statsobligasjonen som har lik løpetid som investeringen er tiltenkt. Kaldestad og Møller (2011) mener lang rente er et kompromiss man kan anvende uten videre betenkeligheter. Metoden kan dog være problematisk dersom langsiktig rente er mye høyere enn kortsiktig, og man forventer at de største kontantstrømmene kommer tidlig. Det kan dermed anses som hensiktsmessig å bruke den løpetiden på den risikofrie statsrenten som sammenfaller med de største kontantstrømmene. Man må også ta hensyn til at det er konsistens mellom inflasjonsforventningene i den langsiktige renten og i kontantstrømprognosen. Den risikofrie renten kan også være vanskelig å fastsette hvis den befinner seg langt fra det som anses å være et normalnivå. Den norske renten har lenge vært rekordlav, og det medfører utfordringer i hva man skal benytte som risikofri rente.

Nedenfor er en figur som illustrerer svingningene i de norske statsobligasjonene (Norges Bank 2014a). Vi observerer at 10-årsrenten ligger noe høyere enn den kortsiktige på 3 år. Dette ser vi på som forventninger om renteoppgang i fremtiden.



Figur 5.1 Norske statsobligasjoner

5.3.3 Beta

CAPM anvender betateknologi i sin beregning av avkastningskravet. Betaen, β , er et mål på risikoen til en aksje i forhold til markedet, og i hvilken grad man er eksponert for markedsrisikoen (Kaldestad og Møller 2011).

Selskapets beta er bestemt fra selskapets volatilitet i forhold til markedet (Kaldestad og Møller 2011). Beta beregnes ved å ta utgangspunkt i avkastningen på henholdsvis enkeltaksjen og aksjemarkedet. Deretter beregnes kovariansen mellom disse, som deles på variansen til avkastningen på aksjemarkedet.

Utrekningen av betaverdien fremkommer slik:

$$\beta_{Egenkapital} = \frac{\text{Kovarians (Enkeltaksje, Aksjemarkedet)}}{\text{Varians aksjemarkedet}}$$

En aksje som følger aksjemarkedet perfekt vil gi en betaverdi på 1, som også er betaverdiens snitt. I gjennomsnitt vil en betaverdi på 0,5 tilsi at aksjen er halvparten så variabel som markedets avkastning. En betaverdi på 1,5 tilsier da at aksjen er 50 % mer variabel enn markedets avkastning. Førstnevnte vil da tilsi en aksje som er mindre eksponert for risikoen som følger med markedet, og sistnevnte vil da tilsi en høyere eksponering. Brealey et al. (2004) deler inn betaverdien til en aksje slik:

- $\beta > 1$: Kalles en aggressiv aksje. Tendensen tilsier at den er svært sensitiv for markedssvingninger, og er spesielt fordelaktig eie ved markedsoppgang.
- $\beta < 1$: Kalles en defensiv aksje. Tendensen tilsier at den er mindre sensitiv for markedssvingninger, og er fordelaktig å eie ved markedsnedganger. Dette i motsetning til en aksje med høyere sensitivitet.

Videre nevner Boye og Koekebakker (2006b) at en betaverdi på null, ikke vil tilsvare et totalt fravær av risiko. Det betyr at aksjen kun består av usystematisk risiko, eller bransjespesifikk risiko. Denne typen risiko gir ingen ekstra kompensasjon i form av høyere forventet avkastning.

Det er variasjoner mellom hvilket datagrunnlag beta beregnes ut fra. Koller et. al (2005) nevner følgende anbefalinger:

- Beta blir beregnet ut fra regresjonsanalyse, og man burde bruke minst 60 sammenlikningspunkter. For å få et bedre bilde burde disse stilles opp grafisk i et diagram.
- Beregningene burde springe ut fra avkastninger basert på månedlige observasjoner. Dette for å redusere risikoen for systematisk bias, altså systematiske feiltolkninger ved aksjer som er lite omsatt.
- Avkastningene til en aksje burde bli sammenliknet med en diversifisert indeksregulert portefølje. Koller et. al (2005) nevner her S&P og MSCI World Index.

Kaldestad og Møller (2011) gir en presentasjon av en alternativ beregningsmåte for beta. Denne metoden hviler på en subjektiv fremgangsmåte, som kan anvendes dersom det ikke eksisterer tilgjengelige selskaps- eller bransjedata. Vi velger ikke å utdype denne tilnærmingen noe ytterligere. Selvaag Bolig er børsnotert, noe som innebærer at selskapets data er tilgjengelig for offentligheten. Kaldestad og Møller (2011) anbefaler at man skal anvende regresjonsanalyse eller sammenlikning av bransjedata. Dette fordi metodene bygger på statistisk grunnlag. Anvendelsen av et datamateriale fremfor subjektive synspunkter reduserer feilkilder i estimeringen.

5.3.4 Markedets risikopremie

Investorer forventer å få en meravkastning i markedet utover risikofri rente (Kaldestad og Møller 2011). $(E(R_m) - R_f(1 - s))$ er markedets risikopremie. Dette er den avkastning en risikabel pengeplassering blir kompensert for, utover den risikofrie renten (Brealey et al. 2004). Kaldestad og Møller (2011) nevner tre metoder som blir brukt for å estimere markedspremien. Under følger en kort beskrivelse av disse, sammen med de fordeler og ulemper metodene måtte ha.

5.3.4.1 Historisk premie

Å estimere markedspremien fra historisk perspektiv innebærer å ta utgangspunkt i de avkastninger som har funnet sted. Dersom vi mangler indikatorer som pålitelig kan estimere den fremtidige premien, vil den historiske premien være det beste estimatet (Kaldestad og Møller 2011). Videre poengteres det at den historiske avkastningen som har blitt realisert, kan fra investors side være et minstekrav til fremtidige investeringer.

I praksis innebærer metoden en sammenligning av avkastningen på en markedsindeks med avkastningen på statsobligasjoner. Kaldestad og Møller (2011) poengterer to hensyn det er viktig å ta stilling til for å få et mest mulig korrekt estimat:

- Markedsindeksen man benytter må ta hensyn til avkastning fra utbytte.
- Når man beregner avkastningen på rentepapirer, må man ikke kun se på yield. Man må også ta hensyn til prisendringer.

Å estimere markedspremie ut fra historisk perspektiv er en generelt akseptert og utbredt praksis, men Kaldestad og Møller (2011) nevner flere ulemper ved metoden:

- Verdens kapitalmarkeder har historisk endret seg svært mye. Det nevnes alt fra reduksjon av risiko, svært høy produksjonsvekst, økte diversifiseringsmuligheter og økt likviditet. Vi kan stille spørsmål om dette er faktorer som blir gjeldende i fremtiden.
- Beregningen er kalkulert fra et skjevt utvalg, som kun baseres på de børser og selskaper som har overlevd. De som ikke har klart seg gjennom tiden blir oversett.
- Skattereglene har endret seg over tid, og det er kun avkastning etter skatt som er interessant for en investor å ta stilling til.

5.3.4.2 Implisitt premie

Denne tilnærmingen bygger på å estimere en implisitt markedspremie ut fra den nåværende børskursen (Kaldestad og Møller 2011). Metoden tar utgangspunkt i en vekstmodell, og Gordons vekstformel kan benyttes. Kaldestad og Møller (2011) presenterer modellen slik:

$$\text{Indeksverdi} = \frac{\text{Utbytte}}{(\text{Risikofri rente} + \text{Beta} * \text{Risikopremie} - \text{Vekstfaktor})}$$

Vi behandler risikopremien som en ukjent faktor, og beta vil være 1 siden vi analyserer hele markedet (Kaldestad og Møller 2011). Metoden kan gjøres mer avansert, og bygges ut med en prognoseperiode dersom dagens utbyttene ikke er normalisert.

Kaldestad og Møller (2011) nevner at modellen ikke fokuserer på de tallene som har vært, og ser bort fra problemene som en historisk markedspremie fører med seg. Derfor er modellen framtidsrettet. Den fanger i tillegg opp det faktum at risikopremien varierer over tid.

Problemet med modellen er at den gir en svært volatil risikopremie. Dette fordi metoden er svært sensitiv for de input vi beregner premien med. Kaldestad og Møller (2011) konkluderer med at markedet kan preges av bobler og frykt, fall og forventningsendringer. Å bruke en evigvarende vekstmodell for denne beregningen kan være urimelig.

5.3.4.3 Spørreundersøkelse

Denne metoden bygger på svært subjektive forutsetninger. Ved å lytte til hva akademikere og investorer som er representative og kjenner til markedet, kan dette gi et estimat på fremtidige forventninger. Kaldestad og Møller (2011) forteller at metoden i teorien bygger på markedsaktørenes syn og er uavhengig av historiske data. Ulempene med denne metoden er at deltakerne kan være påvirket av hvordan magesfølelsen rundt markedet er på det tidspunkt man foretar undersøkelsen. Det er også en fare for at respondentene benytter historiske tall i sine prediksjoner (Kaldestad og Møller 2011).

5.3.5 Skatt

For at vi skal få et korrekt avkastningskrav til vårt formål, er det nødvendig å ta hensyn til skatten, *s*. Våre beregninger må da gjøres etter selskapsskatten er trukket fra, men før investorskatt (Kaldestad og Møller). I Norge er nominell foretaksskatt 27 prosent.

5.3.6 Justeringer

En investor kan vurdere om avkastningskravet skal bli korrigert for spesielle omstendigheter. Kaldestad og Møller (2011) tar opp følgende justeringer som kan være aktuelle:

- Småselskapspremie: Selskaper av mindre størrelser har historisk sett generert høyere avkastning enn kapitalverdimodellen angir. Små selskaper er i tillegg mer risikoutsatte, særlig i nedgangstider. Åpenheten og informasjonsflyten er også en faktor å ta hensyn til.
- Likviditetspremie: En investor kan bli sittende fast i en aksje som er lite omsatt. Dette kan medføre en forhøyet kostnad for å komme seg ut av en slik illikvid plassering.

Justeringer er ofte praktisert gjennom skjønnsmessige vurderinger. Kaldestad og Møller (2011) er ikke tilhengere av slike justeringer, fordi slike korrigeringer nødvendigvis ikke er uavhengig av andre forhold som påvirker avkastningskravet. Johansen, Laake, og Aulie (2013) gjengir derimot i en undersøkelse gjennomført av PWC og NFF at 80 prosent av respondentene mente at en småbedriftspremie burde benyttes i det norske markedet.

5.4 Avkastningskravet til totalkapitalen

5.4.1 Veid gjennomsnittlig kapitalkostnad

I det foregående kapittel presenterte vi teorien bak avkastningskravet til egenkapitalen. Denne inngår som en komponent i beregningen for avkastningskravet til totalkapitalen.

Weighted Average Cost of Capital, forkortet WACC, er den engelske betegnelsen på veid gjennomsnittlig kapitalkostnad. Kaldestad og Møller (2011) definerer denne som selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad. En forenklet fremstilling av WACC fremstår slik:

$$WACC = Egenkapitalkostnad * Egenkapitalandel + Gjeldskostnad * Gjeldsandel$$

Et selskap kan ha mange ulike former for finansiering, eksempelvis tradisjonell gjeld eller egenkapital. De ulike formene for finansiering innebærer en ulik risiko, og medfører dermed en ulik forventet avkastning. Beregningen av totalkapitalkravet tar utgangspunkt i et vektet gjennomsnitt av gjeldskostnad og egenkapitalkostnad.

WACC-formel:

$$R_T = R_e * \frac{E}{E + G} + R_g * (1 - s) * \frac{G}{E + G}$$

Hvor:

- R_T er avkastningskravet til totalkapitalen
- R_e er avkastningskravet til egenkapitalen
- E er egenkapitalen
- G er gjelden
- R_g er gjeldskostnaden
- s er skattesatsen
- $E + G$ er totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen anvendes i verdsettelsesmodellen vi har valgt. Vi benytter dette til å diskontere de estimerte fremtidige kontantstrømmene, som skal betjene de ulike formene for finansiering.

Vi har allerede dekt teorien bak avkastningskravet til egenkapitalen. For å kunne beregne avkastningskravet til totalkapitalen, må vi se nærmere på gjeldskostnaden samt hvordan selskapets finansieringsstruktur er bygd opp.

5.4.2 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden til et selskap skal beregnes med utgangspunkt i markedsrente, ikke selskapets faktiske kostnader (Kaldestad og Møller 2011). Vi er ute etter alternativkostnaden. Dette begrunnes med at dersom selskapets rentekostnad spriker fra markedsrenten, vil den naturlig innrettes etter markedsrenten. Selskapet er i stand til å refinansiere og vil mest sannsynlig gjøre dette så snart de har mulighet (Kaldestad og Møller 2011).

Kaldestad og Møller (2011) anbefaler at vi er konsistente i beregningen av gjeldskostnad. De anbefaler derfor at vi skal benytte eksempelvis en SWAP-rente med like lang løpetid som vi har anvendt i beregningen av risikofri rente.

I motsetning til Kaldestad og Møller (2011), hevder Penman (2013) at gjeldskostnaden skal bestå av et vektet gjennomsnitt av gjeldsrenten. Dette innebærer at man skal ta utgangspunkt i all rentebærende gjeld selskapet innehar.

Kaldestad og Møller (2011) nevner at man må være oppmerksom på om selskapet har rentebærende gjeld med fast utlånsrente. Dette medfører at gjelden selskapet innehar må korrigeres med gevinst eller tap i forhold til renten som baserer seg på alternativkostnaden.

5.4.3 Vekting av finansieringsstruktur

Egenkapitalandelen og gjeldsandelen angir strukturen i hvordan selskapet er finansiert. Boye og Koekebakker (2006a) nevner at kun rentebærende gjeld utgjør gjeldsandelen. Kaldestad og Møller (2011) forteller at vi skal benytte en langsiktig optimal struktur. Dersom denne fraviker dagens struktur, vil selskapet innrette seg etter optimal finansieringsstruktur. Det eksisterer flere ulike måter å bestemme et langsiktig nivå på:

- Dagens kapitalstruktur: Kaldestad og Møller (2011) mener at dagens kapitalstruktur er et godt utgangspunkt. Miller-Modigliani-teoremet baserer seg på at finansieringsformen ikke påvirker WACC. Videre bør vi være varsom dersom selskapet har ekstremt stor andel av enten egenkapital eller gjeld. I så tilfelle er det ikke sikkert at dette er gjeldende. Kaldestad og Møller (2011) nevner at i et selskap som kun er finansiert av egenkapital, kan ledelsen gjøre ulønnsomme beslutninger. På motsatt side kan et selskap kun finansiert av gjeld, være utsatt for konkurs hvis lånekostnadene øker.
- Normalisert kapitalstruktur: Kaldestad og Møller (2011) forteller at en investor som beslutter å kjøpe et selskap, som oftest står fritt til å foreta refinansiering av selskapets finansieringsstruktur. En rimelighetsvurdering av finansieringsform kan gjøres ved å foreta en sammenlikning av kapitalstrukturen fra lignende selskaper. Et annet alternativ er å se på ledelsens ønsker og forventninger på langsiktig basis. Det er rimelig å anta at selskapet tar sikte på å oppnå en optimal kapitalstruktur.

5.5 Oppsummering

I dette kapitlet har vi gjennomgått det teoretiske grunnlaget for et avkastningskrav. Vi har sett på både kravet til egenkapitalen og totalkapitalen, og de forskjellige komponentene som inngår i disse. Å beregne et avkastningskrav er ikke en presis vitenskap, den bygger i stor grad på subjektive valg og synspunkter. Teorien vi har presentert i dette kapitlet legger grunnlaget for de valg og forutsetninger vi selv tar i kapittel 9, hvor vi fastsetter avkastningskravet.

6 Strategisk analyse

6.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi utføre en strategisk analyse av Selvaag Bolig. Vi starter med teorien bak strategisk analyse, og ser nærmere på eksterne og interne forhold rundt selskapet. Vi tar i bruk en “top down” tilnærming, hvor vi først ser på det store bildet, som vi videre snevrer inn til selskapet. De eksterne forholdene blir analysert ved hjelp av en “PESTEL-analyse” og “Porters five-forces”-rammeverket. PESTEL-analysen ser nærmere på makroomgivelsene, mens “Porters five-forces”-rammeverket blir brukt til å se nærmere på bransjen. Til slutt tar vi i bruk VRIN-modellen for å se på de interne forholdene ved Selvaag Bolig, herunder ressursene de har tilgjengelig. Vi oppsummerer våre funn i en “SWOT-analyse.”

6.2 Teori og bakgrunn

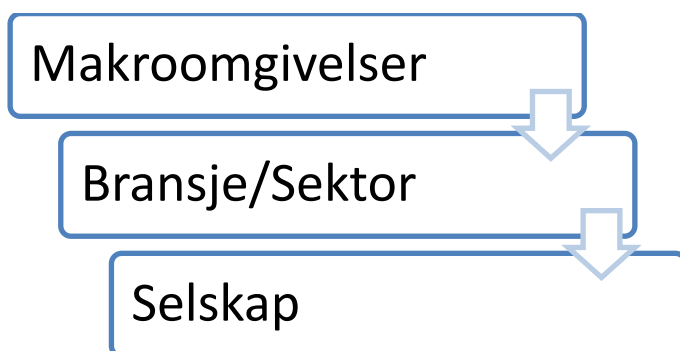
I et forsøk på å belyse de sentrale elementer i en strategisk analyse, kan det være hensiktsmessig å se på bakgrunnen til hvorfor en slik analyse blir gjennomført. De fleste bedrifter må, på en eller annen måte, forholde seg til konkurrerende bedrifter (Roos et al. 2014). Strategisk analyse dreier seg nettopp om det å kartlegge bedriftens konkurranseposisjon og utvikling. I verdsettelsessammenheng kan analysen gi et bedre bilde av det aktuelle selskapets strategiske utfordringer, og deres muligheter til å være i balanse med omgivelsene.

En faktor som kan være viktig å se på for en investor i investeringssammenheng, er selskapets verdidrivere. Verdidriverne er definert som de omstendigheter som måtte påvirke selskapets evne til å generere fremtidige kontantstrømmer, og til å øke verdien av selskapets eiendeler (Thoresen 2011). Verdidriverne varierer fra selskap til selskap, alt etter om de befinner seg i oppstartsfase eller er godt etablert i markedet. Det er også viktig å se på selskapene og deres verdidrivere etter hvilken sektor de opererer i. For å betrakte verdidriverne i Selvaag Bolig, vil vi foreta en ”top-down”-analyse (Thoresen 2011). Thoresen (2011) definerer en “top-down”-analyse, som en analyse hvor man starter med å se på det store bildet, og snevrer det

inn til selskapet. Han mener det først er viktig å studere de makroøkonomiske forholdene, så gå videre til bransjeforholdene, og til slutt selskapet i seg selv.

Vi velger å utvide makroøkonomibegrepet til å omfatte andre makroforhold også, men vi legger vår hovedvekt på makroøkonomiske forhold. Vi vil starte med å analysere det vi velger å kalle makroomgivelser, ved hjelp av en “PESTEL-analyse”. Videre foretar vi en analyse ved hjelp av “Porters five-forces”-rammeverket for å se nærmere på bransjen og sektoren Selvaag Bolig operer i. Disse to analysene vil da utgjøre vår eksterne strategiske analyse. Til slutt i “top-down”-analysen, ser vi nærmere på de interne strategiske egenskapene ved hjelp av en VRIO-analyse. Vi summerer våre funn i en oppsummering ved hjelp av en SWOT-analyse.

“Top-down”-analysen fremstår da som følger (Thoresen 2011):

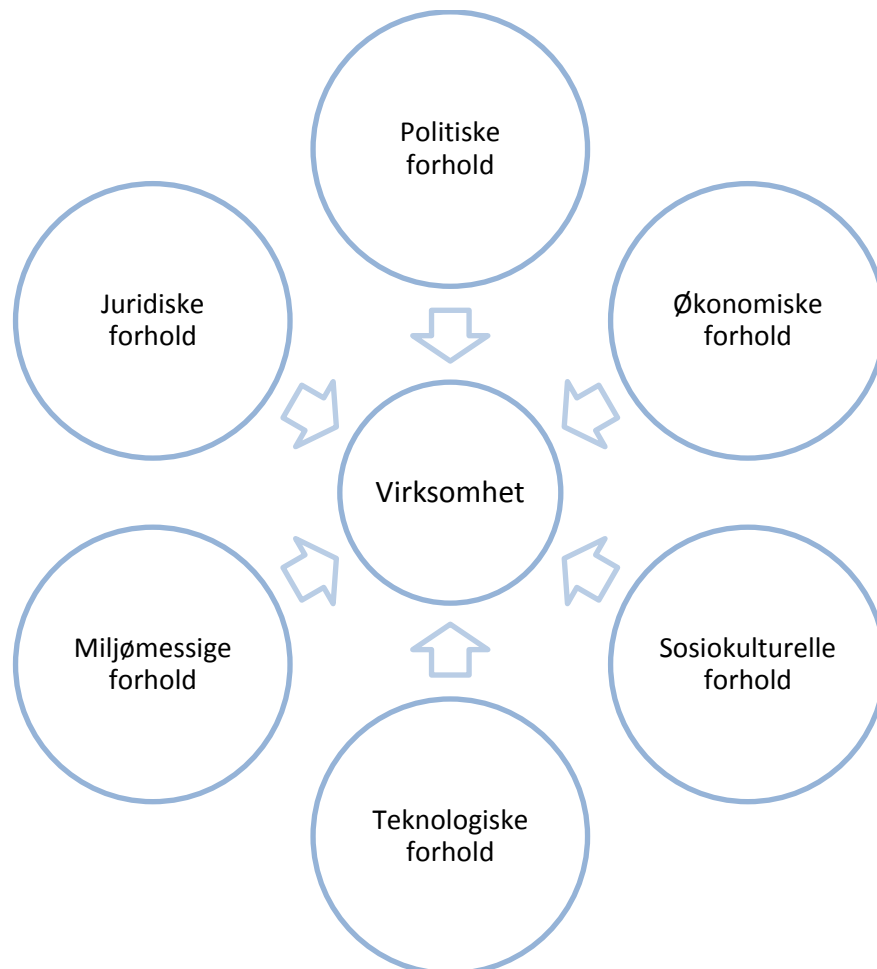


Figur 6.1 "Top-down"-analyse

6.3 Analyse av makroomgivelser

I vår analyse av makroomgivelsene, har vi valgt å foreta en PESTEL-analyse. Dette er en videreutvikling av PEST-analysen. PESTEL er et akronym som står for “Political, Economical, Social, Technological, Environmental og Legal.” Vi oversetter dette til norsk som: Politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forhold.

Vi velger å belyse disse forhold for å se på de ulike faktorene som kan påvirke Selvaag Bolig. Videre velger vi å følge Thoresen (2011), som anser makroøkonomiske forhold som svært viktig. Dette innebærer at vi vil se grundigere på økonomisk vekst og konjunkturer, inflasjon og valuta, under økonomiske forhold i PESTEL-analysen. Nedenfor følger en figur av idéen bak PESTEL, hvor de ulike makrokomponentene påvirker virksomheten:



Figur 6.2 PESTEL fremstilling

I hver komponent av PESTEL-analysen inngår flere faktorer som kan påvirke et selskap. I tabellen under har vi notert ned noen av de mest sentrale (Roos et al. 2014):

Tabell 6.1 Noen komponenter i PESTEL-analysen

Komponent		Faktorer som inngår under gitt komponent
P	Politiske	Skattepolitikk, privatiseringspolitikk, valutapolitikk, stabilitet hos myndigheter
E	Økonomiske	Sykluser, trender i BNP, rentenivå, inflasjon, valutafluktueringer, disponibel inntekt, energitilgang og –kostnad
S	Sosiokulturelle	Demografi, inntektsfordeling, sosial mobilitet, holdninger til arbeid, konsum, utdanningsnivå
T	Teknologiske	Offentlig forskning, fokus på teknologi, nye oppdagelser, teknologioverføring, mislykkede prosjekter
E	Miljømessige	Forurensnings- og utslippskvote, påvirkning på naturen, gjevinningsmuligheter, ressursmangel, økte energikostnader, kundenes holdninger til miljøvern
L	Juridiske	Monopollovgivning, miljøvernlovgivning, handelsreguleringer, arbeidsreguleringer

6.3.1 Politiske forhold

Selvaag Bolig opererer primært i Norge. Av utenlandske aktiviteter kan vi nevne modulbygging i Baltikum og Polen, samt et pågående prosjekt i Stockholm hvor Veidekke AB deler ansvaret. Vi velger å se nærmere på politiske forhold i Norge, fordi det er her inntektene til Selvaag Bolig genereres i størst grad. Norsk politikk er svært stabil, og vi anser forventningene til dramatiske endringer som små. Vi kan nevne at foretaksskatten ble redusert fra 28 % til 27 %, og dette anser vi som en positiv endring.

Dersom vi ser tilbake på boligutvikling i et historisk perspektiv, til etterkrigstiden, sto staten for det meste av boligbyggingen (SNL 2014a). Selvaag Boligs grunnlegger, Olav Selvaag var

svært uenig i metodene og reglene den statlige utbyggingen ble berørt av (Lundesgaard 2012). Han mente det ble bygget for dyrt og for tregt, og motbeviste de statlige utbyggerne med å bygge både raskere og billigere enn hva OBOS gjorde. Olav Selvaag ble svært kjent for sine teknikker, og respektert for sine bragder.

Lundesgaard (2012) mener det kan trekkes mange likhetstrekk mellom etterkrigstiden og dagens boligsituasjon. Svært mange politiske vedtekter detaljstyrer store deler av boligbyggingen. Vi kan nevne kravet om universell utforming, som gjør små leiligheter svært dyre (Sparre 2010). Det er også satt krav til hvor store leilighetene skal være i et kompleks, samt hvor stor andel hver størrelsesgruppe skal ha (Havnes 2013). Disse krav og retningslinjer er spredt mellom staten og kommunene. Det er også verdt å merke seg at det bygges for lite i Norge, spesielt i områder med sterk tilflytting, noe som gjør at prisene stiger til høye nivåer (Eriksen 2014).

Det er kostbart å kjøpe bolig i Norge, og prisene er svært høye. Mange finner det svært vanskelig å komme seg inn på boligmarkedet, på grunn av manglende kapital. Boligsparing for ungdom, BSU, er en politisk bestemt spareform som skal hjelpe unge til å spare mer til bolig. Dette kan sees på i sammenheng med egenkapitalkravet, som finanstilsynet har satt til 15 prosent (Halvorsen og DN.no 2014). Egenkapitalkravet har sammenheng med at prisutviklingen i Norge på boliger har vært svært høy, og kravet skal sikre stabilitet i finansmarkedet dersom boligprisene skulle falle (Langberg 2013).

I Norge fikk vi ny regjering i 2013, som består av Høyre og Fremskrittspartiet. Studerer vi boligpolitikken på partienes hjemmesider, ser vi tendenser til mykgjøring av plan og bygningsloven. Boligpolitikken til Høyre nevner blant annet forenkling av byråkratiske prosesser knyttet til boligbygging, samt raskere saksgang og tilretteleggelse for de som skal inn på boligmarkedet (Høyre 2014). Vi legger spesielt merke til det de nevner om at byggteknisk forskrift "TEK10", skal gjennomgås i samarbeid med byggebransjen for å redusere detaljnivå og fjerne unødvendige krav og pålegg. På grunnlag av dette mener vi at politikken er i en prosess som tar sikte mot å endre loven og forskriftene til fordel for boligutbyggerne. Vi ser også at politikerne og andre statlige organer er villige til å lytte på forslag fra store private aktører, som Selvaag Bolig, i dag (Eriksen 2014).

6.3.2 Økonomiske forhold

Stort sett alle selskaper som opererer i et marked, er avhengig av hvordan den makroøkonomiske utviklingen forløper seg (Thoresen 2011). Nesten all økonomi er knyttet sammen; dersom økonomien ekspanderer, øker etterspørselen. Dersom det oppstår et sjokk i en del av økonomien, kan det spre seg til resten av sektorene.

Det er vanskelig å anslå utviklingen i makroøkonomien. Imidlertid kan makroøkonomisk informasjon være nyttig i analyser, fordi variablene ofte svinger rundt historiske snittverdier.

Thoresen (2011) presenterer tre grunnleggende prinsipper som kan belyse den makroøkonomiske situasjonen per dags dato: økonomisk vekst, inflasjon og valuta.

6.3.2.1 Økonomisk vekst

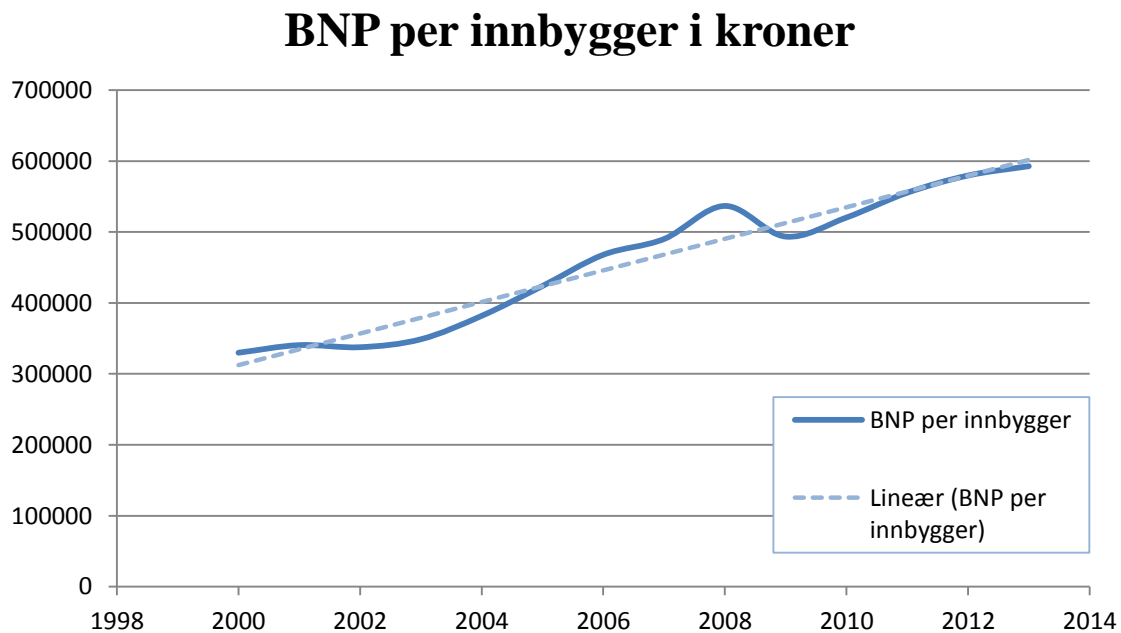
Produksjon er synonymt med økonomisk aktivitet, og måles ved hjelp av bruttonasjonalprodukt, heretter forkortet BNP (Thoresen 2011). BNP defineres som landets samlede verdiskaping, og er vanlig å uttrykke per innbygger. Davidsen (2012) presenterer bruttonasjonalproduktet slik:

$$Y = C_p + I_p + G + (X - Q)$$

Hvor:

- Y er BNP
- C_p er privat konsum
- I_p er privat bruttorealinvestering
- G er offentlige kjøp av varer og tjenester
- $(X - Q)$ er nettoeksporten

Vi presenterer i figuren under BNP per innbygger i kroner (SSB 2014c):



Figur 6.3 BNP per innbygger i kroner

Økonomisk vekst og sysselsetting svinger som regel over tid. Slike svingninger omtales gjerne som konjunktursykluser eller makroøkonomiske fluktuasjoner (Steigum 2004). Vi observerer at BNP falt noe i forbindelse med finanskrisen, men har hatt en oppgang siden 2009. Vi har satt inn en lineær kurve som viser Norges potensielle BNP. Der hvor faktisk BNP pr innbygger svinger over og under, representerer henholdsvis høykonjunktur og lavkonjunktur (Davidsen 2012).

Historisk sett har den økonomiske utviklingen i Norge hatt en enorm utvikling. Velstanden vi ser, er et resultat av en vedvarende økonomisk vekst over lang tid. Et land innehar en rekke produksjonsressurser som deles inn i tre hovedkategorier:

- Arbeidskraft
- Kapital
- Kunnskap

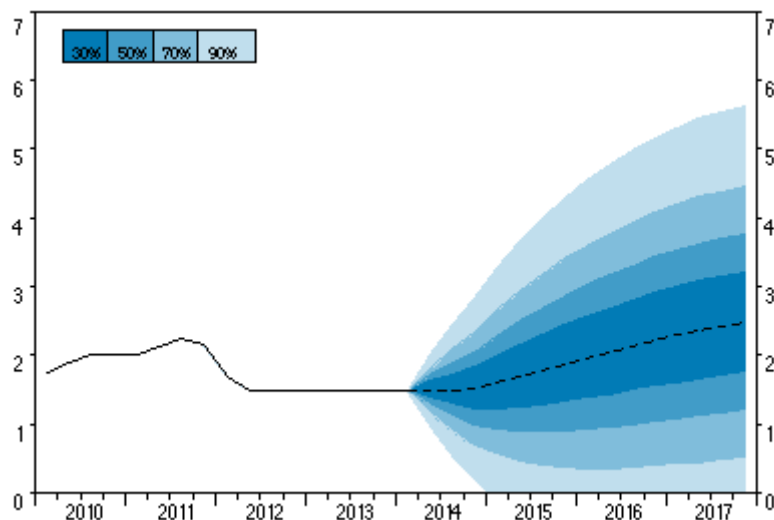
Tilgjengelighet og utnyttelse av slike ressurser skaper økonomisk vekst. For at veksten skal vare må tilgangen til ressurser økes og/eller teknologien forbedres (Davidsen 2012). Det er

vanskelig å svare på om økonomisk vekst kan fortsette å ekspandere i det uendelige, da det i de siste år har blitt satt spørsmålsteget ved miljøkonsekvenser og ressursreservene (Davidsen 2012).

Konjunktursvingninger representerer et faremoment som kan ramme både positivt og negativt. Vi nevnte tidligere høykonjunktur og lavkonjunktur i forhold til BNP. Dette innebærer at produksjonskapasiteten til et land er overutnyttet eller underutnyttet (Davidsen 2012). Historisk sett har det svinget jevnt mellom slike konjunkturer, i større eller mindre grad. Problematikk som er knyttet til konjunktursvingninger, er arbeidsledighet, rentenivå, inflasjon og valutakurser. Eksempler på dette er at arbeidsledigheten øker i lavkonjunktur og inflasjonen øker i høykonjunkturer. Slike forhold skaper årsakssammenhenger med renter og valutakurser som igjen påvirker andre makroforhold.

Det er flere årsaker til at konjunktursvingninger kan oppstå. Det kan være endringer i både realøkonomiske og finansielle forhold. Konjunktursvingninger er lite ønskelig, og myndighetene driver en aktiv stabiliseringspolitikk gjennom støttepakker, rentestyring og liknende.

Det er vanskelig å si hvordan utviklingen i Norge vil bli fremover, men vi velger å presentere Norges Bank sitt anslag over styringsrenten for de kommende år under. En lav rente, isolert sett, gir en lavere kapitalleie, som skal stimulere utvikling i økonomien.



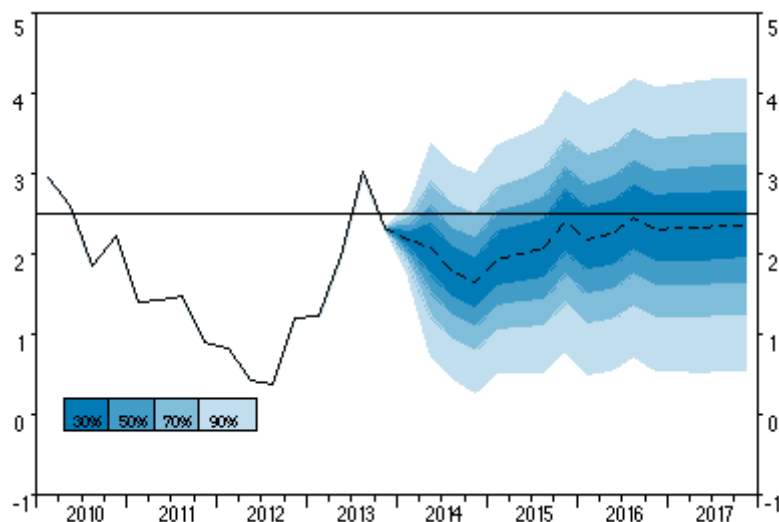
Figur 6.4 Renteprognoiser (hentet fra Norges Bank)

Halvorsen og Lausten (2014) gjengir i en rapport utarbeidet av Statistisk Sentralbyrå, at det ventes økonomisk vekst i perioden fremover. Det ventes både boligprisvekst, inntektsvekst og lave realrenter. Det ventes dog økt arbeidsledighet. Samlet sett spås det moderat vekst i lavere tempo enn vi har sett de siste år, og det er spesielt oljesektoren som står for en slakere kurve (Aakvik 2014). Vi har dog i bakhodet at nedganger i økonomien er vanskelig å spå, og kan inntreffe uten forvarsel. Slike endringer medfører etterspørselssvikt etter Selvaag Boligs produkter, noe som fører til reduserte boligpriser. Ved oppgang vil sannsynligvis boligprisene stige.

6.3.2.2 Inflasjon

Inflasjon defineres som en situasjon med vedvarende økning i landets generelle prisnivå (Davidsen 2014). Inflasjonen har sammenheng med det generelle prisnivået, og uttrykkes gjerne gjennom konsumprisindeksen, forkortet KPI. Det er svært vanskelig å predikere inflasjonsutviklingen i økonomien, og manglende samsvar mellom forventet og faktisk inflasjon, kan forverre inflasjonsnivået (Davidsen 2014).

Vi velger under å presentere et KPI-anslag fra Norges Bank. Den horisontale sorte linjen representerer inflasjonsmålet på 2,5 %.



Figur 6.5 KPI-anslag (hentet fra Norges Bank)

En del av stabiliseringspolitikken i økonomien går ut på å legge opp til en aktiv inflasjonsstyring. Norge satser på en aktiv stabiliseringspolitikk, og renten er det sterkeste virkemiddelet. Studerer vi Figur 6.4 (Renteprognoiser) igjen, ser vi at renten har vært lav de siste årene, på grunn av målet om 2,5 % prisvekst hvert år. Høy inflasjon har sammenheng med høy økonomisk aktivitet, og slik situasjonen er nå, ser det ut til at forholdene er relativt stabile.

Selvaag Bolig har en lang produksjonsprosess, noe som innebærer store investeringer. En stabil økonomisk situasjon, er avgjørende for en sunn utvikling. Selskapets renter på gjeld er i hovedsak flytende, og en lav rente er i så måte gunstig for store lån. Samtidig har selskapet store summer i eiendeler, som eiendommer og kapital, og ikke minst en lang produksjonsprosess. En stabil prisvekst uten dramatiske svingninger er dermed avgjørende for at selskapets aktiviteter ikke skal bli usikre.

6.3.2.3 Valuta

En valutakurs uttrykker vekslingsforholdet mellom to myntenheter (Steigum 2004). Valutakurser avhenger i stor grad av tilbud og etterspørsel etter myntenheten, på samme måte som andre varer og tjenester (Thoresen 2011). Fra vårt lands synspunkt kan man definere valutakursen som:

$$\text{Valutakurs} = \frac{\text{Utenlandsk valuta}}{\text{Norsk valuta}}$$

Selvaag Bolig har sin primære aktivitet i Norge, men er gjennom datterselskapet Selvaag Bolig Modulbygg noe eksponert for valutarisiko. Modulbygg kjøpes fra utlandet i Euro, og selskapet handler i terminkontrakter for å få fast valutakurs ved forfall. Vi tolker det av denne grunn dithen at selskapet, i mindre grad, er eksponert for valutakursendringer.

6.3.3 Sosiokulturelle forhold

Alle mennesker trenger en plass å bo. I Norge har man ikke rett til bolig, men sosialtjenesten hjelper til med å finne bolig. En bolig er derfor noe man nesten kan si er en nødvendighet. Uansett hvilken livssituasjon og alder mennesker er i, har de behov for å bo i en bolig.

Befolkningsantallet i Norge er i vekst. I følge SSB (2014b) var befolkningstallet i Norge 5 124 383, og i 2013 alene var befolkningsveksten 57 781. Vi opplever både et fødselsoverskudd og et innflyttingsoverskudd. Det er også forventet at Norges befolkning vil passere 6 millioner, som et moderat anslag, innen 2030 (SSB 2012). Ifølge Høydahl (2010) var halvparten av Norges befolkningsvekst, fra 2000 til 2010, innenfor Oslos 10-milsradius. Denne regionen har både innvandringsoverskudd, halvparten av landets fødselsoverskudd og størst nettoinnflytting fra resten av landet. Dette bærer sterkt preg av sentralisering og fortetting av befolkningen. Frem mot 2040 er det spådd at kun Trondheim vil vokse mer enn hele Nord-Norge til sammen (Lorentsen og Budalen 2013).

Vi velger å se på anslaget for økning i de byene Selvaag Bolig har sitt hovedfokus på, og presenterer disse i tabellen under (Lorentsen og Budalen 2013):

Tabell 6.2 Befolkningsframskriving 2012-2040

	2012	2040	Forventet økning i %
Oslo	613 285	833 733	35,95 %
Bergen	263 762	338 891	28,48 %
Trondheim	176 348	227 670	29,10 %
Stavanger	127 506	155 329	21,82 %

Vi ser av tabellen ovenfor at samtlige av byene Selvaag Bolig har sitt fokus på, vil oppleve en sterk befolkningsvekst. Tendensene er klare, det vil være et stort behov for flere boliger i disse områdene.

6.3.4 Teknologiske forhold

Teknologien har hatt en voldsom utvikling, og vi ser for oss en fortsatt utvikling i samme vei. Både byggteknikker, materialer og tegning av bolig er områder hvor teknologien utvikler seg. Det samme kan sies om teknologien i anvendelsen av huset, hvor alt fra låsing av ytterdør til å slå på lys kan styres fra mobiltelefonen. Det har vært en stor utvikling innen byggteknikker, og vi anser dette som resultater av et ønske om å effektivisere og redusere kostnader.

Ulvestad (2014) skrev i en artikkel for Teknisk Ukeblad, om et selskap som har spesialisert seg i å lage knøttsmå hus på rundt 20 kvadratmeter til NOK 200.000. Om dette utgjør en trend i fremtiden er vanskelig å si, likeledes om majoriteten etterspør slike nyvinninger. Vi ser likevel for oss at bransjen vil ta i bruk de teknologiske nyvinningene som gir lønnsomhetsvinning i form av en mer kostnadseffektiv drift og produksjon.

6.3.5 Miljømessige forhold

Norge har fått et sterkt fokus på miljø de siste år. En tomt består i hovedsak av et stykke land. Å utvikle dette til en eller flere boliger, kan være miljøskadelig. Dette er forhold knyttet til energibruk, materialer, avfall samt inngrep og bruk av naturressursene.

Selvaag Bolig fokuserer sterkt på miljø i sine årsrapporter, og ønsker å minimere utslipp og ødeleggelser. For å kunne være en miljøvennlig bedrift som unngår å påvirke eller forverre slike faktorer, inngår derfor miljømessige hensyn som en del av selskapets daglige drift. Selskapet fokuserer også på at byggene skal være energieffektive og klimavennlige.

Det settes krav til at nye boliger skal være energieffektive, og det iverksettes tiltak for at dette skal opprettholdes. Alternative oppvarmingsmetoder, slik som eksempelvis vannbåren varme, jordvarme og varmepumper, anses som miljøvennlige alternativer. Energimerking av boliger er også et tiltak som kan virke veiledende for miljøfokuserte kundegrupper. Ytterst på skalaen finnes boliger som kommer under kategorien passivhus, som er svært tette og energigjerrige hus. Miljømessige trender utgjør både en mulighet og en utfordring for Selvaag Bolig, i den grad at dette må hensynstas, opprettholdes og utvikles.

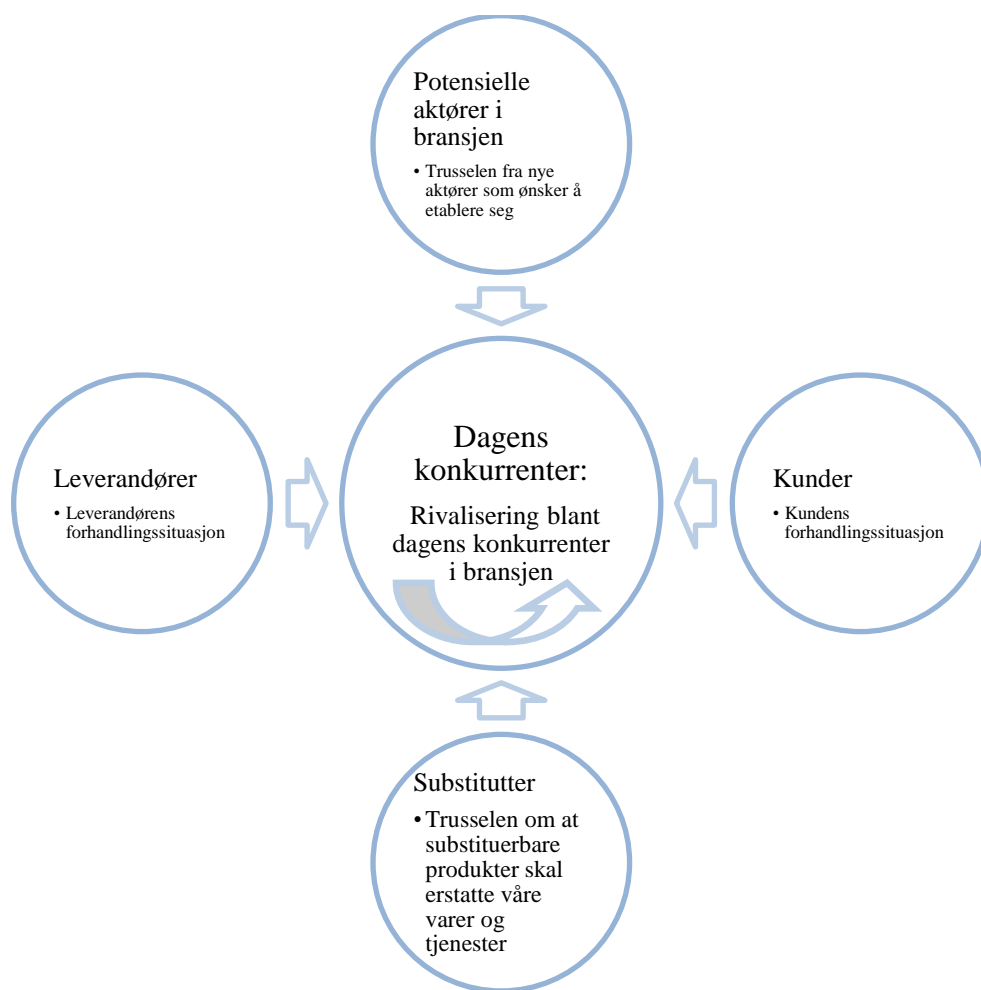
6.3.6 Juridiske forhold

Selvaag Bolig opererer i Norge og havner under norsk lov. Denne regulerer alt fra sosial dumping til reguleringsplaner. Selvaag Bolig presenterer seg selv som svært påpasselige hva angår å følge lover, regler og etiske hensyn i sin drift. Dette medfører at de blant annet må være på vakt i forhold til innleide entreprenører. Byggebransjen er preget av innleid arbeidskraft fra utlandet. Negative omtaler rundt samarbeidspartnere som har brutt loven, kan også gi negativ publisitet, eller skade omdømmet til Selvaag Bolig.

Videre bærer selskapet en viss risiko i forhold til sine tomtearealer. En kommune kan for eksempel endre tomtereuleringer i forhold til hvor høyt eller tett området er, i tillegg til andre problemstillinger tilknyttet boligutviklingen. Dersom selskapet har investert i en dyr tomt, som de ikke har mulighet til å utvikle i den grad de ønsker, kan denne bli ulønnsom.

6.4 Analyse av bransjen

Det finnes et sett med faktorer som påvirker direkte, eller indirekte, de mulighetene en virksomhet har for å opparbeide og beholde sine konkurransefortrinn (Roos et al. 2014). Disse faktorene er ofte tilknyttet konkurransesituasjonen innenfor bransjen som virksomheten opererer i. For å avdekke disse faktorene, velger vi å ta i bruk Michael Porters modell over de fem faktorene som påvirker konkurransen i en bransje. Modellen er et verktøy som hjelper oss å analysere de nye aktørene, kundenes forhandlingssituasjon, leverandørens forhandlingssituasjon, innflytelse fra substituerbare produkter som er tilgjengelige, samt rivaliseringen innad i bransjen (Roos et al. 2014). Når disse konkurransekraftene er svært sterke, må virksomheten redusere prisen og øke kvantum. Ved svake konkurransekrefter, kan virksomheten øke prisen og senke kvantum, noe som resulterer i en monopolgevinst (Roos et al. 2014). Figuren nedenfor viser sammenhengen mellom de ulike faktorene:



Figur 6.6 Porters five forces

Ved hjelp av denne modellen skal vi forsøke å få et bedre bilde over bransjestrukturen og Selvaag Boligs posisjon i forhold til sine konkurrenter, samt hvilke krefter som påvirker posisjonen. De fem følgende kapitler inneholder en gjennomgang av hver og en av disse kreftene.

6.4.1 Potensielle aktører i bransjen

Nye aktører utgjør en trussel i form av at det blir tilgjengelig ny kapasitet i bransjen og nye aktører ønsker å vinne markedsandeler fra etablerte aktører (Roos et al. 2014). Videre krever som regel en nyetablering i bransjen, stor innsats av ressurser. Slike etableringer medfører ofte økt konkurranse og prispress, noe som resulterer i lavere marginer og høyere kostnader.

På bakgrunn av de konsekvensene en nyetablering medfører, vil de resterende aktørene i bransjen oppleve en redusert lønnsomhet.

For at en bransje skal redusere trusselen mot nyetableringer, må det eksistere etableringshindre i bransjen, og etablerte selskaper må være klar til å foreta skarpe reaksjoner. Slike hindre gjør at bransjen har høye barrierer og gjør trusselen mindre (Roos et al. 2014).

Roos et al. (2014) nevner syv kilder som skaper etableringshindre:

1. Stordriftsfordeler: Hvis produksjonsvolumet stiger, og enhetskostnadene for et produkt eller en tjeneste synker, er stordriftsfordeler til stede. Dersom bransjen kjennetegnes ved en slik sammenheng, må nyetablerere enten starte stort, eller godta de økte kostnadene en liten produksjon vil medføre. Fordelene kan komme gjennom stor produksjon av et produkt eller en tjeneste, eller en stor mengde av forskjellige produkter eller tjenester. Dette betegnes som breddefordeler.
2. Produktdifferensiering: Spesielle egenskaper ved et produkt og god markedskommunikasjon til kundene, opparbeider en lojalitet til produktet eller tjenesten. En slik fordel er tidkrevende og omfatter store investeringer. Etablerte aktører har ofte opparbeidet seg en lojal kundegruppe ved hjelp av dette. Nyetablerte bedrifter vil oppleve svake økonomiske resultater i starten, altså ved oppbygging av merkenavn.
3. Kapitalbehov: For å gjøre sin inntreden i en bransje kreves det kapital i større eller mindre grad. I bransjer hvor en nyetablering har store kapitalbehov og stor usikkerhet, er dette et stort hinder.
4. Byttekostnader: Dersom et bytte av leverandør medfører store kostnader for en kunde, er dette et etableringshinder. Ofte må nyetablerte bære kostnaden helt eller delvis, for å kunne rettferdiggjøre et bytte. For at et bytte av leverandør skal anses som lønnsomt, må produktet eller tjenesten være både mer effektivt og av høyere kvalitet.
5. Adgang til distribusjonskanaler: Hvis en bransje kjennetegnes av få distribusjonskanaler, må en eventuell nyetablerer kjempe om å få innpass. Distribusjonskanalene kan ha forpliktet seg til å levere produkter til de etablerte aktørene, og nyetablerere må enten gjøre salgsfremmende tiltak eller opprette egne distribusjonskanaler.

6. Kostnadsulempner som er uavhengige av størrelsesfaktoren: Etablerte selskaper kan ha enerett på produksjonsteknologi eller råvaretilgang. Gunstig lokalisering i forhold til distribusjonskanalene, vil også være medvirkende i forhold utenfor størrelsesfaktoren. Etablerte selskaper vil i tillegg ha en høyere kunnskap og erfaring, noe som representerer en kostnadsfordel.
7. Myndighetenes politikk: Det offentlige kan begrense adgangen til å etablere seg i enkelte bransjer, og vi ser ofte at miljø blir hensynstatt i slike beslutninger.

Dersom en ny aktør skal tre inn i markedet og være konkurransedyktig med etablerte aktører, er det flere forhold som må oppfylles. Først og fremst er boligutvikling svært kostbart og krever et stort kapitalbehov. Tilgangen på kapital er svært konjunkturutsatt, i og med at bankene er mindre villig til å låne ut penger i nedgangstider.

Nye aktører må også konkurrere med etablerte bedrifter, da flere av aktørene som utgjør markedslederne, har holdt på i et halvt hundreår. Dette er kompetanse som er kostbart å opparbeide seg. De etablerte selskapene i markedet er av stor størrelse, og vitner også om at de preges av stordriftsfordeler og et opparbeidet merkenavn. Vi kan eksempelvis nevne Selvaag Bolig, OBOS og Block Watne. Samtlige selskaper er anerkjente boligutviklere som gjennom tiden har opparbeidet seg velkjente navn, og som kan forbindes med spesielle egenskaper eller spesiell kompetanse.

Et nytt selskap må i mange tilfeller også kjøpe tjenester fra andre aktører. Dette kan være entreprenører og liknende. Et lite selskap med en liten kapitalbeholdning, vil kunne være ansett som en mer risikoutsatt kunde. Det kan tenkes at leverandører vil kunne velge å inngå kontrakter med større selskaper på grunn av mindre risiko.

6.4.2 Dagens konkurrenter

Etablerte aktører i markedet vil manøvrere seg mot en best mulig situasjon i forhold til sine konkurrenter. Slike manøvringer kjennetegnes av flere virkemidler: priskonkurranser, annonsekrig, produktlanseringer, bedre kundeservice og garantibetingelser (Roos et al. 2014). Spesielt ved priskonkurranser blir markedsf forholdene ustabile, og produkter eller tjenester kan

bli ulønnsomme. Roos et al. (2014) nevner at konkurransegraden i markedet avhenger av en del strukturelle faktorer som påvirker hverandre:

- Antallet konkurrenter er stort, eller forholdet mellom konkurrentene er i likevekt: En slik situasjon kan føre til at enkelte aktører går sine egne veier, som kan skape ustabilitet. Dersom det er få bedrifter i bransjen, er det mindre fare for slike situasjoner, samt det faktum at bransjeleder har en sentral rolle.
- Lav bransjevekst: Bransjer med lav vekst vil oppleve at de forskjellige aktørene prøver å ta over markedsandel fra hverandre, som resulterer i ustabilitet. I situasjoner hvor det er rask vekst, sikrer veksten i markedet, vekst i selskapet, så fremt selskapet holder sin markedsandel.
- Høye faste kostnader eller lagerkostnader: Høye faste kostnader resulterer i høy produksjon for å få ned enhetskostnadene. Dette resulterer i lavere priser, siden det høyere kvantumet må bli solgt. På samme måte vil dyre lagerkostnader påvirke prisene nedover, for å få omsatt varer innen et kortere tidsrom.
- Stor strategisk satsing: Dersom en rekke aktører satser stort innenfor utvalgte markeder, vil dette skjerpe konkurransen. Slike strategiske satsninger, kan resultere i negative resultater i begynnelsen, men over tid kan dette føre til ustabilitet.
- Høye avviklingshindre: Slike hindre kan være både av økonomisk, strategisk og emosjonell karakter. Spesialisert produksjonsutstyr kan være vanskelig å få solgt, og realisasjonsverdien kan være begrenset. Andre forhold kan være i forbindelse med avviklingskostnader. Avtaler kan være inngått, og det å fratruke slike avtaler kan medføre store kostnader. Hindre av emosjonell karakter kan være lojalitet fra egne ansatte eller samfunnsmessige hensyn. Ledelsen kan også være redd for å miste ansikt utad.

Eiendomsbransjen består av svært mange mindre boligutbyggere, som gjerne har et spesifisert område de konsentrerer seg om, og et mindretall større som opererer i større geografisk utstrekning. De 10 største aktørene utgjør rundt 30 % av det totale markedet (Boligprodusentene 2014a). Svært mange aktører i bransjen presser marginene ned.

Markedet gir også indikasjoner på endringer. To sentrale konkurrenter til Selvaag Bolig, er OBOS og Block Watne, også kjent som BWG Homes. Utviklingsporteføljen til OBOS består i hovedsak av sentrale eiendommer med blokkleiligheter. BWG Homes har konsentrert seg

mer om småhus og randsonene. OBOS er allerede inne på eiersiden i BWG Homes, og meldte i midten av mai 2014 et ønske om å kjøpe seg ytterligere opp (OBOS 2014). Et slikt oppkjøp avhenger av konkurransetilsynet, samt at eierskapet til BWG Homes er villig til å la OBOS få større innpass. Dette vil medføre at OBOS får ytterligere stordriftsfordeler, kompetansedeling og blir Norges største boligutvikler. Vi mener dette er en strategisk plassering for å sikre sin fremtidige posisjon. OBOS har, på lik linje som Selvaag Bolig, ingen egen byggevirksomhet, og står kun for utviklingen. Slik vi ser det, vil OBOS med andre ord også sikre egen byggevirksomhet ved et slikt oppkjøp.

Boligprodusentenes forening publiserte i januar 2014 en pressemelding som lister opp de 10 største selskapene, sett i forhold til igangsatte boliger i 2013. Tallene for denne følger i tabellen under (Boligprodusentene 2014a):

Tabell 6.3 Største boligaktør 2013

Plassering 2013	Boligaktør	Antall igangsatte boliger 2013	Plassering 2012
1	Blink Hus	1 263	3
2	Mesterhus	1 233	1
3	Selvaag Bolig	1 083	5
4	Nordbohus	1 002	2
5	OBOS	971	9
6	Byggmann Gruppen	883	10
7	Norgeshus	840	4
8	Block Watne	696	6
9	Systemhus	636	8
10	Østerhus Gruppen	601	Uplassert

Boligprodusentene (2014a) nevner videre at markedssegmentet blant rene prosjektaktører vil tilspisse seg. Selvaag Bolig har imidlertid beveget seg fra 5. plass til 3. plass fra 2012 til 2013, og dette er en god utvikling. Vi mener dog at markedet bærer preg av å være urolig, med tilspisset konkurranse i pressområder. Konkurrentene satser strategisk, både i geografi og hva som tilbys. Svært mange potensielle kunder har boligbyggelagsmedlemskap, noe Selvaag

Bolig ikke tilbyr. For Selvaag Bolig kan dette være indikasjoner på tilspisset konkurranse fra andre etablerte aktører.

Boligutviklingsbransjen har lave utviklingshindringer, på enkelte betingelser. Dersom eksempelvis eiendommen blir ansett som lukrativ i den forstand at den oppfyller visse betingelser i henhold til plassering, er det stor sjanse for å få tilbake det man har investert. Vi mener derfor at bransjen i mindre grad preges av høye avviklingshindre.

6.4.3 Substitutter

Roos et al. (2014) definerer en substitutt som et produkt eller tjeneste som dekker det samme behovet som produktet i den aktuelle bransjen gjør. Slike substitutter er ikke alltid like enkle å se, og kan befinne seg langt fra den bransjen man opererer i. Slike erstatningsprodukter reduserer lønnsomheten, siden bransjen må redusere prisene for at kundene ikke skal velge substituttene. Det er viktig å være oppmerksom på substituttene i situasjoner hvor disse er i en positiv utvikling, både når det kommer til pris eller ytelse, men også dersom de er lønnsomme. Det er derfor nødvendig å utvikle en strategi i forhold til denne faktoren, hvor man enten kan sperre eller godta at slike erstatninger eksisterer.

Selvaag Bolig utvikler og bygger leiligheter, rekkehus og i liten grad eneboliger, på egne tomter. En enebolig som står på egen eid tomt, kan i dette tilfellet være en trussel, men det er vanskelig å si hvor stor trussel en selvbyggertomt utgjør. Det er svært vanskelig å oppdrive egne tomter i pressområder, hvor man kan bygge sitt eget hus, og kostnaden kan være høyere. En annen substitutt kan være brukte boliger. Her er det også vanskelig å si hvor stor trussel en brukt bolig utgjør, men en ny bolig har garantier og reklamasjonsretter som en brukt bolig ikke har.

Det er også viktig å være klar over substituttene til bolig i sin tradisjonelle form. Noen mennesker velger i varierende grad å flykte fra det urbane livet. Vi kan nevne ekstremtilfeller som Alice og Runar Mohammed, som levde og fødte barn i et selvbygget hus i skogen utenfor Bodø (Skogens Maskinist 2014). Medier plukker også opp saker om mennesker som bor alternativt, gjerne i sammenheng med villmarksinteresser eller miljøinteresser. Vi anser dermed det ikke å ha en bolig, som en lite reell trussel, da dette utgjør svært få individer sett i sammenheng med de som ønsker bolig.

Andre substitutter kan være mobile hjem, som båter, biler, campingvogner og liknende. I USA bor 8 % av befolkningen, og hele 18,8 % av befolkningen i South Carolina, i såkalte “mobile homes” eller husvogner (StateMaster 2014). Norge har på sin side et klima som er mye tøffere enn andre deler av verden hvor slike boløsninger er mer vanlige. Det eksisterer også store kulturelle og økonomiske forskjeller mellom land, noe som medfører at vi anser det lite trolig at husvogner og andre alternative mobile hjem, vil utgjøre en merkverdig trussel.

6.4.4 Kunder

Kundene er ofte interessert i å presse ned prisene, kreve høyere kvalitet og bedre service. En leverandør vil oppleve at en kunde eller en kundegruppe har større forhandlingsmakt hvis (Roos et al. 2014):

- Kundegruppen er konsentrert eller handler i store kvantum
- Produktet utgjør en betydelig del av kundens totalkostnader
- Produktene er udiffensierte eller standardiserte
- Kundene kan vurdere vertikal integrasjon, herunder integrere bakover i kjeden
- Produktet har ingen videre påvirkning på kundens produktkvalitet
- Kunden har full tilgang på informasjon

Internett har gitt kundene større makt enn tidligere. Her kan vi blant annet nevne misfornøyde kunder som har publisert sine meninger på internett. Slike meninger har i ekstremtilfeller blitt en “viral hit”, hvor flere millioner mennesker har tatt del i den negative publisiteten. Dette resulterer i et negativt omdømme av den gjeldende bedriften. Et eksempel på dette, er den såkalte “Dell Hell”-saken, hvor en blogger ytret sine meninger og skapte et snøskred av negative omtaler om selskapet Dell (Sharma 2012).

Selvaag Bolig utvikler boenheter til kundene sine. Deres produktportefølje består av standardiserte modulenheter, plassbygde rekkehus og leiligheter med høyere standard. Leilighetene med høyere standard tilbyr blant annet resepsjonstjenester og høyere materialstandard, samt plassering. Porteføljen til Selvaag er med andre ord differensiert. Kundegruppen til Selvaag Bolig er alt fra nyetablerte som skal inn på boligmarkedet, til de som tar seg råd til noe ekstra utover et tak over hodet.

I årsrapporten til Selvaag Bolig for 2013, nevnte de et tregere boligmarked, noe som blir støttet av flere i bransjen (Boligprodusentene 2014b). Tallene fra Boligprodusentene (2014) viser en nedgang fra 2013, med et salg på linje med 2010. Det er derimot noe stigning, hvorav enebolig utgjør den største veksten. Selvaag Bolig har ingen eneboliger i sin utviklingsportefølje, da prosjektpresentasjonene gir inntrykk av at de strekker seg til eneboliger i kjede. Dette tolker vi som rekkehus, og eneboliger er dermed ikke med på denne oppgangen. Et tregere marked og ferdigstilte boliger som ligger usolgt, gir kundene en sterkere forhandlingsposisjon. Lavere etterspørsel fører til at markedsaktørene må sette ned prisene. Boligprodusentene (2014b) nevner også i sin analyse at Oslo-området er hardest rammet, med hele 51 % nedgang fra året før. Dette er områder hvor Selvaag Bolig har sin hovedaktivitet. Selvaag Bolig nevner dette selv i sin årsrapport, og mener at forbrukernes oppfatning av markedet er i utakt med de faktiske forhold.

Det meldes derimot om forventninger om oppgang i etterspørselen fremover (Boligprodusentene 2014b). En økt etterspørsel vil svekke kundenes forhandlingsposisjon. Slike etterspørselssvingninger er svært vanlige, og uroen og nedgangen i finansmarkedet etter finanskrisen, økte kundenes makt over tilbyderne. Høykonjunkturer representerer derfor muligheter, og lavkonjunkturer representerer trusler.

Boligmarkedet er et svært åpent marked når det kommer til informasjonsflyt. Det føres offentlige statistikker, hvor både prisutvikling i forhold til lokalisering og kvadratmeterpris er i kontinuerlig oppdatering. Boliger til salgs ligger lett tilgjengelig ute på internett, og som kjøper har man mulighet til å sammenligne de ulike alternativene som tilbys på markedet. Annonseaktører som Finn.no, tilbyr også anmeldelser av nabolaget, slik at potensielle kunder kan vurdere kvalitative verdier ved området rundt.

6.4.5 Leverandører

Dersom leverandørene har stor makt i en bransje, vil deres forhandlingsposisjon styrkes. Dette medfører et press om høyere priser eller redusering av kvalitet. Dersom leverandørene eksempelvis truer med å sette opp prisene, og aktørene i bransjen ikke kan øke sine egne priser i tilsvarende grad, vil denne bransjen oppleve en lønnsomhetsnedgang.

Roos et al. (2014) nevner følgende forhold hvor leverandøren har høyere forhandlingsmakt:

- Leverandørene utgjør et fåtall, og er svært konsentrert i forhold til bransjen de selger til
- Substitutter utgjør ingen trussel
- Produktene til leverandørene er svært viktige i produksjonen til kundene
- Leverandørgruppen har differensierte produkter og er bygget opp av byttekostnader
- Leverandørgruppen kan vurdere vertikal integrasjon, herunder fremover i kjeden

Selvaag Bolig er en av de få store aktørene innen boligmarkedet som ikke innehar en egen entreprenørvirksomhet. Dette vil si at selskapet kjøper disse tjenestene fra eksterne aktører. I årsregnskapet for 2013 opplyser Selvaag Bolig at dette gir dem mulighet til å velge de leverandører som er det beste alternativet for hvert enestående prosjekt. Selvaag Bolig inngår kun avtaler med større aktører. Dette for å redusere risikoen for å tape penger dersom en leverandør er konkursutsatt.

Leverandørene har med andre ord en makt som avhenger av etterspørselen etter deres tjenester. Selvaag Bolig inngår totalentrepriser på plassbygde prosjekter, hvor de inngår en fast oppgjørssum for oppføring av et boligprosjekt. I tider hvor det er svært høy aktivitet, vil leverandørene kunne ta seg ekstra betalt for deres tjenester, og motsatt i tider med lavere aktivitet. Leverandørenes makt er med andre ord svært konjunkturutsatt. I årsrapporten for 2013 nevner Selvaag Bolig at de ønsker å inngå langsiktige relasjoner til et fåtall store entreprenører. Hvorvidt dette er fremtidige planer om å inngå fastere avtaler av langsiktig karakter, vites ikke.

6.5 Analyse av selskapet

En ekstern analyse gir oss ikke nok grunnlag for å kunne vurdere om selskapet har grunnlag for å utnytte sine konkurransefordeler. Vi velger gjennom et ressursbasert perspektiv, å studere nærmere hvorvidt Selvaag Bolig er i stand til å utnytte sin portefølje av ressurser til å opprettholde et konkurransefortrinn. For å avdekke om konkurransefortrinnene er varige eller midlertidige, velger vi å anvende analyserammeverket VRIN. VRIN ser på de strategiske

egenskapene i forhold til konkurransefortrinn. VRIN er for øvrig et akronym som står for Value, Rarity, Inimitability og Non-substitutability (Roos et al. 2014).

Nedenfor følger en norsk oversettelse med de egenskapene hver bestanddel av VRIN består av (Roos et al. 2014):

- Verdifulle: Ressursene må være verdifulle i den forstand at de utnytter muligheter eller reduserer trusler i omgivelsene. Slike ressurser muliggjør strategiske valg som bedrer effektiviteten.
- Sjeldne: Dersom flere bedrifter har muligheten til å implementere strategien som skaper verdi, vil det ikke være grunnlag for et varig konkurransefortrinn.
- Vanskelige å imitere: Hvis det eksisterer konkurransefortrinn som er kunnskapsbaserte og/eller er vanskelig å oppdage for en bedrift, kan dette generere større avkastning.
- Ingen likeverdige substitutter: Det eksisterer ingen strategier som andre selskaper i bransjen har tilgang til, som gir de samme konkurransefortrinnene.

6.5.1 Organisasjonsressurser

Organisasjonsressurser omfatter prosesser, systemer, strukturer, varemerker, immaterielle rettigheter, kulturmønstre, renommé og andre immaterielle ressurser i bedriften (Roos et al. 2014).

Selvaag Bolig har en lang historie som strekker seg tilbake til 1948. Olav Selvaag var i sin tid en motpol i boligbyggepolitikken som oppsto under etterkrigstiden. Siden den gang har selskapet solgt over 50 000 boliger, som var bygd på idéen om rimelige boliger med høy standard. Olav Selvaag var den gang en pådriver for en mer moderne boligpolitikk og selskapet bærer preg av dette også i dag.

Selvaag Bolig er et allmennaksjeselskap som i hovedsak er eid av Selvaag Gruppen AS, med en eierandel på 53,5 prosent. I dag sitter barnebarnet til grunnleggeren av Selvaag Bolig, Olav H. Selvaag, som styreleder. Mentaliteten bak selskapet for 60 år siden er videreført til dagens mentalitet, nemlig at alle skal ha råd til å eie bolig. Selskapet har differensiert sine produkter i tre konsepter, som de markedsfører under merkenavnene Start, Hjem og Pluss.

Start er et konsept som tar sikte på unge i etableringsfasen. Slike leiligheter er små, bygd etter lavest mulig kostnad ved hjelp av modulløsninger, og plassert utenfor sentrumsområdene. Her er selve prisen avgjørende, og leilighetene er rimelige alternativer.

Hjem er et konsept som tar sikte på single og par i alle aldre, med eller uten barn. Konseptet består av både leiligheter og små hus i tettbygde strøk. Kvaliteten er noe forhøyet fra start-konseptet, og består både av modulløsninger, samt plassbygde prosjekter.

Pluss består av sentralt plasserte leiligheter med attraktiv beliggenhet. Slike leiligheter har høy materialkvalitet, samt et eget servicekonsept. Leilighetene er plassbygde og tar sikte på pengesterke personer som verdsetter komfort og bekvemmelighet.

“Selvaag” i seg selv er et merkenavn, og deres tre boligkonsepter utgjør deres produktmerkenavn. Selvaag Boligs renommé har vært positivt de siste år, men har fått noe kritikk i sammenheng med masseproduksjonen av blokker. Lundesgaard (2012) skrev i en artikkel i tidsskriftet Minerva følgende:

Til tross for en formidabel mengde boliger til glede for mange, økte etter hvert motstanden mot Selvaag, og det med rette. Terrasseblokken ble i enkelte områder så dominerende at det minnet om en sosialistisk visjon fra Sovjet.

I de senere år har selskapet vært aktiv på sosiale medier, hvor Selvaag-aksjen og daglig leder er representert på Twitter. Selskapet er i tillegg bruker av Instagram og har nesten 40 000 “liker” på Facebook. Dette viser at selskapet er oppdatert og aktiv på ulike kommunikasjonskanaler som eksisterer og er sentrale i dag. I 2011 avholdte Selvaag Bolig en konkurranse, hvor en heldig vinner blant 70 000 påmeldte, vant deres bolig nummer 50 000.

Selvaag Bolig har blitt svært tilstedeværende i de største byene i Norge. Vi mener at organisasjonsressursene deres er verdifulle, i den forstand at de har en lang historie, med en videreført mentalitet. Imidlertid anser vi ikke deres organisasjonsressurser til å være verken vanskelig å imitere, eller sjeldne. Substitutter er å oppdrive mange steder i landet, og det eksiterer mange boligbyggere med en lang historie, som i tillegg har en bredere satsing enn Selvaag Bolig.

6.5.2 Relasjonsressurser

Roos et al. (2014) sier at relasjonsressurser bygger på bedriftens relasjoner med eksterne aktører. Dette kan være kunder, leverandører og partnere.

Selvaag Bolig har ingen egen entreprenørvirksomhet. Dette vil si at selskapet kjøper slike tjenester fra leverandører. Selskapet ønsker å etablere stabile langsiktige relasjoner til de største entreprenørene i markedet. Som et selskap som kun står for prosjektadministrasjonen, er det derfor essensielt at relasjonen mellom leverandørene er god.

Selskapet er av en slik størrelse og soliditet, at leverandørene trolig anser Selvaag Bolig som en sikker betaler. Videre kjøper selskapet også moduler fra utenlandske produsenter, som vi anser som partnere. Med dette medfører behovet for å ivareta kontroll og kvalitet. Da ingenting tilsier noe annet, mener vi at Selvaag Bolig har en verdifull relasjon med sine leverandører, og uten denne ville det vært vanskelig å operere i markedet. Det eksisterer imidlertid flere andre aktører i bransjen som ikke har egen entreprenørvirksomhet, hvor vi eksempelvis kan nevne OBOS. Uten noen eksakt vitenskap utover at OBOS har høy byggeaktivitet, vil vi imidlertid tro at også dette selskapet har gode relasjoner til sine leverandører.

På en annen side kan det å være uten egen entreprenørvirksomhet være et problem. Ved høy aktivitet i markedet, vil selskapet måtte kjempe om leverandørene. Uten en egen arbeidsstokk vil dette kunne medføre utsettelse dersom det blir problematisk å innhente leverandører.

Selvaag Bolig har en rekke kunder, og over 100 000 mennesker bor i et hjem som er bygd av dem. Tar vi i betraktning det faktum at alle må ha et sted å bo, kan det ovennevnte antallet være med på å si noe om i hvor stor grad Selvaag Bolig er tilstrekkelig for Norges befolkning.

Selvaag Boligs aktivitet har vært begrenset geografisk til større byer sør i Norge, i hovedsak Oslo. I Nord-Norge er imidlertid Selvaag Bolig lite representert. I sammenheng med stor tilflytting til Sør-Norge fra denne landsdelen, vil muligens Selvaag Boligs relasjon til Nord-Norge være noe begrenset.

På tross av deres kapasitet, mener vi at Pluss-konseptet er spesielt utviklet og kjøpt av mennesker som har tillitt til Selvaag Bolig. Relativt dyre leiligheter med tilbud om ekstraservice, må innfri de høye forventningene en slik kunde måtte ha. Det er imidlertid flere

tilbydere av leiligheter med høyere standard, noe som medfører at Selvaag Bolig ikke er direkte enestående med dette konseptet.

6.5.3 Menneskelige ressurser

De menneskelige ressursene utgjør de ansattes kunnskap og kompetanse, ferdigheter, intellektuelle kapasitet og tilpasningsevne (Roos et al. 2014).

Selvaag Bolig har ledere som kjenner bransjen, og har lang fartstid innen både økonomi og bygg. Daglig leder, Baard Schumann, har vært administrerende direktør i Selvaag Bolig siden 2008, og har lang fartstiden innenfor boligbransjen. Schumann er ofte ute i media hvor han beskriver ulike forhold i bransjen som er unødvendige, vanskelige og dårlige. Dette er en mentalitet som vi trekker et likhetstrekk mellom grunnlegger Olav Selvaag i oppstartsfasen, hvor han ble kjent for å gå motstrøms i forhold til byråkratiet.

Videre har Selvaag Bolig lavt sykefravær, på 4 prosent i 2013, og et gjennomsnittlig antall ansatte på 100. Selvaag Bolig har verdifulle menneskelige ressurser som vi også mener er sjeldne. Selskapet har gjennomgått store forandringer som det har kommet godt ut fra, herunder kan vi nevne børsnoteringen i 2012. Selskapet er likevel ikke enestående om å ha en suksessfull børsnotering.

6.5.4 Fysiske ressurser

De fysiske ressursene i et selskap består av bedriftens bygninger, maskiner og lokaler. Alder, standard og lokalisering, tillegg til eiendelene er viktig (Roos et al. 2014).

Selskapets fysiske ressurser består i stor grad av tomter og prosjekter under utvikling. Selskapet har et varelager på over 4 milliarder, og en tomtebank som inneholder en reserve for flere år fremover. Vi finner ikke hvor disse tomtene er geografisk plassert, utover at de befinner seg i og utenfor pressområder. Følgelig er denne tomtebanken verdifull, men dog ikke sjelden.

6.5.5 Monetære ressurser

De monetære ressursene omhandler bedriftens inntekter. Slike ressurser kartlegges ved å identifisere kildene til kapital, hvordan disse anvendes, hvordan kontrollen med kundefordringer og leverandørgjeld er, samt hvordan forholdet til finansieringsinstitusjoner ivaretas (Roos et al. 2014).

Vi kommer tilbake til en grundigere analyse av Selvaag Boligs monetære ressurser i neste kapittel, om regnskapsanalysen. Vi nevner derfor her kun hovedtrekkene.

Selvaag Bolig tjener penger på å selge boliger de selv har utviklet. Før et prosjekt igangsettes må 60 % av boenhetene være solgt. Dette er med på å gjøre risikoen mindre i forbindelse med utviklingen av prosjektene. Videre har selskapet et stort varelager, en solid egenkapital og liten grad av kortsiktig gjeld. Tap på fordringer er redusert, og selskapet ble refinansiert i 2013. I 2012 og 2013 hadde selskapet positivt årsresultat. Vi anser deres monetære ressurser som verdifulle, men ikke sjeldne.

6.5.6 Selskapets konkurransefortrinn

Tabell 6.4 VRIN-oppsummering for Selvaag Bolig

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å imitere	Inge likeverdige substitutter
Organisasjon	Ja	Nei	Nei	Nei
Relasjon	Ja	Nei	Nei	Nei
Menneskelige	Ja	Ja	Nei	Nei
Fysiske	Ja	Nei	Nei	Nei
Monetære	Ja	Nei	Nei	Nei

Vi ser ut fra vår VRIN-oppsummering at selskapet ikke har noen varige konkurransefortrinn. Samtlige av ressursene er verdifulle, men utover det er det kun de menneskelige ressursene som vi anser som sjeldne.

6.6 SWOT-analyse

For å oppsummere våre funn både intern og eksternt velger vi å benytte en SWOT-analyse. En SWOT-analyse er en brukervennlig og oversiktlig fremstilling som kort angir faktorene i en bransje på en lettfattelig måte (Roos et al. 2014). SWOT er et akronym som oversatt fra engelsk står for styrker, svakheter, muligheter og trusler. Styrker og svakheter favner de interne forholdene, mens muligheter og trusler favner de eksterne (Roos et al. 2014). Våre funn er oppsummert i tabellen under:

Tabell 6.5 SWOT-analyse, oppsummering av funn

Styrker	Svakheter
Solid egenkapital Stor reserve av tomter Ansatte Miljøfokus Refinansiert Differensiert produktportefølje	Ingen egen entreprenørvirksomhet
Muligheter	Trusler
Høykonjunkturer Sentralisering og fortetting Befolkningsvekst Forventet økonomisk stabilitet	Sterkere konkurranse Lavkonjunkturer Samarbeidspartnere som bryter lov Reguleringsplaner

6.7 Oppsummering

I dette kapitlet har vi analysert de strategiske forholdene til Selvaag Bolig. Vi benyttet en “top down” tilnærming, hvor vi først så nærmere på makroomgivelsene ved hjelp av en “PESTEL”-analyse. Vi avdekket at økonomien er stabil, og er ventet dette fremover. Videre så vi at Norge har stor forventet vekst, både i Oslo, Trondheim, Stavanger og Bergen. I bransjeanalysen anvendte vi “Porters five-forces”-rammeverket, hvor vi avdekket en tilspisset konkurranse i markedet blant de store aktørene. Videre så vi nærmere på de interne forholdene i selskapet, hvor vi blant annet mener selskapet har en solid ledelse. Vi oppsummerte våre funn i en SWOT-analyse.

7 Regnskapsanalyse

7.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi foreta en regnskapsanalyse av konsernet Selvaag Bolig. Vi vil først utdype teori og formål med analysen. Videre vil vi klargjøre regnskapsmaterialet, hvor vi fastsetter analyseperiode, analysenivå og sammenlikningsgrunnlag, samt foretar omgruppering og korrigerer av regnskapet. Vi presenterer deretter vårt analysegrunnlag for regnskapsanalysen. Videre foretar vi en utviklingsanalyse, for å uttrykke regnskapet i en felles målestokk. Etterfølgende kommer vår nøkkeltallsanalyse, som er basert på våre utvalgte nøkkeltall. Til sist oppsummerer og konkluderer vi våre funn gjennom regnskapsanalysen.

7.2 Teori og redegjørelse for regnskapsanalysen

Regnskapsanalyse er definert som de teknikker som tas i bruk for å kartlegge og belyse den økonomiske utviklingen og stillingen i et selskap (Kristoffersen 2005). Analysen har som formål å gi et helhetlig bilde av bedriftens økonomiske situasjon. Dette kan være av interesse for selskapets brukere eller interessenter i forskjellige beslutnings- og kontrollformål (Tofteland 2005).

Det eksisterer et vesentlig skille i regnskapsanalysen som går på interne og eksterne interessenter (Hoff et al. 2007). Uten å utdype dette videre, vil vi presisere at vi skal foreta en ekstern regnskapsanalyse av Selvaag Bolig. Dette fordi en slik analyse ofte foretas av potensielle investorer, og baseres som regel kun på offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon. Da vi skal verdsette selskapet, ser vi på regnskapsmaterialet fra investors perspektiv.

Videre vil vi utføre en tradisjonell regnskapsanalyse. Presentasjon og forklaring, samt gjennomføring av analysen vil vi komme tilbake til i kapittel 8.5 om nøkkeltallsanalyse, men først skal vi klargjøre regnskapsmaterialet.

7.3 Klargjøring for regnskapsanalyse

Før man setter i gang med selve regnskapsanalysen, bør man ta stilling til elementer som analyseperiode, analysenivå og sammenligningsgrunnlag. Ofte er det også behov for omgruppering og korrigerende av regnskapsmaterialet. Dette vil vi gjennomgå i neste underkapittel.

7.3.1 Analyseperiode

For å kunne ta stilling til utviklingen i en bedrift, er det ofte behov for å ta utgangspunkt i regnskapsmateriale for flere år. Dette fordi et enkelt års regnskap sier lite om økonomien i en bedrift. Litteratur fra både Dahl et al. (1997) og Eklund og Knutsen (2011) underbygger et behov for regnskapsmateriale for minst 3 år.

Selvaag Bolig ble børsnotert juni 2012. Vi har derfor valgt å ta utgangspunkt i publiserte regnskapstall for konsernet fra årene 2011, 2012 og 2013. Av denne grunn oppfyller vi dermed kravet om å anvende regnskapsinformasjon for minst tre år tilbake i tid.

7.3.2 Analysenivå

Selvaag Bolig er et konsern som består av et morselskap og en rekke datterselskaper, tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter. I hovedsak har Selvaag Bolig to datterselskaper de selv presenterer: Selvaag Bolig Modulbygg AS og Selvaag Pluss Service AS. Førstnevnte er et selskap som utvikler boliger ved hjelp av moduler, mens sistnevnte tilbyr tjenester og service tilknyttet Pluss-konseptet til Selvaag Bolig. Videre består Selvaag Bolig av noen datterselskaper som er nært tilknyttet kjernevirksomheten, og en rekke datterselskaper etablert for boligutviklingsformål. Alle de ovennevnte datterselskapene anser vi som selskap tilknyttet kjernevirksomheten til Selvaag Bolig.

Boye (1998) hevder at når man skal verdsettelse et konsern, er det mest hensiktsmessig å starte med en verdsettelse av hver enkelt konsolidert enhet. Den generelle anbefalingen er her å beregne et separert avkastningskrav for hver divisjon. Vi mener at datterselskapene til Selvaag Bolig inngår i selskapets produksjon og verdiskapning. Av denne grunn anser vi det

lite hensiktsmessig å beregne et separert avkastningskrav for hver enkelt tomt eller boligutviklingsprosjekt. De øvrige enhetene anser vi som tett integrert i selskapets verdiskapning. Det faller derfor naturlig å se på Selvaag Bolig som en enhet, fremfor å analysere hver enkelt underenhet. Vi velger dermed å ta utgangspunkt i Selvaag Bolig sitt konsernregnskap i vår regnskapsanalyse.

7.3.3 Sammenligningsgrunnlag

I en regnskapsanalyse er det lite hensiktsmessig å se på et tall isolert sett. Langli (2010) hevder av denne grunn at et tall må sammenliknes med et annet. Av denne sammenlikningen får vi da et forholdstall. Våre beregnede forholdstall må siden sammenliknes med relevante normtall, først da kan vi håpe forholdstallet gir oss en indikasjon på selskapets utvikling.

Langli (2010) nevner at relevante normtall kan være:

- Bransjegjennomsnitt
- Forholdstall fra en tidligere periode

Det er også mulig å sammenlikne forholdstallene med et annet selskap. Her er det viktig at selskapene er sammenliknbare (Langli 2010), eksempelvis at de opptrer i samme bransje og er av samme størrelse.

Vi velger i vår regnskapsanalyse å se nærmere på Selvaag Bolig sine historiske forholdstall. Dette fordi vi mener denne tilnærmingen er mest interessant å se på. Vi beregner derfor forholdstallene til Selvaag Bolig for 2011, 2012 og 2013. På denne måten kan vi studere hvordan utviklingen i selskapet har vært i disse årene. Vi vil her presisere at Selvaag Bolig uttaler i sin redegjørelse for regnskapet i 2012 at “Tallene for 2012 er ikke direkte sammenlignbare med tidligere år, fordi prosjekter tidligere hovedsakelig har vært eiet gjennom deleierskap (tilknyttede selskap). Etter fusjonen med Hansa Property Group AS og oppkjøp av Selvaag Pluss Eiendom KS i tredje kvartal 2011, samt oppkjøp av Bo En AS i fjerde kvartal 2011, konsolideres majoriteten av prosjektene nå inn i Selvaag Bolig ASA.” Vi noterer oss dette, og vil komme tilbake til dette senere i analysen.

7.3.4 Omgruppering av regnskapet

Da regnskapsloven stiller strenge krav til avleggelsen av årsregnskapet, bør regnskapet med tilhørende noter, årsberetning og revisorberetning, gi et godt grunnlag for verdivurdering av et selskap (Eklund og Knutsen 2011). Det er imidlertid ofte behov for en omgruppering og ytterligere vurdering av regnskapet.

Hoff et al. (2007) hevder at resultatregnskapet slik det er gruppert i henhold til regnskapsloven, normalt kan brukes uten videre omgruppering. Balansen er derimot noe man bør se nærmere på. Figuren under viser hvordan denne skal være gruppert for å gjøre en presis analyse ifølge Hoff et al. (2007).

Eiendeler	Egenkapital + Gjeld
Anleggsmidler (Skal være i eierskap over 1 år frem i tid)	Egenkapital (Avsatt utbytte oppført som kortsiktig gjeld skal settes som egenkapital)
Minst likvide omløpsmidler (Skal være i eierskap mellom 3 måneder og 1 år frem i tid)	Langsiktig gjeld (Forfaller til betaling over 1 år frem i tid)
Mest likvide omløpsmidler (Skal være i eierskap mellom 0 og 3 måneder frem i tid)	Kortsiktig gjeld (Forfaller til betaling inntil 1 år frem i tid)

Figur 7.1 Anbefalt oppsett av balanse

Vi velger å se nærmere på hvordan vi skal dele inn omløpsmidlene. Varelageret består av en betydelig andel av summen. I denne figuren hentet fra Selvaag Boligs årsregnskap, kommer det klart frem at tidsperspektivet i produksjonsprosessen er lang.



Figur 7.2 Produksjonsprosessen til Selvaag Bolig

Vi har delt opp posten til varelageret i “råtomter”, “prosjekter under utvikling” og “ferdigutviklede enheter.” Henholdsvis råvarer, varer i arbeid og ferdigvarer. Både råtomter og prosjekter under utvikling kan bli solgt i prosessen. Vi mener det er en liten sjanse for at selskapet skal få solgt råtomter eller prosjekter innen 3 måneder. Det er betydelige summer og selskapet må finne en villig kjøper. Vi anser derfor det mer sannsynlig at både “råtomter” og “prosjekter under utvikling” hører til under minst likvide omløpsmidler.

Ferdigutviklede enheter, eller ferdigvarer, tolker vi som nøkkelferdige boliger som ikke er solgt. Selvaag Bolig har et internt krav som tilsier at 60 % av enhetene i et prosjekt må være solgt før bygging igangsettes. De øvrige ikke-solgte enhetene vil vi da se på som ferdigvarer ved ferdigstillelse av et prosjekt. Enhetene er ikke solgt, og i årsrapporten nevner Selvaag Bolig at markedet gikk tregere i slutten av 2013. Makro- og mikroøkonomiske faktorer, rentenivå og andre endringer i økonomiske forhold, påvirker boligkjøperne. Da en bolig er en betydelig investering, med mange alternativer, ser vi på det som lite hensiktsmessig å klassifisere ferdigutviklede enheter som mest likvide omløpsmidler. Vi velger derfor å klassifisere disse som minst likvide omløpsmidler.

De øvrige postene som utgjør omløpsmidlene, er kundefordringer, andre kortsiktige fordringer og kontanter/kontantekvivalenter. Vi mener dette kan klassifiseres som mest likvide omløpsmidler.

De ovennevnte endringene velger vi å foreta for alle de representative år i analysen.

7.3.5 Korrigering av regnskapet

Ofte kan det være behov for korrigering av atypiske poster, herunder ekstraordinære inntekter eller kostnader. Dette fordi vi ikke kan forvente at enkelthendelser fra et årsregnskap skal gjenta seg, eller gjelde for hvert år. Vi har observert noen hendelser som kan ha behov for korrigering i Selvaag Bolig sine årsrapporter. Disse følger i tabellen under:

Tabell 7.1 Viktige hendelser i årsrapporter

2013

- Utstedt obligasjonslån på MNOK 500
- Fordring/salg av Bjørnåsen Syd AS på MNOK 171,8

2012

- Notert på Oslo Børs
- Kapitalutvidelse MNOK 500
- Fordring/salg av næringsbygg i Tønsberg på MNOK 77
- Fordring/salg av tomtedel i Nydalen på MNOK 212,5
- Solgt næringseiendom i Lørenskog til MNOK 50
- Nedskrivning tomt i Tromsø på MNOK 20,8
- Nedskrivning av varelager på MNOK 33,8
- Oppkjøp Bo Emmaus AS, ukjent sum

2011

- Nedskrivning av varelager MNOK 4,9
- Fusjon med Hansa Property Group AS, Selvaag Pluss Eiendom KS og Bo En AS
- Kortsiktige forpliktelser til tidligere aksjonærer i Bo En AS på MNOK 60

Som vi ser av Tabell 7.1, kan det være behov for studere de tilfeller som kan klassifiseres som atypiske i regnskapet. Dette for å vurdere om postene bør korrigeres, slik at man kan utføre en mer korrekt regnskapsanalyse av nøkkeltallene.

Selvaag Bolig har ikke karakterisert noen av de ovennevnte hendelsene som atypiske i sine årsrapporter. I 2012 nevnte de noen viktige transaksjoner knyttet til børsnoteringen. Dette dreier seg om en kapitalutvidelse. Videre nevner de andre viktige transaksjoner tilknyttet virksomheten, herunder salg og kjøp av både næringseiendom og tomter. I 2013 nevnte administrerende direktør en viktig hendelse knyttet til utstedelse av et obligasjonslån. Utover dette er de andre hendelsene, større enkelthendelser som er hentet ut av årsrapportene.

I Selvaag Bolig sine årsrapporter, uttaler de seg om sin virksomhet. De skriver at Selvaag Bolig ASA har som formål “å erverve og utvikle boligprosjekter med sikte på salg, kjøp og salg av eiendom, samt annen tilknyttet virksomhet, herunder næringseiendom. Selskapet kan delta i andre selskaper i inn- og utland i tilknytning til boligutvikling”. Vi tolker dette som at alle ovennevnte hendelser er tilknyttet deres vanlige drift og virksomhetsområde.

I følge Langlo (2010) har Norsk Regnskapsstandard nr. 5, forkortet NRS 5, om *Spesifikasjon av særlige poster m.m.* avviklet bruken av ekstraordinære eller atypiske poster etter god regnskapsskikk. Det vil derfor sjeldent eksistere slike poster i regnskapene i dag.

Det eneste vi bemerker oss i regnskapet, er nedskrivning av tomter. NRS 5 fastslår at nedskrivning ikke skal klassifiseres som atypiske poster. Nedskrivning er uten unntak driftskostnader (Langli 2010). Vi mener at nedskrivningene utgjør en liten andel av total tomtebesittelse. På bakgrunn av disse holdepunktene, velger vi ikke å klassifisere nedskrivninger som en atypisk kostnad. Vi vil derfor ikke foreta noen korrigeringer av denne. På bakgrunn av denne drøftingen, velger vi ikke å foreta noen korrigeringer av Selvaag Bolig sine årsregnskap.

7.3.6 Analysegrunnlag

Vårt analysegrunnlag er lagt ved i Appendiks A. Der presenteres tre tabeller som viser vårt analysegrunnlag av Selvaag Boligs årsregnskap for årene 2011, 2012 og 2013. Først følger resultatregnskapet og videre balansen, som vi har delt i to tabeller av hensyn til plass og

oversiktlig. Resultatregnskapet er uendret, men i balansen har vi i tråd med vår diskusjon, omgruppert varelageret til minst likvide omløpsmidler.

7.4 Utviklingsanalyse

I Appendiks B fremstiller vi tre tabeller som viser de ulike postene, og prosentvis utvikling for hver post. Resultatregnskapet er uttrykt med utgangspunkt i driftsinntektene, og balansen er uttrykt i forhold til balansesummen. Vi har med andre ord uttrykt regnskapet i en felles målestokk. Vi har tatt utgangspunkt i regnskapene for årene 2011, 2012 og 2013. Der hvor det står "N/A", er prosentvis endring tatt bort på grunn av fortegnspromblematikk.

På bakgrunn av store omstruktureringer av selskapet, mener selskapet selv at 2011 og 2012-tallene ikke kan sammenliknes. Endringen mellom 2011 og 2012 gir såpass høye prosenttall, at vi finner det lite representativt som vurderingsgrunnlag i denne sammenheng. Vi velger derfor, i utviklingsanalysen, hovedsakelig å se på utviklingen fra 2012 til 2013.

Selskapets salgsinntekter er redusert med 22,7 %, tregere salg av selskapets boliger og et tregere marked kan være utslagsgivende faktorer på denne posten. Vi ser også at projektkostnadene har blitt redusert med -20,2 %. Dette kan være at selskapet har tatt i bruk mer effektive og billigere produksjonsmetoder.

Selskapet økte lønnskostnadene med 14,1 %. Langli (2010) hevder at reduserte salgsinntekter og økte lønnskostnader kan sees i sammenheng med at en bedrift har problemer med å opprettholde salget. Dette sees på i sammenheng med at det er vanskelig å justere lønnskostnader i takt med inntektsreduksjonen. På tross av at flere kostnader har blitt redusert, er driftsresultatet fortsatt redusert med 45,5 %. Salgsinntektenes fall har derfor påvirket dette betraktelig, og totalresultatet er 46,5 % lavere enn fjoråret.

Ser vi nærmere på balansen, har selskapet hatt en økning i prosjekter under utvikling på 31 %, samt en reduksjon av råtomter med 10,6 %. Vi tolker det dithen at selskapet har flere prosjekter under oppføring, og sammen med reduserte salgsinntekter er det trolig flere enheter under produksjon. Dette vil trolig skape inntekter i fremtiden. Det har også vært en generell økning i minst likvide omløpsmidler på 9,5 %.

De mest likvide omløpsmidlene har blitt redusert, hvor fordringene står for mesteparten av reduksjonen. Det er vanskelig å si om dette er fordi selskapet har blitt flinkere til å inndrive fordringer, eller fordi de selger fordringene til innkrevere. Dette vil vi ikke uttale oss noe videre om, men dersom reduksjonen kommer som følge av bedre likviditetskontroll, er dette positivt (Langli 2010). Videre har ferdigvarelageret økt, noe som tyder på at selskapet har boliger liggende usolgt på markedet. Selvaag Bolig får trolig ikke solgt boligene i samme tempo som forventet, noe som stemmer overens med egne utsagn i årsberetningen om et tregere marked i 2013. Kontanter og kontantekvivalenter har økt, noe som kan tyde på at selskapet ikke har betalingsproblemer.

Egenkapitalen har økt, med 5,2 %, og utgjør i 2013 37,8 % av totalkapitalen, mot 37,4 % året før.

Når det kommer til gjelden ser vi at selskapet har redusert sin samlede kortsiktige gjeld med 30,2 %, og økt langsiktig gjeld med 41,8 %. I 2012 utgjorde langsiktig gjeld 29,2 % av totalkapitalen og kortsiktig gjeld 33,4 %. Tallene for 2013 var henholdsvis 39,8 % og 22,4 %. Selskapet ble refinansiert i 2013, ved hjelp av et obligasjonslån. Gjeldsutviklingen ser vi på som sunn, siden likviditetsproblemer ofte gir utslag i økt kortsiktig gjeld (Langli 2010). Videre har totalkapitalen økt med 4,1 %, noe som tilsier at selskapet har vokst, på tross av reduserte salgsinntekter.

7.5 Nøkkeltallsanalyse

Beregning av forholdstall, også kalt nøkkeltallsanalyse, er den metoden som er mest anvendt i tolkning av finansielle data (Kinserdal 2005). Dette er det første man gjør for å få et overblikk over tallene som gis gjennom et selskaps finansielle rapportering.

For å kunne gjennomføre en regnskapsanalyse må man ha tilgang til selskapets årsregnskap. Dette innebærer at man tar utgangspunkt i bedriftens resultatregnskap og balanse, samt noteopplysninger, årsberetning og revisorberetning (Eklund og Knutsen 2011). Vi tar dermed utgangspunkt i årsrapportene til konsernet Selvaag Bolig for årene 2011, 2012 og 2013. Vår tradisjonelle regnskapsanalyse av konsernet omfatter følgende tre elementer (Hoff et al. 2007): Rentabilitets-, likviditets-, samt finansierings- og soliditetsanalyser.

7.5.1 Rentabilitetsanalyser

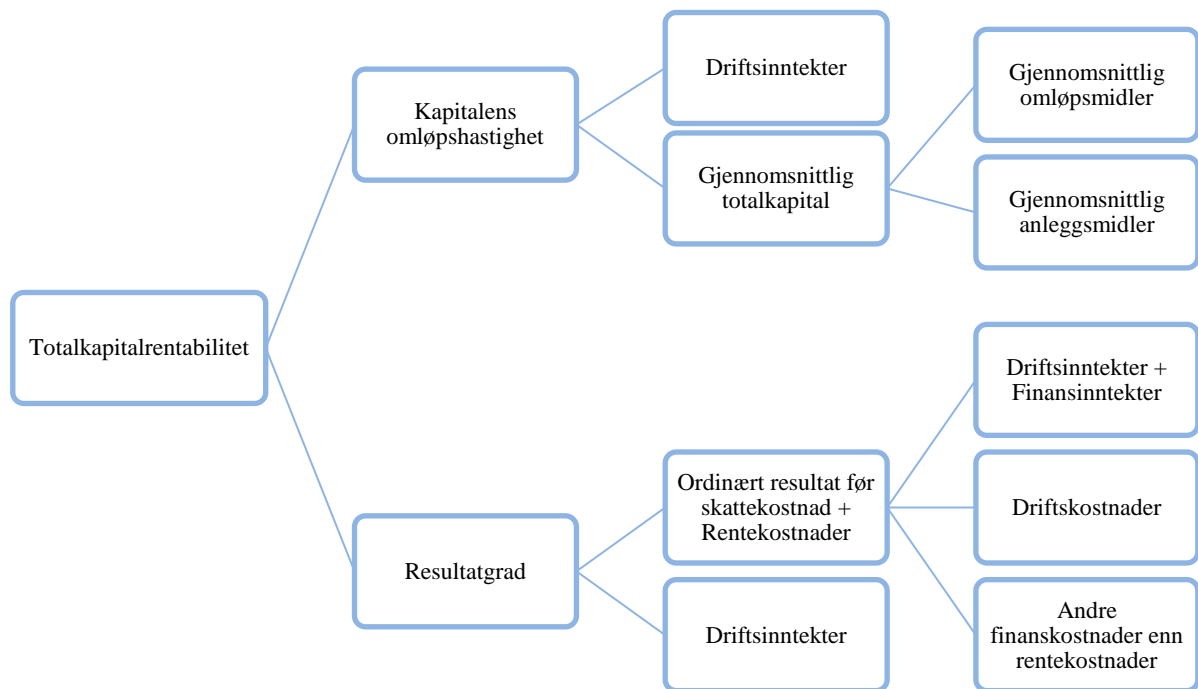
Rentabilitet uttrykker selskapets evne til å frembringe lønnsom drift, og er i følge Kinserdal (2005) et dominerende forholdstall. Eklund og Knutsen (2011) definerer rentabilitet som selskapets avkastning på investert kapital, og uttrykker formelen slik:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat som er skapt av/tilfaller kapitalen} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig verdi av kapitalen}}$$

Det eksisterer flere forholdstall for beregning av lønnsomheten i et selskap. De mest sentrale er totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet, men i følge Hoff et al. (2007) benyttes også driftsmarginen en del. På bakgrunn av dette velger vi derfor å anvende disse i vår rentabilitetsanalyse.

7.5.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet, forkortet ROA (Return on Assets), uttrykker selskapets avkastning på den totale kapitalen som er anskaffet i selskapet. ROA kan beregnes på flere måter, hvor vi tar utgangspunkt i DuPont-modellen (Baksaas og Hansen 2010):



Figur 7.3 DuPonts økonomiske modell

DuPont-modellen uttrykker hvilke forhold som påvirker total kapitalrentabiliteten. Følgende formel gir uttrykk for beregningen (Baksaas og Hansen 2010):

$$\text{Total kapitalrentabilitet} = \text{Resultatgrad} * \text{Kapitalens omløpshastighet}$$

Hvor resultatgraden forteller oss hvor stor andel av hver krone omsatt, bedriften har til å forrente den totale kapitalen som er bundet (Hoff et al. 2007). Kapitalens omløpshastighet uttrykker hvor effektivt selskapet utnytter investert kapital til å skape inntekter.

I tabellen nedenfor har vi beregnet Selvaag Boligs resultatgrad og kapitalens omløpshastighet. Disse nøkkeltallene har vi multiplisert med hverandre, som gir oss Selvaag Boligs total kapitalrentabilitet.

Tabell 7.2 Nøkkeltall DuPont-modell

(i hele 1000)	2013	2012	2011
Resultat før skatt + rentekostnader	283 390	513 455	26 587
Driftsinntekter	2 196 964	2 812 020	309 822
<i>Resultatgrad</i>	<i>0,13</i>	<i>0,18</i>	<i>0,09</i>
Driftsinntekter	2 196 964	2 812 020	309 822
Gjennomsnittlig total kapital	5 852 357	5 579 802	3 253 454
<i>Kapitalens omløpshastighet</i>	<i>0,38</i>	<i>0,50</i>	<i>0,10</i>
Return On Assets	4,8 %	9,2 %	0,8 %

Før vi kan uttale oss om Selvaag Boligs total kapitalrentabilitet, vil vi se nærmere på resultatgraden og kapitalens omløpshastighet.

Resultatgraden for Selvaag Bolig uttrykker at for hver omsatt krone, har selskapet henholdsvis 9, 18 og 13 øre for årene 2011, 2012 og 2013. Dette er da hva Selvaag Bolig har til rådighet for å forrente den totale bundne kapital med. Vi observerer at resultatgraden var høyest i år 2012, og lavest i 2011. Dette kan komme som følge av at driftsinntektene økte

betraktelig fra 2011 til 2012. Videre hadde selskapet i 2011 store investeringer, som kan ha gitt negativt utslag, både i resultatgraden og kapitalens omløpshastighet.

Kapitalens omløpshastighet for Selvaag Bolig har økt fra 2011, men var høyest i 2012. En økning i omløpshastigheten fra 2011 til 2012 kan indikere at selskapet har utnyttet kapitalen mer effektivt (Baksaas og Hansen 2010). Videre kan nedgangen i omløpshastigheten fra 2012 til 2013 indikere at selskapet har utnyttet kapitalen mindre effektivt. Denne nedgangen virker negativt på rentabiliteten, og kan komme som følge av større anleggsmidler og mengde prosjekt under utvikling.

Det er imidlertid vanskelig å sette noen generell anbefaling for hva resultatgraden og kapitalens omløpshastighet bør være. Selvaag Boligs verdiskapningskjede er svært kostnads- og tidkrevende. Fra tomtekjøp til ferdig bolig, tar det mange år.

Videre er boligutvikling svært kostbart, og marginene er små som følge av konkurranse. Vi anser det derfor som naturlig at resultatgraden og kapitalens omløpshastighet er noe lav for Selvaag Bolig.

Det er problematisk å fastsette hva som er et bra, dårlig eller tilfredsstillende normtall for total kapitalrentabiliteten. Langli (2010) nevner at en metode for å finne slike normtall, er å sammenlikne hva rentabiliteten har vært i tidligere perioder. Vi velger derfor å sammenlikne tallene til Selvaag Bolig for årene 2011, 2012 og 2013.

Total kapitalrentabiliteten til Selvaag Bolig har bedret seg fra 2011, og var høyest i 2012. Nøkkeltallet var noe lavere i 2013. Videre observerer vi av tabellen ovenfor at Selvaag Bolig, på tross av en noe lav resultatgrad og omløpshastighet, har en positiv utvikling i total kapitalrentabiliteten sett i forhold til 2011-tallene. Nedgangen i 2013 skyldes trolig lavere etterspørsel, og forbedring eller forverring av tallene avhenger av hvordan boligmarkedet utvikler seg.

7.5.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet, forkortet ROE (Return on Equity), uttrykker avkastningen på eiernes investering i bedriften. Dette nøkkeltallet vil derfor først og fremst være av interesse for eierne av selskapet (Eklund og Knutsen 2011). ROE kan, i likhet med ROA, beregnes både

før og etter skatt. Da skatten er en kostnad som ikke tilfaller eierne, mener vi det er naturlig å beregne ROE etter skatt. Vi har valgt å benytte følgende formel for ROE (Eklund og Knutsen 2011):

$$ROE = \frac{\text{Årsresultat} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Selvaag Boligs egenkapitalrentabilitet:

Tabell 7.3 Selvaag Boligs egenkapitalrentabilitet

(i hele 1000)	2013	2012	2011
Årsresultat	185 580	346 347	-5 710
Gjennomsnittlig egenkapital*	2 202 804	1 728 640	816 351
Return On Equity	8,42 %	20,04 %	-0,70 %

*Egenkapital for 2010 funnet i årsrapporten for 2011.

Fra tabellen over observerer vi at årsresultatet er flyktige. Videre ser vi at gjennomsnittlig egenkapital har økt jevnt over de tre årene.

Hva egenkapitalrentabiliteten skal være, er en skjønsmessig vurdering. Når en investor skal plassere pengene, er minstekravet å oppnå avkastning lik risikofri rente. Boye (2002) anbefaler å benytte en kort statsobligasjonsrente. Vi ser på hva 3-årig statsobligasjonsrente har vært for analyseårene (Norges Bank 2014a). Disse bruker vi for å sammenlikne med egenkapitalrentabiliteten, og blir presentert under:

- 2011: 2,24 %
- 2012: 1,44 %
- 2013: 1,63 %

Som det fremgår av egenkapitalrentabiliteten til Selvaag Bolig, hadde en investor i 2011 helst sett at pengene var plassert i en risikofri plassering. I 2013 og 2012 hadde Selvaag Bolig en høyere avkastning enn risikofri rente. Dette vil si at det ble utbetalt en premie utover risikofri

rente. Hvor høy denne premien skal være, henger i stor grad sammen med hvor stor risiko investeringen i selskapet er. Vi observerer at tallet i 2012 var en god del høyere enn i 2013.

For at en investor skal se på investeringen i selskapet som lønnsom, må den gi en større avkastning enn hva en alternativ plassering med lik risiko gir (Hoff et al. 2007). Hva som er et godt eller dårlig resultat på egenkapitalrentabiliteten, vil da avhenge av de krav som en eventuell investor setter i sin vurdering. Vi vurderer egenkapitalrentabiliteten i 2012 som godt, sammenliknet med en 3-årig statsobligasjon for samme året. Tallet for 2013 er betraktelig redusert sammenliknet med 2012, men tilfredsstillende sett i forhold til en 3-årig statsobligasjon i 2013.

7.5.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen viser andel av driftsinntekter som eksisterer i bedriften før de finansielle forhold involveres. Dette nøkkeltallet uttrykker hvor mye selskapet sitter igjen med for hver omsatt krone, og kan defineres ved følgende formel (Hoff et al. 2007):

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100\%$$

Selvaag Boligs driftsmargin:

Tabell 7.4 Selvaag Boligs driftsmargin

(i hele 1000)	2013	2012	2011
Driftsresultat	266 971	489 594	7 140
Driftsinntekter	2 196 964	2 812 020	309 822
Driftsmargin	12,15 %	17,41 %	2,30 %

Det er vanskelig å si hva som er et godt måltall for driftsmarginen. Vi ser ut fra analysen at tallet var svært lavt i 2011, mye høyere i 2012 og gikk litt ned i 2013. Selskapet hadde lave driftsinntekter i 2011, som resulterte i at driftskostnadene spiste opp mesteparten av driftsoverskuddet. I 2012 og 2013 er marginene betraktelig høyere.

Fra utviklingsanalysen i kapittel 8.4, ser vi at Selvaag Bolig i 2013 har igjen 8,4 % av driftsinntektene etter alle øvrige kostnader er blitt belastet. Tallene for 2012 og 2011 er henholdsvis 12,3 % og -1,8 %. Driftsmarginen er med andre ord tilstrekkelig for å betjene andre kostnader både for 2013 og 2012. I 2011 var marginen for liten, og finanskostnadene og skatt spiste opp overskuddet. Selskapet ble i 2012 børsnotert, og har både blitt refinansiert, restrukturert og tatt i bruk andre prinsipper ved regnskapsførsel. Som nevnt avslutningsvis i kapittel 7.3.3, er ikke tallene for 2011 og 2012 direkte sammenlignbare. Imidlertid er driftsmarginen i 2011 isolert sett lite tilfredsstillende.

I hovedsak går mesteparten av driftskostnadene til prosjekter. Det er grunn til å tro at Selvaag Bolig ønsker å beholde en driftsmargin i samme sjikt som 2013 og 2012. Begge tallene fremstår som solide, med god margin.

7.5.2 Likviditetsanalyser

En likviditetsanalyse omhandler en analyse av selskapets evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (Langli 2010). Gjennom denne analysen ønsker vi med andre ord å kartlegge bedriftens betalingsevne. Det eksisterer flere nøkkeltall for å analysere likviditeten, hvor Eklund og Knutsen (2011) blant annet nevner likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, omløpshastighet og kredittid.

I følge Baksaas og Hansen (2010) er det den kortsiktige gjelden som skal betales først, og den gjelden som kan medføre likviditetsproblemer. Blant omløpsmidlene finner vi midler for å betale den kortsiktige gjelden med. Det er derfor naturlig at forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld står sentralt. Disse forholdene finner vi presentert i likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Vi velger derfor å anvende disse i vår likviditetsanalyse.

7.5.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 uttrykker i hvor stor grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. I beregningen av dette nøkkeltallet, anvender man regnskapstall ved utgangen av en regnskapsperiode, da disse best reflekterer selskapets økonomiske stilling ved inngangen til en ny regnskapsperiode (Langli 2010).

Følgende formel kan benyttes for å beregne likviditetsgrad 1:

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

Hvor omløpsmidler kan innbefatte varer, ulike fordringer og forskudd, mindre investeringer som eksempelvis aksjer og andeler i andre foretak i samme konsern, og kontanter og bankinnskudd (Hoff et al. 2007). Videre kan kortsiktig gjeld eksempelvis bestå av konvertible lån, leverandørgjeld, betalbar skatt og skyldige offentlige avgifter, og utbytte.

Gjennom årene har det eksistert en norm som hevder at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2. Med dette menes at omløpsmidlene bør være dobbelt så store som kortsiktig gjeld. I et slikt tilfelle vil omløpsmidlene da være langsiktig finansiert. Langli (2010) argumenterer derimot for at dette normtallet ikke kan benyttes i dag. Dette begrunner han blant annet med at utviklingen av normtallet skjedde i tider hvor alt tok lengre tid; både vareleveranser og transporttid, men også pengenes omløpshastighet. Angående vareleveranser og transporttid, kan dette bokstavelig talt skje kontinuerlig i dag. Behov for lageropphold har dermed blitt redusert. Hva angår pengetransaksjoner, kan dette per dags dato skje i løpet av kort tid, kontra før i tiden da dette skjedde per post. Videre eksisterer erkjennelsen om at bedrifter er forskjellige. Omløpshastigheten varierer fra bransje til bransje. Dette kan avhenge av bransjens filosofi og styringsmåte knyttet til eksempelvis varelager, leverandørgjeld, kundefordringer eller likviditetsreserver. Dessuten kan det også avhenge av bransjens tilgang på ressurser. Bransjer med leverandører fra hele verden har et større behov for varelager, sammenlignet med bransjer som har leverandører i samme by. Andre igjen har ikke behov for varelager i det hele tatt, eksempelvis fordi alt som har med lager å gjøre er outsourcet til en annen bedrift, eller fordi varene går direkte fra produsent til kunde.

Konkluderende hevder Langli at en generelt bør finansiere langsiktige eiendeler med langsiktig kapital. En bør dessuten vurdere nivået i hvert enkelt tilfelle. Han fastsetter derfor et normtall for at likviditetsgrad 1 bør være større enn 1.

Følgende er en tabell som viser Selvaag Boligs likviditetsgrad 1:

Tabell 7.5 Selvaag Boligs likviditetsgrad 1

(i hele 1000)	2013	2012	2011
Omløpsmidler	5 213 161	4 958 022	4 725 759
Kortsiktig gjeld	1 336 560	1 913 677	1 603 102
Likviditetsgrad 1	3,90	2,59	2,95

Som vi ser av tabellen ovenfor er likviditetsgrad 1 over 1 for hver av de representative årene. Dette betyr at omløpsmidlene er i stor grad finansiert med langsiktig gjeld for samtlige år.

Videre bemerker vi oss at likviditetsgrad 1 har bedret seg fra 2011 til 2013. Selskapet har fått en mindre andel kortsiktig gjeld i 2013, i forhold til omløpsmidlene.

Boligutbygging tar betydelig med tid i forhold til Langli (2010) sin diskusjon, angående finansiering av omløpsmidler. Selvaag har bedret sin likviditetsgrad 1 gjennom reduksjon av kortsiktig gjeld, noe vi anser som positivt, siden kapitalen blir bundet svært lenge i produksjonsprosessen. Baksaas og Hansen (2010) mener at man bør være forsiktig med å trekke for bastante konklusjoner basert på likviditetstallene. På bakgrunn av dette mener vi at Selvaag Bolig har en god utvikling av likviditetsgrad 1, samt et solid tall i forhold til anbefalingen.

7.5.2.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 uttrykker forholdet mellom de mest likvide omløpsmidler og kortsiktig gjeld, som vist i formelen nedenfor (Langli 2010):

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Hvor mest likvide omløpsmidler i følge Baksaas og Hansen (2010) vanligvis omfatter alle omløpsmidler foruten all form for beholdning av eksempelvis varer og materialer. Langli (2010) definerer mest likvide omløpsmidler som kontanter, bankinnskudd, fordringer og finansielle omløpsmidler.

I likhet med likviditetsgrad 1, eksisterer det også et normtall for likviditetsgrad 2. Det hevdes at likviditetsgrad 2 bør være større enn 1, med andre ord at de mest likvide omløpsmidlene bør være minst like store som den kortsiktige gjelden. Av samme drøfting og begrunnelse som for likviditetsgrad 1, mener Langli (2010) at også dette er et noe foreldet krav. Han har imidlertid ikke kommet med noen konkret anbefaling, da det på generell basis er mer problematisk å fastsette en norm for likviditetsgrad 2. Videre forteller Langli (2010) at selskaper som benytter kassekreditt som likviditetsreserve, normalt vil ha et lavere nivå på likviditetsgrad 2, enn selskaper som anvender aksjeinvesteringer og bankinnskudd.

Følgende er en tabell som viser Selvaag Boligs likviditetsgrad 2:

Tabell 7.6 Selvaag Boligs likviditetsgrad 2

(i hele 1000)	2013	2012	2011
Mest likvide omløpsmidler	929 311	1 047 338	514 734
Kortsiktig gjeld	1 336 560	1 913 677	1 603 102
Likviditetsgrad 2	0,70	0,55	0,32

Vi ser at likviditetsgrad 2 var under 1 for 2011, 2012 og 2013. Dette betyr at de mest likvide omløpsmidlene i sin helhet er finansiert kortsiktig. Videre bemerker vi oss at tallet har forbedret seg jevnt over disse årene.

Hva angår kassekreditten i Selvaag Bolig, hadde de i 2012 TNOK 128 383, som eneste trekk i analyseperioden. Ser vi på kontanter og kontantekvivalenter, hadde de følgende beløp:

- 2013: TNOK 587 042
- 2012: TNOK 557 989
- 2011: TNOK 395 207

Vi ser her at Selvaag Bolig benytter bankinnskudd som likviditetsreserve, fremfor å benytte kassekreditt. Dette kan bidra til å påvirke nøkkeltallet i positiv retning.

Utover dette vil vi også her være forsiktig med å trekke noen drastiske konklusjoner.

Tradisjonelt sett bør de finansiere de mest likvide omløpsmidlene med mer langsiktig gjeld, dersom de skal oppfylle normkravet. Trenden er likevel positiv.

7.5.3 Kapitalstrukturanalyse

Kapitalstrukturanalysen har som formål å kartlegge hvordan selskapets eiendeler er finansiert, samt dens evne til å tåle tap (Langli 2010).

Både Langli (2010) og Eklund og Knutsen (2011) er enige i at det er en nærliggende sammenheng mellom finansierings- og soliditetsanalyser, og velger begge å slå disse sammen i en analyse av kapitalstruktur. Eklund og Knutsen (2011, 163) presiserer at de har: ”... valgt å kalle den tradisjonelle nøkkeltallsanalysen av en bedriftsfinansiering for kapitalstrukturanalyse.” Da vi har valgt en tradisjonell regnskapsanalyse, velger vi derfor å kalle vår finansierings- og soliditetsanalyse for kapitalstrukturanalyse.

Det eksisterer flere nøkkeltall for beregning av kapitalstruktur, hvor vi har valgt å fokusere på finanseringsgrad 1, arbeidskapital, rentedekningsgrad, gjeldsgrad og egenkapitalandel (Eklund og Knutsen 2011). Vi observerer at finanseringsgrad 2 tilsvarer likviditetsgrad 1, som vi har beregnet tidligere i oppgaven. Vi vil følgelig ikke utdype dette forholdstallet nærmere her.

7.5.3.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 er et forholdstall som kartlegger hvordan bedriften har finansiert sine eiendeler. Dette nøkkeltallet illustrerer i hvor stor grad anleggsmidler er finansiert langsiktig (Langli 2010). Nedenfor er en formel som uttrykker dette:

$$\text{Finanseringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Normalt kreves det at finansieringsgrad 1 bør være mindre enn 1. Dette betyr at den langsiktige kapitalen, i tillegg til å finansiere anleggsmidlene, også finansierer deler av omløpsmidlene (Langli 2010). Eklund og Knutsen (2011) hevder at man, i likhet med normer for likviditetsgrader, også bør være forsiktig med å benytte slike normer når det gjelder finansieringsgrader.

Finansieringsgrad 1 for Selvaag Bolig:

Tabell 7.7 Selvaag Boligs finansieringsgrad 1

(i hele 1000)	2013	2012	2011
Anleggsmidler	756 688	776 843	698 979
Langsiktig kapital (EK+LSG)	4 633 289	3 821 188	3 821 636
Finansieringsgrad 1	0,16	0,20	0,18

Av tabell 7.7 ser vi at finansieringsgrad 1 er under 1 for alle årene. Dette betyr at Selvaag Bolig har finansiert anleggsmidlene i sin helhet med langsiktig gjeld. Vi bemerker oss videre at anleggsmidlene utgjør 16 % av den totale langsiktige gjelden for 2013.

Videre observerer vi at de har hatt en positiv utvikling, da finansieringsgrad 1 har forbedret seg jevnt over disse årene. Vi anser tallene som svært gode.

7.5.3.2 Arbeidskapital

I utgangspunktet foreligger det et krav om at anleggsmidlene i sin helhet er finansiert langsiktig, altså med langsiktig gjeld og egenkapital. Videre foreligger det også et krav til at de deler av omløpsmidlene som er permanente, eksempelvis permanente investeringer knyttet til varelageret, bør være langsiktig finansiert (Langli 2010). Dette kravet betyr med andre ord at bedriften må ha en positiv arbeidskapital, som vi nå skal utdype nærmere.

Arbeidskapitalen uttrykker hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert langsiktig, og blir definert gjennom følgende formel (Eklund og Knutsen 2011):

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

I følge (Langli 2010) er det generelt sett umulig å fastslå hvor stort dette nøkkeltallet bør være. Det avhenger, i likhet med andre nøkkeltall, av bransje og type bedrift. Det er imidlertid, som nevnt innledningsvis, enighet om at arbeidskapitalen bør være positiv.

Følgende tabell viser Selvaag Boligs arbeidskapital:

Tabell 7.8 Selvaag Boligs arbeidskapital

(i hele 1000)	2013	2012	2011
Omløpsmidler	5 213 161	4 958 022	4 725 759
Kortsiktig gjeld	1 336 560	1 913 677	1 603 102
Arbeidskapital	3 876 601	3 044 345	3 122 657

Av denne tabellen ser vi at arbeidskapitalen for Selvaag Bolig er positiv for alle årene. Omløpsmidler og kortsiktig gjeld gir et uttrykk for forventede kontantstrømmer, da omløpsmidler blir til innbetalinger og kortsiktig gjeld medfører utbetalinger (Langli 2010). Dersom bedriften skal være i stand til å betale sine forventede utbetalingsplikter, vil det normalt stilles krav til positiv arbeidskapital. Med andre ord vil positiv arbeidskapital tilsi at omløpsmidlene er større enn den kortsiktige gjelden. Vi observerer at den kortsiktige gjelden er lavere enn omløpsmidlene for alle tre årene, noe som resulterer i at Selvaag Bolig har en positiv arbeidskapital.

Teoretisk sett kan en konkludere med at selskapet er i stand til å dekke sine forventede utbetalinger. Det forventes at omløpsmidlene skal gi en betydelig del større innbetaling, enn hva kortsiktig gjeld utgjør i utbetalinger (Langli 2010).

Det er også verdt å merke seg en positiv trend. Vi observerer at arbeidskapitalen har forbedret seg betraktelig fra 2011 til 2013, og vi anser nøkkeltallet å være solid.

7.5.3.3 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden forteller oss hvor stor evne bedriften har til å betale sine rentekostnader. Nøkkeltallet benyttes også for å kunne si noe om hvor mye gjeld bedriften kan ta opp i de neste årene. Nedenfor er en formel for nøkkeltallet (Eklund og Knutsen 2011):

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

I følge Eklund og Knutsen (2011) hevdes det at nøkkeltallet bør være større enn 3, slik at bedriften har en viss sikkerhetsmargin. Dette er ikke noe absolutt krav, men bedriften bør imidlertid ha en rentedekningsgrad større enn 1, da ordinært resultat bør være større enn 0.

Selvaag Bolig sin rentedekningsgrad:

Tabell 7.9 Selvaag Boligs rentedekningsgrad

(i hele 1000)	2013	2012	2011
Res.før skatt + Rentekostnader	283 390	513 455	26 587
Rentekostnader*	27 709	62 487	46 925
Rentedekningsgrad	6,11	7,86	0,48

Vi observerer at Selvaag Bolig hadde i 2011 et nøkkeltall under anbefalingen, og dette tilsier at selskapet hadde mulighet til å betale renten på dagens gjeld kun 0,48 ganger. Dette henger mye sammen med et negativt resultat for dette år. Nøkkeltallet er kraftig forbedret fra 2011 til 2013, hvor i 2013 selskapet kunne betale renten på dagens gjeld 6,11 ganger. Vi anser dette som gode tall, i forhold til anbefalingen fra Eklund og Knutsen (2011), som hevder at tallet bør være større enn 3.

7.5.3.4 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad er det ene av de to mest brukte nøkkeltallene for å analysere soliditeten. Med soliditet menes bedriftens evne til å tåle tap. Gjeldsgraden uttrykker forholdet mellom kapital som er anskaffet eksternt og kapital som selskapets eiere har skutt inn (Eklund og Knutsen 2011). Gjeldsgraden kan defineres slik:

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

Normalt hevdes det at jo mindre dette nøkkeltallet er, desto bedre er bedriftens soliditet. I ekstremtilfeller er gjeldsgraden 0, noe som indikerer at bedriften ikke har gjeld, og følgelig ingen konkursrisiko (Langli 2010). Mer praktisk kan en si at jo mindre gjeld det eksisterer i selskapet, desto mindre betalingsforpliktelser knyttet til avdrag og renter, vil selskapet ha. Dette medfører igjen et mindre krav til kontantinntjeningen (Eklund og Knutsen 2011).

Tabellen nedenfor uttrykker Selvaag Boligs gjeldsgrad:

Tabell 7.10 Selvaag Boligs gjeldsgrad

(i hele 1000)	2013	2012	2011
Gjeld	3 710 863	3 588 244	4 114 079
Egenkapital	2 258 986	2 146 621	1 310 659
Gjeldsgrad	1,64	1,67	3,14

Som vi ser av tabellen ovenfor, har Selvaag Bolig en voksende egenkapital og en relativ stabil størrelse på gjelden i 2012 og 2013. Gjeldsgraden har i disse to årene stabilisert seg som følge av dette. Videre vil vi presisere at mesteparten av gjelden knytter seg til boligutvikling, som er en betydelig investering. Ved ferdigstilling av disse, vil selskapet få innbetalinger som kan dekke gjelden knyttet til prosjekter. Dette gjør det videre mulig å fortsette verdiskapningsprosessen. Selvaag Bolig har merverdier knyttet til prosjektene, og vi anser derfor ingen faremomenter rundt deres gjeldsgrad.

Det er grunn til å tro at Selvaag Bolig vil holde sin gjeldsgrad stabil. Hadde det vært negativ utvikling i forholdstallene mellom 2012 og 2013, ville det derimot vært mer usikkerhet knyttet til selskapet gjeldsgrad.

7.5.3.5 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel er den andre av de to mest anvendte nøkkeltall for å beregne soliditet. Dette nøkkeltallet sier noe om hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital (Langli 2010). Formel for egenkapitalandel:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

I motsetning til gjeldsgraden, ønsker vi at dette nøkkeltallet skal være så høyt som mulig. Det har i tidligere litteratur vært satt et krav til at egenkapitalandelen skulle være 0,5. Eklund og Knutsen (2011) hevder at dette er et noe foreldet krav, da det i senere år ikke har vært noen norm som tilsier at eierne skulle bære en så stor risiko.

Stor egenkapitalandel har likevel sine fordeler, da det av ulike grunner styrker bedriftens muligheter til å håndtere vanskelige perioder. Bedriften kan blant annet tilby større sikkerhet for å ta opp nye lån, og kan ha en større mulighet til å selge eiendeler uten heftelser for å frigjøre midler. Selskapet er dessuten bedre rustet til selv å kunne dekke større tap, før kreditorene blir innblandet (Eklund og Knutsen 2011).

Nedenfor har vi beregnet Selvaag Boligs egenkapitalandel:

Tabell 7.11 Selvaag Boligs egenkapitalandel

(i hele 1000)	2013	2012	2011
Egenkapital	2 258 986	2 146 621	1 310 659
Totalkapital	5 969 849	5 734 865	5 424 738
Egenkapitalandel	0,38	0,37	0,24

Av tabellen ovenfor ser vi en positiv utvikling i Selvaag Boligs egenkapitalandel. Vi mener dette tallet er tilfredsstillende for 2012 og 2013. I 2011 var det store endringer i selskapsstrukturen, som kan ha vært en medvirkende årsak til at egenkapitalandelen er noe lavere for dette året. Selskapet kan i 2012 og 2013, tåle et tap på over to milliarder, før fremmedkapitalen blir påført tap.

Vi mener at Selvaag Bolig har en tilfredsstillende egenkapitalandel, da de tilsynelatende har mulighet til å dekke større tap før kreditorer blir innblandet.

I følge Eklund og Knutsen (2011) henger egenkapitalandel og gjeldsgrad sammen. Dersom bedriften kun er finansiert ved egenkapital, vil dette medføre store kapitalkostnader. I motsatt tilfelle, vil det medføre store gjeldskostnader. Dette har sammenheng med risiko, og fordeling av hvem som skal bære denne. Et balansert forhold mellom gjeld og egenkapital vil derfor være tilfredsstillende, noe som fremgår av nøkkeltallene til Selvaag Bolig.

7.6 Konklusjon regnskapsanalyse

Tabell 7.12 Oppsummering av nøkkeltallsanalyse

	2013	2012	2011	2012-2013	2011-2012
Return On Equity	8,42 %	20,04 %	-0,70 %	-58,0 %	N/A
Return On Assets	4,8 %	9,2 %	0,8 %	-47,4 %	1026,1 %
Resultagrad	0,13	0,18	0,09	-29,4 %	112,8 %
Kap. omløpshastighet	0,38	0,50	0,10	-25,5 %	429,2 %
Driftsmargin	12,15 %	17,41 %	2,30 %	-30,2 %	655,5 %
Likviditetsgrad 1	3,90	2,59	2,95	50,5 %	-12,1 %
Likviditetsgrad 2	0,70	0,55	0,32	27,0 %	70,4 %
Finansieringsgrad 1	0,16	0,20	0,18	-19,7 %	11,2 %
Arbeidskapital	3 876 601	3 044 345	3 122 657	27,3 %	-2,5 %
Rentedekningsgrad	6,11	7,86	0,48	-22,3 %	1542,6 %
Gjeldsgrad	1,64	1,67	3,14	-1,7 %	-46,7 %
Egenkapitalandel	0,38	0,37	0,24	1,1 %	54,9 %

Som det fremgår av nøkkeltallsanalysen, har selskapets evne til å skape lønnsom drift bedret seg fra 2011 til 2013. Vi bemerker oss at nøkkeltallene for lønnsomhet var høyest i 2012, især egenkapitalrentabiliteten, og at de har vært noe mindre for 2013.

Videre ser vi at deres evne til å betale sine forpliktelser er over normkravet. Vi mener likevel at Selvaag Bolig burde finansiere en større del av sine mest likvide omløpsmidler langsiktig. Når det kommer til kapitalstrukturen, ser vi at både finansieringsgrad 1 og arbeidskapitalen har forbedret seg, og vi anser begge som solide tall. Videre viser kapitalstrukturanalysen at Selvaag Bolig har en god soliditet, tatt i betraktning av deres evne til å tåle tap.

Videre bemerker vi oss at selskapet har hatt en positiv utvikling fra 2011 til 2012. Det er grunn til å tro at dette kan relateres til fusjonene og børsnoteringen, da selskapet fikk en annen selskapsstruktur.

I 2013 har det vært en liten negativ utvikling. Dersom vi ser dette i sammenheng med utviklingsanalysen, kan et tregt boligmarked være utslagsgivende for dette, og følgelig har

salgsinntektene blitt redusert. Selskapet har svært mange prosjekter under oppføring, som spesielt utmerket seg med større investeringer i 2011. Vi mener på tross av dette at selskapet har en sunn finansieringsstruktur, og gode nøkkeltall. Når disse prosjektene er ferdigstilt og solgt, vil vi tro at nøkkeltallene blir ytterligere forbedret. Boligutvikling er en kostbar og tidkrevende prosess, og inntektene kommer først sent i prosessen. Vi mener derfor at nedgangen i 2013 kan forklares som følge av et tregere boligmarked, noe som forhåpentligvis vil jevne seg ut med tiden.

Vi bemerker oss også at selskapet i 2013 ble refinansiert, noe som gir en sunnere finansieringsstruktur. Vi ser at likviditetsgrad 1 og finansieringsgrad 1 har hatt en positiv utvikling i forbindelse med dette, noe som kommer godt frem av arbeidskapitalen.

På bakgrunn av dette, mener vi Selvaag Bolig har hatt en solid og framtidsrettet utvikling, og mener at fremtidig avkastning vil være av en stigende karakter. Selskapet bør imidlertid fokusere på finansieringsstrukturen, hvor vi mener at selskapet kan finansiere en større andel av sine mest likvide omløpsmidler langsiktig.

7.7 Oppsummering

I dette kapitlet har vi foretatt en regnskapsanalyse av konsernet Selvaag Bolig for årene 2011, 2012 og 2013. Vi har sett på sammenhengen mellom årene historisk sett, og gjennom en utviklingsanalyse så vi at selskapet hadde et godt år i 2012, samt noe lavere driftsinntekter i 2013. Videre foretok vi en nøkkeltallsanalyse, hvor Selskapet jevnt over har en sunn rentabilitet, likviditet og kapitalstruktur. Vi observerte at deres tiltak i 2013 angående refinansiering ga et spesielt godt utslag på finansieringsstrukturen.

8 Fastsettelse av avkastningskrav

8.1 Innledning

I dette kapitlet fastsetter vi avkastningskravet. Vi begynner først med å presentere kapitalverdimodellen. Denne anvendes for å fastsette avkastningskravet til egenkapitalen. Herunder fastsetter vi risikofri rente, beta, markedets risikopremie og justering, før vi til slutt fastsetter avkastningskravet til egenkapitalen. Videre tar vi for oss avkastningskravet til totalkapitalen, som beregnes ved hjelp av WACC. Her fastsetter vi gjeldskostnad og selskapets finansieringsstruktur. Til slutt beregner og fastsetter vi avkastningskravet til totalkapitalen.

8.2 Avkastningskravet til egenkapitalen

For å fastsette avkastningskravet til egenkapitalen anvender vi kapitalverdimodellen, forkortet CAPM. I kapittel 6 gjennomgikk vi de teoretiske grunnlagene for hver av komponentene i modellen. Vi vil først begynne med å fastsette de ulike komponentene kapitalverdimodellen består av. Følgende er formelen for CAPM:

$$R_e = R_f * (1 - s) + (E(R_m) - R_f * (1 - s)) * \beta$$

8.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten, R_f , har de siste årene vært på historisk lavt nivå. Nedenfor er en tabell som presenterer risikofri rente med daglige noteringer for uke 12 i år 2014 (Norges Bank 2014b).

Tabell 8.1 Statsobligasjoner, daglige noteringer uke 12/2014

Dato	3 år	5 år	10 år
16.05.2014	1,66 %	1,96 %	2,67 %
15.05.2014	1,71 %	1,96 %	2,69 %
14.05.2014	1,67 %	2,01 %	2,73 %
13.05.2014	1,70 %	2,05 %	2,77 %
12.05.2014	1,71 %	2,06 %	2,78 %

Nedenfor velger vi også å presentere en oversikt over årsgjennomsnitt fem år bakover i tid. Dette for å danne et bilde av utviklingen som har vært i de senere år (Norges Bank 2014a).

Tabell 8.2 Statsobligasjoner, årsgjennomsnitt siste fem år

År	3 år	5 år	10 år
2013	1,63 %	1,93 %	2,58 %
2012	1,44 %	1,59 %	2,10 %
2011	2,24 %	2,56 %	3,12 %
2010	2,46 %	2,83 %	3,52 %
2009	2,71 %	3,33 %	4,00 %

Renten på statsobligasjoner var i 2012 historisk lav. Fra 1986 frem til 2013 har renten for noen av lengdene av obligasjonene, i årsgjennomsnitt aldri vært så lav. Johansen, Laake, og Aulie (2013) poengterer at renten ved flere anledninger har vært under inflasjonsmålet til Norges Bank, som er 2,5 %.

Før finanskrisen var rentenivåene mye høyere. Vi velger derfor å ta et tilbakeblikk på et gjennomsnitt (Appendiks C) for årene 2000 til 2007. Tallene er hentet fra Norges Bank (2014a) og er presentert i tabellen under.

Tabell 8.3 Statsobligasjoner, gjennomsnitt år 2000 til 2007

Lengde	Aritmetisk $\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i$	Geometrisk $\prod_{i=1}^n n_i$	Median
3 år	4,76 %	4,53 %	4,52 %
5 år	4,90 %	4,75 %	4,67 %
10 år	5,10 %	5,01 %	4,91 %

Vi trekker dette frem for å se på hva som representerer et normalnivå. Dette er en subjektiv mening, og representerer en usikkerhet i hva vi kan forvente at rentenivået skal være om 5-10 år. Vi mener den risikofrie renten skulle holdt et høyere nivå enn noteringen i dag, dersom rentenivåene skulle normalisert seg. Faglitteraturen ser lite tilbake på hva som har vært, de konsentrerer seg mer om hva som er dagens kurs. Johansen, Laake, og Aulie (2013) presenterer i sin undersøkelse at respondentene benyttet statsobligasjoner på enten 10 eller 5 år. Penman (2013) mener at man bør benytte den løpetiden for statsobligasjoner som har like lang løpetid som investeringen er tiltenkt. Norli (2011) mener statsobligasjoner med 10 års løpetid er et godt valg for å måle risikofri rente. Kaldestad og Møller (2011) anser også 10 års løpetid som et godt alternativ. Vi anser anbefalingene i nyere litteratur og fagpersoners uttalelser av nyere dato, som gode retningslinjer. Kaldestad og Møller (2011) trakk frem noen ulemper med å anvende lang rente, spesielt hvis de største inntektene kom tidlig i prosjektet. Dette anser vi ikke som et problem, siden Selvaag Bolig er nødt til å få jevn tilstrømming av kapital for å holde boligutviklingen i et jevnt tempo. Både 3-årig og 5-årig rente er svært lav, og ligger godt under inflasjonsmålet.

Når vi skal verdsette Selvaag Bolig, gjør vi det med utgangspunkt i en “evig” tidshorisont. Vi anser derfor 10-årig statsobligasjon som et godt alternativ, og velger å anvende dette. Per dags dato, den 26.05.14 er kursen for 10-årig statsobligasjon 2,73 %. Kursen ligger en del under et normalnivå, gitt de historiske kursene. Til tross for dette anser vi denne kursen som vårt beste estimat. Vi velger ikke å foreta noen ytterligere justeringer.

$$R_f = 2,73 \%$$

8.2.2 Beta

Den generelle anbefalingen gitt av Koller et al. (2005) anser en tommelfingerregel som sier at betaberegningen skal ta utgangspunkt i 5 år med månedlig data. Dette tilsier da 60 observasjoner. Boye og Koekebakker (2006b) har også brukt 60 observasjoner i sin eksempelberegning, med samme frekvens.

Vi møter her en utfordring. Selvaag Bolig har vært børsnotert siden juni 2012. Dette tilsvarer omlag 20 observasjoner i beregningen, noe vi anser som et tynt grunnlag for å anvende i en statistisk analyse. Vi bemerker oss også en viss fare for at noen observasjoner kan inneholde ekstremverdier, noe som kan medføre at vi får et unøyaktig resultat. Koller et al. (2005) nevner at ikke alle følger tommelfingerregelen. Bloomberg tar utgangspunkt i ukentlige observasjoner for de siste to år. Vi velger derfor å ta utgangspunkt i et slikt beregningsgrunnlag. Utgangspunktet blir da avslutningskursen for den første handledagen i hver uke fra selskapet ble børsnotert. Første observasjon er 18. juni 2012, og siste er 19. mai 2014. Vi har da et grunnlag for beregning med 101 observasjoner, noe vi anser som et godt utgangspunkt. Det er verdt å nevne at Koller et al. (2005) hevder aksjer med lav omløpshastighet er utsatt for statistiske skjevheter når man anvender daglige eller ukentlige observasjoner. På grunnlag av det datamateriale vi har tilgjengelig, anser vi vårt valg som tilstrekkelig for å få et pålitelig resultat.

Selvaag Bolig må sammenlignes med avkastningen til en indeks. Koller et al. (2005) anbefaler at man ikke anvender en lokal indeks. Dette fordi en slik indeks kan være svært preget av noen få industrier eller selskaper. Hovedindeksen til Oslo Børs, kalt OSEBX, er svært preget av energisektoren, og vi anser derfor ikke dette som en aktuell indeks.

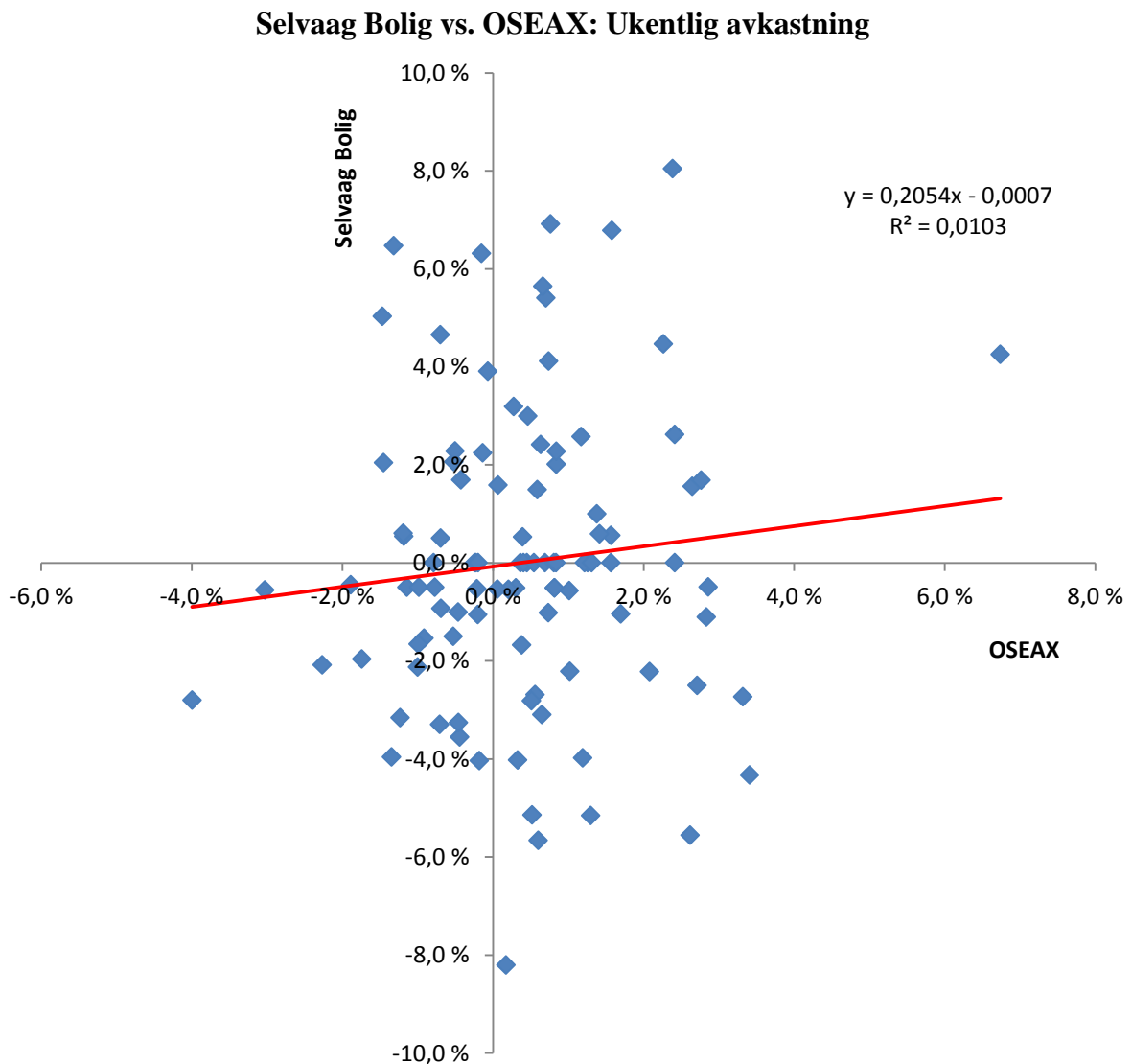
Boye og Koekebakker (2006b) anvender OSEAX, som er aksjeindeksen til Oslo Børs. Denne inneholder alle aksjene som er notert på Oslo Børs. Til tross for anbefalingen om å se bort fra lokale indekser, velger vi å anvende OSEAX. Dette fordi vi finner det interessant å se på hvordan Selvaag Bolig utmerker seg i forhold til det norske markedet. Vi tar derfor utgangspunkt i avkastningen for OSEAX på de sammenfallende datoene til Selvaag Bolig (Appendiks D). Vår data ble klargjort i et Excelark, hvor avkastningen i prosent ble beregnet på følgende måte:

$$\frac{\text{Observasjon}_{n+1}}{\text{Observasjon}_n} - 1 = \text{Avkastning i \%}$$

Avkastningen i prosent ble så satt inn i et “scatter plot”. Det første vi observerer er at det ikke kommer frem en klar tendens. Dataene er svært spredt, og vi fikk følgende data:

- Skjæringspunkt: $-0,0007223$
- Stigningstall: $0,205381$
- R^2 : $0,010261$

Under følger en grafisk fremstilling av våre observasjoner:



Figur 8.1 XY-plot av ukentlig avkastning, OSEAX og Selvaag Bolig

Regresjonsanalysen som er gjennomført i Excel, viser en formel øverst til høyre i figuren. y tilsier den ukentlige avkastningen på Selvaag Bolig, mens x representerer avkastningen for OSEAX. Stigningstallet til regresjonslinjen er 0,2054. Dette tilsier en gjennomsnittlig ukentlig avkastning 2,054 % for Selvaag Bolig dersom OSEAX oppnår 10 %.

Skjæringspunktet på -0,0007 kan videre tolkes dithen at en uke med 0 % avkastning i OSEAX, vil resultere i en gjennomsnittlig avkastning på -0,07 % for Selvaag Bolig. Vi observerer også R^2 er 10,3 %. Dette tallet representerer systematisk risiko. $R^2 - 1$, som blir 89,7 %, er dermed den risiko som er særegent for Selvaag Bolig. På bakgrunn av disse beregningene kan vi konkludere med at Selvaag Bolig i liten grad er eksponert for markedssvingninger. Det tas forbehold om statistiske feil, da betaestimering ikke nødvendigvis gir et presist tall (Koller et al. 2005). Betaverdien vi har funnet er svært lav, men også vårt beste estimat basert på det grunnlaget vi har for beregning. Gjesdal og Johnsen (1999) nevner at vi kan foreta en statistisk justering, siden vi beregner et langsiktig avkastningskrav. Utgangspunktet er å beregne en fremtidig beta basert på betaverdien for historiske tall. Det forventes at en aksje med store avvik fra markedsbetaen ($\beta_{marked} = 1$) vil normalisere seg mot denne verdien i fremtiden. Koller et al. (2005) kaller dette for “Smoothing” av betaverdien, og presenterer denne formelen som blir benyttet blant annet av Bloomberg:

$$\beta_{justert} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} * \beta$$

Utregningen av justert beta blir som følger:

$$\beta_{justert} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} * 0,2054$$

$$\beta_{justert} = 0,47026$$

Vi anser dette som et mer representativt tall for fremtiden, og velger derfor å fastsette vår betaverdi til dette.

$$\beta = \beta_{justert} \approx 0,4703$$

8.2.3 Markedets risikopremie

Kaldestad og Møller (2011) legger frem tre metoder for å fastsette markedspremien:

- Historisk premie
- Implisitt premie
- Spørreundersøkelse

Vi mener det er vanskelig å fastsette en markedspremie etter historiske tall. Markedet har i tillegg vært i en stadig endring, så det er svært usikkert at disse tallene er representative. To sentrale spørsmål i forhold til å bruke historisk data dukker opp:

- Hvilket tidsrom skal vi se nærmere på?
- Hvor representativt er tidsrommet vi ser på?

Slike problemstillinger representerer en usikkerhet som vi finner spesielt utfordrende ved å anvende historisk premie.

Investeringen vår er tiltenkt en evig tidshorisont, derfor anser vi også en beregning av implisitt premie utfordrende, da denne tar utgangspunkt i dagens kurs. En av ulempene med denne metoden er nemlig at den er svært sensitiv for kursendringer, og kan gi volatile resultater. Vi ønsker å fastsette markedspremien til en bestemt verdi.

Vi konkluderer at for å oppnå en fast markedspremie i avkastningskravet må vi ta utgangspunkt i en spørreundersøkelse. Vi velger vi å se nærmere på en undersøkelse utført av PWC og NFF (PWC 2014). Denne utgis på årlig basis, og vi mener dette er interessant å se nærmere på. Undersøkelsen for 2013-2014 hadde svært lav svarprosent, men til tross for dette anser vi de funn som er beskrevet, som representative.

Den foregående undersøkelsen ble gjengitt i Magma i 2013 (Johansen, Laake, og Aulie 2013). Tallene for denne representerte 2012-2013. Her kom det frem at markedsrisikopremien som respondentene anså som representativt var 5 %. I undersøkelsen for 2013-2014 er denne lik foregående undersøkelse. Medianverdien for markedsrisikopremien er 5 % (PWC 2014).

Koller et al. (2005) angir en markedsrisikopremie mellom 4,5 % og 5,5 % som et passende anslag. De nevner videre at historiske anslag som er høyere enn dette kan være problematisk i

verdsettelsessammenheng. Dette underbygger de med at grunnlaget blir feil når man sammenlikner med statsobligasjoner med kort løpetid og ser tilbake på perioder med høy vekst. Vi velger å stole på respondentene i som deltok i undersøkelsen til PWC og NFF for 2013-2014. Dermed fastsetter vi vår markedsrisikopremie til medianverdien som ble funnet ovenfor.

$$(E(R_m) - R_f * (1 - s)) = 5 \%$$

8.2.4 Justeringer

Vi velger først å se på behovet for en likviditetspremie. Selvaag Bolig er notert på Oslo Børs, og blir daglig omsatt. Dette mener vi gir liten grunn for å kompensere for en eventuell risiko for å bli fastlåst i aksjen. Vi velger altså ikke å justere for likviditetsrisiko.

Småselskapspremie er derimot en komponent vi anser som relevant. Johansen, Laake, og Aulie (2013) presenterer denne tabellen:

Tabell 8.4 Småselskapspremie

Småselskapspremie	Median
Egenkapital over 5 mrd. NOK	0 %
Egenkapital 2 – 5 mrd. NOK	0 – 1 %
Egenkapital 1 – 2 mrd. NOK	1 – 2 %
Egenkapital 0,5 – 1 mrd. NOK	2 – 3 %
Egenkapital 0,1 – 0,5 mrd. NOK	3 – 4 %
Egenkapital 0 – 0,1 mrd. NOK	4 – 5 %

De samme tallene er også identiske for undersøkelsen året etter (PWC 2014). I Selvaag Boligs årsrapport for 2013, kommer det frem at de ved utgangen av året besitter en egenkapital på NOK 2 258 986 000. Vi anser derfor, jamfør tabell 8.4, en småselskapspremie på 1 % som reelt. Vi velger å kalle småselskapspremien for R_{sp} og fastsetter denne til 1 %.

$$R_{sp} = 1 \%$$

8.2.5 Skatt

I 2014 er foretaksskatten i Norge 27 %. Vi fastsetter derfor skatten til dette.

$$s = 27 \%$$

8.2.6 Fastsettelse ved bruk av CAPM

CAPM etter skatt fremstår som følger:

$$R_e = R_f * (1 - s) + (E(R_m) - R_f * (1 - s)) * \beta$$

Denne bygger vi videre ut med småselskapspremien vi fastsatte i forrige kapittel:

$$R_e = R_f * (1 - s) + (E(R_m) - R_f * (1 - s)) * \beta + R_{sp}$$

For å oppsummere våre fastsettelse av komponentene, følger disse under:

- $R_f = 2,73 \%$
- $\beta = 0,4703$
- $E(R_m) - R_f * (1 - s) = 5 \%$
- $R_{sp} = 1 \%$
- $s = 0,27$

Vi har nå alle komponentene vi trenger for å finne et avkastningskrav til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen. Beregning følger under:

$$R_e = 2,73 * (1 - 0,27) + 5 * 0,4703 + 1$$

$$R_e = 5,3444 \%$$

Vi har estimert avkastningskravet til egenkapitalen basert på våre valg og forutsetninger. Vi fastsetter derfor avkastningskravet til dette.

$$R_e = 5,3444 \%$$

8.3 Avkastningskravet til totalkapitalen

For å fastsette avkastningskravet til totalkapitalen anvender vi WACC. Vi har allerede estimert avkastningskravet til egenkapitalen, og må i tillegg se nærmere på gjeldskostnaden og kapitalstrukturen til selskapet. Vi gjentar formelen for beregningen, hvor vi allerede har satt inn avkastningskravet til egenkapitalen.

$$R_T = 5,3444 * \frac{E}{E + G} + R_g * (1 - s) * \frac{G}{E + G}$$

8.3.1 Gjeldskostnad

For å estimere hva gjeldskostnaden til Selvaag Bolig skal være, velger vi først å se nærmere på deres årsrapport for 2013. I denne blir rentebærende gjeld presentert, samt hvilke type lån selskapet innehar. De nevner også hvordan gjennomsnittlig rente har vært i regnskapsåret. Vi velger i tabellen under å presentere hvilke lån selskapet har, basert på deres egen inndeling, og beregner den gjennomsnittlige rentekostnaden.

Tabell 8.5 Selvaag Boligs rentebærende gjeld

Type lån	Gjennomsnittlig rente	Sum totalt (i 1000)	Låneandel basert på type
Obligasjonslån	6,58 %	487 908	0,175
Tomtelån	4,35 %	1 101 834	0,396
Byggelån	4,22 %	1 119 728	0,402
Andre lån	5,24 %	75 745	0,27
	Totalt	2 785 215	1
	Veid gjennomsnittlig rente		5,985 %

Selvaag Bolig spesifiserer ingen plass at de innehar lån med fast rente. Vi forutsetter dermed at all rente er flytende. Vi nevner også at et mindre lån, som kun utgjør 2,4 %, er klassifisert som byggelån/tomtelån. Dette ble beregnet ut fra renten til tomtelån.

I følge Penman (2013) er dette renten vi skal ta utgangspunkt i når vi skal fastsette gjeldskostnaden. Vi mener derimot Kaldestad og Møller (2011) har et mer logisk resonnement, hvor vi som investorer kan refinansiere.

Selvaag Bolig nevner i årsregnskapet for 2013 at rentesatsen er fastsatt basert på 3 måneder NIBOR med et tillegg. Vi har valgt å bruke 10-årig statsobligasjon for fastsettelse av risikofri rente, og Kaldestad og Møller (2011) presiserer at vi må være konsistent. Vi må derfor se på 10-årig SWAP-rente. Den 28. mai 2014 var SWAP-rentekursen 2,99 for 10-årig rente (Kommunalbanken u.d.). Denne skal beregnes med et påslag. I 2013-regnskapet for Selvaag Bolig oppgir de ikke hva dette tillegget er.

For å danne oss et større bilde hva utlånsrenten er, ser vi hvilke funn Statistisk Sentralbyrå har i sine undersøkelser. Statistikken for 1. kvartal 2014 presenterer en utlånsrente fra banker med et gjennomsnitt på 4,74 % (SSB 2014a). Hva renten i fremtiden vil bli er vanskelig å si, vi velger derfor å ta utgangspunkt i rentene nevnt ovenfor. Disse har vi satt opp i tabellen nedenfor.

Tabell 8.6 Rentesatser

Utgangspunkt	Rente
Selvaag Bolig vektete gjennomsnitt	5,985 %
10-årig SWAP-rente + påslag	2,99 % + ukjent påslag
Utlånsrente 1. kvartal 2014	4,74 %

Det er svært vanskelig å bestemme hva som skal være utgangspunktet. Vi må derfor foreta en vurdering. Selvaag Bolig har et relativt stort samlet lån, til sammen har dette en gjennomsnittlig rente på nesten 6 %. Utlånsrenten fra bankene 1. kvartal var 4,74 %. Da et ukjent påslag medfører stor usikkerhet, velger vi å se bort fra 10-årig SWAP-rente. Vi beregner heller gjennomsnittet av Selvaag Boligs gjeldskostnad i 2013 med utlånsrenten 1. kvartal 2014. Regnestykket blir da som følger:

$$\text{Gjennomsnittlig gjeldskostnad} = \frac{5,985 + 4,74}{2} = 5,3625$$

Vi baserer oss her på en usikkerhet, men velger å fastsette gjeldskostnaden til dette tallet.

$$R_g = 5,3625 \%$$

8.3.2 Vekting av finansieringsstruktur

Avkastningskravet til totalkapitalen baserer seg som tidligere nevnt på en vekting av finansieringsformene. Vi mener det er mest hensiktsmessig å ta utgangspunkt i dagens kapitalstruktur. I årsrapporten til Selvaag Bolig er rentebærende gjeld og egenkapital relativt likt vektet. Dette innebærer at vi ikke står ovenfor noen spesielle utfordringer knyttet til problematikken rundt ensidig finansieringsform. Vi henter derfor tallene ved slutten av 2013 rett ut fra årsregnskapet. Alle tall nedenfor er presentert i hele 1000.

$$\text{Egenkapital} = E = 2\,258\,986$$

$$\text{Gjeld} = G = 2\,785\,215$$

$$\text{Totalkapital} = E + G = 5\,044\,201$$

$$\text{Andel gjeld} = \frac{G}{E + G} = \frac{2\,785\,215}{5\,044\,201} = 0,5522$$

$$\text{Andel egenkapital} = \frac{E}{E + G} = \frac{2\,258\,986}{5\,044\,201} = 0,4478$$

8.3.3 Fastsettelse ved bruk av WACC

WACC fremstår som følger:

$$R_T = R_e * \frac{E}{E + G} + R_g * (1 - s) * \frac{G}{E + G}$$

For en bedre oversikt følger våre fastsettelse av de ulike komponentene nedenfor:

- $R_e = 5,3444\%$
- $\frac{E}{E+G} = 0,4478$
- $\frac{G}{E+G} = 0,5522$
- $R_g = 5,3625\%$
- $s = 0,27$

Vi har nå alle komponentene som er nødvendig for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen ved hjelp av WACC. Beregning følger under:

$$R_T = 5,3444 * 0,4478 + 5,3625 * (1 - 0,27) * 0,5522$$

$$R_T \approx 4,5549 \%$$

Basert på de forutsetninger og valg vi har tatt, har vi nå fastsatt avkastningskravet til totalkapitalen. Dette tallet skal vi anvende videre i verdsettelsesprosessen.

$$R_T = 4,5549 \%$$

8.4 Oppsummering

I dette kapitlet har vi gjennomgått de ulike komponentene et avkastningskrav består av. Vi fastsatte først avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av CAPM, hvor resultatet ble 5,3444 %. Til slutt ble avkastningskravet til totalkapitalen fastsatt ved hjelp av WACC, hvor resultatet ble 4,5549 %. Da vi tidligere har valgt å anvende totalkapitalmetoden, skal vi anvende dette tallet videre i vår verdsettelse av Selvaag Bolig.

9 Verdsettelse av Selvaag Bolig

9.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi foreta verdsettelsen av Selvaag Bolig. Ved hjelp av den strategiske analysen og regnskapsanalysen, har vi avdekket forhold som vi benytter som basis for våre fremtidige estimater. Vi går først gjennom verdsettelsesprinsippene, våre forutsetninger, samt en diskusjon angående atypiske hendelser. Videre presenterer vi hvordan kontantstrøm til totalkapitalen fremkommer, hvor vi deretter ser på hver og en av postene i beregningsgrunnlaget. Først presenterer vi historiske tall for å se på hvordan utviklingen har vært. Vi drøfter siden våre fremtidige forventninger til hver av postene, som vi senere sammenfatter i et fremtidsregnskap. På grunnlag av fremtidsregnskapet benytter vi den frie kontantstrømmen som verdsettelsesgrunnlag til slutt.

9.2 Oversikt

I kapittel 4, om de ulike verdsettelsesmodellene, fastslo vi å anvende totalkapitalmetoden i vår verdsettelse. Videre gjorde vi rede for følgende formel:

$$Selskapsverdi = \sum_{t=1}^T \frac{Fri\ kontantstrøm_t}{(1 + Avkastningskrav)^t} + Terminalverdi$$

Denne formelen vil vi anvende for å estimere verdien til totalkapitalen. Formelen består av fremtidige frie kontantstrømmer, et avkastningskrav og en terminalverdi. Avkastningskravet til totalkapitalen for Selvaag Bolig har vi allerede gjort rede for og estimert i kapittel 5 og 8. Dette kapitlet vil derfor omhandle en drøfting og estimering av sentrale størrelser i totalkapitalmetoden, som senere vil bli presentert i et fremtidsregnskap. Videre vil vi redegjøre for, og fastsette selskapets fremtidige frie kontantstrømmer og terminalverdi. De estimerte kontantoverskuddene blir deretter diskontert med vårt estimerte avkastningskrav, før vi til sist presenterer selskapsverdien.

9.3 Forutsetninger

Før vi kan verdsette Selvaag Bolig, må vi ta stilling til endel forutsetninger. For å kunne beregne fremtidige kontantstrømmer, må vi først sette opp kontantstrømmene til totalkapitalen, basert på Selvaag Boligs historiske tall fra 2011 til 2013. Dette for å kunne si noe om utviklingen i disse årene, slik at vi kan estimere fornuftige tall for utviklingen i årene fremover. Dette gir et bedre grunnlag for en mest mulig presis verdsettelse. Videre må vi ta stilling til hvor lang budsjettperioden vår skal være.

I faglitteraturen er det delte meninger om hvor lang budsjettperiode man bør fastsette. Penman (2013) hevder at man anslår inntektsprognoser for ett eller to år fremover i tid, og deretter anvender en mellomlang vekstrate for etterfølgende år, vanligvis tre til fem år. Dahl et al. (1997) hevder på sin side at det normalt utarbeides budsjetter for 7-15 år. Når man skal lage en modell for et børsnotert selskap, anbefaler Thoresen (2011) å estimere kontantstrømmer for 5-15 år, og deretter diskontere disse ned til dagens verdi. Videre beregnes verdien av kontantstrømmene etter perioden på 5-15 år, da vi forutsetter at selskapet er "evigvarende" (Kaldestad og Møller 2011). Thoresen (2011) kaller disse for restverdi, men vi velger å anvende betegnelsen terminalverdi og dens formel.

Det er knyttet stor usikkerhet til det å estimere den fremtidige utviklingen til et selskap. Vi har gjennom den strategiske analysen og regnskapsanalysen, tilegnet oss en viss kunnskap om utviklingen i Selvaag Bolig. På bakgrunn av vårt grunnlag og drøftingen ovenfor, velger vi å anvende Thoresen (2011) sin metode for å estimere kontantstrømmer. Vi fastsetter dermed en budsjettperiode på 5 år, fra 2014 til 2018. Utover dette anser vi usikkerheten rundt utviklingen som for stor. Vi har prøvd å estimere på bakgrunn av hva som kommer frem av den strategiske analysen og regnskapsanalysen, men fremtidige tall vil i hovedsak bero på våre forventninger, forutsetninger og valg som er tatt gjennom oppgaven. Derfor mener vi, på grunn av vårt regnskapsmateriale, at estimering av kontantstrømmer utover 5 år vil være lite hensiktsmessig. Vi beregner derfor en terminalverdi ved budsjettperiodens slutt. Terminalverdien tar av denne grunn utgangspunkt fra 2019 og utover, noe vi kommer tilbake til i kapittel 9.7, om diskontering av kontantoverskudd og verdsettelse.

9.4 Atypiske hendelser

I kapittel 7, om regnskapsanalyse, gjorde vi rede for noen viktige hendelser vi observerte i Selvaag Bolig sine årsrapporter. Vi gjentar disse i en tabell under:

Tabell 9.1 Viktige hendelser i årsrapporter

2013

- Utstedt obligasjonslån på MNOK 500
- Fordring/salg av Bjørnåsen Syd AS på MNOK 171,8

2012

- Notert på Oslo Børs
- Kapitalutvidelse MNOK 500
- Fordring/salg av næringsbygg i Tønsberg på MNOK 77
- Fordring/salg av tomtedel i Nydalen på MNOK 212,5
- Solgt næringseiendom i Lørenskog til MNOK 50
- Nedskrivning tomt i Tromsø på MNOK 20,8
- Nedskrivning av varelager på MNOK 33,8
- Oppkjøp Bo Emmaus AS, ukjent sum

2011

- Nedskrivning av varelager MNOK 4,9
- Fusjon med Hansa Property Group AS, Selvaag Pluss Eiendom KS og Bo En AS
- Kortsiktige forpliktelser til tidligere aksjonærer i Bo En AS på MNOK 60

Vi anser ingen av de ovennevnte hendelsene som atypiske for Selvaag Bolig. Det dreier seg om oppkjøp og salg av tomter og eiendommer, noe som inngår i deres virksomhet. Vi klassifiserer følgelig ingen av de ovennevnte hendelsene som atypiske, og vil derfor anvende selskapets årsrapporter slik de er, videre i dette kapitlet. Vi vil imidlertid bemerke oss hendelser som kan gjøre store utslag i endringer fra ett år til et annet. Videre minner vi om at Selvaag Bolig selv har uttalt at tallene for 2011 og 2012, ikke er direkte sammenlignbare, på grunn av blant annet børsnotering og endringer i selskapsstruktur.

9.5 Sentrale størrelser i totalkapitalmetoden

I følge Thoresen (2011) kan vi estimere kontantstrømmen til totalkapital ved hjelp av følgende oppsett:

Tabell 9.2 Kontantstrøm til totalkapitalen

	Driftsinntekter
-	Av- og nedskrivninger
-	Andre driftskostnader
=	Driftsresultat
-	Skatt på driftsresultat
+	Av- og nedskrivninger
-	Investeringer i anleggsmidler
-	Økning i arbeidskapital
=	Kontantstrøm til totalkapitalen

Videre i dette kapitlet vil vi foreta en gjennomgang av de ulike momentene som inngår i totalkapitalmetoden, samt beregne fornuftige anslag av dem. Disse anslagene vil senere bli presentert i kapittel 9.6, om fremtidsregnskapet. For å kunne si noe om utviklingen fra 2011 til 2013, velger vi her å presentere tallene i rekkefølgen 2011, 2012 og 2013.

Vi bemerker oss av tabellen ovenfor at finansinntekter og – kostnader, ikke er med i beregningen av kontantstrøm til totalkapitalen. I følge Kinserdal (2005), bør finanskostnadene holdes utenom når man utfører en verdsettelse av samlet kapital, med andre ord totalkapital. Videre hevder han at dersom finansinntektene skal være med, er dette avhengig av om de finansielle eiendelene som gir finansinntekter, er en del av driftsaktiviten eller ikke. Vi har valgt å ta med finansinntektene til Selvaag Bolig, og vil komme tilbake til dette i kapittel 9.5.5.

9.5.1 Driftsinntekter

Nedenfor er en tabell som viser den historiske utviklingen i Selvaag Boligs driftsinntekter fra 2011 til 2013:

Tabell 9.3 Historisk utvikling driftsinntekter

(i hele 1000)	2011	%	2012	%	2013
Salgsinntekter	251 885	995,0 %	2 758 044	-22,7 %	2 133 271
Øvrige inntekter	57 937	-6,8 %	53 976	18,0 %	63 693
Sum driftsinntekter	309 822	807,6 %	2 812 020	-21,9 %	2 196 964

Som vi ser av tabellen ovenfor, hadde Selvaag Bolig en stor økning i salgsinntektene fra 2011 til 2012. Fra 2012 til 2013 var det en reduksjon i salgsinntekter på 22,7 prosent. De øvrige inntekter reduserte seg fra 2011 til 2012, men hadde en økning på 18 prosent fra 2012 til 2013. Av dette ser vi at de største endringene har skjedd i selskapets salgsinntekter. Det er nærliggende å tro at dette har sammenheng med faktorer vi avdekket i strategisk analyse, om blant annet et tregere marked i 2013.

Det er vanskelig å fastslå hvordan salget vil utvikle seg i fremtiden. Av den strategiske analysen og regnskapsanalysen, har vi avdekket blant annet tilspisset konkurranse og usikkerhet i markedet. Dette kan, i større eller mindre grad, påvirke Selvaag Boligs salgsinntekter. Vi anser likevel 2012 som et særdeles godt år, og følgelig at salgsinntektene i 2013 er mer representative for fremtiden. Vi velger å tro at Selvaag Bolig opprettholder sin markedsposisjon, og evner å opprettholde det produksjonsnivå som er status per i dag, hvor selskapet er Norges tredje største boligbygger. Selskapet har i tillegg svært mange prosjekter under oppføring, noe som medfører en forventning om at driftsinntektene øker. Vi forventer oss en minimumsøkning i takt med inflasjonsnivået på 2,5 prosent. Boligprisene er derimot usikre, men på grunn av forventninger til boligprisutvikling i fremtiden, anser vi tendensene som stigende (SSB 2014d). På bakgrunn av dette fastsetter vi også et tillegg på 2 prosent, noe vi anser som et forsiktig anslag. Videre bemerker vi oss at boligprisene har økt de siste fem år med et gjennomsnitt på 35,6 prosent, og sammen med den lave renteutviklingen medfører dette at boligprisene stiger (SSB 2014e). Økningen i salgsinntektene vil da ta utgangspunkt i

2,5 prosent pluss 2 prosent. Vi bruker dermed en vekstfaktor på 4,5 prosent, med utgangspunkt i 2013. Følgende tabell viser fremtidig utvikling i driftsinntektene:

Tabell 9.4 Fremtidig utvikling driftsinntekter

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Driftsinntekter	2 295 827	2 399 140	2 507 101	2 619 920	2 737 817	2 861 019

9.5.2 Avskrivninger og amortisering

Utviklingen i avskrivninger og amortiseringer fra årene 2011 til 2013, fremkommer av følgende modell:

Tabell 9.5 Historisk utvikling i avskrivning og amortisering

(i hele 1000)	2011	%	2012	%	2013
Avskr. og amortisering	-5 770	278,9 %	-21 861	1,0 %	-22 089

Av tabellen ser vi at avskrivninger og amortiseringer har økt betraktelig fra 2011 til 2012, før de fra 2012 til 2013 bare hadde en økning på 1 prosent. Fra tallene for 2012 og 2013, observerer vi en sum rundt 22 millioner i avskrivninger og amortisering hvert år. Dette forutsetter vi er normalt for Selvaag Bolig. Rundt 75 % av avskrivningene består av immaterielle eiendeler, og selskapets driftsmidler utgjør en svært liten del av totalkapitalen. Vi mener derfor at et nivå rundt 22 millioner er representativt for fremtiden.

Tabell 9.6 Fremtidig utvikling i avskrivninger

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Avskrivninger	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000

9.5.3 Andre driftskostnader

Vi har valgt å inndele Selvaag Boligs driftskostnader i tre hovedposter: prosjektkostnader, lønns- og personalkostnader og diverse andre driftskostnader. Disse vil bli presentert i kapitlene under.

9.5.3.1 Prosjektkostnader

Tabellen nedenfor presenterer utviklingen i prosjektkostnadene fra 2011 til 2013:

Tabell 9.7 Historisk utvikling i prosjektkostnader

(i hele 1000)	2011	%	2012	%	2013
Prosjektkostnader	-199 002	976,0 %	-2 141 346	-20,2 %	-1 709 646

Som vi ser av tabellen over, hadde Selvaag Bolig en kraftig økning i prosjektkostnader fra 2011 til 2012. Fra 2012 til 2013 har de redusert disse kostnadene med 20,2 prosent.

Norsk økonomi spås å være relativt stabil fremover, hvor det har vært en svak konjunkturedgang (SSB 2014d). Selvaag Bolig leier inn entreprenørvirksomhet, og prosjektkostnadene vil være en totalsum av alle ledd i en boligutvikling. Det spås lav lønnsvekst og litt høyere arbeidsledighet fremover (SSB 2014d). Vi mener også at økt konkurranse og lavere boliggetterspørsel, samt effektivisering av produksjonsprosessen bidrar til at vi forventer en stabil utvikling av prosjektkostnadene fra og med 2013.

Prosjektkostnadene er i hovedsak knyttet til byggeaktiviteten til Selvaag Bolig. Sett i forhold til konkurransesituasjonen og markedet, anser vi denne posten som relativt stabil fremover. Vi benytter derfor her en relativt liten vekstfaktor mellom hvert år, som henger sammen med svak lønnsøkning og muligens lavere pris på materialer. Dog henger prosjektkostnadene i stor grad sammen med driftsinntektene, med tanke på aktivitetsnivået. Vi fastsetter derfor en vekst på 3,5 prosent i prosjektkostnadene hvert år. Vårt fremtidige estimat blir da slik:

Tabell 9.8 Fremtidig utvikling i prosjektkostnader

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Prosj.kostn.	-1 769 484	-1 831 416	-1 895 515	-1 961 858	-2 030 523	-2 101 591

9.5.3.2 Lønns- og personalkostnader

Nedenfor presenteres en tabell som viser utviklingen i Selvaag Boligs lønns- og personalkostnader for årene 2011-2013:

Tabell 9.9 Historisk utvikling i lønns- og personalkostnader

(i hele 1000)	2011	%	2012	%	2013
Lønns- og pers.kostn.	-76 319	0,6 %	-76 806	14,1 %	-87 656

Av tabell 9.9 ser vi at kostnader knyttet til lønn og personal hadde en svak økning fra 2011 til 2012, og videre en økning på 14,1 prosent fra 2012 til 2013. I årsrapportene for 2011, 2012 og 2013, får vi opplyst at gjennomsnittlig antall ansatte var henholdsvis 74, 93 og 100. Økning i antall ansatte medfører økte lønnskostnader, og med deres utvikling er det naturlig å regne med en økning i disse kostnadene. I 2013 ble det opprettet et nytt kontor i Trondheim, og selskapet har da et kontor for hver av byene de har fokus på. Vi mener også at aktivitetsnivået vil holde seg stabilt, og at selskapet ikke vil bygge ut sin arbeidstøkk i større grad. Vi går dermed ut fra at lønnsøkningen vil følge SSB (2014d) sine anslag, med en lavere lønnsvekst. Vi velger derfor å ta utgangspunkt i en lønnsvekst for selskapets lønnskostnader på 3,5 prosent og benytter dette som en vekstfaktor for fremtidige estimat. Vi mener at 2013 er et representativt år også her, og benytter dette som utgangspunkt. Våre estimater i forbindelse med lønns- og personalkostnader vil dermed se slik ut:

Tabell 9.10 Fremtidig lønns- og personalkostnad

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Lønn/pers. kost.	-90 724	-93 899	-97 186	-100 587	-104 108	-107 752

9.5.3.3 Diverse andre driftskostnader

Diverse andre driftskostnader består av det som Selvaag Bolig selv har betegnet som andre driftskostnader, samt netto øvrige gevinster eller tap, og andel av resultat fra tilknyttede selskap. Sistnevnte post består også av gevinster eller tap ved avgang fra tilknyttede selskap og felleskontrollerte virksomheter. Følgende er en tabell som viser utviklingen i Selvaag Boligs diverse andre driftskostnader fra 2011-2013:

Tabell 9.11 Historisk utvikling i diverse andre driftskostnader

(i hele 1000)	2011	%	2012	%	2013
Div. andre driftskostn.	-21 591	281,7 %	-82 413	34,2 %	-110 602

Av tabellen ovenfor ser vi at økningen i diverse andre driftskostnader var relativ høy fra 2011 til 2012, og at den økte med 34,2 prosent fra 2012 til 2013. Denne posten er vi svært usikker på hvordan den vil utarte seg i årene fremover. Den viser en tendens som øker relativt mye for hvert år, og det er usikkert om denne tendensen vil vedvare. Salg og markedsføring inngår i posten andre driftskostnader, og utgjør opp mot 50 prosent, og vi anser at tilspisset konkurranse krever en mer offensiv markedsstrategi. Vi mener at for at selskapet skal beholde sin markedsposisjon, samt gjøre seg kjent i de samtlige fire byer hvor de opererer, må de øke markedsføringskostnadene sine. De anser selv 2012 som et år hvor disse kostnadene lå over normalen, men vi mener at dette er tiltak Selvaag Bolig må gjennomføre for å bli sett blant alle konkurrentene. Vi anslår derfor en økning i denne posten på 5 prosent. I tabellen under tar vi utgangspunkt i 2013-tallet og setter en vekstfaktor lik 5 prosent basert på vår drøfting.

Tabell 9.12 Fremtidig utvikling diverse andre driftskostnader

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Div. A.D.K.	-116 132	-121 939	-128 036	-134 437	-141 159	-148 217

9.5.3.4 Samlede andre driftskostnader

Følgende tabell oppsummerer og samler historisk utvikling i andre driftskostnader for Selvaag Bolig:

Tabell 9.13 Samlede andre driftskostnader

(i hele 1000)	2011	%	2012	%	2013
Prosjektkost.	-199 002	976,0 %	-2 141 346	-20,2 %	-1 709 646
Lønn/perskost.	-76 319	0,6 %	-76 806	14,1 %	-87 656
Div A.D.K.	-21 591	281,7 %	-82 413	34,2 %	-110 602
Sum A.D.K.	-296 912	674,8 %	-2 300 565	-17,1 %	-1 907 904

Vårt fremtidige estimat for samlede andre driftskostnader følger i tabellen under.

Tabell 9.14 Fremtidig utvikling andre driftskostnader

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Prosj-kostn.	-1 769 484	-1 831 416	-1 895 515	-1 961 858	-2 030 523	-2 101 591
Lønn/pers.kost.	-90 724	-93 899	-97 186	-100 587	-104 108	-107 752
Div. A.D.K.	-116 132	-121 939	-128 036	-134 437	-141 159	-148 217
Sum A.D.K.	-1 976 340	-2 047 254	-2 120 736	-2 196 883	-2 275 790	-2 357 560

9.5.4 Driftsresultat

I kapitlene ovenfor har vi kartlagt postene som utgjør driftsresultatet, som vist i tabellen nedenfor:

Tabell 9.15 Driftsresultat

	Driftsinntekter
-	Av- og nedskrivninger
-	Andre driftskostnader
=	Driftsresultat

Videre vil vi vise historisk utvikling i driftsresultatet, som er beregnet ved hjelp av oppsettet i tabell 9.15, nedenfor:

Tabell 9.16 Historisk utvikling i driftsresultat

(i hele 1000)	2011	%	2012	%	2013
Driftsinntekter	309 822	807,6 %	2 812 020	-21,9 %	2 196 964
Avskr./amort.	-5 770	278,9 %	-21 861	1,0 %	-22 089
Sum A.D.K.	-296 912	674,8 %	-2 300 565	-17,1 %	-1 907 904
Driftsresultat	7 140	6757,1 %	489 594	-45,5 %	266 971

På bakgrunn av vår drøfting rundt elementene som inngår i driftsresultatet, fastsetter vi fremtidig utvikling i driftsresultatet som vist i tabellen nedenfor:

Tabell 9.17 Fremtidig utvikling driftsresultat

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Driftsinntekter	2 295 827	2 399 140	2 507 101	2 619 920	2 737 817	2 861 019
Avskr./amort.	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000
Sum A.D.K	-1 976 340	-2 047 254	-2 120 736	-2 196 883	-2 275 790	-2 357 560
Driftsresultat	297 488	329 886	364 364	401 038	440 027	481 458

9.5.5 Finansinntekter

Tabell 9.18 Historisk utvikling finansinntekter

(i hele 1000)	2011	%	2012	%	2013
Finansinntekter	19 447	22,7 %	23 861	-31,2 %	16 419

Som vi ser av tabellen ovenfor, økte finansinntektene med 22,7 prosent fra 2011 til 2012, og hadde en nedgang fra 2012 til 2013 med i overkant av 31 prosent. Siden finansinntektene utgjør en del av selskapets inntekter, er disse med i beregningen for kontantstrøm til totalkapitalen. Vi ser fra tallene at disse har ligget rundt det samme nivået alle tre årene, og vi velger ikke å foreta noen antagelser om verken vekst eller endringer i disse. Vi regner ut gjennomsnittet av de årene som utgjør vår analyseperiode, og ender opp med et resultat på 19,91 millioner. Vi fastsetter derfor en finansinntekt på 20 millioner i vår estimering.

Videre i verdsettelsen kommer vi til å diskontere finansinntektene med utgangspunkt i avkastningskravet til totalkapitalen. Vi inkluderer derfor finansinntektene i kontantstrømmen til totalkapitalen. Selvaag Bolig spesifiserer ikke ytterligere hvor finansinntektene kommer fra, og følgelig er dette vårt beste estimat. Det kan diskuteres om finansinntektene skulle vært diskontert med en egen verdi, og om det skulle vært regnet ut en egen terminalverdi for denne. Det kunne da ha vært et alternativ å legge til denne nåverdien, på selskapsverdien vi senere skal estimere.

Det er stor usikkerhet vedrørende finansinntektenes opphav, og hva vi skulle brukt som diskonteringsverdi er følgelig like usikkert. Det kunne vært benyttet en diskonteringsverdi på linje med risikofri rente, eventuelt bankinnskuddsrente, men vi anser summene som relativt små og gevinsten i det store bildet vil følgelig bli svært liten.

Følgende tabell presenterer fremtidig utvikling i finansinntektene:

Tabell 9.19 Fremtidig utvikling finansinntekter

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Finansinnt.	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000

9.5.6 Fremtidig resultat etter skatt

For å finne fremtidig resultat etter skatt, legger vi sammen driftsresultat og finansinntekter. Skatten har i tidligere år vært 28 prosent, men ble satt ned til 27 prosent med virkning fra 2014. Videre forutsetter vi ingen midlertidige forskjeller, og at årets skattekostnad utgjør 27 prosent av resultatet hvert år, med virkning fra vår estimatperiode til slutt. Selskapets skatteforpliktelser vil da bli gjort opp ved årsslutt. Nominell skattesats er derfor vårt utgangspunkt i beregningen av skattekostnaden.

Tabell 9.20 Fremtidig resultat etter skatt

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Driftsresultat	297 488	329 886	364 364	401 038	440 027	481 458
Finansinnt.	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Skatt (27 %)	-85 722	-94 469	-103 778	-113 680	-124 207	-135 394
R. e. skatt	231 766	255 417	280 586	307 357	335 819	366 065

9.5.7 Investeringer i anleggsmidler

Vi anser Selvaag Bolig som et solid og godt innarbeidet selskap i markedet. Følgelig mener vi at investeringer i anleggsmidler ikke vil endre seg av merkverdig grad. Kinserdal (2005) hevder at avskrivninger er verdirelevante, da de gir informasjon om fremtidig investeringsbehov, og dermed også fri kontantstrøm. Vi velger å sette en forutsetning om at

de fremtidige avskrivninger tilsvarer fremtidige investeringer. De fremtidige avskrivninger beregnet vi tidligere i kapitlet, og vi minner om tallene fra tabellen:

Tabell 9.21 Fremtidig utvikling i avskrivninger

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Avskrivninger	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000

På bakgrunn av dette fastsetter vi investeringer i anleggsmidler til følgende:

Tabell 9.22 Fremtidig utvikling avskrivninger

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Inv. anl.mid.	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000

For å finne kontantstrøm til totalkapitalen må vi legge til avskrivninger og trekke fra investeringer i anleggsmidler. Vi får dermed en nettosum som går i null.

9.5.8 Økning i arbeidskapital

Arbeidskapitalen ble diskutert i kapittel 8.5.3.2, og vi minner om at den er definert gjennom følgende formel:

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

Tabell 9.23 viser historisk utvikling i arbeidskapitalen til Selvaag Bolig for årene 2011-2013:

Tabell 9.23 Historisk utvikling i arbeidskapitalen

(i hele 1000)	2011	%	2012	%	2013
Omløpsmidler	4 725 759	4,9 %	4 958 022	5,1 %	5 213 161
Kortsiktig gjeld	1 603 102	19,4 %	1 913 677	-30,2 %	1 336 560
Arbeidskapital	3 122 657	-2,5 %	3 044 345	27,3 %	3 876 601

Her ser vi en liten reduksjon i arbeidskapitalen mellom 2011 og 2012, før den økte med i overkant av 27 prosent fra 2012 til 2013.

Vi anser arbeidskapitalen til Selvaag Bolig som solid, og det er derfor nærliggende å tro at selskapet ønsker å opprettholde dagens nivå. Vi forutsetter dermed ingen økning eller reduksjon av arbeidskapitalen, sett fra tallet i 2013. Fremtidig utvikling i arbeidskapitalen vil derfor se slik ut:

Tabell 9.24 Fremtidig utvikling i arbeidskapitalen

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Endr.arb.kap.	0	0	0	0	0	0

9.6 Fremtidsregnskapet

Basert på estimeringen av de sentrale størrelsene i kapitlet ovenfor, kan vi nå ta for oss siste steg, altså beregne følgende kontantstrøm til totalkapitalen:

Tabell 9.25 Fremtidsregnskap

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
Driftsinntekter	2 295 827	2 399 140	2 507 101	2 619 920	2 737 817	2 861 019
Avskrivninger	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000
Sum A.D.K.	-1 976 340	-2 047 254	-2 120 736	-2 196 883	-2 275 790	-2 357 560
Driftsresultat	297 488	329 886	364 364	401 038	440 027	481 458
Finansinnt.	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Resultat f.s.	317 488	349 886	384 364	421 038	460 027	501 458
Skatt (27 %)	-85 722	-94 469	-103 778	-113 680	-124 207	-135 394
Avskrivninger	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000
Inv. anl.mid.	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000	-22 000
Endr. arbkap.	0	0	0	0	0	0
K.strøm til TK	231 766	255 417	280 586	307 357	335 819	366 065

9.7 Diskontering av kontantoverskudd og verdsettelse

Basert på vårt fremtidsregnskap, har vi nå estimert kontantoverskuddene til totalkapitalen. Under velger vi å presentere våre estimater, med de notasjoner som følger videre i verdsettelsen.

Tabell 9.26 Kontantstrøm til totalkapital, notasjon

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	TERM
CF til TK	231 766	255 417	280 586	307 357	335 819	366 065
Notasjon	FCF_1	FCF_2	FCF_3	FCF_4	FCF_5	CV_5

Disse fremtidige kontantstrømmene utgjør da vårt utgangspunkt for verdsettelsen, og vi skal ved hjelp av avkastningskravet til totalkapitalen som vi fant i slutten av kapittel 8, diskontere disse verdiene. Vår terminalverdi, CV , er beregnet ved hjelp av en multiplikator. På bakgrunn av vårt lave avkastningskrav, vil en terminalverdi beregnet ved hjelp av evigvarende vekst gi et urealistisk anslag. Vårt multiplikatoranslag er beregnet fra reell markedsverdi, og vil derfor gi et bedre bilde både på forventet vekst og risiko. Dette tallet blir utdypet i Vedlegg 4.

Selskapsverdien, SV , fremkommer ved hjelp av likningen som følger under (Penman 2013). Her diskonterer vi kontantstrømmene i budsjettperioden, hvorav siste ledd i budsjettperioden består av en terminalverdi, CV , tidligere beskrevet som “TERM”. For å finne verdien til egenkapitalen, E , trekker vi fra rentebærende gjeld, G_0 , og legger til den likvide beholdningen, L_0 , hvorav begge er hentet fra årsregnskapet for 2013 (Damodaran 2013).

$$SV = \frac{FCF_1}{(1 + R_T)} + \frac{FCF_2}{(1 + R_T)^2} + \frac{FCF_3}{(1 + R_T)^3} + \frac{FCF_4}{(1 + R_T)^4} + \frac{FCF_5}{(1 + R_T)^5} + CV$$

$$\text{Terminalverdi} = CV = \frac{CV_5 * \frac{P}{E}}{(1 + R_T)^5}$$

$$VE = SV - G_0 + L_0$$

Vi utdyper formelens notasjon, samt notasjon brukt i beregning som følger under:

- R_T er avkastningskravet til totalkapitalen, satt til 4,5549 prosent
- $\frac{P}{E}$ er en multippel, beregnet i Appendiks E
- G_0 er rentebærende gjeld i 2013
- L_0 er bokført likvid beholdning i 2013
- CV står for terminalverdi
- NV står for nåverdi
- VE står for verdi av egenkapital
- SV står for selskapsverdi

Beregningen av selskapsverdien blir som følger:

$$SV = \frac{231\,766}{1,0455} + \frac{255\,417}{1,0455^2} + \frac{280\,586}{1,0455^3} + \frac{307\,357}{1,0455^4} + \frac{335\,819 + (366\,065 * 10,11)}{1,0455^5}$$

$$SV = 4\,189\,202$$

For å finne verdien av egenkapitalen, må vi justere for gjeld og likvid beholdning:

$$VE = SV - G_0 + L_0$$

$$VE = 4\,189\,202 - 2\,785\,215 + 587\,042$$

$$VE = 1\,991\,029$$

For å finne verdien per aksje, deler vi verdien av egenkapitalen på antall aksjer:

$$\text{Verdi per aksje i NOK} = \frac{1\,991\,029}{93\,765\,688} * 1000 = \mathbf{21,23}$$

For oversiktlighetens skyld, har vi valgt å sammenfatte våre beregninger i tabellen under. Her har vi presentert de ulike momentene som inngår i likningen.

Tabell 9.27 Verdssettelse av Selvaag Bolig

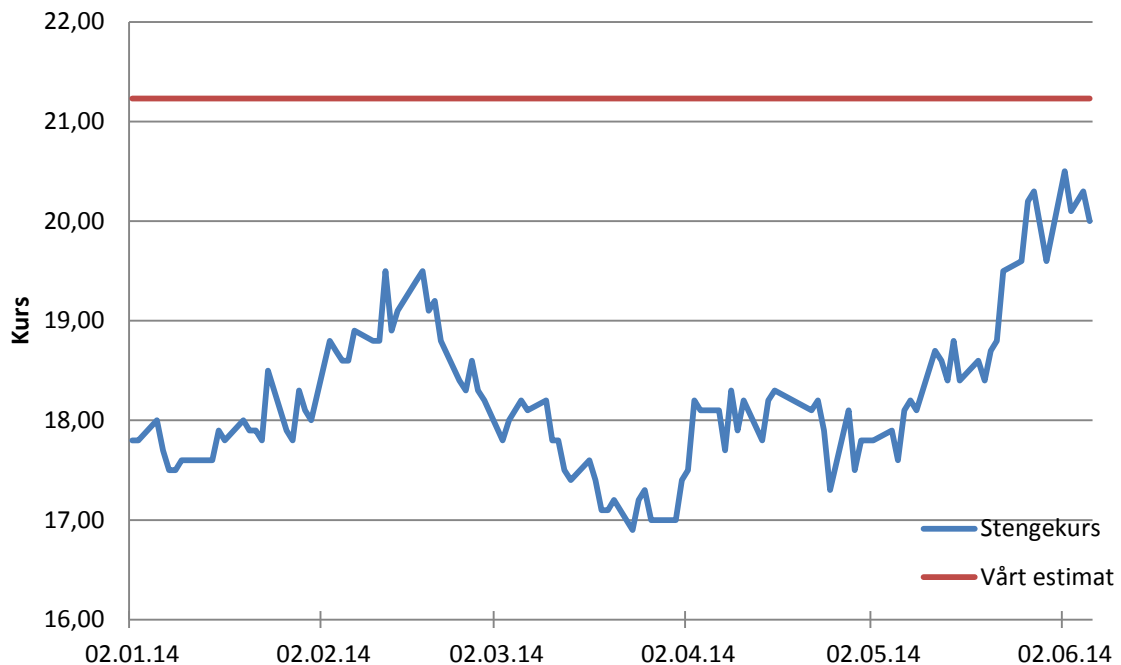
(i hele 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCF_T		231 766	255 417	280 586	307 357	335 819
$: R_T$		1,0455	1,0932	1,1430	1,1950	1,2495
$= NV FCF$		221 669	233 647	245 489	257 197	268 772
$\Sigma NV FCF$	1 226 775					
CV						3 701 431
$+ NV CV$	2 962 427			$:(1 + R_T)^5$		
$= SV$	4 189 202					
$- G_0$	2 785 215					
$+ L_0$	587 042					
$= VE$	1 991 029					
$: \Sigma \text{ Aksjer}$	93 765 688					
$= \text{Verdi Aksje}$	21,23					

I tabellen over har vi kommet frem til en pris per aksje på NOK 21,23. Dette er en pris vi har regnet oss frem til basert på våre forutsetninger, valg og forventninger. Per 6. juni 2014, var siste handlepris på Selvaag Bolig NOK 20,00 på Oslo Børs. Vi har med andre ord estimert en pris som ligger litt i overkant av nivået som markedet prissetter aksjen til. Vi har nedenfor tegnet en figur som viser prisutviklingen på aksjen fra årsskiftet 2013/2014 frem til 6. juni 2014, basert på tall fra Oslo Børs. Vi ser fra denne figuren, at aksjen har beveget seg fra i underkant av NOK 17,00 til i overkant av NOK 20,00. Vårt estimat ligger noe over hva kursen har vært i hele år, og ligger per 6. juni, over markedsprisen med 6,15 prosent. Sammenliknet med markedets prising av Selvaag Bolig, har vi priset egenkapitalen TNOK 115 716 høyere.

Thoresen (2011) hevder at en over- eller undervurdering som er mindre enn 20 prosent, indikerer at aksjen er korrekt priset. Avslutningsvis vil vi minne om at verdsettelse ikke er

noen eksakt vitenskap, og vi tar høyde for det faktum at det kan foreligge store usikkerhetsmomenter i modelleringen vår.

Aksjekurs Selvaag Bolig



Figur 9.1 Aksjekurs Selvaag Bolig

9.8 Oppsummering

I dette kapitlet begynte vi med å gjennomgå hvordan kontantstrøm til totalkapitalen fremkommer. Vi fastsatte videre en budsjettperiode på 5 år, samt et terminalår. Vi korrigerer ikke for noen atypiske hendelser. Videre gjennomgikk vi de forskjellige komponentene som resulterer i en kontantstrøm til totalkapitalen, samt våre forventninger til fremtiden for hver av komponentene. Disse sammenfattet vi i et fremtidsregnskap, hvor vi fant kontantstrøm til totalkapitalen. Til slutt benyttet vi avkastningskravet vi estimerte i kapittel 8, for å diskontere kontantstrømmene, samt beregnet en terminalverdi. Videre fant vi en selskapsverdi på TNOK 4 189 202, og en verdi på egenkapitalen, justert for gjeld og likvid beholdning, på TNOK 1 991 029. Denne summen delte vi på antall aksjer, som resulterte i en sum per aksje på NOK 21,23. Denne verdien er 6,15 prosent over hva Selvaag Bolig er priset til 6. juni 2014, hvor børskursen var NOK 20,00.

10 Usikkerhet knyttet til verdsettelsen

10.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi vurdere vår verdsettelse både ved å se på sensitivitet og rimelighet. Vi gjennomfører tre sensitivitetsanalyser for å se om dette påvirker aksjeverdien i noen grad. Dette gjør vi med å manipulere avkastningskravet, beta og til slutt driftsinntektene. Videre vurderer vi vår verdsettelse mot et annet selskap, ved å foreta en multiplvurdering.

10.2 Sensitivitetsanalyse

Vår verdiestimat er som tidligere utdypet, usikkert. Det vil derfor være interessant å se hva som skjer med aksjeprisen dersom vi justerer våre valg og forutsetninger.

10.2.1 Sensitivitet knyttet til avkastningskravet

I diskonteringen av kontantstrømmene og terminalverdien, er det interessant å se på hvor sensitiv avkastningskravet til totalkapitalen er. Vi har benyttet kortere intervall rundt vårt anvendte avkastningskrav, samt litt større i ytterpunktene.

Tabell 10.1 Sensitivitet avkastningskrav

WACC	Aksjeverdi
1,0549 %	28,57
2,0549 %	26,32
3,0549 %	24,20
3,5549 %	23,19
4,0549 %	22,20
4,5549 %	21,23
5,0549 %	20,30
5,5549 %	19,39
6,0549 %	18,50
7,0549 %	16,80
8,0549 %	15,18

Vi ser at aksjen er noe sensitiv dersom verdiene økes eller reduseres betraktelig. Aksjeverdien beveger seg rundt en krone opp og ned, dersom vi henholdsvis reduserer og øker avkastningskravet med 0,5 prosent.

10.2.2 Betasensitivitet

Betaverdien i avkastningskravet til egenkapitalen, er i vårt tilfelle beregnet på historiske data. Dette ble senere justert mot markedet, siden dette var svært lavt. Vi har valgt å se på hvordan forskjellige betaverdier ville påvirket vårt avkastningskrav til totalkapitalen, og følgelig vårt verdiestimat.

Tabell 10.2 Sensitivitet betaverdi

Betaverdi	Avkastningskrav	Aksjekurs
0	3,5019 %	23,29
0,25	4,0616 %	22,18
0,5	4,6214 %	21,11
0,75	5,1811 %	20,07
1	5,7409 %	19,05
1,25	6,3006 %	18,07
1,5	6,8604 %	17,12
1,75	7,4201 %	16,20
2	7,9799 %	15,30
<i>Justert 0,4703</i>	4,5549 %	21,23
Ujustert 0,2054	3,9618 %	22,38

Vi har tatt med vår justerte beta som vi har anvendt i slutten av tabellen, samt vårt ujusterte estimat for å se på forskjellen. Vi ser også at betaverdien er noe sensitiv for betaendringer, især dersom betaverdien begynner å bli høy.

10.2.3 Inntektsendringer

Vi har også valgt å ta en titt på endringer i Selvaag Boligs inntekter. I vårt tilfelle, hvor utgangspunktet er 4,5 prosent vekst i driftsinntektene, vil et påslag på ytterligere 2,5 prosent

gi en signifikant økning av aksjeverdien. Et ytterligere påslag på 10 prosent nesten firedobler aksjeverdien.

Tabell 10.3 Sensitivitet, økning i driftsinntekter

0,0 %	+2,5 %	+5,0 %	+10,0 %
21,23	55,03	92,64	180,75

På samme måte vurderer vi inntektsreduksjoner. En liten på reduksjon 5 prosent gir en negativ aksjeverdi, noe som i realiteten ikke vil være mulig.

Tabell 10.4 Sensitivitet, reduksjon i driftsinntekter

0,0 %	-2,5 %	-5,0 %	-10,0 %
21,23	-9,08	-36,20	-82,04

Vi ser i analysen at driftsinntektene er svært sensitive ovenfor aksjeverdien. Selskapet er svært sensitivt for inntektsendringer, og positive utfall i driftsinntektene gir skyhøy aksjeverdi. Videre ser vi at ved negativ trend i driftsinntektene, er aksjekursen negativ. En negativ aksjeverdi gir ingen mening, foruten å synliggjøre hva en negativ utvikling i driftsinntektene medfører.

10.3 Rimelighetsvurdering

For å se om vår verdsettelse gir en aksjepris som kan anses som god, kan man benytte en enklere form for verdsettelse, gjennom multipler. Teorien bak multiplikatormodeller er utdypet og forklart i kapittel 4.

Vi velger i vår rimelighetsvurdering, å sammenlikne Selvaag Bolig med et annet selskap på Oslo Børs, Block Watne Group ASA. De er relativt like i størrelse, og er de eneste selskapene på børsen som har relativt lik virksomhet innenfor privatboliger. Vi har tatt utgangspunkt i aksjekursen den 6. juni 2014 for begge, samt årsregnskapet for 2013.

Vi velger å benytte to multiplervurderinger i vår analyse, P/E og P/B. For fullstendig utregning henvises det til Appendiks F. Vi presenterer følgende tabell under med våre estimater.

Tabell 10.5 Multiplervurdering

	P/B	P/E
Selvaag Bolig	0,83	10,11
Block Watne Group	0,78	5,27
Gjennomsnitt	0,81	7,69

Estimert aksjeverdi P/B	19,41
Estimert aksjeverdi P/E	15,22
Gjennomsnittlig aksjeverdi	17,32

Både P/B og P/E gav oss lavere aksjeverdi, og gjennomsnittet av disse ble 17,32. Dette er NOK 3,92 under hva vi fant i vår verdsettelse. Dette utgjør en verdiforskjell på TNOK 367 188. Denne vurderingen kan indikere at vårt anslag er noe høyt.

10.4 Oppsummering

I dette kapitlet utførte vi tre sensitivitetsanalyser. Vi så at avkastningskravet er noe sensitiv for forandring, spesielt dersom det økes. Videre så vi at når betaverdien økes, reduseres aksjeverdien noe. Vår modell er noe sensitiv for betaendringer. Driftsinntektene ga det største utslaget, som medførte store svingninger i begge retninger. Aksjeverdien er svært sensitiv ovenfor inntektssvingninger. For å se om vår verdivurdering kunne anses som god, benyttet vi en multiplervurdering hvor vi sammenlignet Selvaag Bolig og Block Watne Group. Her fant vi ut at vår verdivurdering var noe over hva P/E og P/B skulle anslå. Vår aksjeverdi var NOK 3,92 høyere enn multiplervurderingen.

11 Avslutning

11.1 Innledning

Hensikten med denne oppgaven var å utføre en verdsettelse av Selvaag Bolig ASA. I dette kapitlet vil vi oppsummere vår konklusjon på problemstillingen, samt gi en avsluttende kommentar på oppgaven.

11.2 Konklusjon på problemstilling

Gjennom arbeidet med denne oppgaven, har vi analysert og drøftet en rekke forhold knyttet til Selvaag Bolig. Vi har ved hjelp av en strategisk analyse, analysert Selvaag Boligs strategiske posisjon, både internt og eksternt. Ved hjelp av en regnskapsmessig analyse, har vi kartlagt selskapets finansielle stilling. Videre har vi også beregnet et avkastningskrav. Ved hjelp av disse beregninger og analyser, har vi utviklet et fremtidig kontantstrømbudsjett, som danner grunnlaget for selve verdsettelsen. Ved å diskontere kontantstrømmene til totalkapitalen med avkastningskravet, fant vi en selskapsverdi på TNOK 4 189 202, og en verdi av egenkapitalen på TNOK 1 991 029.

Videre delte vi verdien av egenkapitalen på antall aksjer, og fikk en sum per aksje på NOK 21,23. Siden Selvaag Bolig er et børsnotert selskap, sammenliknet vi verdien vår opp mot markedsverdien av aksjen. Per 6. juni 2014 var børskursen NOK 20,00. Vår verdi er med andre ord 6,15 prosent over hva Selvaag Bolig var priset til 6. juni 2014. Vi vil nok en gang nevne at vår verdsettelse i stor grad er basert på egne valg, forutsetninger og forventninger.

For å vurdere vår verdiestimering, valgte vi først å se nærmere på sensitivitet, herunder hvor sensitive de beregnede verdier er for endringer i avkastningskravet, betaverdien og driftsinntektene. Vi kom fram til at avkastningskravet er noe sensitiv for forandring, især ved økning, og at vår modell er noe sensitiv for betaendringer. Imidlertid ga endringer i driftsinntekter det største utslaget, da det medførte store svingninger i begge retninger.

Vi utførte også en rimelighetsvurdering av verdsettelsen vår. Dette gjorde vi ved hjelp av en multiplvurdering, hvor vi sammenliknet Selvaag Bolig og Block Watne Group. Her kom vi fram til at vårt verdiestimat ligger noe over hva P/E og P/B skulle anslå. Sammenliknet med multiplvurderingen, ligger vår aksjeverdi NOK 3,92 høyere.

Kort oppsummert har vi kommet fram til et verdiestimat for Selvaag Bolig som ligger noe over markedets prising. Dette anslaget er ikke eksakt, da det kan foreligge store usikkerhetsmomenter i modelleringen vår. Med våre forutsetninger kan det imidlertid gi en indikasjon på selskapets fremtid.

11.3 Avsluttende kommentar

Arbeidet med denne oppgaven har vært svært innholdsrikt. Vi har fått anvendt den kunnskap og teori som vi har tilegnet oss gjennom tre år på Handelshøgskolen i Bodø, og prosessen med å anvende teori i praksis har vært svært lærerikt og spennende. Vi har i store deler av oppgaven og i arbeidet med å verdsette Selvaag Bolig, anvendt pensum fra profileringen i regnskap og økonomistyring. I forbindelse med dette har vi også lært oss å beregne avkastningskravet for et selskap, samt hvordan man setter opp kontantstrømbudsjetter og fremtidsregnskap. I tillegg har vi fått god innsikt i hvordan å anvende metode for å utvikle en god rapport. Avslutningsvis vil vi nevne at under vårt arbeid med oppgaven, har aksjekursen beveget seg. Forholdene i og rundt en bedrift er dynamiske, i motsetning til den statiske fremstillingen en verdsettelse gir.

Litteraturliste

Bøker

Baksaas, Kjell Magne, og Øystein Hansen. 2010. *Finansregnskap med analyse*. Oslo: Gyldendal Akademisk.

Boye, Knut. 1998. *Verdsettelse*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Boye, Knut, og Steen Koekebakker. 2006a. *Finansielle emner*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, og Alan J. Marcus. 2004. *Fundamentals of corporate finance*. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin

Davidsen, Bjørn-Ivar. 2012. *Makroøkonomi*. Trondheim: Akademia forlag.

Dahl, Gunnar A., Terje Hansen, Roar Hoff, og Arne Kinserdal. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Eklund, Trond, og Knut Knutsen. 2011. *Regnskapsanalyse. Aktiv bruk av regnskapet*. Oslo: Gyldendal Akademisk.

Framnes, Runar, Arve Pettersen, og Hans Mathias Thjømmøe. 2012. *Markedsføringsledelse*. Oslo: Universitetsforlaget.

Hoff, Kjell Gunnar, Terje Voldsund, og Svein Kolstad Hansen. 2007. *Analyse av finansregnskapet*. Oslo: Universitetsforlaget.

Hoff, Kjell Gunnar. 2010. *Driftsregnskap og budsjettering*. Oslo: Universitetsforlaget.

- Jacobsen, Dag Ingvar. 2005. *Hvordan gjennomføre undersøkelser?* Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Johannessen, Asbjørn, Line Christoffersen, og Per Arne Tuft. 2011. *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. Oslo: Abstrakt forlag.
- Kaldestad, Yngve, og Bjarne Møller. 2011. *Verdivurdering*. Oslo: DnR Kompetanse.
- Kinserdal, Arne. 2005. *Finansiell rapportering og analyse*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Koller, Tim, Marc Goedhart, og David Wessels. 2005. *Valuation*. 4th ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Kristoffersen, Trond. 2005. *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Langli, John Christian. 2010. *Årsregnskapet*. Oslo: Gyldendal Akademisk.
- Penman, Stephen. 2013. *Financial statement analysis and security valuation, international edition*. 5th ed. New York, N.Y.: McGraw-Hill
- Roos, Göran, Georg von Krogh, Johan Roos, og Lisa Boldt-Christmas. 2014. *Strategi – en innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Steigum, Erling. 2004. *Moderne makroøkonomi*. Oslo: Gyldendal Akademisk.
- Thoresen, Ole. 2011. *Verdsettelse av aksjer*. Oslo: Hegnar Media.
- Tofteland, André. 2005. *Finansregnskap – vurdering og analyse*. Bergen: Fagbokforlaget.

Tidsskrifter

Boye, Knut, og Gunnar A. Dahl. 2002. "Verdsettelsesmodeller." *Praktisk økonomi og finans*. 19(1):83-102.

Johansen, Tor Harald, Astrid Laake, og Marlene Follestad Aulie. 2013. Risikopremien i det norske markedet. *Magma*. 16(1):60-63.

Norli, Øyvind. 2011. "Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen." *Praktisk økonomi og finans*. 27(2):15-21.

Internettkilder

Aakvik, Jo Andre. 2014. "Tror Norsk økonomi fortsetter på lavgir." Hentet 6. juni 2014. <http://e24.no/makro-og-politikk/ssb-tror-norsk-oekonomi-fortsetter-paa-lavgir/23222652>

Boligprodusentene. 2014a. "Pressemelding: Blink Hus – landets største boligbygger 2013." Hentet 5. juni 2014. <http://boligprodusentene.no/getfile.php/Dokumenter/Pressemelding-%20De%20st%C3%B8rste%20boligakt%C3%B8rene%20i%20%202013%20-%20Boligprodusentenes%20Forening.pdf>

Boligprodusentene. 2014b. "Tegn på bedring i boligsalget i mars 2014." Hentet 6. juni 2014. <http://boligprodusentene.no/getfile.php/Dokumenter/Pressemelding%20Salg%20og%20igangsetting%20av%20boliger%20mars%202014%20-%20Boligprodusentenes%20Forening.pdf>

Boye, Knut, og Steen Koekebakker. 2006b. "Kapitalverdimodellen – tips til praktisk implementering." Hentet 15. april 2014. <http://finansielleemner.cappelendamm.no/binfil/download.php?did=17180>.

Damodaran, Aswath. 2013. "A tangled web of values: Enterprise Value, Firm value and Market Cap." Hentet 9. juni 2014. <http://aswathdamodaran.blogspot.no/2013/06/a-tangled-web-of-values-enterprise.html?m=1>

Eriksen, Kjersti Flugstad. 2014. "Det bygges for lite i år også." Hentet 3. juni 2014. <http://www.osloby.no/nyheter/Det-bygges-for-lite-i-ar-ogsa-7099557.html>

Havnes, Heljar. 2013. "Nå skal det bygges flere småleiligheter." Hentet 3. juni 2014. <http://www.dn.no/privat/eiendom/2013/09/25/na-skal-det-bygges-flere-smaleiligheter>

Halvorsen, Marit Tronier, og DN.no. 2014. "Finanstilsynet vil beholde egenkapitalkravet." Hentet 3. juni 2014. <http://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2014/01/29/finansstilsynet-vil-beholde-egenkapitalkravet>

Halvorsen, Marit Tronier, og Elise Lausten. 2014. "SSB: Fortsatt moderat vekst i Norge." Hentet 6. juni 2012. <http://www.dn.no/nyheter/2014/06/05/Norge/ssb-fortsatt-moderat-vekst-i-norge>

Høydahl, Even. 2010. "Befolkning, Befolkningsvekst rundt Oslo." Hentet 4. juni 2014. <http://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/befolkningsvekst-rundt-oslo>

Høyre. 2014. "Boligpolitikk." Hentet 3. juni 2014. http://www.hoyre.no/www/politikk/hva_mener_hoyre_om/kommune_og_forvaltning/bolig/

Kommunalbanken. Uten dato. "Renter." Hentet 28. mai 2014. [http://kbn.solutions.six.se/kommunalbanken/site/overview.page?magic=\(cc+\(mainnav+debt\)+\(subnav+swapnok\)\)](http://kbn.solutions.six.se/kommunalbanken/site/overview.page?magic=(cc+(mainnav+debt)+(subnav+swapnok))).

Langberg, Øystein Kløvstad. 2013. "Økonomer ut mot Høyre-forslag om å kutte i krav om egenkapital til ny bolig." Hentet 3. juni 2014. <http://www.aftenposten.no/okonomi/Okonomer-ut-mot-Hoyre-forslag-om-a-kutte-i-krav-om-egenkapital-til-ny-bolig-7317175.html>

Lorentsen, Hilde Mangset, og Andreas Budalen. 2013. "Fram mot 2040 vil Trondheim vokse mer enn hele Nord-Norge til sammen." Hentet 4. juni 2014.

<http://www.nrk.no/nordland/trondheim-vokser-mer-enn-nord-norge-1.10953903>

Lundesgaard, Erik. 2012. "Han som bygde landet." Hentet 3. juni 2014.

<http://www.minervanett.no/han-som-bygde-landet/>

Norges Bank. 2014a. "Statsobligasjoner. Årsgjennomsnitt." Hentet 16. mai 2014.

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer>.

Norges Bank. 2014b. "Statsobligasjoner. Daglige Noteringer." Hentet 22.05.2014.

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/>.

OBOS. 2014. "OBOS vil kjøpe BWG Homes ASA". Hentet 5. juni 2014.

<http://www.obos.no/om-obos/nyheter/obos-vil-kojpe-bwg-homes-asa>

PWC. 2014. "Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014." Hentet 27. mai 2014.

<http://www.pwc.no/no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf>.

Sharma, Jatin. 2012. "The Dell Hell case study – how to turn negative into positive?" Hentet 5. juni 2014. <http://socialmediaunleashed.wordpress.com/2012/07/12/the-dell-hell-case-study-how-to-turn-negative-into-positive/>

Skogens Maskinist. 2014. "Skogens Maskinist Blogg." Hentet 5. juni 2014.

<http://skogens.blogg.no/>

SNL. 2014a. "boligpolitikk." Hentet 3. juni 2012. <http://snl.no/boligpolitikk>

Sparre, Martin Riber. 2010. "Skrinlegger boligprosjekt på grunn av rollestol-krav." Hentet: 3. juni 2012. <http://www.dn.no/privat/eiendom/2010/10/08/skrinlegger-boligprosjekt-pa-grunn-av-rullestolkra>

SSB. 2014a. "Renter i banker og andre finansforetak, 1. kvartal 2014." Hentet 28. mai 2014.
<https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/statistikker/orbofrent/kvartal/2014-05-26#content>.

SSB. 2014b. "Nøkkeltall for befolkning." Hentet 4. juni 2014.
<http://www.ssb.no/befolkning/nokkeltall>

SSB. 2014c. "Statistisk sentralbyrå, statistikkbank. Kjøpekraftspariteter, etter BNP, Norge, 2000-2012. Hentet 6. juni 2014. <https://www.ssb.no/statistikkbanken>

SSB. 2014d. "Konjunkturtendensene for Norge og utlandet. Norsk økonomi i moderat fart." Hentet 7. juni 2014. <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/norsk-okonomi-i-moderat-fart--180967>

SSB. 2014e. "Nøkkeltall for bygg, bolig og eiendom." Hentet 7. juni 2014.
<http://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/nokkeltall>

SSB. 2012. "Befolkningsframskrivinger 2012-2100." Hentet 4. juni 2014.
<http://www.ssb.no/folkfram/>

StateMaster.com. 2014. "Percent of Housing Units That are Mobile Homes (most recent) by state. Hentet 5. juni 2014.
http://www.statemaster.com/graph/hou_per_of_hou_uni_tha_are_mob_hom-housing-percent-units-mobile-homes

Ulvestad, Lars Lillo. 2014. "Dette huset kostet 200.000 kroner å bygge." Hentet 4. juni.
<http://www.tu.no/bygg/2014/05/16/dette-huset-kostet-200.000-kroner-a-bygge1>

Appendiks A: Analysegrunnlag

RESULTATREGNSKAP (i hele 1000)	2013	2012	2011
Salgsinntekter	2 133 271	2 758 044	251 885
Øvrige inntekter	63 693	53 976	57 937
<i>Sum driftsinntekter</i>	<i>2 196 964</i>	<i>2 812 020</i>	<i>309 822</i>
Prosjektkostnader	-1 709 646	-2 141 346	-199 002
Lønns- og personalkostnader	-87 656	-76 806	-76 319
Avskrivning og amortisering	-22 089	-21 861	-5 770
Andre driftskostnader	-121 116	-135 905	-96 665
Øvrige gevinster (-tap), netto	-419	73	-299
Andel av resultat fra T.K. selskaper	10 933	53 419	75 373
<i>Sum driftskostnader</i>	<i>-1 929 993</i>	<i>-2 322 426</i>	<i>-302 682</i>
Driftsresultat	266 971	489 594	7 140
Finansinntekter	16 419	23 861	19 447
Finanskostnader	-46 402	-65 326	-55 562
<i>Netto finansposter</i>	<i>-29 983</i>	<i>-41 465</i>	<i>-36 115</i>
Resultat før skatt	236 988	448 129	-28 975
Skattekostnad	-51 408	-101 782	23 265
Årets resultat	185 580	346 347	-5 710
Omregningsdifferanser	-115	41	4
Årets totalresultat	185 465	346 388	-5 706

BALANSE (i hele 1000)**2013****2012****2011****EIENDELER****Anleggsmidler**

Goodwill	383 376	389 183	389 183
Andre immaterielle eiendeler	51 106	70 421	90 163
Varige driftsmidler	4 914	6 454	5 642
Inv. i T.K.V. og F.K.V.	150 705	158 369	141 707
Lån til T.K.V. og F.K.V.	12 251	35 500	35 500
Andre langsiktige fordringer	154 336	116 916	36 784
<i>Sum anleggsmidler</i>	<i>756 688</i>	<i>776 843</i>	<i>698 979</i>

Omløpsmidler

Minst likvide omløpsmidler

Råtomt	1 753 368	1 960 974	2 367 022
Prosjekter under utvikling	2 398 847	1 831 718	1 749 358
Ferdigutviklede enheter	131 635	117 992	94 645
<i>Sum minst likvide omløpsmidler</i>	<i>4 283 850</i>	<i>3 910 684</i>	<i>4 211 025</i>

Mest likvide omløpsmidler

Kundefordringer	107 015	199 676	31 436
Andre kortsiktige fordringer	235 254	289 673	88 091
Kontanter og kontantekviv.	587 042	557 989	395 207
<i>Sum mest likvide omløpsmidler</i>	<i>929 311</i>	<i>1 047 338</i>	<i>514 734</i>
<i>Sum omløpsmidler</i>	<i>5 213 161</i>	<i>4 958 022</i>	<i>4 725 759</i>
Sum eiendeler	5 969 849	5 734 865	5 424 738

	2013	2012	2011
EGENKAPITAL OG GJELD			
Egenkapital			
Egenkapital fordelt på aksjonærer	2 236 268	2 072 200	1 304 198
Ikke-kontrollerende interesser	22 718	74 421	6 461
<i>Sum egenkapital</i>	<i>2 258 986</i>	<i>2 146 621</i>	<i>1 310 659</i>
Gjeld			
Langsiktig gjeld			
Pensjonsforpliktelser	1 183	372	327
Forpliktelser ved utsatt skatt	154 097	105 620	13 934
Avsetninger	92 578	92 112	92 112
Annen langsiktig ikke-renteb. gjeld	10 269	15 000	28 304
Langsiktig rentebærende gjeld	2 116 176	1 461 463	2 376 300
<i>Sum langsiktig gjeld</i>	<i>2 374 303</i>	<i>1 674 567</i>	<i>2 510 977</i>
Kortsiktig gjeld			
Kortsiktig rentebærende gjeld	669 039	1 368 835	1 189 628
Leverandørgjeld	115 157	181 379	148 682
Betalbar skatt	2 255	1 106	0
Annen kortsiktig ikke-renteb. gjeld	550 109	362 357	264 792
<i>Sum kortsiktig gjeld</i>	<i>1 336 560</i>	<i>1 913 677</i>	<i>1 603 102</i>
<i>Sum gjeld</i>	<i>3 710 863</i>	<i>3 588 244</i>	<i>4 114 079</i>
Sum egenkapital og gjeld	5 969 849	5 734 865	5 424 738

Appendiks B: Utviklingsanalyse

RESULTAT- REGNSKAP

	2013	2012	2011	2012-2013	2011-2012
	Prosent av driftsinntekter			Endring i % fra-til	
Salgsinntekter	97,1 %	98,1 %	81,3 %	-22,7 %	995,0 %
Øvrige inntekter	2,9 %	1,9 %	18,7 %	18,0 %	-6,8 %
<i>Sum driftsinntekter</i>	<i>100,0 %</i>	<i>100,0 %</i>	<i>100,0 %</i>	<i>-21,9 %</i>	<i>807,6 %</i>
Prosjektkostnader	77,8 %	76,1 %	64,2 %	-20,2 %	976,0 %
Lønns- og pers. kostn.	4,0 %	2,7 %	24,6 %	14,1 %	0,6 %
Avskr. og amortisering	1,0 %	0,8 %	1,9 %	1,0 %	278,9 %
Andre driftskostnader	5,5 %	4,8 %	31,2 %	-10,9 %	40,6 %
Øvr. gev. (-tap), netto	0,0 %	0,0 %	-0,1 %	N/A	N/A
Andel av res. fra T.K.V.	0,5 %	1,9 %	24,3 %	-79,5 %	-29,1 %
<i>Sum driftskostnader</i>	<i>87,8 %</i>	<i>82,6 %</i>	<i>97,7 %</i>	<i>16,9 %</i>	<i>-667,3 %</i>
Driftsresultat	12,2 %	17,4 %	2,3 %	-45,5 %	6757,1 %
Finansinntekter	0,7 %	0,8 %	6,3 %	-31,2 %	22,7 %
Finanskostnader	2,1 %	2,3 %	17,9 %	29,0 %	-17,6 %
<i>Netto finansposter</i>	<i>1,4 %</i>	<i>1,5 %</i>	<i>11,7 %</i>	<i>27,7 %</i>	<i>-14,8 %</i>
Resultat før skatt	10,8 %	15,9 %	-9,4 %	-47,1 %	N/A
Skattekostnad	2,3 %	3,6 %	-7,5 %	49,5 %	N/A
Årets resultat	8,4 %	12,3 %	-1,8 %	-46,4 %	N/A
Omregningsdifferanser	0,0 %	0,0 %	0,0 %	N/A	925,0 %
Årets totalresultat	8,4 %	12,3 %	-1,8 %	-46,5 %	N/A

BALANSE	2013	2012	2011	2012-2013	2011-2012
EIENDELER	Prosent av balansesum			Endring i % fra-til	
Anleggsmidler					
Goodwill	6,4 %	6,8 %	7,2 %	-1,5 %	0,0 %
A. immat. eiend.	0,9 %	1,2 %	1,7 %	-27,4 %	-21,9 %
Varige driftsmidler	0,1 %	0,1 %	0,1 %	-23,9 %	14,4 %
Inv. i T.K.V. og F.K.V.	2,5 %	2,8 %	2,6 %	-4,8 %	11,8 %
Lån til T.K.V. og F.K.V.	0,2 %	0,6 %	0,7 %	-65,5 %	0,0 %
Andre L.S. fordr.	2,6 %	2,0 %	0,7 %	32,0 %	217,8 %
<i>Sum anleggsmidler</i>	<i>12,7 %</i>	<i>13,5 %</i>	<i>12,9 %</i>	<i>-2,6 %</i>	<i>11,1 %</i>
Omløpsmidler					
Minst likvide O.M.					
Råtomt	29,4 %	34,2 %	43,6 %	-10,6 %	-17,2 %
Prosj. u. utvikling	40,2 %	31,9 %	32,2 %	31,0 %	4,7 %
Ferdigutvikl. enh.	2,2 %	2,1 %	1,7 %	11,6 %	24,7 %
<i>Sum minst likvide O.M.</i>	<i>71,8 %</i>	<i>68,2 %</i>	<i>77,6 %</i>	<i>9,5 %</i>	<i>-7,1 %</i>
Mest likvide O.M.					
Kundefordringer	1,8 %	3,5 %	0,6 %	-46,4 %	535,2 %
Andre K.S. fordr.	3,9 %	5,1 %	1,6 %	-18,8 %	228,8 %
Kont. og kont.ekviv.	9,8 %	9,7 %	7,3 %	5,2 %	41,2 %
<i>Sum mest likvide O.M.</i>	<i>15,6 %</i>	<i>18,3 %</i>	<i>9,5 %</i>	<i>-11,3 %</i>	<i>103,5 %</i>
<i>Sum omløpsmidler</i>	<i>87,3 %</i>	<i>86,5 %</i>	<i>87,1 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>4,9 %</i>
Sum eiendeler	100,0 %	100,0 %	100,0 %	4,1 %	5,7 %

	2013	2012	2011	2012-2013	2011-2012
EK+G	Prosent av balansesum			Endring i % fra-til	
Egenkapital					
E.K. aksjonærer	37,5 %	36,1 %	24,0 %	7,9 %	58,9 %
Ikke-kontr. intr.	0,4 %	1,3 %	0,1 %	-69,5 %	1051,8 %
<i>Sum egenkapital</i>	37,8 %	37,4 %	24,2 %	5,2 %	63,8 %
Gjeld					
Langsiktig gjeld					
Pensjonsforpl.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	218,0 %	13,8 %
Forpl. utsatt skatt	2,6 %	1,8 %	0,3 %	45,9 %	658,0 %
Avsetninger	1,6 %	1,6 %	1,7 %	0,5 %	0,0 %
A. L.S.G. ikke-renteb.	0,2 %	0,3 %	0,5 %	-31,5 %	-47,0 %
L.S.G. renteb.	35,4 %	25,5 %	43,8 %	44,8 %	-38,5 %
<i>Sum L.S.G.</i>	39,8 %	29,2 %	46,3 %	41,8 %	-33,3 %
Kortsiktig gjeld					
K.S.G. renteb.	11,2 %	23,9 %	21,9 %	-51,1 %	15,1 %
Leverandørgjeld	1,9 %	3,2 %	2,7 %	-36,5 %	22,0 %
Betalbar skatt	0,0 %	0,0 %	0,0 %	103,9 %	N/A
A. K.S.G. ikke-renteb.	9,2 %	6,3 %	4,9 %	51,8 %	36,8 %
<i>Sum K.S.G.</i>	22,4 %	33,4 %	29,6 %	-30,2 %	19,4 %
<i>Sum gjeld</i>	62,2 %	62,6 %	75,8 %	3,4 %	-12,8 %
Sum E.K. + G	100,0 %	100,0 %	100,0 %	4,1 %	5,7 %

Appendiks C: Statsobligasjoner, beregning

Effektiv rente, Obligasjoner

	3 års <i>3 year</i>	5 års <i>5 year</i>	10 års <i>10year</i>
2007	4,79	4,77	4,78
2006	3,74	3,90	4,07
2005	2,90	3,27	3,74
2004	2,95	3,61	4,36
2003	4,24	4,58	5,04
2002	6,39	6,36	6,38
2001	6,44	6,31	6,24
2000	6,61	6,38	6,22
Aritmetisk	4,76	4,90	5,10
Geometrisk	4,53	4,75	5,01
Median	4,52	4,67	4,91

Appendiks D: Betaberegning, grunnlag

Dato	OSEAX	Avkastning OSEAX	Avkastning SBO	SBO	Dato	OSEAX	Avkastning OSEAX	Avkastning SBO	SBO
18.06.2012	442,91			19,2	10.06.2013	522,64	-1,89 %	-0,45 %	22,3
25.06.2012	432,87	-2,27 %	-2,08 %	18,8	17.06.2013	521,69	-0,18 %	-4,04 %	21,4
02.07.2012	462,04	6,74 %	4,26 %	19,6	24.06.2013	500,84	-4,00 %	-2,80 %	20,8
09.07.2012	455,33	-1,45 %	2,04 %	20	01.07.2013	517,91	3,41 %	-4,33 %	19,9
16.07.2012	467,69	2,72 %	-2,50 %	19,5	08.07.2013	526,03	1,57 %	0,00 %	19,9
23.07.2012	463,42	-0,91 %	-1,54 %	19,2	15.07.2013	538,58	2,39 %	8,04 %	21,5
30.07.2012	475,69	2,65 %	1,56 %	19,5	22.07.2013	541,52	0,55 %	0,00 %	21,5
06.08.2012	479,59	0,82 %	-0,51 %	19,4	29.07.2013	537,78	-0,69 %	-0,93 %	21,3
13.08.2012	481,35	0,37 %	0,00 %	19,4	05.08.2013	540,54	0,51 %	-2,82 %	20,7
20.08.2012	487	1,17 %	2,58 %	19,9	12.08.2013	543,96	0,63 %	2,42 %	21,2
27.08.2012	485,82	-0,24 %	0,00 %	19,9	19.08.2013	547,23	0,60 %	-5,66 %	20
03.09.2012	489,91	0,84 %	2,01 %	20,3	26.08.2013	544,35	-0,53 %	-1,50 %	19,7
10.09.2012	496,07	1,26 %	0,00 %	20,3	02.09.2013	548,35	0,74 %	-1,02 %	19,5
17.09.2012	510,26	2,86 %	-0,49 %	20,2	09.09.2013	550,01	0,30 %	-0,51 %	19,4
24.09.2012	503,39	-1,35 %	-3,96 %	19,4	16.09.2013	553,6	0,65 %	-3,09 %	18,8
01.10.2012	500,77	-0,52 %	2,06 %	19,8	23.09.2013	557,44	0,69 %	0,00 %	18,8
08.10.2012	497,29	-0,70 %	0,51 %	19,9	30.09.2013	551,86	-1,00 %	-2,13 %	18,4
15.10.2012	494,99	-0,46 %	-1,01 %	19,7	07.10.2013	553	0,21 %	-0,54 %	18,3
22.10.2012	492,8	-0,44 %	-3,55 %	19	14.10.2013	557,47	0,81 %	0,00 %	18,3
29.10.2012	486,72	-1,23 %	-3,16 %	18,4	21.10.2013	575,97	3,32 %	-2,73 %	17,8
05.11.2012	485,62	-0,23 %	0,00 %	18,4	28.10.2013	584,99	1,57 %	0,56 %	17,9
12.11.2012	479,87	-1,18 %	0,54 %	18,5	04.11.2013	587,22	0,38 %	-1,68 %	17,6
19.11.2012	483,25	0,70 %	5,41 %	19,5	11.11.2013	593,17	1,01 %	-0,57 %	17,5
26.11.2012	485,43	0,45 %	0,00 %	19,5	18.11.2013	596,26	0,52 %	-5,14 %	16,6
03.12.2012	486,28	0,18 %	-8,21 %	17,9	25.11.2013	589,15	-1,19 %	0,60 %	16,7
10.12.2012	485,96	-0,07 %	3,91 %	18,6	02.12.2013	591,88	0,46 %	2,99 %	17,2
17.12.2012	488,68	0,56 %	-2,69 %	18,1	09.12.2013	587,21	-0,79 %	0,00 %	17,2
27.12.2012	493,68	1,02 %	-2,21 %	17,7	16.12.2013	583,11	-0,70 %	4,65 %	18
02.01.2013	501,47	1,58 %	6,78 %	18,9	23.12.2013	598,38	2,62 %	-5,56 %	17
07.01.2013	501,82	0,07 %	1,59 %	19,2	30.12.2013	602,8	0,74 %	4,12 %	17,7
14.01.2013	507,93	1,22 %	0,00 %	19,2	06.01.2014	600,24	-0,43 %	1,70 %	18
21.01.2013	516,55	1,70 %	-1,04 %	19	13.01.2014	612,74	2,08 %	-2,22 %	17,6
28.01.2013	515,52	-0,20 %	-1,05 %	18,8	20.01.2014	617,91	0,84 %	2,27 %	18
04.02.2013	517,56	0,40 %	0,53 %	18,9	27.01.2014	599,2	-3,03 %	-0,56 %	17,9
11.02.2013	516,46	-0,21 %	-0,53 %	18,8	03.02.2014	590,4	-1,47 %	5,03 %	18,8
18.02.2013	518,56	0,41 %	0,00 %	18,8	10.02.2014	604,66	2,42 %	0,00 %	18,8
25.02.2013	522,52	0,76 %	6,92 %	20,1	17.02.2014	606,33	0,28 %	3,19 %	19,4
04.03.2013	518,49	-0,77 %	-0,50 %	20	24.02.2014	614,21	1,30 %	-5,16 %	18,4
11.03.2013	525,65	1,38 %	1,00 %	20,2	03.03.2014	611,41	-0,46 %	-3,26 %	17,8
18.03.2013	524,62	-0,20 %	0,00 %	20,2	10.03.2014	610,57	-0,14 %	2,25 %	18,2
25.03.2013	518,62	-1,14 %	-0,50 %	20,1	17.03.2014	606,26	-0,71 %	-3,30 %	17,6
02.04.2013	521,68	0,59 %	1,49 %	20,4	24.03.2014	613,5	1,19 %	-3,98 %	16,9
08.04.2013	512,59	-1,74 %	-1,96 %	20	31.03.2014	622,19	1,42 %	0,59 %	17
15.04.2013	507,56	-0,98 %	-0,50 %	19,9	07.04.2014	614	-1,32 %	6,47 %	18,1
22.04.2013	509,22	0,33 %	-4,02 %	19,1	14.04.2014	607,92	-0,99 %	-1,66 %	17,8
29.04.2013	521,51	2,41 %	2,62 %	19,6	22.04.2014	624,74	2,77 %	1,69 %	18,1
06.05.2013	528,34	1,31 %	0,00 %	19,6	28.04.2014	629,98	0,84 %	0,00 %	18,1
13.05.2013	532,67	0,82 %	-0,51 %	19,5	05.05.2014	647,85	2,84 %	-1,11 %	17,9
21.05.2013	536,2	0,66 %	5,64 %	20,6	12.05.2014	662,53	2,27 %	4,47 %	18,7
27.05.2013	535,39	-0,15 %	6,31 %	21,9	19.05.2014	662,93	0,06 %	-0,54 %	18,6
03.06.2013	532,7	-0,50 %	2,28 %	22,4					

Appendiks E: Beregning av P/E-tall

Selvaag Boligs P/E-tall

Antall Aksjer	93 765 688
Aksjekurs	20
Markedsverdi EK	1 875 313 760
Resultat e.s.	185 465 000
P/E	10,11

For å finne markedsverdien av egenkapitalen ble børskursen den 6. juni 2014 multiplisert med antall aksjer.

$$\text{Markedsverdi EK} = 20 * 93\,765\,688 = 1\,875\,313\,760$$

Vi fant videre resultat etter skatt i årsrapporten for 2013, og beregnet P/E-tallet.

$$\frac{P}{E} = \frac{1\,875\,313\,760}{185\,465\,000} = 10,11$$

Appendiks F: Multiplervurdering, beregning

	Antall Aksjer	Bokført EK	Kurs 6. juni	Markedsverdi EK
Selvaag Bolig ASA (SBO)	93 765 688	2 258 986 000	20,00	1 875 313 760
Block Watne Group ASA (BWG)	136 121 433	2 561 119 000	14,70	2 000 985 065

(i hele 1000)	Resultat etter skatt	Resultat før skatt	Skatt	P/B	P/E
Selvaag Bolig ASA	185 465	236 988	51 408	0,83	10,11
Block Watne Group ASA	379 446	421 301	110 637	0,78	5,27
			Gjennomsnitt	0,81	7,69

Verdivurderingen ved hjelp av P/B tallet til Selvaag Bolig fremkommer slik:

P/B tallet til Selvaag Bolig fremkommer slik:

$$\frac{P}{B_{SBO}} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Bokført EK}} = \frac{1\,875\,313\,760}{2\,258\,986\,000} = 0,83$$

P/B tallet til Block Watne Group Fremkommer slik:

$$\frac{P}{B_{BWG}} = \frac{2\,000\,985\,065}{2\,561\,119\,000} = 0,78$$

Videre er det regnet gjennomsnitt av disse:

$$\frac{P}{B_{Snitt}} = \frac{0,83 + 0,78}{2} = 0,81$$

Estimering av aksjeverdi ved hjelp av P/B gjøres så slik:

$$\frac{\frac{P}{B_{Snitt}} * \text{Bokført } EK_{SBO}}{\text{Antall aksjer}_{SBO}} = \text{Estimert aksjeverdi}_{SBO}$$

$$\text{Estimert aksjeverdi}_{SBO} = \frac{0,81 * 2\,258\,986\,000}{93\,765\,688} = 19,41$$

Verdivurderingen ved hjelp av P/E tallet til Selvaag Bolig fremkommer slik:

P/E tallet til Selvaag Bolig fremkommer slik:

$$\frac{P}{E_{SBO}} = \frac{\text{Markedsverdi } EK}{\text{Resultat etter skatt}} = \frac{1\,875\,313\,760}{185\,465\,000} = 10,11$$

P/E tallet til Block Watne Group fremkommer slik:

$$\frac{P}{E_{BWG}} = \frac{2\,000\,985\,065}{379\,446\,000} = 5,27$$

Videre er det regnet gjennomsnitt av disse:

$$\frac{P}{E_{Snitt}} = \frac{10,11 + 5,27}{2} = 7,69$$

Estimering av aksjeverdi ved hjelp av P/E verdi gjøres så slik:

$$\frac{(\text{Resultat før skatt}_{SBO} - \text{skatt}) * \frac{P}{E_{Snitt}}}{\text{Antall aksjer}_{SBO}} = \text{Estimert aksjeverdi}_{SBO}$$

$$\text{Estimert aksjeverdi}_{SBO} = \frac{(236\,988 - 51\,408) * 7,69}{93\,765\,688} * 1000 = 15,22$$

Til slutt regnet vi ut et gjennomsnitt av disse verdiene:

$$\text{Gjennomsnittlig aksjeverdi} = \frac{15,22 + 19,41}{2} = 17,32$$