



Handelshøyskolen BI - campus Oslo

# BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Verdsettelse av selskapet Self-Storage Group ASA

ID-nummer: Hawkar Hama-Qhader, Lelde Skogen,  
Martin Dreyer Bakken

Utlevering: 07.01.2019 09.00

Innlevering: 03.06.2019 12.00

BTH3620 - Bachelor oppgave Økonomi og administrasjon ved  
Handelshøyskolen BI

Verdsettelse av selskapet Self-Storage Group ASA, som tilbyr  
lagringstjenester i konsument-og næringsmarkedet



**Utlevering: Semesterstart**

**Innleveringsdato: 03.06.2017**

**Stuedsted: BI Oslo**

Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket

## Sammendrag

Denne bacheloroppgaven omhandler det børsnoterte selskapet *Self-Storage Group ASA*. Formålet med oppgaven er å verdsette selskapet gjennom bruk av tradisjonelle verdsettelsesmetoder. Den definerte problemstillingen i oppgaven er: *“Hva er den fundamentale verdien av aksjene i det børsnoterte selskapet Self Storage Group ASA?”*.

Oppgavens første del beskriver vi selskapets historie fra en liten oppstartsbedrift til børsnotert milliardkonsern, i tillegg til selskapets produkt og struktur. Videre har vi redegjort for utredningsmetode, der går inn på det forberedende arbeidet og tilnærming til oppgaven, før vi etterhvert redegjør for anvendt relevant teori.

Deretter redegjør vi for de finansielle metodene, der vi nøye gjennomgår metodikken som ligger til grunn for en verdsettelsesoppgave. Videre benytter vi oss av selskapets regnskap for å tilegne et bedre innblikk i selskapets økonomiske tilstand. Deretter har vi anvendt en strategisk analyse for å kartlegge både interne og eksterne faktorer som kan påvirke selskapet i framtiden.

I oppgavens siste del har vi foretatt verdivurderingen av selskapet ved bruk av diskonterte kontantstrømmer og relativ verdsettelse, før vi har foretatt en sensitivitetsanalyse, scenarioanalyse og en Monte Carlo-simulering. Helt til slutt har vi konkludert med funnene våre.

# Innholdsfortegnelse

<b>1.0 Innledning</b> .....	1
<b>1.1 Tema og problemstilling</b> .....	1
<b>1.2 Problemstillingens avgrensning</b> .....	1
<b>2.0 Kort om selskapet</b> .....	2
<b>2.1 Selskapets utvikling</b> .....	2
<b>2.2 Om tjenesten</b> .....	2
<b>3.0 Utredningsmetode</b> .....	3
<b>3.1 Forberedelse</b> .....	3
<b>3.1.1 Formål</b> .....	3
<b>3.1.2 Tilnærming</b> .....	4
<b>3.2 Datainnsamling</b> .....	4
<b>3.2.1 Forskningsstrategi</b> .....	4
<b>3.2.2 Datagrunnlag</b> .....	4
<b>3.3 Dataanalyse</b> .....	5
<b>3.3.1 Analyseverktøy</b> .....	5
<b>4.0 Litteratur</b> .....	6
<b>4.1 Verdi-begrepet</b> .....	6
<b>4.2 Årsaker til konkurransekraft</b> .....	7
<b>4.2.1 Ressursbasert perspektiv</b> .....	7
<b>4.2.2 Porters femkraftsmodell</b> .....	8
<b>4.2.3 Porteføljerisiko</b> .....	8
<b>4.3 Kapitalverdimodellens forutsetninger</b> .....	9
<b>5.0 Finansiell metode</b> .....	9
<b>5.1 Verdsettelsesmetoder</b> .....	9
<b>5.1.1 Diskonterte kontantstrømmer</b> .....	10
<b>5.1.2 Dividendmodellen</b> .....	10
<b>5.1.3 Residualinntekt</b> .....	11
<b>5.2 Relativ verdsettelse</b> .....	11
<b>5.3 Komponenter ved diskonterte kontantstrømmer</b> .....	11
<b>5.3.1 Fri kontantstrøm</b> .....	12
<b>5.3.2 Totalkapitalkostnad (WACC)</b> .....	12
<b>5.3.3 Egenkapitalens avkastning</b> .....	13
<b>5.3.4 Gjeldskostnad</b> .....	16
<b>5.3.5 Markedsverdi av egenkapital og gjeld</b> .....	16
<b>5.3.6 Beregnet avkastningskrav for totalkapitalen</b> .....	17
<b>5.3.7 Terminalverdi</b> .....	17

<b>6.0 Regnskapsanalyse</b> .....	18
<b>6.1 Lønnsomhetsanalyse</b> .....	19
<b>6.2 Soliditet</b> .....	19
<b>6.3 Likviditet</b> .....	19
<b>6.4 Finansieringsgrader</b> .....	20
<b>7.0 Strategisk analyse</b> .....	20
<b>7.1 Makroøkonomisk analyse</b> .....	20
<b>7.1.1 Inflasjon</b> .....	21
<b>7.1.2 Kjøpekraft</b> .....	21
<b>7.1.3 Rentenivå</b> .....	22
<b>7.1.4 Global økonomi</b> .....	22
<b>7.1.5 Nordisk økonomi</b> .....	23
<b>7.2 Tilleggsinformasjon</b> .....	23
<b>7.2.1 Marked-og selskapsutsikter</b> .....	23
<b>7.2.2 Kostnadskontroll</b> .....	24
<b>7.2.3 PESTEL</b> .....	24
<b>7.2.4 Porters fem krefter</b> .....	26
<b>7.2.5 Interne strategiske ressurser</b> .....	28
<b>8.0 Spesifisering av data</b> .....	30
<b>8.1 Prognoseperiode</b> .....	30
<b>8.1 Avskrivninger og investeringer</b> .....	30
<b>8.2 Arbeidskapital</b> .....	31
<b>8.3 Inntekter / innbetalinger</b> .....	32
<b>8.4 Betalbare kostnader</b> .....	32
<b>8.6 Skatt</b> .....	33
<b>8.7 Prisstigning</b> .....	34
<b>9.0 Verdsettelse</b> .....	34
<b>9.1 Relativ verdsettelse</b> .....	35
<b>9.2 Price/Earnings</b> .....	36
<b>9.3 Pris/Bok</b> .....	36
<b>9.4 EV/EBITDA</b> .....	37
<b>9.5 Sammenligning og tolkning av multipler</b> .....	38
<b>10.0 Tradisjonell risikoanalyse</b> .....	38
<b>10.1 Sensitivitetsanalyse</b> .....	38
<b>10.1.1 Sensitivitetsanalyse: Avkastningskrav og vekstrate</b> .....	38
<b>10.2 Scenarioanalyse</b> .....	39
<b>10.3 Monte Carlo-simulering</b> .....	40

<b>11.0 Oppgavekritikk</b> .....	41
<b>12.0 Konklusjon</b> .....	41

## **1.0 Innledning**

### **1.1 Tema og problemstilling**

Valget av «Self Storage Group ASA» ble gjort på bakgrunn av en stor interesse for aksjemarkedet, samt at vi mener dette selskapet har en svært interessant forretningsmodell og interessant konsept. Selskapet fanget først våres oppmerksomhet da velkjente norske investorer som vi har fulgt med interesse over lengre tid, investerte tungt i selskapet.

Formålet med bacheloroppgaven er å foreta en verdsettelse av Self Storage Group, for å til slutt komme fram til selskapets fundamentale verdi, gjennom anvendelse av tradisjonelle verdsettelsesmetoder. Verdsettelsen foretas på bakgrunn av antagelsen om at aksjemarkedet ikke er effisient, altså at prisene på individuelle aksjer ikke alltid reflekterer all offentlig tilgjengelig informasjon, men at de over tid vil bevege seg mot sin fundamentale verdi.

Begrepet “problemstilling” kan defineres som “spørsmål som blir stilt med et bestemt formål, og på en så bestemt måte at det lar seg belyse gjennom bruk av samfunnsvitenskapelig metode”. Å formulere en problemstilling er en viktig del av en undersøkelse som de øvrige prosedyrene må tilpasse seg. Det er ikke valg av teori eller forskningsmetode som bestemmer problemstillingen, men omvendt. Problemstillingen bidrar til å avgrense og gi retning til det videre arbeidet (Johannessen, Christoffersen, & Tufte, 2011, s. 69).

Problemstillingen er som følger: “Hva er den fundamentale verdien av aksjene i det børsnoterte selskapet Self Storage Group ASA?”

### **1.2 Problemstillingens avgrensning**

Verdsettelsen av Self Storage Group har flere vesentlige avgrensninger. Primært har utfordringer omhandlet selskapets korte levetid, og dermed en mangel på historiske data og tall. Dette har bydd på enkelte utfordringer knyttet til prognostisering av framtiden. I tillegg har mangelen på lignende norske selskaper gjort temaer som f.eks. relativ verdsettelse utfordrende. Vi har etter beste evne svart på oppgaven og alt i alt er vi stolte av resultatet. God lesning!!

## 2.0 Kort om selskapet

Self Storage Group ASA er et norsk selskap som tilbyr lagerboder i de største byene over hele Skandinavia. Selskapet ble stiftet i 2009 av Fabian Søbak og Gustav Søbak, henholdsvis far og sønn. Sammen startet de opp OK Minilager, der de bidro med 50% egenkapital hver. Selskapet ble etterhvert ledende i nisjen lagerutleie som tidligere hadde vært lite utforsket i Norge. Deretter startet arbeidet med å tiltrekke seg nye investorer, for å anskaffe nødvendig egenkapital for videre vekst. Kort tid etter gikk Øystein Stray Spetalen inn i selskapet gjennom sitt *Ferncliff AS*, en eierandel som etterhvert har blitt 25% av selskapet. Etter ny kapitaltilførsel startet *OK Minilager* veksten gjennom oppkjøp av City Self Storage fra Selvaag Gruppen, før de tillegg gikk til oppkjøp av Minilageret AS. Etter disse oppkjøpene så OK Minilager det hensiktsmessig å endre navn til Self Storage Group AS. De søkte deretter om notering på Oslo Børs, der de i oktober 2017 ble børsnotert (ticker SSG) til en verdi av MNOK 671. Etter dagens kurs er selskapet verdsatt til over MNOK 1100.

## 2.1 Selskapets utvikling

Siden børsnotering har selskapet fra 2017 til 2018 opplevd en økning i omsetning fra MNOK 212 til MNOK 238. Fra et utleieareale på 103 700 m<sup>2</sup> i 2017, har selskapet nå et utleieareale på hele 117 000 m<sup>2</sup>. I dag har selskapet 87 ansatte, der halvparten av disse er heltidsansatte. Selskapet har en ledende posisjon i bransjen, med 20 000 lagerboder, fordelt på 39 byer over hele Skandinavia.

## 2.2 Om tjenesten

Konseptet går ut på utleie av lagerboder av ulike størrelser på enten kortsiktig eller langsiktig kontrakt til både bedriftskunde og privatkunder. Under kontraktsperioden har kunden eksklusiv tilgang til lagerboden.

Virksomheten opererer med to ulike segmenter, nemlig City Self Storage og OK Minilager.



City Self Storage vektlegger klimakontrollerte lokaler for spesialtilpasset bevaring av gjenstander. I dag opererer City Self Storage med 32 fasiliteter lokalisert i Skandinavia. Lagerbodene kommer i flere forskjellige størrelser fra 0,5 m<sup>2</sup> - 80m<sup>2</sup>. Beliggenheten til lokalene er i hovedsak urbane steder med høy befolkningstetthet, med enkelt tilgang på kollektivtransport.





OK Minilager har samme målgruppe som City Self Storage, men passer best for lagring av mindre, mobile gjenstander. OK Minilager består i dag av 70 lokaler plassert rundt om i Norge, hvorav 40 av de er tempererte og 30 har *drive-in* mulighet. Bodene varierer i størrelser fra 1-15 m<sup>2</sup>. Lagerbodene er mest tilpasset for oppbevaring av sesongvarer som dekk, vinterutstyr osv. Lagerbodene er døgnåpne og tilbyr enkle nettløsninger for booking. OK Minilager skiller seg hovedsakelig fra City Self Storage gjennom å være lokalisert utenfor storbyene (Self Storage Group, 2018).

### **3.0 Utredningsmetode**

#### **3.1 Forberedelse**

Forberedelsesfasen til et forskningsprosjekt starter med en idé som man utformer til et tema. På bakgrunn av temaet presiserer man en konkret problemstilling. En idé kan komme fra mange kilder (Johannessen et al., 2011, s. 36). I vårt tilfelle spør vi oss om konkrete finansielle teorier kan belyse virkeligheten, og om disse teoriene kan kombineres som forklaring på et fenomen.

Det første steget i våre forberedelser til oppgaven var et felles besøk på skolens bibliotek. Der fikk vi en oversikt over relevant litteratur for både strategi, verdisetting og regnskapsanalyse. I tillegg tok vi et “dykk” i pensumlitteraturen til faget *Økonomistyring og Investeringsanalyse*, der verdisetting er et sentralt tema. Deretter satt vi oss inn i eksempler på aktuelle tidligere bacheloroppgaver, og dannet oss en oppfattelse av felles oppbygging samt mye brukt teori.

##### **3.1.1 Formål**

På bakgrunn av den fundamentale verdien av de børsnoterte aksjene i selskapet Self Storage Group ASA, er formålet med denne oppgaven er å finne ut om dette selskapet er en kjøps-hold-eller salgs-case for en investor som ønsker å maksimere økonomisk profitt. Relevante delspørsmål for oppgaven er dermed 1) Hva er sannsynligheten for at vår analyse inntreffer i virkeligheten, 2) hva er risikoen forbundet med en slik investering, og 3) hvilke interne og eksterne faktorer vil virke som verdidrivere for selskapet i overskuelig fremtid?

### **3.1.2 Tilnærming**

Forskningsmetoder blir delt opp induktiv metode og deduktiv metode. Selv om de er fundamentalt forskjellige, betyr derimot ikke det at de nødvendigvis er gjensidig utelukkende. Den induktive metoden tar utgangspunkt i empiriske undersøkelser og kommer på bakgrunn av dette fram til en teori. I motsetning til dette tar deduktiv metode utgangspunkt i godt kjente og “sosialt aksepterte” teorier, altså fra teori til empiri, og tilbake til en ny teori. De finansielle metodene vi benytter oss av, slik som verdsetting gjennom diskontering av fremtidige kontantstrømmer, samt relativ verdsettelse gjennom multipler, er testede og godt kjente teorier i investeringsanalyse. Oppgaven har et eksplorerende design fordi vi tilegner oss nye kunnskaper og et mer nyansert syn på problemstillingen underveis i oppgaven, noe som stadig endrer retningen på oppgaven. Denne oppgaven kan sies å ha et induktivt design, fordi i den induktive forskningsmetoden foregår teoribygging på bakgrunn av praksis (Nyeng, 2004, s. 38).

## **3.2 Datainnsamling**

### **3.2.1 Forskningsstrategi**

Oppgaven er å anse som et casestudie av Self Storage Group, og baserer seg på hyppig datainnhenting fra en rekke kilder som selskapets kvartals- og årsrapporter, BI-biblioteket, Origo og Oslo Børs. Forskningen består i hovedsak sekundærdata, altså data hentet fra kilder som selskapets årsrapporter og litteratur som omhandler temaet. Et casestudie består av to dimensjoner, enten enkeltcase/flere caser, i tillegg til én/flere analyseenheter (Johannessen et al., 2011, ss. 89-92). Vår oppgave er en enkeltcase, med flere analyseenheter. Dette fordi vi kun analyserer et spesifikt, og innhenter informasjon fra en rekke informasjonskilder.

### **3.2.2 Datagrunnlag**

I boken “Forskningsprosessen” (2003) hevder Henny Olsen og Stefan Sørensen at forskbare problemer kan belyses fra to forskjellige ståsteder, nemlig kvalitativ og kvantitativ forskning. Den kvalitative tar en subjektiv synsvinkel, og har ofte direkte kontakt med forsøksperson. Metoden baserer seg på fleksibilitet, og går dypere inn i problemstillingen etterhvert som man tilegner seg mer kunnskap om emnet. Først forsøker man å forklare fenomenet, for deretter å oppdage teorien.

Den kvantitative metoden tar utgangspunkt i en indirekte kontakt med forsøkspersonen, og disse har ofte kortvarig eller ingen kontakt. Denne metoden er strukturert, og problemstillingen har blitt entydig formulert på forhånd. Metoden blir dermed en hypotesetesting, og resultatene bygger på et stort antall individer samt et begrenset antall variabler. Resultatene i en slik test anser man som generelle, og variablene entydige, valide og reliable (Olsson & Stefan, 2003, s. 16).

Analysen og tolkningen av data man samler inn er avgjørende for resultatet. Den kvalitative dataanalysen består i å bearbeide tekst, mens den kvantitative består opptelling av observasjoner der forskjellige statistiske teknikker benyttes.

Uavhengig av metoden består en viktig del av dataanalysen å tolke data, i vårt tilfelle relevant teoretisk litteratur, samt kvartals-og årsrapporter fra selskapet (Johannessen et al., 2011, s. 37).

På tross av at vi anser oppgaven vår som en kvantitativ forskningsrapport, kommer det stadig kvalitative aspekter inn, i aktiviteter som f.eks. tolkning av empirisk støttede finansielle teorier.

### **3.3 Dataanalyse**

#### **3.3.1 Analyseverktøy**

En verddivurderingsoppgave krever bruk av en rekke finansielle og strategiske verktøy for å kunne oppnå et mest valid og reliabelt svar. Den mest omfattende modellen kan sies å være diskontert kontantstrømsmetode (Discounted Cash Flow Model), som vi har benyttet oss av excel for å utarbeide. Som følger av modellens forutsetninger har risiko og sensitivitet ved verdsettelsen blitt lagt vekt på i kapittel 10, og Monte Carlo-simuleringen er et nyttig verktøy for dette. Excel har også blitt benyttet for vår relative verdsettelse ved hjelp av multipler, derav Pris/Bok, Pris/Inntjening pr aksje og EV/EBITDA. I innhenting av markedspriser og selskapsrelatert børsinformasjon har Netfonds-terminalen vært et godt verktøy. Netfonds som budbringer av meldepliktige børshendelser har også vært viktig for å holde oss orientert om den seneste utviklingen i selskapet.

Verktøyene som har blitt benyttet for den strategiske analysen er *VRIO* for den interne analysen, samt *Porters fem krefter* og *PESTEL* for den eksterne analysen. Funn fra analyse som f.eks. KPI og utvikling i boligmarkedet ga oss et godt fundament for å estimere fremtidige kontantstrømmer.

### 3.3.1.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger

I bruken av sekundærdata er begrepet *validitet* svært relevant. Validitet betyr gyldighet, og dersom informasjon som ikke makter å besvare problemstillingen resulterer dette i en invalid besvarelse. Det er dermed avgjørende at informasjonen som er innhentet er relevant for det den aktuelle problemstillingen. Ofte er den nødvendige sekundærdataen for undersøkelsen opprinnelig ment for et annet formål enn akkurat det man selv ønsker å belyse, noe som typisk skaper utfordringer i arbeidet med slik data.

*Reliabilitet* omhandler dette oppgavens nøyaktighet og pålitelighet (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2008, ss. 273-274) .

Reliabiliteten i en oppgave kan testes på flere måter, og den såkalte test-retest-metoden blir ofte brukt for å sikre reliabiliteten. Testen utføres gjennom å foreta undersøkelsen på et bestemt tidspunkt, og gjenta undersøkelsen ved en senere anledning (Olsson & Stefan, 2003, s. 77) .

Selskapets bruk av statsautorisert revisor, som er lovpålagt, gir en oss en forsikring på at data hentet fra selskapets rapporter kan anses med høy reliabilitet. I strategiske analyser har vi benyttet oss av Statistisk Sentralbyrå og andre velkjente organisasjoner som f.eks. Norges Bank og Verdensbanken.

En faktor som kan virke negativt på oppgavens reliabilitet er selskapets korte levetid, som ifølge Damodaran (2010, s. 4) gir et svakere grunnlag for verdsetting enn med et modent selskap med mer tilgjengelig offentlig informasjon.

Reliabiliteten kan også påvirkes negativt av at vi har få sammenlignbare børsnoterte selskaper i Norge, noe som gir oss et dårligere grunnlag for f.eks. relativ verdsettelse i kapittel 9.

## 4.0 Litteratur

### 4.1 Verdi-begrepet

Verdien av en eiendel kan oppfattes ulikt fra person til person, og vi pleier å skille mellom *pris* og *verdi*. Prisen på en eiendel er det en kjøper betaler selgeren for eiendelen, noe som skjer til tross for at kjøper og selger trolig anser eiendelens verdi forskjellig. Vi skiller derfor mellom bruksverdi og salgsverdi. Bruksverdien er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer vi antar at eiendelen vil produsere i sin livstid, mens salgsverdien er summen selger vil motta om eiendelen selges i markedet nå (Kaldestad & Møller, 2016, s. 17).

Alle investeringer er et forsøk på å kjøpe en eiendel for mindre enn dens fundamentale verdi, i håp om å få solgt den videre for enn enda høyere pris senere. Å betale mer for en eiendel enn dens fundamentale verdi, i håp om å få solgt den videre for en enda høyere pris, bør heller betraktes som spekulasjon (Berkshire Hathaway, 1992).

Alle eiendeler har en fundamentalverdi. Til tross for våre utallige forsøk for å finne fundamentalverdien av selskaper eller eiendeler, kan vi i de fleste tilfeller kun komme fram til et mer eller mindre presist estimat på hva denne verdien faktisk er. Gjennom å diskontere kontantstrømmer sier vi at den fundamentale verdien til en eiendel er nåverdien av antatte fremtidige kontantstrømmer over eiendelens antatte levetid, noe vi gjør for å for å reflektere både pengers tidsverdi og risikoen til kontantstrømmene (Damodaran, 2010, ss. 22-23).

#### **4.2 Årsaker til konkurransekraft**

J. Barneys artikkel *Firm Resources and sustained competitive advantage* blir ofte sett på som blant de mer sofistikerte rammeverkene for årsaker til konkurransekraft, og fungerer som et verktøy for å kartlegge de strategiske ressursene til et firma som kan bidra til å gi firmaet varige konkurransefortrinn. Dette rammeverket, også kalt *Resource Based View*, baserer seg på hvordan firmaet utnytter de interne ressursene de har til rådighet. Rammeverket motsetter seg ikke nødvendigvis Porters femkraftsmodell, som tar for seg eksterne faktorer som påvirker selskapet. Både eksterne og interne faktorer vil naturligvis kunne påvirke fremtiden til Self Storage Group, og i vår strategiske analyse av selskapet har vi derfor inkludert analyser sett fra begge ståsteder, for å reflektere begge alt som kan en effekt på vår vurdering av selskapet som en helhet (Barney, 1991, ss. 99-101).

##### **4.2.1 Ressursbasert perspektiv**

For å se på selskapets konkurransefortrinn kan vi bruke Barneys (1991) velkjente RBV rammeverk. Rammeverket hevder at alle virksomheter for å opprettholde vedvarende konkurransefortrinn, må ha ressurser som Verdifulle (V), Sjeldne (R), Ikke-kopierbare (I) og velorganiserte (O). Disse elementene inngår i såkalte VRIO rammeverket og er en del av strategisk analyse for å se på selskapet fra innsiden og ut (Gjønnes & Tangenes, 2016, ss. 310-311) .

Ressurser deles i materielle og immaterielle. Immaterielle deles deretter i kompetansebaserte og relasjonelle (Fjeldstad & Lunnan, 2018, ss. 74-75). Slike ressurser vil være alle eiendeler, evner, organisatoriske prosesser, grunnegenskaper (attributter), informasjon de har til rådighet, kunnskap og andre ressurser som setter bedriften i stand til å gjennomføre sine strategier og øke konkurransefortrinn (Barney, 1991, s. 101).

#### **4.2.2 Porters femkraftsmodell**

Med utgangspunkt i SCP (Structure, Conduct, Performance) argumenterte Michael Porter for viktigheten med bransjestruktur og dets påvirkning på bransjens presentasjon. Porters utarbeidet rammeverket som fikk navnet *Porters fem krefter*. De fem aspektene består av eksisterende konkurrenter, trusler fra nyetableringer og substitutter, samt leverandørens og kunders forhandlingsmakt. I denne modellen hevder Porter at desto sterkere hver av kreftene er, desto dårligere er bransjens lønnsomhetspotensial (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 309). Organisasjon har fremtredende konkurransefortrinn kun når verdistrategiene ikke er implementert samtidig i et annen konkurrerende selskap, og klarer å oppnå et vedvarende konkurransefortrinn gjennom god utnyttelse av ressurser (Barney, 1991, s. 102).

#### **4.2.3 Porteføljerisiko**

*Harry Markowitz* la i 1952 grunnlaget moderne porteføljeteori. Han la spesielt vekt på hvordan risiko kan reduseres ved hjelp av diversifisering. Rammeverket la et viktig grunnlag for videre utvikling av kapitalverdimodellen (Strøm, 2017, ss. 152-153).

Vi deler opp risiko i tre forskjellige kategorier: total risiko, systematisk risiko og usystematisk risiko. Total risiko betegner usikkerheten en investering bærer separert fra en portefølje. Ved å knytte en investering til en diversifisert portefølje fjernes usystematisk risiko. Systematisk risiko er risiko som ikke kan fjernes og vil følge hvert investering/prosjekt. Jo mindre prosjektene samvarierer med hverandre, desto høyere blir risikogevinsten (Bøhren G. , 2016, ss. 362-363). Hovedpoenget er oppnå en stabil portefølje gjennom å identifisere investeringer som reagerer annerledes til like markedshendelser. Slik beskyttes investoren for stor volatilitet i porteføljen (Bøhren, Michalsen, & Norli, 2017, s. 65).

### 4.3 Kapitalverdimodellens forutsetninger

Fremtidig økonomisk utvikling krever at noen er villig til å bidra med kapital for å finansiere de investeringene som må til for å skape utvikling. Selskapene som sitter på kompetansen til utvikling har ikke alltid kapitalen til å gjennomføre dette, og er derfor avhengige av eksterne investorer for å finansiere fremtidige prosjekter. Disse investorene vil dog ikke bidra dersom forventet avkastning ikke er tilstrekkelig høy. Sett fra selskapets ståsted er det derfor forbundet med en kostnad å benytte ekstern kapital. Interessant nok gjelder dette også for selskaper som ikke trenger ekstern kapital for å finansiere prosjekter. Et selskap med tilstrekkelig kapital krever også avkastning på kapitalen selskapet genererer selv. I prinsippet er det ingen forskjell for eierne om de har kapital i sin egen "lomme" eller i selskapet. De vil uansett kreve at selskapet genererer avkastning på kapitalen.

Med utgangspunkt i dette er forventet avkastning og kapitalkostnad det samme. Ved verddivurdering er et avkastningskrav nødvendig, og i praksis beregnes dette ved bruk av Kapitalverdimodellen. Modellen impliserer at forventet avkastningskrav til et verdipapir er risikofri rente pluss et påslag som reflekterer mengden av systematisk risiko og markedets gjeldende avkastningskrav for å påta seg systematisk risiko (markedets risikopremie). Modellen fremstilles ved formelen  $E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$ .

Kapitalverdimodellen er en meget enkel teoretisk modell, og den kan ikke forklare observerte tverrsnittvariasjoner i realisert avkastning. Det finnes andre modeller som er mer tiltalende teoretisk og ser ut til å forklare observerte avkastninger bedre enn Kapitalverdimodellen. Likevel er modellen den mest brukte i praksis. Dette skyldes langt på vei at modellen er lett å implementere og at andre modeller ikke gir markant forskjellige resultater når man sammenligner med Kapitalverdimodellen. Vi vil ta for oss Kapitalverdimodellens komponenter ytterligere i Kapittel 5 (Norli, 2011).

## 5.0 Finansiell metode

### 5.1 Verdsettelsesmetoder

Det finnes mange måter å verdsette et selskap på, og en investor står fritt til å velge hvilke verdsettelsesmetoder den tar i bruk. Å diskontere fremtidige kontantstrømmer sees på som den vanligste måten å verdsette selskaper på, og er

metoden vi har brukt i oppgaven vår. I tillegg har vi benyttet oss av «relativ verdsettelse», altså verdsettelse av selskapet gjennom bruken av multipler. De to nevnte metodene i kontrast til hverandre gjennom at den første har som formål å finne den fundamentale underliggende verdien av selskapet, mens den andre brukes som en relativ verdsettelse av selskapet mot liknende selskaper i samme bransje (Kaldestad & Møller, 2016, s. 357).

### 5.1.1 Diskonterte kontantstrømmer

Den diskonterte kontantstrøms-modellen er en måte å verdsette en eiendel, basert på eiendelens fremtidige antatte frie kontantstrømmer. Kontantstrømmene blir neddiskontert med en diskonteringsrente for å finne nåverdien av en eiendel. Denne renten skal reflektere risikoen knyttet til kontantstrømmene. En klar fordel med metoden er at den tar høyde for variasjon i kontantstrømmene, noe som naturligvis vil gi et nyansert og realistisk bilde av bedriftens fremtidige resultater (Damodaran, 2010, s. 22).

### 5.1.2 Dividendmodellen

I dividendemodellen neddiskonterer vi selskapets fremtidige utbytteutbetalinger for å finne nåverdien av selskapets egenkapital. Dersom man anser vekst i utbytte som konstant, kan Gordons vekstformel anvendes. Formelen ser slik ut:

$$V_0 = \frac{D_1}{r - g}$$

En fordel med metoden er at verdien av enkelte selskaper lett kan regnes ut dersom selskapene kan vise til en stabil utbyttehistorikk.

Metoden har også klare ulemper, som f.eks. at metoden legger til grunn en konstant gjeldsandel målt i markedsverdi, som sjeldent blir oppfylt i praksis (Kaldestad & Møller, 2016, s. 37).

Ettersom Self Storage Group er et selskap i vekst har styret besluttet å ikke betale ut dividende i år, da de ser det som mer hensiktsmessig å reinvestere overskuddet. Det er rimelig å anta at selskapet vil fortsette å reinvestere overskuddene sine også de neste årene, og det blir derfor lite hensiktsmessig for oss å benytte oss av denne verdsettelsesmetoden.



### 5.1.3 Residualinntekt

Residualinntekt-metoden, som er bygget på den tidligere nevnte dividendemetoden, tar istedenfor estimering av selskapets antatte kontantstrømmer, utgangspunkt i selskapets fremtidige resultater. Deretter estimeres meravkastningen utover kravet til avkastning på bokførte verdier (også kalt superprofittmetoden). Både residualinntekt-metoden og kontantstrømbaserte metoder er forventet å gi samme resultat om utført riktig, fordi begge er avledet av dividendemetoden. Praktisk sett er metoden i vesentlig mindre bruk i dagens samfunn, men har likevel en vesentlig rolle i høyere undervisning.

Formelen er slik:  $EV = IC + \sum \frac{R_i}{(1+avkastningskrav)^t}$ , der IC= investert kapital og RI=superprofitt.

(Dahl, 2010)

### 5.2 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse er en verdsettelsesmetode som baserer seg på multiplikatorer, der man bruker disse multiplikatorene til å sammenligne det aktuelle selskapet med liknende selskaper. Mye brukte multiplikatorer er P/B, P/E og EV/EBITDA. Det er også disse tre vi kommer til å legge fokus på i oppgaven vår. Mye av grunnen til populariteten den relative verdsettelsesformen har hos investorer er at metodene er enkle å bruke, og ikke minst mulig for de fleste å forstå (Dahl, 2010). Utregning av multiplikatorene krever mindre arbeid enn ved en «Diskontert kontantstrømsmetode», men viser følgelig ingenting om selskapets *fundamentale verdi*.

### 5.3 Komponenter ved diskonterte kontantstrømmer

I verdsettingen av selskapet gjennom denne metoden er man avhengig av fire komponenter for å komme fram til en estimert verdi. Den første komponenten er selskapets frie kontantstrøm fra eksisterende eiendeler. Den andre komponenten er vekst i selskapets driftsresultat, og den tredje er et avkastningskrav som representerer selskapets total kapitalavkastning. Avslutningsvis i modellen har vi en terminalverdi, som representerer verdien av selskapets egenkapital etter den prognostiserte kalkyle-perioden (Damodaran, 2010, s. 24). Formelen for diskonterte er gitt ved:

$DCF = \frac{CF^1}{(1+r)^1} + \frac{CF^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF^n}{(1+r)^n}$ , der DCF=diskontert kontantstrøm, CF=kontantstrøm og r=diskonteringsrenten.

### 5.3.1 Fri kontantstrøm

Den frie kontantstrømmen til selskapet (FCFF) representerer beløpet tilgjengelig for selskapets eiere etter fratrukket skatt, avskrivninger, arbeidskapital og investeringer, og er metoden vi har benyttet oss av for å beregne fri kontantstrøm. Metoden tar for seg den frie kontantstrømmen til alle interessehavere i selskapet, i motsetning til kun egenkapitaleierne. For å estimere fri kontantstrøm til kun eierne (FCFE) trekker vi fra utbetalinger av gjeld og investeringer for å finne ut kontantstrømmen til overs for eierne av egenkapitalen i selskapet. I denne oppgaven er vi interessert i selskapet i sin helhet, og finner derfor den frie kontantstrømmen til selskapet (FCFF) ved følgende formel:

$$\text{Fri kontantstrøm} = \text{Netto inntekt} - (\text{avskrivninger} - \text{amortisering}) - \text{netto arbeidskapital}$$

(Damodaran, 2006, s. 79)

### 5.3.2 Totalkapitalkostnad (WACC)

For å finansiere en virksomhet kan selskapet benytte både egenkapital og gjeld. Risikoen knyttet til gjeld og egenkapital er ulik, og derfor vil avkastningen variere mellom disse. Vi kan estimere selskapets avkastningskrav til totalkapitalen ved å vekte de ulike finansierings metodene etter verdi og forventet avkastning. For vårt selskap er det mest relevant å vurdere avkastningskravet til totalkapitalen basert på de to viktigste finansiering kildene, egenkapital og gjeld. Formelen er definert som:

$$WACC = \frac{E}{D+E} (r_e) + \frac{D}{D+E} (r_d)(1 - t),$$

der E=Markedsverdi av egenkapital, D=Markedsverdi av gjeld,  $r_e$ =egenkapitalens avkastningskrav,  $r_d$ =gjeldskostnaden og  $t$ =selskapsskatten

(Kaldestad & Møller, 2016, ss. 152-153).

### 5.3.3 Egenkapitalens avkastning

Egenkapitalens avkastningskrav er den mest omfattende komponenten i total kapitalens avkastningskrav. Det finnes flere metoder for beregning av denne, men den mest brukte metoden er *Kapitalverdimodellen (CAPM)*. Vi deler i to typer risiko, systematisk og usystematisk. Systematisk risiko felles for hele markedet, og kan ikke diversifiseres bort. Usystematisk risiko er derimot bedriftsspesifikk, og knytter seg til forhold som kun påvirker det bestemte selskapet. Eierne i Self Storage Group er forøvrig diversifiserte investorer.

Modellen består av tre komponenter, nemlig risikofri rente, markedets risikopremie og en beta-verdi (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 155-156).

Formelen er slik:

$$R_e = R_f + \beta[R_m - R_f],$$

der  $R_f$  = risikofri rente,  $\beta$  = selskapets egenkapitalbeta og  $R_m$  = markedets forventede avkastning og  $R_m - R_f$  = markedets risikopremie.

#### 5.3.3.1 Risikofri rente

Et risikofritt verdipapir defineres av Damodaran i *Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2006, s. 35) som et verdipapir der investoren vet med sikkerhet hva avkastningen blir. Grunnlaget for begrepet «risikofri rente» stammer fra statlige verdipapirer, og en statsobligasjon vil eksempelvis være risikofri. Det fordi sannsynligheten for at staten ikke vil betale tilbake obligasjonsholderne pengene sine er svært liten, i alle fall her i Norge. Slike statlige verdipapirer har vanligvis en løpetid på 3-11 år, og vil variere i kupongrente basert på renteendringer i samfunnet. Det finnes i all hovedsak to typer statspapirer: Statskasseveksler og statsobligasjoner. Forskjellen mellom disse er løpetiden. Et statskasseveksel har en løpetid på maksimalt 12 måneder, og har ingen pålydende rente. De utstedes til underkurs og utløses til pari ved forfall. Statsobligasjoner har en løpetid på over 1 år, og har en fast kupongrente under hele løpetiden basert på nominell pålydende beløp (Norges Bank, 2016).

Hvilken risikofri rente man skal benytte seg av i sammenheng med et avkastningskrav i et investeringsprosjekt er det delte meninger om. Koller, Goedhart og Wessels (2015, s. 289) argumenterer for at den risikofrie renten bør

knyttet opp til prosjektets levetid. Skal man f.eks. estimere kontantstrømmer for 5 år fram i tid, bør man da bruke en 5-årig statsobligasjon. Per April 2019 har en 5-årig statsobligasjon 1,35% rentekupong, og følgelig har vi valgt å bruke denne statsobligasjonen i våre beregninger videre i oppgaven.

### 5.3.3.2 Markedets risikopremie

Markedspremien er den forventede meravkastningen en investor krever ved en investering i en aksjeportefølje i forhold til den risikofrie renten. I utregningen av markedspremien er det normalt å bruke historiske estimater. Det er flere måter å finne markedets risikopremie på. Man kan se på hovedindeksens gjennomsnittlige avkastning over senere år, og sammenligne dette med statlige risikofrie verdipapirer. På den måten kan man beregne den forventede meravkastningen en aksjeportefølje vil gi. Vi har valgt en annen metode, basert på en spørreundersøkelse foretatt av PricewaterhouseCoopers (PwC) (2018) i deres årlige undersøkelse av det norske aksjemarkedet. Undersøkelsen tar for seg en rekke problemstillinger knyttet til aksjemarkedet, og blir besvart av medlemmer av *Norske Finansanalytikerforening* (NFF). PwC mottok i alt 136 fullstendige svar, av 1101 utsendte spørreskjemaer. Av respondentene arbeider 36% innen kapitalforvaltning, noe vi mener styrker reliabiliteten til undersøkelsen. Kun 10% av respondentene jobber ikke innen finanssektoren. Det gjennomsnittlige svaret hos respondentene til spørsmålet knyttet til hva markedets risikopremie er og hvilken risikopremie de bruker i deres beregninger, var 5%. Dette er i tråd med historisk markedsrisikopremie i Norge de seneste årene, og vi bruker dermed 5% som markedets risikopremie videre i oppgaven (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 166-167).

### 5.3.3.3 Egenkapitalbeta

Beta måler samvariasjonen i volatilitet mellom markedet og en aksje. Dette sier noe om risikoen i aksjen sammenlignet med risikoen i aksjemarkedet. Formelen for beta ser slik ut:

$$\beta_p = \frac{Cov(r_p, r_b)}{Var(r_b)}$$

Telleren (Cov) står for kovarians, og måler i hvilken grad selskapets avkastning og markedets avkastning beveger seg i lik retning. Nevneren beregner risikoen i markedsporteføljen, altså den systematiske risikoen som ikke kan diversifiseres bort. Markedsindeksen vil alltid ha en Beta-verdi på 1,0, og et selskap med Beta-verdi på f.eks. 1,10 er derfor 10% mer volatil enn markedet generelt. På den andre siden vil dermed et selskap med en Beta-verdi på 0,9 være mindre volatil enn markedet generelt, og dermed bevege seg saktere opp og ned enn markedsindeksen. En viktig faktor for hva som påvirker en Beta-verdi er inntektsrisiko. Dersom inntektene til et selskap har lav korrelasjon med aksjemarkedet generelt, er Beta-verdien også lav. Kostnadsrisiko er en annen viktig faktor. Svingninger i resultatet vil forårsake risiko, altså ikke nødvendigvis svingningene i kostnadene. Lite operasjonell *gearing* bidrar til mindre svingninger. Stoffet er hentet fra forelesningsnotater i faget «Økonomistyring og Investeringsanalyse». Vi har valgt å benytte oss av en bransjebeta for eiendomsmarkedet, fordi “Storage”-segmentet er et nytt marked i Norge med svært få sammenlignbare aktører. Vi mener at eiendomsmarkedet er det mest egnede markedet å sammenligne med, ettersom Self Storage Group er mest eksponert mot dette, gjennom investeringer i eiendom samt en forretningside som i stor grad baserer seg på å utnytte kvadratmeterpriser i storbyer med lite plass og synkende kjøpekraft hos konsumere. Beta er 0,99 før Blumes justeringsmodell er benyttet (Emott, 2011, s. 113).

#### 5.3.3.4 Justert egenkapitalbeta

I en analyse foretatt av den amerikanske samfunnsøkonomen Marshall Blume, ble det sett på 415 selskaper fra perioden 1926 til 1961. Analysen viste at selskapenes Beta-verdi over tid som regel beveget seg tilbake mot 1. Dette blir kalt for *mean reversion*, og teorien har blitt undersøkt grundig og støttet av en rekke økonomer i senere tid. Stoffet er hentet fra forelesningsnotater i faget «Økonomistyring og Investeringsanalyse». Justeringsformelen for “mean reversion” ser slik ut:

$$B_{justert} = B_{estimert} * P + 1(1 - P), \text{ der } P=0,67$$

Ut i fra denne formelen har vi justert eiendomsbransjens estimerte beta for “mean reversion”-fenomenet.

$$B_{justert} = 0,99 * 0,67 + 1(1 - 0,67) = \mathbf{0,993}$$

Den justerte betaen på 0,993 er dermed sterk korrelert med markedet. Dette kan støttes opp med at eiendomsmarkedet i store trekk tenderer til å bevege seg i takt med markedet generelt.

### 5.3.3.5 Egenkapitalens avkastningskrav

Vi kan dermed i henhold til kapitalverdimodellen beregne egenkapitalens avkastningskrav:  $R_e = R_f + \beta[R_m - R_f]$ ,  $0,0135 + 0,993 * (0,05) = 6,32\%$

### 5.3.4 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden til selskapet er lånekostnadene selskapet har ved gjeldsfinansiering. Det er to faktorer som avgjør gjeldskostnaden til et selskap, nemlig risikoen for at selskapet ikke skal kunne betjene lånet sitt, og potensielle skattefordeler. Dersom Self Storage Group hadde utstedt en eller flere obligasjoner i markedet, kunne vi enkelt brukt kupongrenten på obligasjonen som selskapets gjeldskostnad (Kaldestad & Møller, 2016, s. 172). Ettersom gjelden i Self Storage Group er finansiert gjennom banklån, blir vi nødt til å bruke rentekostnadene på lånet.

År	2017	2018
Rentekostnader	4 626 000 kr	4 632 000 kr
Kortsiktig rentebærende gjeld	4 750 000 kr	11 750 000 kr
Langsiktig rentebærende gjeld	89 690 000 kr	118 023 000 kr
Total rentebærende gjeld	94 440 000 kr	129 773 000 kr
Gjeldskostnad	4,90 %	3,57 %
Gjennomsnittlig gjeldskostnad	4,20 %	

Vi opererer derfor med 4,20% som gjeldskostnad videre i oppgaven.

### 5.3.5 Markedsverdi av egenkapital og gjeld

Beregningen av WACC foretas på grunnlag av markedsverdier, og vi er derfor nødt til å finne markedsverdien av gjeld, samt markedsverdien av egenkapitalen. Self-Storage Group er delt opp i 65 734 111 aksjer, og handles i skrivende stund på Oslo Børs til kurs 16,90 kr pr aksje (Oslo Børs). Markedsverdien av egenkapitalen blir dermed som følger:

Antall aksjer	65 734 111
Markedspris aksje	16,90 kr
Markedspris SSG	1 110 906 476 kr

Når det kommer til markedsverdien av gjeld har ikke Self-Storage Group noen utestående obligasjoner i markedet, men finansieres delvis gjennom banklån. Vi kan dermed ikke benytte oss av en markedsverdi på gjelden, men benytter oss selskapets langsiktige gjeld, med en bokført verdi på 118 023 000 kr. Koller, Goedhart og Wessels argumenterer i boken “Valuation: measuring and managing the value of companies” (2015, s. 330) at den bokførte verdien av gjeld skal benyttes dersom ingen markedsverdier er tilgjengelig.

### 5.3.6 Beregnet avkastningskrav for total kapitalen

$$WACC = \frac{E}{D+E} (r_e) + \frac{D}{D+E} (r_d)(1 - t),$$

$$\frac{1\,110\,906\,476}{1\,336\,297\,467} (0,0632) + \frac{225\,391\,000}{1\,336\,297\,467} (0,042)(1 - 0,23) = 5,80\%$$

### 5.3.7 Terminalverdi

I beregningen av fri kontantstrøm er levetiden til selskapet ofte uvisst, og det kan derfor være et usikkert moment hvor mange kontantstrømmer man skal tillegge i utregningen. Beregningen av presise kontantstrømmer avsluttes etter et visst antall år, noe vi har valgt å kalle den *eksplisitte perioden*. Å skulle anta noe om selskapets inntjening langt fram i tid er ikke bare en vanskelig oppgave, det er også noe irrasjonelt da ingen investor har grunnlag for å avgjøre hva selskapets inntjening i evig tid. Derfor opererer vi med begrepet «terminalverdi», som er en utregning vi tillegger de diskonterte kontantstrømmene. Terminalverdi er også ofte omtalt som “Continuing value”, og har akkurat samme betydning som terminalverdi-begrepet. Det er vanlig å verdsette terminalverdien basert på Gordons vekstformel, og det er viktig å skille mellom to former for vekst:

- Resultatvekst: Vekst fra eksisterende eiendeler. Grunnet inflasjon er det naturlig at man over tid setter opp prisene på produktene man selger. Selv

om man produserer like mange enheter som året før, vil kontantstrømmen være noe høyere i nominelle kroner.

- Ekspansjonsvekst: Vekst som skyldes investeringer i nye maskiner, fabrikker osv (Kaldestad & Møller, 2016, s. 121).

Formelen er slik:  $TV = \frac{CF+(1+g)}{(r-g)}$ , der  $CF$ = fri kontantstrøm i det siste året av den eksplisitte perioden,  $g$ =vekstfaktor,  $r$ =total kapitalens avkastningskrav.

## 6.0 Regnskapsanalyse

En viktig del av verdsettelsen av Self Storage Group er regnskapsanalysen, der vi ønsker å bruke historiske nøkkeltall fra bedriften til å gi oss et bedre bilde av hvordan bedriften vil prestere i fremtiden. Dette vil være med å gi oss et godt grunnlag for å anta noe om utviklingen til selskapet. Med det er det viktig å igjen understreke at Self Storage Group kun har vært børsnotert i underkant av 2 år, siden Oktober 2017. Dette medfører naturligvis noen begrensninger i kalkulasjonene og tolkning av nøkkeltallene. Regnskapsanalysen skjer gjennom nøye gjennomgang av selskapets balanse og resultatregnskap. Firmaet *Ernst & Young* fungerer som revisor for Self Storage Group, og regnskapet er godkjent i henhold til IFRS og regnskapsregulasjoner. *Ernst & Young* oppgir i årsrapporten følgende “*The financial statements are prepared in accordance with Norwegian law and regulations*”. Utregninger av nøkkeltall vises I vedlegg 1, fane “*Utregning av nøkkeltall*».

Vi vil videre rette fokuset vårt på gjennomgang av bedriftens nøkkeltall, gjennom analyse av offentlig tilgjengelig informasjon. Vi deler opp i fire punkter: Lønnsomhet, soliditet, finansiering og likviditet.

Nøkkeltall	2017	2018
<b>Lønnsomhet:</b>		
Totalrentabilitet	8,40 %	13,11 %
Egenkapitalrentabilitet	11 %	17 %
<b>Soliditet:</b>		
Egenkapitalandel	75 %	73 %
Gjeldsgrad	33 %	36 %
<b>Finansieringsanalyse</b>		
Finansieringsgrad	0,08	0,08
<b>Likviditet</b>		
Likviditetsgrad 1	3,76	2,23
Likviditetsgrad 2	3,74	2,21



## 6.1 Lønnsomhetsanalyse

Totalkapitalrentabilitet viser avkastning på selskapets totale kapital

Self Storage Group har hatt en økning i totalkapitalrentabilitet på rundt 4,7%, fra 8,4% til 13,1%. Denne økningen skyldes en økning i salgsvolum, samt reduksjon i kostnader. Self Storage Group har holdt totalkapitalrentabiliteten vesentlig høyere enn selskapets finansieringskostnad, som viser til god lønnsomhet.

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på investeringen gjort av selskapets eiere, og er dermed mest relevant for egenkapitalinvestorer. Her måles det hvor stor del av resultatet som tilfaller eierne, sett i forhold bedriftens egenkapital.

Egenkapitalrentabiliteten har økt fra 11% til 17% mellom 2017 og 2018. Også her har økt salgsvolum og reduksjon i kostnader vært avgjørende. Ser man bort fra emisjonen gjennomført i 2017, og hva slags bidrag denne kapitalen har hatt på resultatet, ville egenkapitalrentabiliteten til Self Storage Group vært langt høyere enn i dag (Eklund & Knutsen, 2003, ss. 131,139,144).

## 6.2 Soliditet

Egenkapitalandelen er en viktig del av soliditet, fordi det viser bedriftens evne til å overleve perioder med tap. Et selskap med en høy andel egenkapitalandel vil også ha høyere fleksibilitet i den forstand at det har mulighet til å utføre investeringer dersom spennende muligheter byr seg. Gjeldsgraden måler forholdet andel egenkapital finansiert av långivere, og andelen som er finansiert gjennom eiernes innskutte egenkapital. Med en lav gjeldsgrad sier vi at selskapet har en høy soliditet. Egenkapitalandelen gikk fra 75% i 2017, til 73% i 2018. Andelen av egenkapital kan sees på som svært høy, og relateres til en nyemisjon gjennomført i 2017. Den lille nedgangen i egenkapitalandel skyldes et stort antall investeringer, som igjen delvis finansieres gjennom banklån. Bedriften har derfor påtatt seg noe mer gjeld, som påvirker nøkkeltallet. Egenkapitalandelen er likevel tilfredsstillende (Eklund & Knutsen, 2011, ss. 167-168).

## 6.3 Likviditet

Likviditet omhandler bedriftens evne til å kunne betale løpende forpliktelser

Likviditetsgradene er de mest brukte nøkkeltallene i måling av likviditet. Vi går

nærmere inn på Likviditetsgrad 1- og 2, samtidig som vi merker oss at noen også bruker Likviditetsgrad 3. Likviditetsgrad 3 er mindre brukt, og vi har derfor valgt å ikke inkludere det. Likviditetsgrad 1 og 2 forteller begge om selskapets betalingsevne. Hovedforskjellen er at varelageret, som sees på som de minst likvide blant omløpsmidler, er trukket fra omløpsmidlene i Likviditetsgrad 2.

Anbefalte likviditetsgrader er for  $LG1 > 2$ , og  $LG2 > 1$ . Selskapet har gått fra  $LG1$  på 3,76 og  $LG2$  på 3,74 i 2017, til henholdsvis 2,23 og 2,21 i 2018. Utviklingen i likviditetsgradene skyldes en nedgang i kontanter fra 2017 til 2018. Vi anser likevel likviditeten som tilfredsstillende, da likviditetsgraden fortsatt holder et høyt nivå (Eklund & Knutsen, 2011, ss. 151-153).

#### **6.4 Finansieringsgrader**

Kapitalen som blir benyttet til å finansiere anleggsmidler skal også finansiere varelager, som anses som det minst likvide omløpsmiddelet. Derfor er anbefalt forholdstall  $< 1$ . Vi har beregnet selskapets finansieringsgrad 1 som for både 2017 og 2018 ligger stabilt på 0,08. Dette forteller oss at selskapets anleggsmidler er langsiktig finansiert (Eklund & Knutsen, 2011, s. 164).

### **7.0 Strategisk analyse**

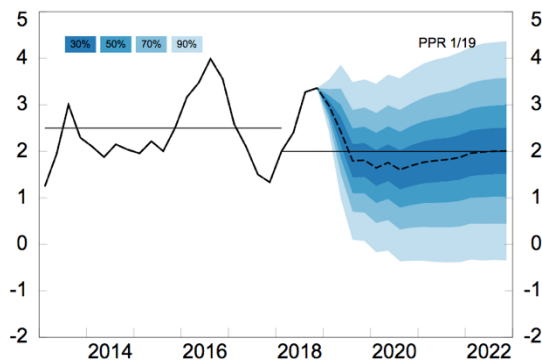
Det er mange måter å definere begrepet *strategi* på. Henry Mintzbergs korte, men presise «*Strategy is a pattern in a stream of decisions*» oppsummerer det godt i den forstand at en strategi er et strukturert sett/mønster å handle på i en gitt sammenheng. Strategisk analyse omhandler selskapets strategiske posisjonering, og tar for seg interne og eksterne faktorer som påvirker selskapets aktiviteter, og den retningen som aktivitetene fører selskapet (Johnson, et. al. referert i Mintzberg, 2018, s. 4).

#### **7.1 Makroøkonomisk analyse**

Til tross for at Self Storage Group er et selskap som opererer innenfor Skandinavia, og hovedsakelig innenfor Norge, er det flere globale makroøkonomiske forhold som påvirker selskapet. Videre tar vi for oss faktorene vi mener er viktigst i dette selskapets tilfelle.

### 7.1.1 Inflasjon

Norges Bank har som mål å holde en lav og stabil gjennomsnittlig vekst i inflasjon over tid, på nesten 2,5% årlig. Norges Bank sin rolle er å holde inflasjonen nær styringsmålet. Inflasjonsmålet er fleksibelt, som betyr at sentralbanken jobber for å stabilisere brutto nasjonalprodukt (BNP). Også Sverige og Danmark har et fleksibelt inflasjonsmål for pengepolitikken (Holden, 2016, s. 220).



Figur 1: KPI utvikling (Norges Bank, 2018a)

Diagrammet fra Norges Bank over viser utviklingen i konsumprisindeksen siden 2012, og antakelser om utviklingen fram til 2022. I Norge så vi en spesiell vekst i inflasjon rundt 2016. Basert på Norges Banks antagelser vil inflasjonen ligge relativt flatt rundt målsatt vekst de tre neste årene.

### 7.1.2 Kjøpekraft

Når man snakker om kjøpekraft er *reallønn* et viktig stikkord, som sier noe om mengden av varer og tjenester en lønsmottaker kan kjøpe for lønnen man mottar. Reallønnen forteller dermed noe om utviklingen i verdien av lønnen vi mottar. Denne avgjøres av flere faktorer som inflasjon, valutakurser og rentenivået. Skandinavia har over lengre tid opplevd økende kjøpekraft. Likevel har et eiendomsmarked i ekstrem prisvekst gjort at spesielt unge sliter med å komme seg inn på boligmarkedet. De som har råd til å kjøpe eget, gjør ofte et kompromiss på areal. Økningen i månedslønn fra januar 2017 til januar 2018 var på 2,9% (Statistisk Sentralbyrå, 2019a).

Konsensus blant fagforbundene er at lønnsveksten i 2019 vil bli i overkant av 3%. Mye av denne lønnsveksten blir «spist opp» av inflasjon, men til sammenligning

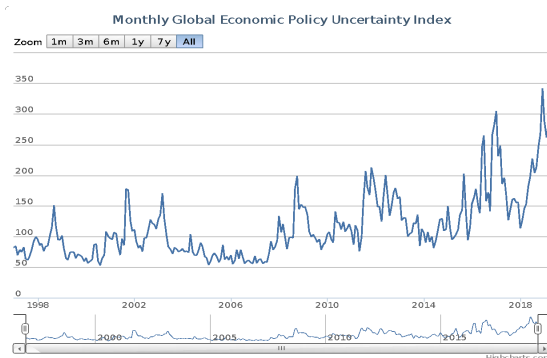
er fortsatt årlig inflasjon lavere enn lønnsvekst. Med stabil kronekurs og lave renter kan vi dermed vente oss en liten vekst i reallønn i tiden fremover.

### 7.1.3 Rentenivå

Styringsrenten ble 21.03.2019 hevet av Norges Bank til 1% fra 0,75%. Konsensus i markedet er at vi ser minst én renteheving til i inneværende år. Rentenivået har ligget lavt lenge, noe som har bidratt til en sterk vekst i aksjemarkedet de siste ti årene (Norges Bank, 2019). Lavt rentenivå gjør det billig for selskaper å finansiere prosjekter, noe selskaper ofte benytter seg av i lavrentemarkeder. Lave rentenivåer sies derfor å være en viktig bidragsyter til vekst i selskapene, og dermed i aksjemarkedet. Når styringsrenten øker, øker også kostnadene for bankene som låner penger av sentralbanken. Denne økte kostnaden får da som konsekvens at renten må økes mot bankenes utlånskunder, noe som bremser veksten i aksjemarkedene. Denne økte rentekostnaden påvirker både privatkunder og næringslivskunder.

### 7.1.4 Global økonomi

I følge OECD (*The Organisation for Economic Co-operation and Development*) sin nye rapport for 2019 er de økonomiske utsiktene for verdensøkonomien svakere enn tidligere antatt i samtlige G20-land. Dette skyldes en svakere vekst i Kinas økonomi, i tillegg til at handelskrigen mellom USA og Kina senker handelsnivået og produksjonsmengder verden over. Usikkerhet knyttet til handelsregler og bestemmelser i global handel preger både verdensøkonomien og finansielle markeder (OECD, 2019a). I indeksen nedenfor vises frykt for handelskrig de siste 20 årene.



Figur2: Verdens økonomisk usikkerhets indeks (Economic Policy Uncertainty, 2019)

Brutto nasjonalprodukt (BNP) omhandler total verdiskapning i et land (Holden, 2016, s. 45). Det har vært en solid vekst i global BNP i foregående år, men

grunnet handelskrigen mellom USA og Kina, ser den positive trenden ut til å dempes i årene som kommer. Allerede i slutten av 2018 kunne man observere nedgang i den globale veksten, en nedgang som har fortsatt i begynnelsen av 2019. OECD (2019) spår en nedgang i BNP fra 3,5% (2018) til 3,2% i løpet av året, før den er ventet å avta til 3,4% i 2020 (OECD, 2019b). Dette kan påvirke finansiell stabilitet negativt med ny økning i kredittvekst (Norges Bank, 2018b).

### **7.1.5 Nordisk økonomi**

Store variasjoner i oljeprisen har påvirket utviklingen i Norges bruttonasjonalprodukt de siste årene. Andre relevante land for Self Storage Group som Sverige og Danmark er naturligvis mindre påvirket av svingninger i oljeprisen. Tall fra Statistisk Sentralbyrå (SSB) viser at nordmenn konsumerer mest i Europa, og konsumet av varer og tjenester til private husholdninger i snitt ligger mellom 15-20 prosent høyere enn i de andre nordiske landene. Dette reflekterer forholdet i velstandsnivå mellom landene, og kan tyde på at etterspørsel etter lagring vil være høyere i Norge enn øvrige nordiske land (Statistisk Sentralbyrå, 2017).

## **7.2 Tilleggsinformasjon**

I tillegg til de makroøkonomiske faktorene, vil vi ta for oss interne og eksterne faktorer som påvirker bransjen og Self Storage Group.

### **7.2.1 Marked-og selskapsutsikter**

Selskapet er i en bransje med økende etterspørsel grunnet svært gunstige makroforhold. De viktigste faktorene er trender som høy innflytning til storbyer, økende befolkningstetthet i byene og et høyt priset boligmarked der innbyggere i storbyene bor på små arealer med lite lagringsplass. Vi tenderer til å kjøpe mindre enn før, og leie mer. Norge består nå av 5 334 762 personer, opp 31 984 fra første kvartal 2018 (Statistisk Sentralbyrå, 2019b). Befolkningsveksten vil også spille en viktig faktor for flere av makroforholdene som påvirker selskapet. Likevel er det knyttet usikkerhet til substitutter og alternative løsninger, et viktig punkt som vi kommer nærmere inn på videre i kapitlet.

### **7.2.2 Kostnadskontroll**

Små grep kan gjøre store kostnadsbesparelser i driften av lagerlokaler. Self Storage har, akkurat som flere av Self-storage selskapene i Europa investert i moderne IT-løsninger for kostnadsbesparelse i lønn og lønnsrelaterte poster, i tillegg energibesparende løsninger som LED-lys og solcellepaneler.

### **7.2.3 PESTEL**

PESTEL-rammeverket er en viktig og mye brukt modell for analyse av makroøkonomiske faktorer som påvirker et selskap. Rammeverket kategoriserer faktorene inn i seks grupper; politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, juridiske og miljømessige. Rammeverket inkluderer både markedsrelaterte og ikke-markedsrelaterte faktorer (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2018, s. 27).

#### **7.2.3.1 Politiske og juridiske**

Utleiemarkedet i Norge er lite regulert, men er eksponert for samme markedsutviklingstrekk som eiendomsmarkedet generelt. Derfor kan offentlige reguleringer på eiendom- og nye regler for eiendomsutvikling påvirke også denne virksomheten. Husleiereguleringen antas å være en lite sannsynlig risiko i Self-Storage-sektoren. En annen potensiell trussel er nye regler for fremleie, som allerede har vært et mye diskutert tema i Norge. Med dagens regjering kan det ikke tenkes at reglene for framleie vil endres med det første, men kan dog være en trussel for virksomheten på lengre sikt.

#### **7.2.3.2 Økonomiske**

Viktige økonomiske faktorer har vi tatt for oss i den makroøkonomiske analysen. Endring i rentenivået påvirker tilbud, etterspørsel og prisutvikling på fast eiendom, og påvirker derfor Self-Storage-bransjen på to måter:

- Dyrere bolig kan bety at folk kjøper mindre bolig, og derfor etterspør mer ekstern lagringsplass
- Høyere press på næringseiendom kan gi et skifte i kostnader/pris på utleieareal, og derved redusere relativ konkurransekraft i forhold til andre varer og tjenester

Med en høy andel leide utleielokaler er selskapet veldig sensitivt for økning i leiepriser, et marked som forøvrig har sett en jevn prisstigning de seneste årene, spesielt i storbyene der Self Storage Group er lokalisert.

### 7.2.3.3 Sosiale faktorer

Federation of European Self Storage Association (*FEDESSA*) oppgir i deres årlige spørreundersøkelse at landene med høyest tilbøyelighet for å bytte bosted (bosettingsmobilitet), også er de landene med størst tilgjengelig utleieareal per innbygger for lagringsplass/utleieboder i Europa. Av landene der befolkningen har byttet bosted mest de siste fem er Norge, Danmark og Sverige. Videre oppgir *FEDESSA* at flytting er en av hovedfaktorene for at folk benytter seg av utleieboder (*FEDESSA*, 2018). Høy mobilitet i boligmarkedet i Norge og øvrige land, øker befolkningstetthet i storbyene. Videre kan det tenkes at stabilitet i boligmarkedet, gjennom et stabilt og forutsigbart rentenivå, vil bidra til en oppbremsing i fraflytning. Et samfunn i hurtig endring, der tradisjonelle stillingstyper automatiseres og robotiseres, og der nye arbeidstyper stadig oppstår, vil bidra til mobilitet i boligmarkedet og kan tenkes positivt for Self Storage Group. Blant sosio-kulturelle trender kan *anti-materialisme* nevnes. *Bruk og kastedmentaliteten* er i ferd med å endres hos mange yngre voksne, og flere ønsker å eie mindre. Dette kan påvirke etterspørselen i utleiemarkedet negativt. Omvendt kan man si at hvis pris per m<sup>2</sup> på kjøpesentre vil stige vesentlig, vil næringsdrivende søke alternativ lagringsplass. Et annet scenario kan være at økt netthandel medfører en «butikkdød» (nedleggelse av endel forretninger med fast utsalgssted), og at det derved frigjøres areal som kan bli konkurrerende areal.

### 7.2.3.4 Teknologiske

En vesentlig teknologisk faktor som kan påvirke virksomheten er digitale applikasjoner (*apper*) sitt bidrag til delingsøkonomien. Det har allerede blitt lansert flere delingsbaserte «apper» for deling av tjenester som Airbnb og Uber. Vi deler mye mer enn vi gjorde før, både når det gjelder mat, transport, bosted eller andre eiendeler. Historiene om grundere som finner opp nye, sofistikerte delingsbaserte tjenester er utallige, og det er antageligvis kun et tidsspørsmål før en delingstjeneste for lagring (boder og rom som folk har til overs) snart er å finne på markedet. Dette vil naturligvis kunne påvirke etterspørselen etter Self Storage Group sine tjenester stort.

I *FEDESSA*-rapporten oppgir flere av medlemselskapene at solcellepaneler og energisparende LED-lys blir en viktig brikke i kostnadsbesparelser videre.

Teknologiske framskritt i både solcellepaneler og LED-lys, samt andre potensielle teknologiske energibesparende nyvinninger blir en viktig faktor for Self Storage Group i fremtiden (*FEDESSA*, 2018).

#### **7.2.3.6 Miljømessige**

Vi identifiserer ingen vesentlige miljømessige faktorer som kan påvirke virksomheten.

#### **7.2.4 Porters fem krefter**

Porters fem krefter, også kalt *femkraftsmodellen*, er et verktøy for å analysere en bransje og bransjens attraktivitet gjennom fem konkurransekrefter. Essensielt i rammeverket er at høye inngangsbarrierer, sterk konkurranse mellom aktører, høy forhandlingskraft hos kunder og leverandører, i tillegg til høy fare for substitutter, i sum vil resultere i lite attraktiv bransje for selskaper å operere i (Johnson et al., 2018, s. 50).

##### **7.2.4.1 Inngangsbarrierer**

Bransjen kan anses å ha lave inngangsbarrierer, med tilgang til areal og kapital som eneste vesentlige innsatsfaktor. Likevel anser vi ikke bransjen som spesielt kapitalkrevende. Kommer man inn i markedet på riktig tidspunkt kan man langtidsleie bygg for lave rater. For utenlandske profesjonaliserte aktører i markedet kan etablering i det norske markedet være relativt enkelt, fordi slike aktører har forretningsmodeller som lett kan tilpasses Norge.

##### **7.2.4.2 Kundenes forhandlingsstyrke**

Det faktum at lagring kan foregå på mange steder taler for delvis forhandlingsstyrke hos kundene. Dette gjelder spesielt for kunder som vurderer å benytte seg av Self Storage Group for lagring av mindre, mobile ting som sykler, hagemøbler osv. Slike mindre lagringsbehov kan enkelt dekkes på alternative måter. For kunden blir dette en vurdering mellom tørre, trygge og tempererte lagringsplasser mot å ha ting utendørs eller på loft, boder, skur og garasjer. Fåtalet av aktører i bransjen taler i mot kundenes forhandlingsstyrke, samtidig



som vi mener antall aktører vil øke i fremtiden. Byttekostnader anses som lave rent økonomisk, men vil trolig være tidskrevende for kunder i tilfeller der tunge eller store objekter skal flyttes.

#### **7.2.4.3 Substitutter**

I Skandinavia i dag, og spesielt i Norge, foregår det fortsatt mye landbruk i store deler av landet. Totalt sett utgjør dette store arealområder i låver og gårder, og vesentlige endringer i landbrukspolitikken, f.eks. importregler for landbruksvarer kan påvirke bønder til å avvikle landbruk. Dermed er det en risiko for at et stort antall bønder plutselig tilbyr rimelig lagringsplass på ledige låvebygg rundt omkring i landet, også rett utenfor storbyene. Tendenser til dette sees allerede i dag, der låver brukes til vinterlagring av campingvogner, biler og båter.

Nye boligprosjekter i byene tilbyr mer moderne og arealeffektive løsninger enn eldre bygg, noe som kan redusere behovet for ekstern leie i storbyer. I tillegg må det nevnes en vesentlig endring i norske forbrukervaner med spesielt stor negativ effekt på kjøpesentrene. Økt netthandel gjør at kjøpesentrene taper stadig mer penger, og flere butikker har ikke lenger råd til å bli værende i kjøpesentre. Dette kan over tid resultere i at store bygg, sentralt lokalisert, står tomme. At f.eks. en aktør som Olav Thon, med en enorm andel av norske kjøpesentre, om få år kan stå igjen som en stor konkurrent til Self Storage Group er derfor ikke usannsynlig.

#### **7.2.4.4 Leverandørenes forhandlingsstyrke**

Tjenester selskapet benytter seg av er i hovedsak byggefirmaer/ entreprenører/ eiendomsutviklere, IT-tjenester, alarm-og sikkerhetstjenester, vedlikeholdsarbeid, advokatbistand ved transaksjoner og regnskapsføring. Virksomhetens leverandører kan sies å alle være i modne og høyt konkurranseutsatte markeder. Dette gir Self Storage Group høy fleksibilitet i valg av leverandører og høy forhandlingsmakt.

#### **7.2.4.5 Konkurransesituasjon**

Som vi har vært inne på er antallet direkte konkurrenter i Norge få, til tross for at substituttene er mange. Da tjenesten som tilbys er enkelt å kopiere vil forskjellene i kvaliteten på tjenesten være mindre enn i andre bransjer. Likevel varierer servicenivået, og det er fåtall av virksomhetens konkurrenter i Norge som tilbyr

like moderne IT-løsninger og back-office løsninger som Self Storage Group. I prinsippet trenger ikke kundene være i direkte kontakt med noen ansatte. De bestiller på nettet og mottar tilgang gjennom digitale kommunikasjonsverktøy, noe som et fåtall av konkurrentene i Norge tilbyr. I Sverige og Danmark derimot er moderne løsninger mer utbredt i bransjen, samtidig som selskapet har en svakere posisjon i markedet. Høy etterspørsel etter lagerlokaler og næringsbygg (som lagerlokaler i noen tilfeller omgjøres til) påvirker utgangsbarrierene i markedet, da byggene er lett omsettelige. Å komme seg ut av markedet er derfor mulig uten for store komplikasjoner.

### 7.2.5 Interne strategiske ressurser

VRIO fungerer som et verktøy for å kartlegge og tolke den strategiske betydningen av bedriftens interne ressurser. Eksempler på slike ressurser er eiendeler, prosesser og rutiner, relasjoner og nettverk, informasjon og kunnskap som gjør bedriften i stand til å utføre strategier (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 55).

Av sentrale ressurser for Self Storage Group anser vi omdømme, kunnskap om bransjen, finansiell posisjon og fysiske ressurser som viktige interne ressurser som må opprettholdes.

I tabell under presenterer vi de viktigste ressursene med dets avkastning basert på VRIO rammeverket.

Ressurs	Verdifull (V)	Sjelden (R)	Vanskelig å kopiere (I)	Godt organisert (O)	Avkastning
<b>Fysiske ressurser</b>	Ja	Delvis	Nei	Ja	Over Gjennomsnitt
<b>Finansielle ressurser</b>	Ja	Delvis	Delvis	Ja	Potensielt tidsbegrenset over gjennomsnitt
<b>Omdømme</b>	Ja	Delvis	Delvis	Ja	Gjennomsnitt
<b>Teknologiske ressurser</b>	Ja	Nei	Nei	Ja	Potensielt over gjennomsnitt
<b>Kunnskap</b>	Ja	Delvis	Delvis	Ja	Over gjennomsnitt

Figur 3: Resultat av VRIO analyse (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 75)

Alle ressursene for Self Storage Group som kommer frem i VRIO er verdifulle, men ikke alle ressursene gir like mye konkurransefortrinn. For å opprettholde strategisk konkurransefortrinn over lang tid, må alle kriteriene være oppfylt. Vi ser på at ingen av ressursene er sjeldne og ingen er umulig å kopiere for andre. En

sterk posisjon i markedet i dag, kan bli utfordret av andre internasjonale selskaper på lang sikt.

#### **7.2.5.1 Fysiske ressurser**

Siden selskapet disponerer (eier eller leier) en eiendomsportefølje i store sentrale byområder som antas å være attraktivt lokalisert og at det vil være både ressurs- og tidkrevende å etablere en tilsvarende eiendomsportefølje vil vi si at dette er en viktig fysisk ressurs for selskapet.

#### **7.2.5.2 Finansielle ressurser**

Self Storage Group går i overskudd kvartal for kvartal, noe som ikke er en selvfølge for så unge selskaper. I motsetning til mindre selvlagringselskaper står Self Storage Group med sterke aksjonærer i ryggen, som f.eks. Feok AS, Ferncliff Invest AS, Holta Invest AS og Vatne Equity AS. Dette er alle diversifiserte og økonomisk sterke aksjonærer med midler til overs dersom selskapet skulle trenge ytterligere kapital. Selskapet kan trolig henvende seg til disse gjennom en rettet emisjon, istedenfor en åpen emisjon der emisjonskurs kan bli presset nedover ved en eventuell reperasjonsemisjon. Denne muligheten ser vi på som verdifull og lite til delvis kopierbar. Til tross for en sterk økonomisk posisjon vil likevel selskapet ha lite økonomiske muskler i forhold til f.eks. Thon-gruppen, noe som kan være relevant dersom noen av spådommene våre om kjøpesentre slår til.

#### **7.2.5.3 Teknologiske ressurser**

IT-systemet anses som verdifullt, og lett kopierbart. Teknologien kjøpes av leverandører som kan tilby dette til andre potensielle konkurrenter.

#### **7.2.5.4 Omdømme**

Omdømme til selskapet er umiddelbart ikke kopierbart. Samtidig er omdømme bygget opp gjennom markedsføring og salg gjennom flere år, og dermed verdifullt.

#### **7.2.5.5 Kunnskap**

Organisasjonskulturen i selskapet er viktig, der verdifull kunnskap og et felles verdsett samt gode arbeidsrutiner vil gi synergieffekter. Med utleielokaler i mange

byer er det avgjørende at selskapet sikrer lokalt eierskapsfølelse hos driftsansvarlige de ulike utleiestedene.

## **8.0 Spesifisering av data**

### **8.1 Prognoseperiode**

I prognostisering-perioden deler man vanligvis i to perioder; den eksplisitte prognoseperioden, og terminal-perioden. I den eksplisitte perioden, som strekker seg til de antall årene en mener det er mulig å kunne forutse selskapets kontantstrømmer, kalkulerer man kontantstrømmene for hvert år individuelt basert på antagelsene sine. Terminal-perioden, som vi har skrevet om i kapittel 9, er perioden som strekker seg utover disse årene. Lengden på en eksplisitte perioden man benytter seg av varierer ut ifra selskap, bransje og situasjon. I terminal-perioden antar vi en konstant vekstfaktor. Derfor, om man mener vekst er irregulært til f.eks. år 5, vil den eksplisitte perioden være fra år 1 til 5. I tillegg må den eksplisitte perioden være så lenge vekstfaktoren er høyere enn totalkapitalkostnaden (WACC). (Frykman & Tolleryd, 2010, s. 79).

I vårt oppsett har vi benyttet oss av en eksplisitt periode på 5 år, og en konstant vekstfaktor utover dette. Grunnlaget for dette er at selskapet er i stor vekst og i en raskt endrende bransje, som vi dermed mener det er lite hensiktsmessig å anta noe om utover dette.

### **8.1 Avskrivninger og investeringer**

Det finnes flere forskjellige avskrivningsmetoder, som f.eks, lineær-metode og saldo-metode. Self Storage Group meddeler i sin årsrapport for 2018 at de benytter seg av lineær avskrivningsmetode (Self Storage Group, 2018). Vi benytter oss derfor av samme avskrivningsmetode. Selskapet besitter naturligvis en høy andel av materielle eiendeler, og lite immaterielle. I vårt tilfelle beregner vi investering i anleggsmidler som 12% av omsetningen. Prosentandelen fremstår realistisk da investeringer i anleggsmidler er en nødvendighet for selskapets videre vekst. Vi opererer deretter med en avskrivningssats av totalt investerte anleggsmidler på 14%.

Selskapet oppgir i deres årsrapport fra 2017 at de ønsker en utvidelse av utleieareal på 10 000 m<sup>2</sup> årlig. Basert på våre antagelser om fremtidige leieinntekter, tror vi dette målet er oppnåelig. I 2019 har selskapet så langt

gjennom investeringer i blant annet Bodø, Halden, Kristiansand og det nye flaggskipet på Alnabru i Oslo investert for i overkant av 50 MNOK. Damodaran argumenterer i *“The Dark side of Valuation”* for at investeringer bør beregnes ut ifra følgende formel (2010, s. 27).

$$\text{Investeringer} = (\text{Netto kapitalutgifter} + \text{Endring i Arbeidskapital} / \text{Driftsresultat}(1\text{-skatt}))$$

En mer presis beregning av investeringer mener vi likevel vil være å først ta utgangspunkt i selskapets gjennomsnittlige investeringer i anleggsmidler de to siste årene, og multiplisere dette tallet med prognoser om fremtidige omsetning i kommende år. Vi har valgt denne fremgangsmåten fordi at selskapet er i stor vekst, og genererer høy årlig omsetning. Vi antar at en stor del av denne omsetningen vil bli benyttet til å utvide antall utleielokaler, og mener derfor det er en hensiktsmessig fremgangsmåte.

Vi mener likevel at en mer presis beregning av investering vil være å ta utgangspunkt i gjennomsnittlig pris per m<sup>2</sup> (beregnet ut i fra allerede gjennomførte investeringer), og i tillegg en vektprosent på 2,2% som reflekterer årlig prisutvikling i eiendomsmarkedet. Videre tar selskapet målsetning om en økning i utleieareal med 10 000 m<sup>2</sup> årlig, og multipliserer dette med gjennomsnittlig pris per m<sup>2</sup>.

## 8.2 Arbeidskapital

For å finne arbeidskapital trekker vi kortsiktig gjeld fra bedriftens omløpsmidler. Arbeidskapitalen er midlene bedriften har til å dekke løpende kostnader, og er derfor en viktig komponent i den daglige driften av selskapet. For beregningen av årlig fri kontantstrøm, som påvirkes av endringen i arbeidskapital, leter vi etter økning/nedgang i kontanter, kundefordringer, varelager, leverandørgjeld og annen ikke-rentebærende gjeld. Summen av endringen i disse blir total endring i arbeidskapital (Frykman & Tolleryd, 2010, s. 87). I en verdsettelse må man ta hensyn til arbeidskapitalen som varierer og påvirkes av driften. Det betyr at vi ekskluderer engangsposter. Dersom arbeidskapitalen avviker fra et normalisert nivå, bør det vurderes å justere for dette i verdsettelsen (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 77-78). Den årlige endringen i arbeidskapital inngår i verdsettelsen i Kapittel 9, og fremkommer i vedlegg 1, fane «beregning av arbeidskapital».

### 8.3 Inntekter / innbetalinger

Selskapets salgsinntekter har sett en drastisk økning de siste årene. I 2016 var salgsinntektene på MNOK 80,87, og økte med MNOK 131,26 i 2017 til MNOK 212,14, tilsvarende hele 162%. I 2018 endte totale salgsinntekter på 238,4 MNOK, tilsvarende en økning på 12,38%. En økning i salgsinntekter som selskapet opplevde fra 2016 til 2017 er det rimelig å anta at ikke vil skje igjen. Økningen fra 2017 til 2018 indikerer at selskapet fortsatt er i kraftig vekst, og at etterspørselen etter utleieboder i norske storbyer er voksende. Self Storage Group avsluttet 2018 med et totalt utleieareal 117 000 m<sup>2</sup>, og har de siste to årene i gjennomsnitt klart å fylle 87% av totalt areal, noe som betyr at kun 13% i gjennomsnitt har stått ledig (uten kunder). Som grunnlag for fremtidige leieinntekter har vi først beregnet gjennomsnittlig inntjening per kvadratmeter, og multiplisert dette tallet med våre antagelser om fremtidig utleieareal. Samtidig har selskapet rapportert om en fyllingsgrad av totale utleieboder på 87%. Med en økning i tilbud fra selskapet samt en økning i etterspørsel slik våre prognoser tilsier, antar vi at fremtidig fyllingsgrad vil vedvare. Derfor har vi til slutt multiplisert totale leieinntekter fra totalt utleieareale med 87%. Vi legger dermed til grunn at selskapet opplever en organisk vekst gjennom et voksende marked, og at tilbudssiden, som vil stige grunnet stor investeringer, ikke overstiger etterspørselen i markedet. Etter disse beregningene kommer vi fram til en gjennomsnittlig årlig inflasjonsjustert vekst i inntekter på 8,5% (Kaldestad & Møller, 2016, s. 91).

### 8.4 Betalbare kostnader

Våre antagelser om fremtidige kostnader er listet nedenfor:

#### Leiekostnader

Leiekostnader de to siste årene har i gjennomsnitt vært på 32% av total omsetning. Per dags dato består OK Minilager av 8% selveide lokaler, og City Self Storage av 56% selveide lokaler. Målsetningen til selskapet er å eie en høyere andel av lagerlokaler i 2020. Ved slutten av 2018 var 30% av alle lagerlokaler selveide for virksomheten. Dette kommer til å øke ytterligere gjennom investeringer i tiden som kommer, samt høy forhandlingsmakt med leverandører som påpekt i kapittel

7. Derfor har vi valgt å senke veksttakten i leiekostnader fra 32% til 21% av omsetning i den eksplisitte prognoseperioden.

### **Lønn-og lønnsrelaterte kostnader**

Utvikling i lønnskostnader fra 2017 til 2018 så en nedgang på 1%, fra 17% ned til 16% av total omsetning. Likevel hadde selskapet lønnskostnader på i overkant av 37 MNOK i 2018. Ytterligere investeringer i IT-relaterte løsninger moderniserer og effektiviserer prosesser, men kriver samtidig opplæring. I tillegg vil ikke alle IT-systemer være fullt operasjonelle med det første. Under en så stor vekstfase som selskapet er i, kommer også på et tidspunkt til kreve ytterligere arbeidskraft. I følge Statistisk Sentralbyrå er estimert lønnsvekst for Norge i 2019 rundt 3%. Dette reflekterer ikke nødvendigvis lønnsøkning i Self Storage Group, men kombinert med øvrige faktorer mener vi 3% økning til totalt 20% av omsetning er fornuftig.

### **Eiendomsrelaterte kostnader**

Eiendomsrelaterte kostnader inneholder vedlikehold, rengjøring og andre lignende operasjonelle kostnader. Fra 2017-2018 opplevde selskapet en marginal økning i eiendomsrelaterte kostnader, og vi tror effektivisering samt nye og moderne bygg vil ha en marginal økning i fremtiden.

### **Andre kostnader**

Under andre kostnader oppfører selskapet IT-relaterte kostnader, salg og markedsføring. Til tross for at salg og markedsføring er kostnader som kommer til å vedvare, er flere av IT-relaterte kostnader engangskostnader som ikke gjentar seg i overskuelig framtid. Andre kostnader gikk ned med 5% fra 2017 til 2018, og det ble i perioden rundt oppstart markedsført mer enn normalt. Vi antar at andre kostnader holder seg på 5% av omsetning i prognoseperioden.

## **8.6 Skatt**

Skattesats på alminnelig inntekt for bedrifter er 23% i 2019 (med unntak av noen spesifikke bransjer som f.eks oljeutvinning) (Regjeringen, 2018). Til tross for et nylig presentert forslag fra regjeringen en senking av skattesats til 22% i kommende år, er det fortsatt usikkerhet om forslaget blir vedtatt (NTB, 2018). For de neste fem årene er det naturligvis knyttet usikkerhet til hvem som danner neste regjering, og hvilken skattepolitikk dette resulterer i. Vedrørende skattepolitikken

legger vi til grunn at nåværende regler vil vedvare de kommende 5 årene. Skattekostnaden som er relevant for selskapets kontantstrømmer er såkalt *betalbar skatt*, som beregnes ut i fra det skattemessige resultatet. I prognostiseringen må man derfor benytte seg av den effektive skattesatsen, altså skattesatsen man får ved å dividere betalbar skatt på selskapets resultat før skatt. I kontantstrømoppsettet benytter vi oss av en skattesats på 23%, som reflekterer selskapets effektive skattesats (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 78-84).

## 8.7 Prisstigning

For prisstigningen har vi tatt utgangspunkt i Konsumprisindeksen (KPI) gitt fra Statistisk Sentralbyrå. Denne indeksen viser prisstigningen til et bredt utvalg av varer og tjenester som private husholdninger etterspør (Statsbudsjettet, 2019).

De siste tolv månedene har vi sett en økning i Konsumprisindeksen på 2,9%. Samtidig har sub-indeksen for bolig gått ned -0,2% den samme tidsperioden. Prisstigningen i boligmarkedet blir mest relevant for vår oppgave, ikke kun med tanke på investeringene selskapet foretar seg, men også sett fra perspektivet til selskapets kunder, der vi antar at prisstigning i boligmarkedet er en viktig driver for etterspørselen etter utleieboder. I Sverige, der selskapet også driver utleie, har konsumprisindeksen steget med 2% de siste tolv månedene (Statistikmyndigheten, 2019). Prisstigningen er tatt hensyn til i vår beregning av fri kontantstrøm.

## 9.0 Verdsettelse

År	1	2	3	4	5	6
NOK (1000)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	258 664 000	280 650 440	304 505 727	330 388 714	358 471 755	388 941 854
Kostnader	-148 486 851	-161 108 233	-174 802 433	-186 660 640	-205 781 794	-223 273 247
<b>EBITDA</b>	<b>110 177 149</b>	<b>119 542 207</b>	<b>129 703 294</b>	<b>140 728 074</b>	<b>152 689 960</b>	<b>165 668 607</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>82 256 101</b>	<b>89 410 429</b>	<b>97 176 451</b>	<b>105 606 239</b>	<b>114 756 296</b>	<b>124 687 924</b>
<b>Endring i arbeidskapital</b>	<b>-2 925 000</b>	<b>-16 175 871</b>	<b>-3 593 024</b>	<b>-3 898 431</b>	<b>-4 229 798</b>	<b>-4 589 331</b>
<b>Investering</b>	<b>-23 936 025</b>	<b>-24 463 618</b>	<b>-25 000 795</b>	<b>-25 549 975</b>	<b>-26 112 931</b>	<b>-26 687 415</b>
<b>Fri kontantstrøm</b>	<b>58 345 190</b>	<b>51 761 699</b>	<b>71 610 759</b>	<b>79 222 007</b>	<b>87 513 746</b>	<b>96 544 557</b>
Diskonteringsfaktor	94,52%	89,34%	84,45%	79,82%	75,45%	71,32%
<b>Nåverdi kontantstrøm</b>	<b>55 149 115</b>	<b>46 246 141</b>	<b>60 475 400</b>	<b>63 238 244</b>	<b>66 030 369</b>	<b>68 853 930</b>

Nåverdi kontantstrøm	359 993 199 kr
Nåverdi Terminalverdi	1 319 714 401 kr
Enterprise Value	1 679 707 600 kr
Markedsverdi Gjeld	225 391 000 kr
Totalt antall aksjer	65 734 111
<b>Verdi per aksje</b>	<b>22,12 kr</b>



Ut i fra beregningene i tabellen over finner vi selskapets verdi, basert på diskonterte kontantstrømmer. Basert på de underliggende verdiene i selskapet kommer vi fram til en verdi per aksje på 22,12 kr. Denne verdien baserer seg på våre antagelser om kontantstrømmene i prognoseperioden, i tillegg til det vi mener er en passelig vekstfaktor i terminalverdien. Mer detaljerte beregninger finnes i vedlegg 1, fane «Diskontert kontantstrøm».

### **9.1 Relativ verdsettelse**

Som vi nevnte i oppgavens innledning ønsker vi ikke bare å verdsette Self Storage Group etter fundamental metode, altså diskonterte kontantstrømmer, men også etter multipler. I følge Bøhren, Michalsen og Norli (2017, s. 405) er verdsettelse ved hjelp av multiplikatorer en lettere og raskere måte enn verdsettelse gjennom fri kontantstrøm og kapitalkostnad, men gir ikke nødvendigvis det samme bildet. Grunnen er at multiplikatorer ikke er anvendelig i alle situasjoner, fordi det ikke dekker hvordan selskapsverdien påvirkes av forskjellige strategiske valg. Multiplikatorer er i følge dem kun et alternativ hvis det finnes børsnoterte selskaper som ligner på det selskapet man ønsker å verdsette. Det finnes heller ingen situasjoner der verdsettelse med multiplikator er enerådende. Multiplikatorer fanger kun opp hva investorer er villige til å betale for aksjen i dag.

I dette delkapittelet har vi tatt for oss velkjente multiplikatorer som P/B (Pris/Bok), P/E (Price/Earnings) og EV/EBITDA (Enterprise Value/EBITDA). Det eksisterer en rekke andre multiplikatorer vi kunne tillagt oppgaven, men vi har valgt å fokusere på disse da vi anser de som høyst relevante for oppgaven, i tillegg til at de er multiplikatorer som er mye brukt blant investorer i dag. Resultatene vi finner vil bli sammenlignet med multiplikatorer med amerikanske selskaper i samme bransje. Her ligger det naturligvis flere potensielle feilkilder. Av potensielle feilkilder kan vi f.eks. nevne at multiplikatorene kan påvirkes av et ulikt markedssentiment i USA og Norge, ulike syn på bransjens fremtid i henholdsvis USA og Norge og spesifikke meldepliktige utviklinger i de sammenlignbare selskapene som kan ha påvirket kursen på kort sikt i øyeblikket multiplene ble innhentet. I tillegg vil vi påpeke at multipler på ingen måte representerer en fullkommen verdsettelse, fordi det ikke tar hensyn til selskapets fundamentale verdi.

## 9.2 Price/Earnings

P/E gir forholdstallet mellom markedsprisen per aksje og resultatet selskapet genererer per aksje. Tallet sier noe om hvor mange år med fremtidig inntjening markedet er villig til å betale for i dag (Anderson, 2012, s. 15). Fordeler med P/E er at den er enkel og bruke, og at den nødvendige informasjonen er lett tilgjengelig for investoren. En annen fordel er at den relaterer markedspris til nåværende inntjening, som gir et sammenligningsgrunnlag for investorer. Tallet er representativt for en rekke karakteristikk ved et selskap, der i blant risiko og vekst (Damodaran, 1994, s. 197).

Multipellen er ikke bare den mest brukte multipellen blant investorer, men også den mest misbrukte. Dette fordi firmaets finansielle fundamentalverdier ofte blir ignorert, noe som kan lede til misoppfatninger. I tillegg kan andre potensielle feilkilder stamme fra hvilket resultat per aksje man bruker. Vi deler nemlig opp i “current earnings per share”, “trailing earnings per share”, “forward earnings per share”, “fully diluted earnings per share” og “primary earnings per share”. Som navnene tilsier kan man altså f.eks. basere P/E på antatt resultat per aksje, eller f.eks. forrige rapporterte resultat per aksje. I selskaper med volatil inntjening vil dette naturligvis kunne føre til forskjellige estimater basert på hva man benytter seg av. Engangseffekter i inntjening vil også kunne gi et feil bilde av hva resultat per aksje faktisk blir framover i tid. Vi har benyttet oss av en tolv måneders “Trailing P/E”, altså basert på resultatet per aksje over det siste året. (Damodaran, 2012, s. 259)

Årsresultat	79 490 000
Aksjer	65 734 111
Res. pr aksje	1,21
Pris	16,9
P/E	13,98

## 9.3 Pris/Bok

Pris/Bok regnes ut ved å dividere markedspris per aksje med bokført egenkapital per aksje. Det er flere grunner til at investorer benytter seg av Pris/Bok-multiplen. Den første er at bok-verdier gir et stabilt bilde og intuitiv målestANDARD av verdi som lett kan sammenlignes med markedspris. For investorer som instinktivt tviler

på egen kontantstrømsanalyse er bokførte verdier en lettere standard å forholde seg til. Videre kan P/B-tallet enkelt brukes til å vurdere om selskaper er overpriset eller underpriset sammenlignet med lignende selskaper. Sist, men ikke minst, kan P/B-tallet brukes til verdsettelse selv når det aktuelle selskapet har et negativt resultat, noe man ikke kan gjøre med f.eks. P/E. Det er likevel flere ulemper med bruken av P/B. Bokførte verdier avhenger av regnskapsbeslutninger og regnskapspraksis, og kan gi spesielt store utslag dersom sammenlignbare selskaper f.eks. bruker en annen regnskapspraksis på avskrivninger. Bokførte verdier kan også være mindre relevant å bruke i enkelte sektorer som f.eks. service- og teknologisektoren, der firmaer ofte ikke har spesielt mye varige driftsmidler (Damodaran, 2012, s. 260).

EK	625 051 000 kr
Aksjer	65 734 111
Bokført EK pr aksje	9,51 kr
Pris	16,9 kr
<b>P/B</b>	<b>1,78</b>

#### 9.4 EV/EBITDA

I motsetning til de foregående multiplene, tar EV/EBITDA for seg selskapets verdi. Denne multippelen har blitt populær blant analytikere de siste årene grunnet flere årsaker. Først er det langt færre firmaer med negativ EBITDA enn det er firmaer med negativt resultat per aksje, og man kan dermed dekke flere selskaper ved bruk av denne multippelen. Sammenligning blir derfor lettere å gjennomføre. I tillegg vil forskjellig regnskapspraksis ved f.eks. avskrivninger påvirke i nettoinntekter eller driftsinntekter, men ikke EBITDA. I tillegg gir EV/EBITDA et godt grunnlag for sammenligning uavhengig av selskapets giringsfaktor. Man beregner denne ved å ta:

$$(\text{Markedsverdi egenkapital} - \text{markedsverdi gjeld} - \text{kotanter}) / \text{EBITDA}$$

(Damodaran, 2012, ss. 500-501).

Markedsverdi EK	1 110 906 476 kr
Markedsverdi gjeld	225 391 000 kr
Bankbeholdning	122 228 000 kr
Enterprise Value	1 214 069 475 kr
EBITDA	101 467 000 kr
<b>EV/EBITDA</b>	<b>11,97</b>

## 9.5 Sammenligning og tolkning av multipler

	Self Storage Group	Life Storage	Extra Space	Qubesmart
P/B	1,78	2,18	5,38	3,52
P/E	13,98	21,79	31,22	36,55
EV/EBITDA	11,97	19,18	22,18	21,59

Resultatene over kan tolkes på ulike måter. Self Storage handles på både lavest P/B, lavest P/E og lavest EV/EBITDA. Investorer ønsker som regel å handle selskaper på lave multipler, men kun dersom man har en formening om hvorfor aksjene er tilgjengelige for salg på lave multipler. At Self Storage Group handles på lavere multipler enn sammenlignbare selskaper tyder på at selskapet er underpriset, og dermed en kjøpskandidat. Samtidig kan lave multipler tyde på at markedet har lave forventninger til inntjening i fremtiden. Med tanke på at Self Storage Group er alene om å være børsnotert av lagringsplass-selskaper i Norge, kan også lave multipler forklares av at markedet er usikre på hvordan slike type selskaper bør prises, og at markedet generelt har lite kjennskap til bransjen som en helhet. I utfordringen med å tolke multiplene mener vi derfor det er en fordel å ha den fundamentale analysen i bakhodet i vurderingen av selskapet (Dahl, 2010).

## 10.0 Tradisjonell risikoanalyse

### 10.1 Sensitivitetsanalyse

I kapittel 9 kom vi fram til en verdi på 22,12 kr per aksje for Self Storage Group. Som kontantstrøms-modellen viser baserer denne verdsettelsen seg på en rekke momenter der antagelser om fremtiden er lagt til grunn. I dette kapittelet skal vi se nærmere på risikoen ved å investere i aksjen, ved å ta for oss hvor sensitivt denne verdsettelsen er for endringer i flere av antagelsene. Dette gjøres for å gi investoren et mer realistisk og potensielt med informativt bilde av investeringen, og hva prisen vil bli dersom noen momenter i beregningene får et annet utfall enn først antatt (Damodaran, 2012, s. 896). I følge Bøhren, Michalsen og Norli (2017, s. 150) er en tydelig fordel med følsomhetsanalysen at den er et verktøy som er enkelt og raskt å bruke.

#### 10.1.1 Sensitivitetsanalyse: Avkastningskrav og vekstrate

I egenkapitalens avkastningskrav, som inngår i totalkapitalkostnaden som vi har brukt i verdsettelsen i forrige kapittel, ble det som kjent brukt en bransjebeta for eiendomsbransjen, justert for *mean reversion*. Relevansen til en eiendomsbransje-

beta kan trolig diskuteres, men var det mest sammenlignbare vi identifiserte. I tillegg ville vi teste sensitiviteten til vekstraten i terminalverdien, da terminalverdien utgjør en vesentlig del av selskapets fundamentale verdi. I denne simuleringen av sensitivitetsanalysen har vi tatt høyde for at betaen kan være mindre sammenlignbar enn antatt, og dermed testet ut fire nye betaverdier for å se hvordan de vil påvirke avkastningskravet, og dermed verdien av selskapet. Fire nye vekstrater er også lagt til grunn.

Beta	0,50	0,70	0,99	1,20	1,40
WACC	3,75 %	4,58 %	5,80 %	6,66 %	7,49 %
Vekst					
0,0 %	27,68	21,04	14,94	12,07	9,99
1,0 %	37,2	26,52	17,78	13,99	11,35
2,0 %	57,64	36,26	22,12	16,94	13,22
2,5 %	80,16	44,64	25,28	18,61	14,43
3,5 %	399,75	84,75	35,73	24,12	17,77

Den høyeste verdien vi observerer i denne sensitivitetsanalysen 399,75 kr, med en Beta på 0,5 og en vekstrate 3,5%. Dette resulterer i et avkastningskrav på 3,75% påvirket av de nye betaen, som gir en økning i verdi per aksje på hele 23,65 ganger høyere (fra kr. 16,90-399,75). Analysen viser at den fundamentale verdien er svært sensitiv for små endringer i avkastningskrav og vekstrate.

Laveste observerte verdi, med en beta på 0,4 samt ingen vekstrate, resulterte i en verdi per aksje på 12,02 kr, en nedgang på 59,11%. Dette er å anse som mer realistisk enn en verdi per aksje på 399,75 kr, selv om begge nevnte verdier er ytterpunktene i analysen og anses som lite realistiske.

## 10.2 Scenarioanalyse

Scenarioanalyse kan i følge Bøhren, Michalsen og Norli (2017, s. 152) håndtere risiko bedre enn en følsomhetsanalyse, ettersom den delvis ivaretar samvariasjon mellom prosjektet og en portefølje. Dessuten kan metoden gi nyttig risikoinformasjon hvis man fokuserer på usikkerhet i kontantstrømmen fremfor en vanskelig tolkbar usikkerhet i selve nåverdien. Analysen tar for potensielle scenarioer som kan forekomme i prosjektet, og hvordan resultatet vil svinge basert på de forskjellige scenarioene.

I analysen har vi sett for oss at teorien fra kapittel 7 om en ny og revolusjonerende delingsbasert “app” treffer markedet, noe som reduserer etterspørselen etter

selskapets tjenester drastisk. Vi har derfor lagt til grunn at vekstraten i omsetningen synker med 10% fra 8,5% til -1,5%. Grunnet høyere risiko for å finansiere prosjekter øker gjeldskostnaden med 2% til 6,20%, som resulterer i et avkastningskrav på 6,04%. Kostnadsnivået påvirkes kun av renteoppgang. Investeringene synker kraftig da et substitutt-produkt endrer etterspørselen, fra 10 000 m<sup>2</sup> årlig, til 6 000 m<sup>2</sup> årlig. Det alternative scenarioet gir dermed en pris per aksje på 11,43 kr, en nedgang på 51,67% fra opprinnelig verdi per aksje.

	Base Case	Alternative case
<b>Alternativ App</b>		
Omsetning	8,50 %	-1,50 %
WACC	5,78 %	6,04 %
Kostnader	57 %	57 %
Investering	10000 m <sup>2</sup>	6000m <sup>2</sup>
Verdi i kr	<b>22,12</b>	<b>11,43</b>

### 10.3 Monte Carlo-simulering

I tilfeller der det er knyttet usikkerhet ved hvilket utfall som inntreffer, foretrekker mange å bruke Monte Carlo-simulering. For å finne risikofaktoren for forskjellige utfall i aksjekursen til Self Storage Group, lar Monte Carlo-simulering oss simulere utfallet av aksjekursen i tusen forskjellige “virkeligheter” ved hjelp av Excel Dette hjelper oss å bedømme risikoprofilen knyttet til en investering i selskapet.

For å finne et mulig utfall i prisen om 252 dager, som er et anslag på antall dager Oslo Børs holder åpent i løpet av en ettårsperiode, har vi tatt utgangspunkt i følgende formel:

$$Dagens\ pris * (1 + (norm.inv(rand(); 0; 1,78\%)))$$

Verdien null (0) i formelen er basert på Jules Regnaults *Random Walk Theory*, der forventet endring per dag er gitt ved null (0) med et standardavvik på 1,78% i vårt tilfelle. For å danne oss et realistisk bilde av prisen foretar vi oss Monte Carlo-metoden ved å simulere virkeligheten tusen ganger. Gjennomsnittlig pris per aksje ved bruk av Monte Carlo ble 16,90 kr, og standardavviket 5 kr. Vi merker oss at standardavviket er høyt, og gjennomsnittspris per aksje ca. rundt dagens pris i virkeligheten. Simuleringen foreslår at det finnes mulighet for at Self

Storage Group har en verdi på 5 kr under dagens pris (Winston, 2016, ss. 683-691).

### 11.0 Oppgavekritikk

Til tross for den fundamentale verdien analysen antyder, er det nødvendig å understreke at fremtiden er høyst usikker. I analysen er det lagt til grunn en positiv utvikling i markedet for lagringstjenester, med høyere befolkningstetthet i storbyene, økende boligpriser, mindre lagringsplass og fortsatt høy mobilitet i boligmarkedet. Dette er alle faktorer som kan slå annerledes ut enn antatt, og ha en negativ effekt på selskapets verdi.

I en verdivurderingsoppgave er historiske tall essensielt for både antagelser og fremtiden, samt sammenligning av historiske prestasjoner. Mangelen på informasjon gjør slike antagelser mer utfordrende. Til tross for et utfordrende utgangspunkt, har vanskelige forutsetninger også gjort prosessen særdeles lærerik. Selskapets korte levetid gir derfor grunn til en kritisk tilnærming til beregnet verdi av selskapet. Antagelser om fremtiden baseres ofte på historiske tall, som i dette tilfelle har vært en mangelvare. Selskapets inntekstvekst i deres første år på Oslo Børs på hele 162% gjorde heller ikke antagelsene noe lettere. Dette resulterte i at vi så oss nødt til å benytte oss av en 5 års prognoseperiode i kontantstrømmene. En 10 års prognoseperiode ville trolig gitt et enda mer nøyaktig perspektiv av selskapet.

En siste klar svakhet er mangelen på innsikt og informasjon om det svenske og danske markedet, der tross alt Self Storage Group også opererer. Likevel antyder selskapet at hovedfokuset videre vil være rettet mot det norske markedet.

### 12.0 Konklusjon

Formålet med denne verdsettelsesoppgaven har vært å finne svaret på problemstillingen *“Hva er den fundamentale verdien av aksjene i det børsnoterte selskapet Self Storage Group ASA?”*

I verdivurderingen i kapittel 9 kom vi fram til en fundamentalverdi på 22,12 kr. Aksjene handles i dag på Oslo Børs til en pris på 16,90 kr. Ved bruk av analyseverktøyet *diskonterte kontantstrømmer* antyder resultatet at selskapet handles med en rabatt på 31% , og dermed er underpriset.

Den relative verdsettelsen er alene ikke tilstrekkelig med grunnlag for en anbefaling av aksjen, men faktumet at selskapet handles til både lavere P/E, P/B og EV/EBITDA enn sammenlignbare selskaper anses som positivt.

Selskapets satsning på nye og store lokaler tyder på et selskap som er positivt innstilt til framtidens marked for selvlagringstjenester, noe som bygger opp under antagelsene som har blitt lagt til grunn for analysen.

I sensitivitetsanalysen ga små endringer i avkastningskravet og terminalverdiens vekstfaktor store utslag i selskapets fundamentalverdi. Fra scenarioanalysen konkluderer vi med at Self Storage Group er sårbare for tendenser i moderne delingsøkonomi, som i framtiden kan gi utslag i selskapets verdi.

Hensikten med oppgaven var å finne ut om selskapet er en kjøps-hold-eller salgscase. I følge Monte Carlo-simuleringen vil verdien av selskapet, gjennom simulering av tusen «virkeligheter», med over 70% sannsynlighet bli høyere enn dagens kurs. På bakgrunn av diskonterte kontantstrømmer, Monte Carlo-simuleringen og den relative verdsettelsen anbefaler vi kjøp av aksjen.



## Referanser

- Anderson, K. (2012). *Essential P/E : Understanding the Stockmarket Through the Price-Earnings Ratio*. Hamshire: Harriman House. Hentet fra <https://ebookcentral-proquest-com.ezproxy.library.bi.no/lib/bilibrary/reader.action?docID=3299621>
- Barney, J. (1991). Firm Resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management, Vol 17, No1*, 99-114. Hentet fra [https://search-proquest-com.ezproxy.library.bi.no/docview/215258436?rfr\\_id=info%3Axri%2Fsid%3Aprimo](https://search-proquest-com.ezproxy.library.bi.no/docview/215258436?rfr_id=info%3Axri%2Fsid%3Aprimo)
- Berkshire Hathaway, I. (1992). *Shareholders letters , Annual Report*. Hentet fra [https://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html?fbclid=IwAR3fWgGqjsSqtr\\_zgspT7A8kqLw2feDWSnyK9dTLlIrYqOkRNqi\\_D18c4Lg](https://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html?fbclid=IwAR3fWgGqjsSqtr_zgspT7A8kqLw2feDWSnyK9dTLlIrYqOkRNqi_D18c4Lg)
- Bøhren, G. (2016). *Finans: Innføring i investering og finansiering*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Bøhren, Ø., Michalsen, D., & Norli, Ø. (2017). *Finans: Teori og praksis*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Dahl, G. A. (2010, 3). Praktisk økonomi & finans 3-2010. *Verdivurdering gjennom 25 år*, ss. 37-44. Hentet fra [https://www.idunn.no/file/pdf/43618123/pof\\_2010\\_03\\_pdf.pdf](https://www.idunn.no/file/pdf/43618123/pof_2010_03_pdf.pdf)
- Damodaran, A. (1994). *Damodaran on valuation : security analysis for investment and corporate finance*. New York: Wiley.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation : security analysis for investment and corporate finance, (2.utg.)* New Jersey: John Wiley & Sons, Incorporated.
- Damodaran, A. (2010). *The dark side of valuation : valuing young, distressed, and complex businesses, (2.utg.)* Upper Saddle River, N.J: Financial Times Press.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation (2.utg.)* New Jersey: Willow Finance series.
- Economic Policy Uncertainty. (2019). *Economic Policy Uncertainty Index*. Hentet fra <http://www.policyuncertainty.com/?fbclid=IwAR1C3bNn21CDeRORPKMd6ECAqRhy8Cj1p8-86d8l19oiBuWtnmADuQmEHLc>
- Eklund, T., & Knutsen, K. (2003). *Regnskapsanalyse med årsoppgjør: Aktiv bruk av regnskapet (2.utg.)* Oslo: Gyldendal akademisk.
- Eklund, T., & Knutsen, K. (2011). *Regnskapsanalyse : aktiv bruk av regnskapet (2.utg.)* Oslo: Gyldendal akademisk.
- Emott, D. T. (2011). *Practitioner's Complete Guide to M&As*. New Jersey: United States: John Wiley & Sons Inc.
- FEDESSA. (2018). *European Self Storage Annual Survey*. Hentet fra <https://www.fedessa.org/media/2143/fedessa-european-self-storage-annual-survey-2018-web.pdf>
- Fjeldstad, Ø. D., & Lunnan, R. (2018). *Strategi (2.utg.)* Bergen: Fagbokforlaget.

- Frykman, D., & Tolleryd, J. (2010). *The Financial Times Guide to Corporate Valuation (2.utg.)* Harlow: Pearson Education Limited. Hentet fra <https://www-dawsonera-com.ezproxy.library.bi.no/readonline/9780273729112>
- Gjønnnes, S. H., & Tangenes, T. (2016). *Økonomisk styring 2.0*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Holden, S. (2016). *Makroøkonomi*. Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Johannessen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag (3.utg.)* Oslo: Abstrakt forlag AS.
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., & Regner, P. (2018). *Fundamentals of strategy (4.utg.)* Harlow: Pearson Education Limited.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper, (2.utg.)* Bergen: Fagbokforlaget.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (6.utg.)*New Jersey: McKinsey & Company.
- Norges Bank. (2016). *Statsgjeld*. Hentet fra Utstedelser: <https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/Auksjoner-utstedelser/>
- Norges Bank. (2018a). *Om Inflasjon*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Inflasjon/>
- Norges Bank. (2018b). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finanssiell stabilitet*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finanssiell-stabilitet/2018/418/>
- Norges Bank. (2019). *Pressemeldinger*. Hentet fra Styringsrenten heves til 1,0 prosent: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Pressemeldinger/2019/2019-03-21-pressemelding-rente/>
- Norli, Ø. (2011, 2). Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi & finans*, ss. 15-21.
- NTB. (2018). ABC Nyheter.*Næringsliv: Regjeringen vil kutte skatt for personer og bedrifter*. Hentet fra <https://www.abcnyheter.no/penger/naeringsliv/2018/10/08/195440228/regjeringen-vil-kutte-skatt-for-personer-og-bedrifter>
- Nyeng, F. (2004). *Vitenskapsteori for økonomer*. Oslo: Abstrakt forlag.
- OECD. (2019a). *OECD sees global growth slowing, as Europe weakens and risks persist*. Hentet fra [https://www.oecd.org/newsroom/oecd-sees-global-growth-slowing-as-europe-weakens-and-risks-persist.htm?fbclid=IwAR2ei8TQaI3CKLUfn-r9VG\\_DWfbg3dRijl-MyV6ykc6XGJqrJ4c2UOvD7mg](https://www.oecd.org/newsroom/oecd-sees-global-growth-slowing-as-europe-weakens-and-risks-persist.htm?fbclid=IwAR2ei8TQaI3CKLUfn-r9VG_DWfbg3dRijl-MyV6ykc6XGJqrJ4c2UOvD7mg)
- OECD. (2019b, 05). Hentet fra OECD Economic Outlook, issue 1: <http://www.oecd.org/economy/outlook/>
- Olsson, H., & Stefan, S. (2003). *Forskningsprosessen : kvalitative og kvantitative perspektiver*. Oslo: Gyldendal akademisk.

- PricewaterhpusCoopers. (2018). *Risikopremien i det norske markedet*. PwC. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>
- Regjeringen. (2018). Hentet fra Skattesatser 2019: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/>
- Saunders, M. N., Lewis, P., & Thornhill, A. (2008). *Research methods for business students (5.utg.)*Essex: Pearson Education.
- Self Storage Group, S. S. (2018). *Annual Report 2018*.
- Statistikmyndigheten. (2019). *Konsumentprisindex (KPI)*. Hentet fra <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/priser-och-konsumtion/konsumentprisindex/konsumentprisindex-kpi/>
- Statistisk Sentralbyrå. (2017). *Norge dårligere ut i BNP-sammenlikning*. Hentet fra [https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/norge-darligere-ut-i-bnp-sammenlikning?fbclid=IwAR373DvQoyoj-6AcQ4gKzw9OfHTqfrfcEvQZWmfxpiLKN2nXfFuvoY\\_JiKs](https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/norge-darligere-ut-i-bnp-sammenlikning?fbclid=IwAR373DvQoyoj-6AcQ4gKzw9OfHTqfrfcEvQZWmfxpiLKN2nXfFuvoY_JiKs)
- Statistisk Sentralbyrå. (2019a, 02 4). *Arbeid og lønn*. Hentet fra Lønn: <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/statistikker/lonnansatt/aar>
- Statistisk Sentralbyrå. (2019b). *Befolkning*. Hentet fra <https://www.ssb.no/befolkning/statistikker/folkemengde>
- Statsbudsjettet. (2019). Hentet fra <https://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2019/Statsbudsjettet-fra-A-til-A/Konsumprisindeksen/>
- Strøm, Ø. (2017). *Foretaksfinans*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Winston, W. L. (2016). *Microsoft Excel 2016: Data Analysis & Business modelling*. Redmond, Wash: Microsoft Press.