



Handelshøyskolen BI - Nettstudier

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon. Verdsettelse av Selvaag Bolig.

Navn: Henrik André Klavestad

Utlevering: 11.01.2021 09.00

Innlevering: 02.06.2021 13.00

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA



Eksamenskode: BTH 3620 – Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Eksamensstart: 11.01.2021

Eksamensslutt: 02.05.2021

Stuedsted: Handelshøyskolen 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.

Innholdsfortegnelse

1. Innledning.....	1
1.1. Formål.....	1
1.2. Problemstilling.....	1
1.3. Problemstillingens avgrensning.....	1
1.4. Oppgavens oppbygning.....	2
2. Presentasjon av analyseobjektet	2
2.1. Presentasjon av Selvaag Bolig.....	3
2.1.1. Selvaags egenkapitalutvikling.....	3
2.1.2. Visjon og kjerneverdier.....	4
2.1.3. Forretningsmodell	4
2.1.4. Eierforhold og styring	4
2.2. Boligmarkedet i Norge.....	4
2.2.1. Boligutbygging – Tilbud og etterspørsel.....	5
3. Teoretisk forankring	6
3.1. Årsaker til konkurransekraft.....	6
3.1.1. Porters posisjoneringsskole.....	6
3.1.2. Det ressursbaserte synet	7
3.2. Verdibegrepet.....	8
3.3. Porteføljeteori og relevant risiko.....	8
3.3.1. Systematisk risiko og betaverdi	9
3.3.2. Usystematisk risiko	9
3.4. Kapitalverdimodellens begrensing	9
3.5. Realopsjonsteori	10
4. Metode.....	11
4.1. Forberedelse	11
4.1.1. Formål	11
4.1.2. Tilnærming.....	12
4.2. Datainnsamling	12
4.2.1. Forskningsstrategi.....	13
4.2.2. Datagrunnlag	13
4.3. Dataanalyse.....	14
4.3.1. Analyseverktøy	14
4.3.2. Metodologiske kvaliteter og begrensninger	14
5. Finansiell metode	16
5.1. Generelle verdsettelsesmetoder.....	16
5.1.1. Nåverdimetoden.....	16
5.2.1. Relative verdsettelse - Multipler	20
5.3. Valg av verdsettelsesmetoder	22
5.4. Totalkapitalens avkastningskrav WACC.....	22
5.4.1. Egenkapitalens avkastningskrav	23
5.4.2. Gjeldskostnad	27
5.4.3. Markedsverdi av egenkapital og gjeld.....	28
5.4.4. Utrekning av WACC	29
5.5. Konsistensbetingelser.....	29

6. Regnskapsanalyse.....	30
6.1. Regnskapsperiodens formål	30
6.2. Presentasjon av årsregnskapet	30
6.2.1. Resultatregnskapet.....	31
6.2.2. Balansen.....	31
6.3.1. Reformulert resultatregnskap	32
6.3.2. Reformulert balanseregnskap	33
6.4. Analyse av nøkkeltall.....	34
6.4.1. Analyse av profitt.....	34
6.4.2. Analyse av vekst.....	35
6.4.3. Analyse av likviditet	38
7. Strategisk analyse.....	40
7.1. Rammeverk for den strategiske analysen	40
7.2. Ekstern strategisk analyse.....	40
7.2.1. PESTEL.....	40
7.2.2. Femkraftsmodell.....	44
7.3. Intern strategisk analyse	46
7.3.1. VRIN-analyse.....	46
7.3. Oppsummering av strategisk analyse	48
7.3.1. SWOT-analyse.....	49
8. Prognostisering.....	50
8.1. Prognostisering fremgangsmåte	51
8.1.1. Tekniske- og estimasjonsrelaterte aspekter for prognostisering.....	51
8.1.2. Perioder for prognostisering	51
8.3. Vekst i terminalperioden	56
8.4. Vekst i diskonteringsfaktoren.....	56
9. Verdsettelse	56
9.1. RI-modellen.....	57
9.2. Dividende diskonteringsmodellen	57
9.3. Verdsettelse med multipler	58
9.3.1. P/E.....	59
9.3.2. P/B	59
10. Usikkerhetsbetraktninger.....	60
10.1. Sensitivitetsanalyse	60
10.1.1. Vekst og Avkastningskrav	60
10.2. Scenarioanalyse.....	61
11. Drøfting av analyseresultatene	62
12. Kritikk av oppgave	64
13. Konklusjon	66
14. Kilder	68
Vedlegg.....	72

Forkortelser:

SBO – Selvaag Bolig

DDM – Discount dividend model

DCF – Discount cash flow

EVA – økonomisk Verdi tillagt (Economic Value Added)

RI –

KVM – Kapitalverdimodellen

NOA – Net operating assets (Netto driftsmidler)

ROIC – Avkastning på investert kapital

ROE – Avkastning på egenkapitalen

Formler:

Formel 1 - DDM

Formel 2- FCFE

Formel 3 – FCFE

Formel 4 – EVA

Formel 5 – RI-modellen

Formel 6 – Gordons vekstformel

Formel 7 – P/E

Formel 8 – P/B

Formel 9 – EV/Sales

Formel 10 – EV/EBITDA

Formel 11 – WACC

Formel 12 – KVM

Formel 13 – Egenkapitalbeta

Formel 14 – Blumers justeringsmodell:

Formel 15 – Bærekraftig vekstrate

Sammendrag

I denne bachelorutredelsen har jeg gjennomført en verdsettelse av Selvaag Bolig ASA.

Opgaven skal utrede problemstillinger i to deler, en overordnet hovedproblemstilling med et følgende underliggende delproblem. Dette er som følger:

Hovedproblemstilling

«Hva er den estimerte verdien av én aksje i selskapet Selvaag Bolig per 31.12.2020?»

Delproblemstilling

«Bør en fiktiv investor kjøpe, selge eller holde aksjen til Selvaag Bolig når investorens interesse og hensikt er finansiell profitt?»

Selvaag Bolig er et norsk boligutviklingselskap som utfører hele verdikjeden innenfor kjøp av tomter til salg av ferdige boliger. SBO ble stiftet i 2008, med tro på å videreføre den over 70 år lange erfaringen skapt med og av Olav Selvaag (1912-2002). Selvaag Bolig ASA er den del av Selvaag-konsernet, og står i dag oppført med 63 ansatte (Proff, 2021), og har de seneste år levert gode og stabile resultater. Som et av Norges største boligutviklingselskap, skapte det interesse for å analysere og verdsette dette selskapet.

Verdsettelsen av Selvaag Bolig har et utenfra-og-inn syn, og alle analysene bygger på offentlig tilgjengelig informasjon. Utredelsen inneholder analyser med ett makroøkonomisk perspektiv samt politiske ringvirkninger som påvirker den norske boligutviklingsbransjen. Fra denne analysen, har jeg befestet Selvaag Bolig sin strategiske posisjon i markedet, og i tråd med regnskapsanalyse av selskapets historiske prestasjoner, har jeg presentert ett prognostisert framtidsregnskap. Ut ifra dette framtidsregnskapet har jeg foretatt en fundamental verdsettelse som gjenspeiler det presenterte teoretiske rammeverket som er tilgjengelig i oppgaven. Verdsettelsen består av RI- og DD-modellen. Verdsettelsen vurderes i henhold til multipelverdsettelse, sensitivitetsanalyse samt scenarioanalyse.

RI-modellen gir en pris per aksje på 67,90, mens DDm gir en pris på 71,24. Til sammenligning, er den faktiske markedsverdien for en omsettelig SBO-aksje per 31.12.2020 lik 57,80. På bakgrunn av en helhetlig vurdering, ser jeg på aksjen som undervurdert og anbefaler en kjøpsstrategi.

Forord

Denne utredelsen skrives i sammenheng med avslutningen av bachelostudiet i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI Nydalen.

Å verdivurdere Selvaag Bolig har vært både krevende og utfordrende, og jeg har støtt på mange hindrer underveis. Etteropplevelsen av å ha utredet en så omfattende oppgave helt alene har ført til god læring og mestringsfølelse, og ikke minst så har respekten for verdsettelsesyrket økt betraktelig. Jeg har tatt bruk i etablert kunnskap fra tidligere kurs, samt tillært meg ny kunnskap gjennom oppgavens løp.

Selv om at denne bachelorutredelsen har blitt skrevet selvstendig av meg, har jeg likevel fått god, og ikke minst rask tilbakemelding fra min veileder Tor Tangenes. Jeg vil i den anledning takke for gode veiledningstimer og raske tilbakemeldinger underveis. Ønsker også å takke CEO Sverre Molvik i Selvaag Bolig for tid han har brukt for å introdusere kort om selskapets fremtidsplaner.

Vedlagt vil all regnskapsmaterialet ligge. Dette finnes ved slutten av dokumentet.

Henrik Klavestad

1. Innledning

1.1. Formål

Denne utredningen er skrevet som en del av bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI. Formålet med denne bachelorutredningen er å belyse temaet finansiell analyse og verdsettelse, og med utgangspunkt fra dette, verdsette aksjeprisen til Selvaag Bolig per 31.12.2020. Dette skal resultere i et estimat av selskapets egenkapitalverdi og aksjens grunnleggende verdi. Fra dette ståstedet, skal det analyseres om én aksje som handles via Oslo Børs er; overpriset, underpriset eller riktig priset i forhold til estimert verdi som fremlegges av analyser i oppgaven og deretter anbefale en handlingsstrategi.

1.2. Problemstilling

Oppgaven skal utrede problemstillinger i to deler, en overordnet hovedproblemstilling med et følgende underliggende delproblem. Dette er som følger:

Hovedproblemstilling

«Hva er den estimerte verdien av én aksje i selskapet Selvaag Bolig per 31.12.2020?»

Delproblemstilling

«Bør en fiktiv investor kjøpe, selge eller holde aksjen til Selvaag Bolig når investorens interesse og hensikt er finansiell profitt?»

1.3. Problemstillingens avgrensning

Denne oppgaven er begrenset til å kun benytte seg av offentlig tilgjengelig informasjon i innarbeidelsen av datamaterialet. Det presiseres at verdsettelsen presenteres på bakgrunn av oppfatningen av at analytikeren er ekstern med et utenfra-og-inn syn på selskapet. Ved bruk av intern informasjon, kunne dette følgelig gi andre estimater og annen verdi per aksje.

Det mest sentrale informasjonsgrunnlaget fremkommer av publiserte årsrapporter fra Selvaag Bolig. Det presiseres at der informasjonen fra rapportene ikke strekker til, er det blitt lagt til grunn egne forutsetninger og antagelser.

Denne bachelorutredelsen er skrevet over en lengre periode som strekker seg fra begynnelsen av februar til mai 2021. På bakgrunn av at verdsettelsestidspunktet er angitt til 31.12.2020, og at man har mottatt påfølgende informasjon denne våren, har det etter beste evne blitt foretatt en totalvurdering om at våren 2021 ikke skal ha betydning for verdsettelsen.

Verdsettelsen er av Selvaag Bolig ASA som en helhet, men det presiseres at treffsikkerheten kan økes ved å verdsette alle datterselskapene hver for seg.

1.4. Oppgavens oppbygning

Oppgaven følger anbefalt struktur fremlagt av Tor Tangenes:

Kapittel 1 tar for seg formålet, problemstillingen og avgrensning av avhandlingen. Videre, i kapittel 2 introduseres Selvaag Bolig og boligutviklingsmarkedet. Dette etterfølges av kapittel 3, 4 og 5 der teoretiske rammeverk, samt økonomiske og strategiske teorier fremlegges i tillegg til metoder og analyseverktøy. De 5 første kapitlene fremstår som deskriptive uten særlig analyse.

Videre, består kapittel 6 av Selvaag Bolig sine historiske prestasjoner fremvist gjennom nøkkeltall og regnskapshistorikk. Disse sammenlignes og med komparative selskaper. I kapittel 7 fremkommer den strategiske analysen som skaper utsikter og forhold til kapittel 8 som består av prognostiseringen av selskapets regnskap. Verdsettelsen presenteres i kapittel 9, og resultater derifra vurderes i kapittel 10 med utgangspunkt i sensitivitetsanalyser og scenarioanalyser.

I kapittel 11 diskuteres resultatene, mens i kapittel 12 fremlegges kritikk av oppgaven. Alt konkluderes i oppgavens kapittel 13, hvor disse 3 kapitlene fungerer som avslutningen til oppgaven.

I kapittel 14 fremlegges kilder til oppgaven.

2. Presentasjon av analyseobjektet

I dette kapittelet fremlegges deskriptiv informasjon som omhandler grunnleggende fakta om analyseobjektet og bransjen som Selvaag Bolig operer i. Dette kapittelet brukes som faktagrunnlag til regnskapsanalysen i kapittel 6 og den strategiske analysen som presenteres i kapittel 7.

2.1. Presentasjon av Selvaag Bolig

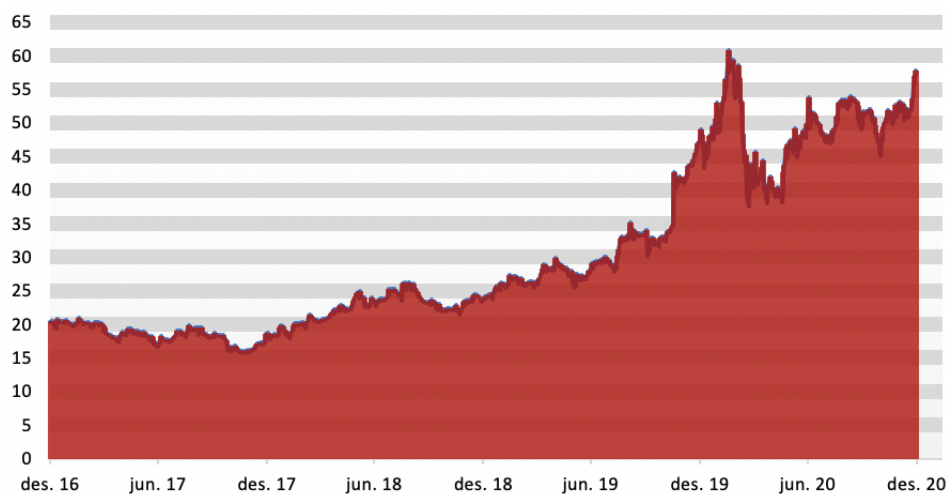
Selvaag Bolig er et norsk boligutviklingselskap som utfører hele verdikjeden innenfor kjøp av tomter til salg av ferdige boliger. SBO ble stiftet i 2008, med tro på å videreføre den over 70 år lange erfaringen skapt med og av Olav Selvaag (1912-2002). Olav Selvaag så et gunstig potensial i etterkrigstiden, med stor boligmangel og et tilbud som ikke gjenspeilet etterspørselen til å utvikle boliger gjennom selskapet Selvaag Gruppen AS. Med rykte om at sivilingeniør Olav kunne bygge boliger til en tredjedel av den daværende markedsprisen, ble dette hauset opp i ett økonomisk presset samfunn. Dette skapte grunnlaget for et konsern som har preget eiendomsbransjen i Norge i tre generasjoner (Selvaag, 2020). Selvaag Bolig ASA er den del av Selvaag-konsernet, og står i dag oppført med 63 ansatte (Proff, 2021), og har de seneste år levert gode og stabile resultater.

År	Driftsinntekter	Likviditetsgrad	Årsresultat	Totalrentabilitet	Gjeldsgrad
2017	3 165 042	3,53	405 782	9 %	1,22
2018	3 267 505	3,68	567 161	12 %	1,08
2019	3 282 480	2,51	654 509	13 %	1,04
2020	2 643 756	2,15	1 527 883	17 %	1,45

Figur. Presentasjon av drift – Må oppdateres når 2020 årsrapport fremlegges.

2.1.1. Selvaags egenkapitalutvikling

Selvaag bolig har siden børsnoteringen i 2012 hatt en solid oppgang på Oslo Børs. Aksjen viser en oppgang på 184% (30.12.16 – 30.12.20) de 4 siste årene (DN Investor, 2021). Ved utgangen av 2020, hadde SBO aksjenes åpningskurs en markedsverdi på 57,80 per stykk, hvor selskapet til sammen hadde 93 765 688 utestående aksjer. Det er denne prisen som skal være sammenligningsgrunnlaget videre i oppgaven.



Figur. Aksjeutvikling – kurser ved åpning

2.1.2. Visjon og kjerneverdier

Selvaag Bolig sin visjon bygger ut på å fremstå som en trygg og solid partner for ens «livs viktigste investering» - oppfyllelse av boligdrømmen. Samtidig ønsker SBO og «gjøre morgensdagens byer bedre» (Selvaag, 2020). Prosjektene som selskapet utarbeider, skal være fremtidsrettet, og sikre rammeverket for et bedre og enklere liv. Det utføres på daglig basis arbeid som skal sikre kompetanse, seriøsitet og høye ambisjoner gjennom smarte løsninger. Boliger, nabolag og private løsninger skal være for folk flest. Alt dette skal forekomme innen varige og fornuftige retningslinjer styrt av et bærekrafts fokus. Selskapets kjerneverdier sammenfattes av *Omtanke og skaperkraft*, og skal ligge til grunn for at SBO skal utvikle eiendommer til glede for fremtidens generasjoner.

2.1.3. Forretningsmodell

Selvaag Bolig tilbyr skreddersydde boliger for spesifikke kundegrupper. Ved å tilby gode boliger til konkurransedyktige priser, skal selskapet gi muligheter til mennesker i alle livsfaser til å eie sitt eget hjem. SBO konsentrerer seg først og fremst om store boligutviklingsprosjekter, med primært boliger i prisklassen fra 3-6 millioner kroner. Gjennom utbyggelse av store boligprosjekter, simplifiserer SBO muligheten for å skreddersy egne boliger. Dette sikrer at en bredere markedsgruppe får tilfredsstillt sine preferanser hos Selvaag som resulterer i at selskapet optimaliserer salgs- og inntektsprofilen til hvert prosjekt. SBO har størst aktivitet i Oslo, men operer også i de andre av Norges største byer; Bergen, Trondheim, Stavanger.

2.1.4. Eierforhold og styring

Selvaag Bolig er et datterselskap av et større konsern, og er eid av holdingselskapet Selvaag Gruppen AS (juridiske navn: Selvaag AS). Dette holdingselskapet operer som et morselskap for selve konsernet, og i likhet med Selvaag Bolig, er det også andre datterselskaper i dette konsernet. I denne organisatoriske eierstrukturen, finnes Selvaag Eiendom, Selvaag Prosjekt, Selvaag Utleiebolig, Snøporten og Selvaag invest som andre datterselskaper (Selvaag AS, 2018). Selvaag Gruppen AS er Selvaag Bolig ASA sin største aksjonær, og står oppført per 2020 med en eierandel på 53,5% (Proff, 2021)

2.2. Boligmarkedet i Norge

Selvaag Bolig operer i et marked preget av heterogene produkter. Produktene som tilbys i det norske boligmarkedet varierer i et bredt utvalg, men felles for dem alle er at det blir

betegnet som et nødvendighetsgode. Det finnes i overkant av 2,6 millioner boliger i Norge per 2021, og stadig flere boliger utbygges. I 2019 ble det bygget 30 373 nye boliger i Norge. 82,1% av den norske befolkningen eier sin egen bolig ved utgangen av 2019 (SSB, 2019), og stadig flere å ønsker å komme på eiersiden.



Figur. Eie/Leie forhold, (SSB, 2019)

På bakgrunn av høye boligpriser og strenge lånekrav fra bankene, skaper dette vanskelige forutsetninger for personer til å etablere seg på boligmarkedet. Dette sikrer en økt betalingsvillighet blant etterspørrene, som igjen resulterer i at tilbyderne i dette markedet kan ta økte priser på boligene som bygges.

2.2.1. Boligutbygging – Tilbud og etterspørsel

Det norske bolig markedet har historisk sett vært preget av lange perioder med sterk vekst, og markedet preges og reguleres av faktorene: tilbud og etterspørsel. SBO opptreer som tilbyder i dette markedet, hvor tilbyder står for antall kvantum av boliger som er tilbudt i markedet. Etterspørselen på den andre siden, er bestående av antall boliger som ønskes kjøpt. I det norske boligbyggemarkedet er det mange tilbydere, små og store, som til sammen konkurrerer og utøver det som skal dekke boligbehovet til norsk befolkning. SBO operer i ett markedet preget av veldig store kostnader som er direkte bindet til driften. Store boligutviklingsprosjekter krever dekning til tomtekostnader, byggekostnader og arbeidskraft. Tomtekostnadene bestemmes i hovedsak av en tilbud- og etterspørselseffekt, hvor markedet regulerer disse prisene. Byggekostnader og arbeidskraft er nødvendige ressurser i boligbyggebransjen, og blir klassifisert som innsatsfaktorer i en bedrifts produksjonsprosess. For at SBO skal kunne lykkes med sin satsning på innovasjon og nyskaping, vil kunnskap om nødvendige ressurser og interne forhold i bedriftene være helt sentrale (Madsen, 2006, s.36).

3. Teoretisk forankring

3.1. Årsaker til konkurransekraft

«Konkurransekraft er de av organisasjonens leveranser som til sammen skaper høy og differensierbar kunde verdi over tid» (Wig, 2015, s.2). Hvordan vi forholder oss til en organisasjons evne til å konkurrere i et marked, avgrenses til to ulike forskningsresultater. Posisjoneringskolen er et eksternt syn på konkurransekraft, og tar for seg ulike faktorer som påvirker virksomheten. Denne teorien er utviklet av Michael Porter. Det ressursbaserte synet (RBV) på den andre siden, tar for seg det interne synet på konkurransekraft. Denne teorien er utviklet av teoretikerne Penrose, Rumelt, Wernfeldt og Barney. Forklaringsmodellene er ingen motsiende teorier, som resulterer i at ingen av teoriene utelukker og ekskluderer den andre. I en verdivurdering, basert på en strategisk analyse, blir begge teoriene sett på som relevante. Årsaken er at det er sentralt og knytte både interne og eksterne aspekter i en strategisk analyse, som vil være avgjørende for beregningsgrunnlaget til verdidriverne i verdsettelsen.

3.1.1. Porters posisjoneringskole

Porters posisjoneringskole er den første forklaringsmodellen for konkurransekraft, og tar sikte på å identifisere og utnytte bransjekarakteristika som sikrer langvarige og overlegne prestasjoner. Bransjekarakteristika er for eksempel høye inngangsbarrierer, høy produkt differensiering og høy konsentrasjon. Denne teorien bygger imidlertid sin argumentasjon på to implisitte og forenklerende forutsetninger. Den første forutsetningen tar for seg at virksomheter innen samme bransje er identiske med hensyn til strategiske ressurser som de kontrollerer og strategier som følges. For det andre, forutsettes det høy grad av ressursmobilitet for ressurser som utvikles i en bransje. Dette forhindrer heterogene ressurser i å eksistere over tid (Tangenes, 2010, s. 94-95). Det finnes to sentrale analyseverktøy til bruk under denne forklaringsmodellen. Disse er Porters fem markeds krefter og SCP-rammeverket (Gjønnnes & Tangenes, 2016, s. 308-309)

Porters femkraftsmodell er en modell som brukes til å vurdere attraktiviteten når en inntrenger skal konkurrere i en bransje i et marked. Denne analysemodellen tar utgangspunkt i Porters posisjoneringskole til å måle konkurransedyktigheten til et selskap. Attraktiviteten ses i betraktning av eksponeringen fra fem spesifikke bransjekrefter. Disse er *kundens forhandlingsstyrke, leverandørens forhandlingsstyrke, trusler fra fremtidige konkurrenter, trusler fra nære substitutter og rivalisering blant eksisterende konkurrenter* (Porter, 1979, s. 27). Ifølge Porter, er det flere store kilder til

inngangsbarrierer. Stordriftsfordeler, høye investeringskostnader, driftsfordeler gjennom læring og erfaring, tilgang til omsetningskanaler og statlig innvirkninger er eksempler som Porter identifiserer som typiske inngangsbarrierer i posisjoneringskolen (Porter, 1979, s. 138).

SCP-rammeverket er den andre forklaringsmodellen, og fremhever bransjestruktur og strategiske valg som drivere for en virksomhets prestasjoner. SCP står for henholdsvis *Structure, Conduct og Performance*, og er utformet for å vurdere konkurranseforholdene i et marked med et makroøkonomisk perspektiv på bransjene (Barney, 2007). SCP-rammeverket vektlegger at det er nær sammenheng mellom bransjens struktur og resultatet bedriftene innenfor bransjene kan oppnå.

3.1.2. Det ressursbaserte synet

Sett fra en annen synsvinkel enn Porters posisjoneringskole, benyttes Det Ressursbaserte Synet (RBV) for å danne et internt perspektiv på konkurransekraft. RBV fremlegger at konkurransefortrinn kommer fra ressurser som virksomheten besitter, og kan sies og ha et innenfra-og-ut syn på konkurransekraft. Virksomhetens ressurser tar i betraktning alle virksomhetens eiendeler, egenskaper, operasjonelle prosesser, informasjon og kunnskap som kontrolleres av virksomheten (Barney, 1991, s. 101). De interne ressursene identifiseres i samråd med VRIN-rammeverket. Dette rammeverket tilsier at dersom en ressurs er verdifull, sjelden, vanskelig å imitere og at ressurser er effektivt organisert, vil et vedvarende konkurransefortrinn opprettholdes. VRIN-rammeverket vektlegger at ressursene klassifiseres som heterogene, slik at ressursene er virksomhetsspesifikke og vanskelige å flytte fra en virksomhet til en annen. Barney beskriver at konkurransefortrinn er en tilstand der virksomheten gjennomfører en verdiskapende strategi som ikke besittes av nåværende eller potensielle konkurrenter.

En ressurs er ifølge Barney (1991) definert som verdifull når den tillater virksomheter å implementere strategier som øker effektiviteten. Vis denne verdifulle ressursen ikke er standardisert i bransjen og dermed ikke sjelden, vil det skape et fortrinn for virksomheten. Dersom dette konkurransefortrinnet skal vedvare og etableres, kan det ikke kopieres av andre konkurrenter. Samtidig, så kan konkurransefortrinnet forsvinne dersom det finnes lignede ressurser som fremstår som substitutter (Barney, 1991, s. 102).

3.2. Verdibegrepet

Verdibegrepet forholder seg til følgende *pris* og *verdi*. Prisen er en observerbar størrelse som uttrykkes i form av den faktiske prisen for en vare eller tjeneste, mens verdien er en subjektiv størrelse som tar utgangspunkt i fra personlige preferanser. Verdsetting bygger på subjektive størrelse, og avhenger av hvilke personlige inntrykk og preferanser verdsetteren har av det som skal verdsettes. Verdsettelse handler hovedsakelig om å estimere den synlige prisen på et objekt, som matcher preferanser i et bestemt marked til et bestemt tidspunkt under visse betingelser. Verdibegrepet operer med tre forskjellige forklaringer: *Åpen markedsverdi*, *lukket transaksjonsverdi* og *eierverdi*. Verdi forklares med tre forskjellige verdibegreper, nettopp fordi det ville vært upresist å påstå at et objekt kun har én verdi (Dyrnes, 2011).

Den åpne markedsverdien tar utgangspunkt i den sannsynlige prisen for en vare eller tjeneste i et åpent marked. En lukket transaksjonsverdi spesifiserer verdien av en vare eller tjeneste i et marked hvor antall aktører i markedet er begrenset. Til slutt, så tilsier eierverdien noe om verdien det medfører for en aktør å ha eiendomsrett på en vare eller tjeneste (Dyrnes, 2011).

3.3. Porteføljeteori og relevant risiko

Moderne porteføljeteori (MTP) er et rammeverk med sikte på å optimalisere risikobelønning av investeringsporteføljer. Denne teoretiske modellen tar i bruk diversifisering som verktøy for å redusere risikoen for porteføljen uten å gi fra seg høy avkastning. Diversifisering er sentralt under dette rammeverket, og omhandler det å utvide interessefelt i forretningsdrift eller skaffe seg nye markeder (SNL, 2021). Dette rammeverket ble først introdusert på 1950-tallet av Harry Markowitz, og har underliggende ideer som forutsetter at forventet avkastning på en portefølje øker når en investor tar yttligere risiko og at risikovillige investorer er i stand til å redusere risiko i bytte for lavere forventet avkastning (Vollmer, 2015). MTP bygger videre på at om en investor legger til en annen type sikkerhet for porteføljen, så vil den samlede risikoen reduseres gitt at investoren sprer investeringene i forskjellige bransjer. For å danne seg en bedre forståelse over diversifisering, kan investeringens totalrisiko deles inn i to ulike risikoklassifiseringer: Systematisk -og usystematisk risiko. Totalrisikoen til en investering eller portefølje måles ved bruk av variansen til den realiserte avkastningen.

3.3.1. Systematisk risiko og betaverdi

Systematisk risiko er en risiko for markedet eller markedssegmentet, og kan ikke diversifiseres bort. En investor kan ikke kvitte seg med usikkerheten gjennom å spre investeringene i ulike markeder når risikoen er udiversifiserbar (Brealey et al., 2017). Aksjens relevante risiko er reflektert i samvariasjon mellom aksjens avkastning og markedsporteføljens avkastning, og kjennetegnes av usikkerhet i makroøkonomiske faktorer som økonomiske sykluser, inflasjon og rentenivå (Michalsen & Bøhren, 2012). Et mål på den systematiske risiko er Beta-verdi. Beta er et mål på hvor mye et verdipapir samvarierer i forhold til sin underliggende referanseindeks, og en beta-verdi lik 1 impliserer at verdipapiret over tid svinger i takt med markedsendringen (Nordnet, 2021).

3.3.2. Usystematisk risiko

Usystematisk risiko er en risiko tilknyttet selskapsspesifikk risiko, og kan imidlertid diversifiseres bort ved å investere i ulike typer selskaper i ulike type bransjer (Brealey et al., 2017). Denne risikoen gjelder spesifikt for selskapet eller bransjen, og eksempler på dette kan være mislykkete forretningsmodeller, svekket likviditet eller erstatningskrav (Finanssans, 2021). I en portefølje bestående av et bredt utvalg aksjer, så vil den usystematiske risikoen konvergere mot null når flere aksjer tilknyttes porteføljen (Nordnet, 2021).

3.4. Kapitalverdimodellens begrensning

Kapitalverdimodellen av *William Sharpe* og *John Linther* på 1960-tallet markerer starten på verdsettelsesteori. Kapitalverdimodellen er fortsatt den dag i dag, 60 år etter dens opprinnelse, stadig i bruk i estimering av kapitalkostnader til selskaper og til analyser av porteføljers utvikling. Årsaken til dens popularitet bygger ut ifra modellens styrker gjennom intuitive antagelser om hvordan å måle risiko, og forholdet mellom selve risikoen og avkastningskravet (Fama & French, 2004).

Sett i lys av at den er svært attraktiv blant finansiell analyse aktører, har modellen også forutsetninger, svakheter og begrensninger. Kapitalverdimodellen sier at risikoen for en aksje skal måles i forhold til omfattende markedsporteføljer, som i prinsippet ikke bare inneholder finansielle eiendeler, men også forbruksvarer, eiendommer og arbeidskraft. Selv om vi med et snevert syn på modellen, begrenser anvendelsen til kun handlede

finansielle eiendeler, er det likevel legitimt å begrense markedsporteføljen ytterligere. Markedsporteføljen bør i teorien kun reflektere risikoen ved aksjer, obligasjoner og andre økonomiske eiendeler (Fama & French, 2004).

Videre, har modellen svakheter i den empiriske implementering. Kapitalverdimodellen har klare forutsetninger om at det skal være fullstendig enighet blant aktører om sansynlighetensfordelingen for en eiendels fremtidige pris, og at det er mulighet til å låne til en risikofri rente. På bakgrunn av dens forutsetninger, fører dette til at modellens empiriske resultater blir svake. Denne svakhetens kan resultere i teoretiske feil og vanskeligjør det å utføre valide tester av modellen (Fama & French, 2004).

Modellen viser også til at den usystematiske risikoen ikke har noen direkte innvirkning på aksjekursen (Fama & French, 2004). Som nevnt under 3.3.2 om usystematisk risiko, så er denne type risiko diversifiserbar – altså fra ett investors ståsted, så kan denne risikoen minimeres ved å investere i flere og ulike bransjer og markeder. En tolkning av dette, tilsier at en investor som påtar seg risiko, ikke vil få mer forventet avkastning gjennom en risikokompensasjon. Dette gjenforener ikke en realistisk virkelighetsoppfatning gjennom forholdet til risiko og avkastning, og underbygger svakheter til modellen.

3.5. Realopsjonsteori

En opsjon er en type kontrakt som skaper rettigheter ovenfor en part i en handel til å kjøpe eller selge noe til en fastsatt pris. Opsjon er ikke en plikt. Finansieringsprosjekter opptrer som opsjoner, men kalles for realopsjoner (SNL, 2021). Realopsjoner er i all hovedsak realinvesteringer med opsjonstrekk, som gir investoren muligheten til å investere eller ikke. Dette skaper fleksibilitet fra et investorperspektiv, hvor eventuelle beslutninger kan tas underveis i prosessen istedenfor til et angitt beslutningstidspunkt. En realopsjon tar utgangspunkt i tradisjonell opsjonsprising av finansielle instrumenter og kombinerer dette med investeringer i realaktiva (Kaldestad & Møller, 2017, s. 258). En realopsjon vil typisk resultere i ulike handlingsalternativer: muligheten til å utsette et prosjekt, utvide og ekspandere et prosjekt eller muligheten til å avvike et prosjekt. Denne metoden skaper kompleksitet, og det kommer av at det er stor usikkerhet tilknyttet flere av komponentene i estimeringen av en realopsjon. Eksempelvis prises ikke underliggende eiendeler ved et likvid marked, som i tilfelle med finansielle opsjoner. Dette medfører at verdien til opsjonen bestemmes av verdiestimat på den

underliggende eiendelen, som det i utgangspunktet er knyttet betydelig usikkerhet til (Kaldestad & Møller, 2017, s. 163-164)

4. Metode

Metode omhandler hvordan gå frem for å skaffe informasjon om et område og hvordan analysere denne informasjonen. Ordet metode kommer fra det greske ordet *methods*, som betyr å følge en vei mot et mål. Dette kapittelet tar for seg den metodologiske tilnærmingen som er brukt i denne bachelorutredelsen, og tar utgangspunkt i de fire fasene fra forskningsprosessen *forberedelse, datainnsamling, dataanalyse og rapportering*. Et målrettet og nøyaktig arbeid gjennom en forskningsprosess gjennom disse fasene skal redusere den manipulative effekten som kan påvirke dataen som er nødvendig for denne oppgaven (Johannesen et al., 201). Denne bachelorutredelsen er å anse som å bli en rapport av selve forskningsprosessen, og dermed avgrenses metodekapittelet seg til de tre første fasene. Det påpekes også at deler av kapittel 4. *Metode* bygger videre på egne verk.

4.1. Forberedelse

Forberedelser gjort til denne oppgaven omhandlet å sette seg inn i konkret og relevant litteratur som på sikt skal gi meg best mulig forutsetning til å besvare oppgavens problemstillinger. For å danne et solid kunnskapsgrunnlag med innsikt i tidligere forskning og relevant litteratur, ble det gjort en bred research av fagområdet. Ved bruk av offentlige søketjenester og teoretisk litteratur fra tidligere emner fra min bachelorgrad gjorde jeg et dypdykk i en rekke etablerte teorier og litteratur. Spesielt vil jeg utdype at det ble foretatt en grundig oppfriskning av finansfag som ble ansett som relevante for oppgaven, ved en gjennomgang av tidligere egne skrevne notater og oppgaver. Når oppgavens tema var fastsatt, nemlig verdsettelse, satte jeg meg umiddelbart inn i ulike bransjer som det kunne være interessant å velge analyseobjekt ut ifra. Boligbyggebransjen med Selvaag Bolig som analyseobjekt ble valgt, og det ble deretter foretatt forberedelser om selskap og bransje før oppgaveskrivingen kom i gang.

4.1.1. Formål

Oppgavens formål utstrekker seg ifra kritiske spørsmål om hva undersøkelsen kan bidra med og motivet for denne utredelsen (Johannesen et al., 201). Oppgavens hensikt er å estimere den grunnleggende verdien av Selvaag Bolig-aksjen. På bakgrunn av en

omfattende verdsettelse av aksjen, skal oppgaven komme med en konkluderende handlingsstrategi til en fiktiv investor.

4.1.2. Tilnærming

I forberedelses-fasen klassifiseres det ulike tilnæringsmåter til et forskningsprosjekt. En vanlig praksis er å skille mellom induktiv forskningsdesign og deduktivt forskningsdesign. Den induktive tilnærmingen av en forskningsmetode bruker empiriske funn som grunnlag for nye ideer, mens den deduktive tilnærmingen bruker allerede veletablerte teorier til å kunne svare på oppgavens problemstillinger (Nyeng, 2004). En kombinasjon av metodene er også praktisert av forskere, ettersom en ekskludering av en av metodene kan føre til misvisende resultater

Denne oppgaven anses å bruke en kombinasjon av forskningsdesignene som er nevnt. Store deler av oppgaven bruker et deduktivt forskningsdesign ved å ta utgangspunkt i etablert litteratur gjennom kjente teorier og modeller. Likevel kan det argumenteres for tilstedeværelsen av et induktivt forskningsdesign ettersom verdsettelsen baserer seg på subjektive meninger i form av undersøkt data. Samtidig, er de empiriske funnene gjort i denne utredelsen til hensikt for å skape nye teoretiske aspekter som henviser til induktivt forskningsdesign.

4.2. Datainnsamling

Den neste fasen i forskningsprosessen er *datainnsamling*. Vi skiller mellom to typer data: *Primærdata* og *Sekundærdata*. Primærdata er nye data som er innhentet av den eller de som lager analysen eller undersøkelsen, mens sekundærdata er data som er samlet inn av andre. Egenskapene til primærdataene er at dette datagrunnlaget er spesifisert til analyseobjektet (Andreassen et al., 2012). Primærdata innhentes ved å gå fysisk eller digitalt til verks ute i felten, for å samle relevant informasjon. Sekundærdata er til en motsetning allerede innhentet og undersøkt, og består gjerne av data tilknyttet andre formål som man selv kan dra nytte av i egen undersøkelse og analyse (Sundbye, 2020).

Denne oppgaven bygger på noe innhentet primærdata fra flere dybdeintervju med CEO Sverre Molvik i Selvaag Bolig. Samtidig, er offentlig tilgjengelige sekundærdata brukt til teoretisk forankring til å besvare oppgavens problemstillinger.

4.2.1. Forskningsstrategi

Bachelorutredelsen er utformet som en kasusstudie med Selvaag Bolig som studieobjekt. Kasusstudier er studie av én enhet, og ved bruk av dette casedesignet så studerer man caset over lengre tid gjennom detaljerte datainnsamlinger hvor flere primære -og sekundære datakilder benyttes. Studieobjektet bør studeres i relevante temaer, som i denne oppgaven er økonomi og finans. En kasusstudie kan ha én eller flere analyseenheter. Dette betyr i utgangspunktet at forskeren kan innhente data og informasjon gjennom en eller flere individer, institusjoner, programmer eller konsepter (Johannesen et al., 2011, s. 92). Denne oppgaven bruker flere analyseenheter, da datagrunnlaget kommer fra blant annet kvartalsrapporter, teoretisk litteratur, analyser og annen primærdata.

4.2.2. Datagrunnlag

Opgavens datagrunnlag innhentes ved bruk av *kvantitativ* -eller *kvalitativ metode*. Kvantitativ metode er en forskningsmetode som brukes ved innsamling og analyse av kvantitative data. Denne type datagrunnlag foreligger i form av tall eller andre mengdetermer samt rangeringer, og er godt egnet til analyser av store datagrunnlag. Kvantitativ metode tar derimot ikke høyde for refleksjon og vurdering rundt dataene i stil med kvalitativ metode. Som en motsetning til det kvantitative perspektivet som en forskningsmetode, finnes den kvalitative praksisen. Kvalitativ metode er data som vanligvis uttrykkes i form av tekst, og går mer i dybden enn de tallfestede dataene som anvendes i kvantitativ metode. Denne type data går i grundigere til verks, og gjennom tekst kan denne type data enklere utdype refleksjon og vurdering rundt datamaterialet (Grønmo, 2020). Kort oppsummert, så viser kvantitativ metode til tall, rangeringer og lignende, mens kvalitativ metode undersøker data i form av ord og beskrivelser.

Ettersom denne oppgaven er en verdsettelse av et selskap, er det naturlig å definere oppgaven som et resultat fra kvantitativ forskning. Innhentede publiserte regnskapstall fra selskapsrapporter og offentlige markedstall er eksempler på kvantitativ metode som er brukt i denne oppgaven. Imidlertid betraktes også informasjonen brukt i denne oppgaven som kvalitativt. Dette er informasjon samlet inn fra teoretiske lærebøker som utgjør den teoretiske forankringen til oppgaven. Oppgaven baserer seg altså fra elementer hentet både fra kvantitativ og kvalitativ metode.

4.3. Dataanalyse

Neste steg i forskningsprosessen er *dataanalysen*. Dataanalyse er en systematisk bearbeiding av innsamlet informasjon, hvor datagrunnlaget analyseres og tolkes.

Oppgaven inkluderer datamaterialet fra både kvantitative -og kvalitative metoder, og det blir derfor praktisert ulike dataanalyse for henholdsvis de to ulike metodene.

Datagrunnlaget som er innhentet ved kvantitativ metode analyseres gjennom statistiske analyseverktøy, mens kvalitativt datamateriale består av bearbeidelse av teksten.

Uavhengig av metoden, består forskingen av å tolke dataene (Johannesen et al., 2011).

4.3.1. Analyseverktøy

Denne oppgaven inneholder et bredt utvalg av ulike analyseverktøy. Gjeldende for det tallbaserte datamaterialet brukt for den finansielle analysen, vil være neddiskontering av kontantstrømmer i Excel være det mest brukte verktøyet. Ved bruk av denne fremgangsmåten, vil jeg trinnvis komme frem til ulike verdiesestimater av analyseobjektet. Videre, vil det også bli foretatt ulike verdsettelse ved bruk av multipler, som også løses i Excel. Ved bruk av neddiskontering av kontantstrømmer, vil det bli brukt mange variabler (input), som vil påvirke resultatet (output). Det vil i den anledning bli foretatt en *sensitivitetsanalyse*, som skal illustrere betydningen av variablene, og den påvirkningskraften disse har ovenfor resultatet. Excel vil og bli brukt til regresjonsanalyse av beta-beregninger.

Som grunnlag for variablene (input) i neddiskonteringen av kontantstrømmer, vil den strategiske analysen være avgjørende for utfallet på resultatet (output). Rammeverk som PESTEL, SWOT, VRIN og femkraftsmodellen vil bli brukt i den strategiske analysen som ulike analyseverktøy for det kvalitative datagrunnlaget. I tillegg vil nøkkeltall og konkurrent-analyser være analyseverktøy som også vil påvirke variablene i neddiskonteringen.

4.3.2. Metodologiske kvaliteter og begrensninger

Dataen som er innsamlet gjennom empiriskere funn blir vurdert i henhold til *reliabilitet*, *validitet* og *generaliserbarhet*

Reliabilitet brukes om konsistens eller stabilitet i målinger og funn, og reliabilitet bør foreligge i alle målinger som har teoretisk eller praktisk interesse (Svartdal, 2020). Dette er et fundamentalt faktum innen forskning, og brukes til å sikre pålitelighet for

datagrunnlaget. Dette er i nær forbindelse med å knytte nøyaktighet til forskningens data, hvilke data som anvendes, hvordan dataene bearbeides og til slutt hvordan disse dataene brukes. En praktisert test for å måle påliteligheten og reliabiliteten er ved en sammenligning av resultatet til like analyseobjekter som er gjort av ulike forskere, og dersom forskningsresultatene har nære fellestrekk, anses det for høy grad av reliabilitet (Johannessen et al., 2011, s.44). Denne oppgaven bygger på offentlige og testede teorier, og det har blitt praktisert sammenligning av flere uavhengige kilder med lignende utfall for å dra nytte av en interreliabilitets-effekt. Dette minimerer også risikoen for feil ved førstehåndsinformasjon.

Opgavens reliabilitet anses som veldig god i denne oppgaven da grunnlag for bekreftelse av teori og strategiske synspunkter er gjort fra 1-til-1 dybdeintervju med CEO i Sverre Molvik. Sverre Molvik har fungert som en kontaktperson for å komme «nærmere» analyseobjektet. Sverre har fungert som en kommunikativ partner ved behov, for å komme med innspill på den strategiske analysen og synspunkter for den finansielle verdsettelsen. Videre, sikres oppgavedataens reliabilitet ved å sammenligne eget arbeid med resultater fra andres arbeid. Et eksempel på dette er en sammenligning av finansielle beregninger som nøkkeltall, som er blitt bekreftet som riktige og presise ved sammenligning av lignende analyser. Det er også verdt å merke seg at store deler av oppgaven er sekundærdata. Derfor har jeg sikret oppgavens reliabilitet ved å undersøke påliteligheten til primærkildene med et kritisk perspektiv.

Validitet betyr i hvilken grad man ut ifra resultatene av et forsøk eller en studie kan trekke gyldige slutninger om det man har satt seg som formål å undersøke (Dahlum, 2021). For å sikre at oppgavens validitet, har jeg sammenlignet oppgavens delresultater med sammenlignbare verdivurdering av analyseobjektet. De sammenlignbare verdivurderingene er foretatt av uavhengige meglerhus, som har motivasjon om å fremvise en realistisk fremstilling av selskapet.

Generaliserbarhet betyr hvorvidt forskningen som gjøres i et prosjekt kan overføres til andre forskningsprosjekt (Johannessen et al., 2011, s. 45). Oppgaven kan i store deler generaliseres, da den inneholder bransjeanalyser med et makroøkonomisk perspektiv som vil være relevant for lignende oppgaver med samme type analyseobjekt. Mye av teorien som er anvendt er generell verdsettelses -og finansiellteori, som òg vil være relevant for gjenbruk. På en annen side, er også deler av oppgaven spesifikt kun for

dette analyseobjektet, som den interne analysen i det strategiske kapittelet og finansielle nøkkeltall/regnskapsanalyser.

5. Finansiell metode

5.1. Generelle verdsettelsesmetoder

Verdsettelse omhandler å sette en verdi av en virksomhet eller eiendel. Generelt baseres verdsettelsen på fremtidige estimerte kontantstrømmer, som neddiskonteres til nåverdi med en diskonteringsfaktor (Kinserdal, 2017). Det finnes et bredt utvalg av ulike verdsettelsesmetoder, og selv profesjonelle aktører av verdsetting kan komme frem til svært forskjellige resultater ved en verdivurdering av samme prosjekt på samme verdsettelsestidspunkt. Verdsettelse er i stor grad basert på subjektive tolkninger, som setter grunnlaget for verdidriverne til beregningene av de fremtidige kontantstrømmene (Dahl, 2011). Ved bruk av to eller flere like verdsettelsesmetoder, sikrer analytikerne at verdivurderingen er upartisk i den forstand at den ikke inneholder noen tekniske feil. Det er også viktig at analytikerne forstår hvordan verdsettelsesmetoder kan brukes interaktivt (Plenborg & Kinserdal, 2017).

En god verdsettelse skal kunne avklare hvor vidt man skal investere eller ikke. Verdsettelsesmetodene må ivareta formålet om å maksimere en aksjonærs formue, ta høyde for pengenes tidsverdi, basere seg på tilgjengelig informasjon, ta hensyn for investeringens risiko og i tillegg må den være brukervennlig med et klart og tydelig signal om investeringen skal iverksettes eller ikke til beslutningstakeren (Bredesen, 2011).

Generelle verdsettelsesmetoder kan klassifiseres i fire ulike grupper, *Nåverdimetoden*, *multipler*, *den aktive-baserte tilnærmingen* og *verdsette på bakgrunn av berettigede krav-metoden* (Plenborg & Kinserdal, 2017). Denne bachelorutredelsen tar for seg nåverdimetoden og relativ verdsettelse ved hjelp av multipler.

5.1.1. Nåverdimetoden

Nåverdimetoden (NV) estimerer nåverdien av fremtidige beløp til den den verdien disse kontantstrømmene ville hatt i dag. Estimatenes baseres på bakgrunn av analytikerens anslag for kontantstrømmer til selskaper, og diskonteringsfaktorene som gjenspeiler risikoen i kontantstrømmen og verdien av pengene (Lopez, 2020). En investerings nåverdi er gitt ved summen av de neddiskonterte kontantstrømmene. Er nåverdien positiv så vil investeringen være lønnsom. Med en negativ nåverdi, vil investeringen

følgelig være ulønnsom. Nåverdimetoden tar for seg en rekke ulike verdsettelsesteknikker og forutsetninger. På bakgrunn av dette kreves det forskjellige beregninger av kapitalkostnader som skal brukes som diskonteringsfaktorer. Dette er de ulike kapitalkostnadsuttrykkene (Plenborg & Kinserdal, 2017), og vil bli utdypet videre i dette kapitlet.

R_d : Avkastningskrav på eiendeler

R_d : Avkastningskrav på rentebærende gjeld

R_e : Avkastningskrav på egenkapital

WACC: Vektet gjennomsnitts kapitalkostnad

Videre, brukes følgende variabler i formlene til de ulike verdsettelsesmetodene:

N: Antall perioder med ikke-konstant vekstrate

G: Langsiktig stabil vekstrate

FCFF: Fri kontantstrøm til selskap

FCFE: Fri kontantstrøm til egenkapitalen

NOPAT: Ikke-operativt resultat etter skatt

Nåverdimetoden tar for seg tre underforliggende verdsettelsesmetoder: Dividende-modellen, diskonterte kontantstrømmer-modellen og meravkastningsmetoden.

5.1.1.1. Dividende-modellen (DDm)

Dividende modellen (DDm) antyder at verdien av egenkapitalen er lik nåverdien av fremtidig utbytte. Modellen forutsetter at investor som eier en aksje kan oppdrive kontantstrømmene i form av utbytter og fremtidig aksjepris som blir drevet av forventningene om fremtidige utbytter. Videre, forutsetter denne modellen en estimering av fremtidig vekstrate i inntjening og utbetalingsforhold (Damodaran, 2012, s. 323). DDm tar i bruk ett ekstra trinn i beregningen av markedsverdien av egenkapitalen. Typiske verdsettelsesmodeller beregner kun ulike kontantstrømmer dividert på kapitalkostnad. DDm inkluderer en eksplisitt prognoseperiode der veksten i utbyttet avviker fra den langsiktige vekstraten, og en egen periode der veksten i utbyttet antas å være konstant. Ettersom prognostisering av fremtidige utbytter er nærmest uløselig, delvis fordi fordelingen av årlig utbytte er avgjort fra selskapets styre, løses DDm i en to-trinns modell. Den underforliggende ideen ved to-trinns modellen er at vekstraten til et firma til slutt vil nærme seg den langsiktige vekstraten i økonomien firmaet operer i (Plenborg & Kinserdal, 2017).

Formel 1 - DDM:

$$\text{Markedsverdi av egenkapital}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Dividende}_t}{(1+r_e)^t} + \frac{\text{Dividende}_{n+1}}{(r_e-g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

5.1.1.2. Diskonterte kontantstrømmer (DCF)

Diskontering av fri kontantstrømmer (DCF) kan bli spesifisert i to ulike modeller – selskapsverdi (FCFF) og egenkapitalverdi (FCFE). Modellene tar for seg de fremtidige frie kontantstrømmene til virksomheten, som diskonteres med gjeldende kapitalkostnad. FCFF fastsetter markedsverdien av selskapet ved diskontert fri kontantstrøm til drift med totalkapitalen som avkastningskrav, og senere trekke fra markedsverdien av selskapets netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien. FCFE fastsetter markedsverdien av selskapets egenkapital direkte ved å kun diskontere den frie kontantstrømmen til egenkapitalen med avkastningskravet til egenkapitalen som diskonteringsfaktor (Plenborg & Kinserdal, 2017).

Formel 2 – FCFF:

$$\text{Markedsverdi av selskapsverdi}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Formel 3 – FCFE:

$$\text{Markedsverdi av egenkapital}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r_e-g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Både FCFF og FCFE bygger på antagelsene om at kontantoverskuddet utbetales som dividende eller reinvesteres i prosjekter med en nåverdi lik null. Kontantoverskudd tar i betraktning kontantstrømmer fra virksomheters operasjoner, investeringer og finansielle aktiviteter (Plenborg & Kinserdal, 2017).

5.1.1.3. Meravkastningsmetoden (EVA), (RI)

Meravkastningsmetoden består av to underliggende modeller – økonomisk verdi som tillegges (EVA) og residualinntekt-modellen (RI). Meravkastningsmetoden tar utgangspunkt i fra periodiserte regnskapsdata som en motsetning til dividende-modellen (DDm) og diskonterte kontantstrømmer-modellen (DCF) som tar utgangspunkt fra kontantstrøms beregninger. På bakgrunn av dette, er de alle teoretiske likeverdige verdsettelsesmetoder. EVA estimerer markedsverdien av selskapet, mens RI beregner markedsverdien av egenkapitalen. EVA tar utgangspunkt i den investerte kapitalen (NOPAT), for så å inkludere økonomisk verdi som tillegges neddiskontert på vektet

gjennomsnittets kapitalkostnad (WACC) som resulterer i selskapsverdien. RI verdsetter verdien med et perspektiv fra egenkapitalen, og skiller seg fra EVA med tanke på at gjeldshavere inkluderes. RI vektlegger flere elementer til grunn for beregningene: bokført verdi av egenkapitalen ved fjorårets slutt, nåverdien av residualinntekten i prognoseperioden og nåverdien av residualinntekten i den operative perioden.

Formel 4 – EVA:

$$\text{Markedsverdi av egenkapital}_0 = \sum_{t=1}^n \text{Investert kapital}_0 + \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{n+1}}{WACC-g} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Formel 5 – RI-modellen:

$$\text{Markedsverdi av egenkapital}_0 = \sum_{t=1}^n \text{Bokført verdi av egenkapital}_0 + \frac{RI_t}{(1+r_e)^t} + \frac{RI_{n+1}}{(r_e-g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

EVA -og RI modellene er begge sterkt knyttet opp mot finansiell teori, og tar utgangspunkt i de faktiske verdidriverne til et selskap. Disse modellene genererer verdier som er enklere å tolke enn dividende -og kontantstrøm modellene, og det blir mer åpenbart at den estimerte markedsverdien kun overstiger den bokførte verdien når avkastningen til egenkapitalen/totalkapitalen overstiger kapitalkostnaden (Plenborg & Kinserdal, 2017).

5.1.1.4. Terminalverdi

Som siste ledd i beregningen av neddiskonterte kontantstrømmer, trenger man å kunne beregne terminalverdien. Offentlige omsettelige selskaper antas å ha uendelige livssykluser, men ettersom at det er umulig å estimere kontantstrømmer i all evig tid, anvendes det en tilnærming kalt *Gordons vekstformel*. Med denne tilnærmingen, så stopper estimeringen av fremtidige kontantstrømmer ved et angitt tidspunkt, for så å beregne terminalverdien til selskapet som skal reflektere kontantstrømmer etter dette angitte tidspunktet (Damodaran, 2001, s. 761).

Formel 6 – Gordons vekstformel:

$$V = \frac{CF}{r-g}$$

Hvor:

V = verdi av virksomheten vi skal beregne
 CF = *cash flow*, dvs. kontantstrømmen i år 1
 r = avkastningskravet (kan være til egenkapitalen eller totalkapitalen)
 g = vekst vi forventer i kontantstrømmen

5.2.1. Relative verdsettelse - Multipler

Verdsettelse basert på multipler er en populær verdsettelsesmetode blant profesjonelle aktører innen finansiell verdsettelse. Årsaker til dette er at denne verdsettelsesmetoden krever lavere kompleksitet og mindre analytisk arbeid enn modellene under nåverdimetoden. Relativ verdsettelse benytter seg av to komponenter. Først må priser konverteres til multipler av inntjening, bokførte verdier eller salg. For det andre, så må det finnes sammenlignbare selskaper. Dette er ofte en utfordring, siden ingen selskaper er identiske. Uavhengig om selskaper operer i samme bransje, kan det likevel utgjøre en stor forskjell i selskapenes risiko, vekst potensiale og kontantstrømmer (Damodaran, 2012).

5.2.1.1. P/E

P/E-metoden er den mest praktiserte multiplere varianten, og viser markedsverdien av egenkapitalen i forhold til resultat etter skatt. Fordelen ved med denne metoden er at den er enkel og brukervennlig, og gir betraktninger rundt kapitalkostnaden for selskaper med stabil vekstfase. Denne metoden bør brukes som et supplement til annen multiplereanalyse, fordi multiplere som brukes i denne metoden blir påvirket av selskapets finansieringsgrad. Dette medfører at selskaper som i større grad finansieres gjennom egenkapital, vil få en større verdi selv om de komparative selskapene tilsynelatende er identiske (Kaldestad & Møller, 2017).

Formel 7 – P/E

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

5.2.1.2. P/B

P/B-metoden viser til pris i forhold til egenkapital. Dette nøkkeltallet brukes når man skal vurdere en aksjes pris i forhold til bokført egenkapital. En lav P/B-rate indikerer på at aksjen er undervurdert, og kan imidlertid også bety at noe er fundamentalt galt med selskapet. Raten har som mål å indikere hva man ville få dersom selskapet skulle realisere sine eiendeler, legge ned driften og utbetale kapitalen til aksjonærene (Investtech, 2021)

Formel 8 – P/B

$$\frac{\textit{Pris}}{\textit{Bok}} = \frac{\textit{Markedspris pr aksje}}{\textit{Bokførte verdier pr aksje}}$$

5.2.1.3. EV/Sales

EV/Sales-metoden viser forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen med rentebærende gjeld i forhold til driftsinntekter (salgsinntekter) og gir betraktninger rundt effektiviteten i selskapets drift. For at denne multippelen skal kunne anvendes, er det viktig at de sammenlignbare selskapene operere i samme bransje med lik fortjeneste (Kaldestad & Møller, 2017).

Formel 9 – EV/Sales

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

5.2.1.4. EV/EBITDA

EV/EBITDA-metoden viser forholdet mellom markedsverdien av egenkapital med rentebærende gjeld i forhold til driftsresultat før avskrivninger. Denne metoden utelater forskjeller som kan oppstå på bakgrunn av avskrivningsprofiler praktisert ulikt blant forskjellige selskaper. På en annen side, har den en svakhet i form av at den ser bort i fra risiko og fremtidige investeringsbehov, og fanger dermed ikke opp underliggende forskjeller i to selskaper med samme driftsresultat. Disse burde i utgangpunktet prises forskjellig fra hverandre (Kaldestad & Møller, 2017).

Formel 10 – EV/EBITDA

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

5.3. Valg av verdsettelsesmetoder

Det finnes utallige verdsettelsesmetoder som bli praktisert, og denne oppgaven tar for seg nåverdimetoden og verdsettelse basert på multipler. Nåverdimetoden er avledet fra diskontering av kontantstrømmer, noe som innebærer at de gir identiske verdiestimer. Derfor, fra et verdivurderingsperspektiv, kan analytikerne stille seg likegyldige når det skal velges mellom de ulike nåverdimetodene. En verdsettelse basert på multipler anses som teknisk enklere å gjennomføre. Imidlertid er en verdsettelse basert på multipler avhengig av en rekke restriktive antakelser som kompliserer verdsettelsen og gjør den tidkrevende. Dette innebærer at tilnærmingen bare gir upartiske verdianslag under svært restriktive antakelser. På bakgrunn av at multiplene gir mangelfulle estimer, ses den bare på som en komplementær verdsettelsesmetode til nåverdimetoden i denne oppgaven (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 366). Nåverdimetoden vil bli vektlagt mest når verdsettelsen skal gjennomføres.

5.4. Totalkapitalens avkastningskrav WACC

Totalkapitalens avkastningskrav, også kjent som vektet gjennomsnittets kapitalkostnad (WACC), er et sentralt konsept i finansiell analyse og som blir praktisert i mange ulike kontekster. For at bruken av WACC skal være suksessfull, må virksomheten akseptere å ta risiko. Suksessfulle virksomheter tar kalkulererte risikoer for å oppnå sine målsatte avkastningskrav (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 297).

Formel 11 - WACC

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

Hvor:

E = markedsverdi av egenkapital D = markedsverdi av gjeld

r_e = selskapets egenkapitalkostnad r_d = selskapets gjeldskostnad

t = nominell selskapsskatt

WACC vektlegger virksomhetens kapitalstruktur for å definere hvordan det er blitt finansiert. Modellen tar også høyde for at en virksomhet kan finansieres gjennom ulike kilder til kapital som forutsetter ulik type risiko – gjeld og egenkapital (Kaldestad & Møller, 2017, s 53)

5.4.1. Egenkapitalens avkastningskrav

Egenkapitalens avkastningskrav er den avkastningen en investor krever på sin investerte kapital i et selskap som kompensasjon for den underliggende risikoen (Damodaran, 2012, s. 183). Kapitalverdimodellen (KVM) benyttes for å beregne egenkapitalens avkastningskrav, som er en variabel i WACC gitt ved R_e . KVM tilsier at investorer bare tar på seg systematisk risiko fra en portefølje, siden en investor kan eliminere den usystematiske risikoen som ligger i et bestemt selskap eller aksje ved å ha en tilstrekkelig bred portefølje (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 303).

Formel 12 – KVM

$$r_e = r_f + \beta [r_m - r_f]$$

Hvor:

$$r_f = \text{risikofri rente} \quad \beta = \text{sekselskapets egenkapitalbeta}$$

$$r_m = \text{avkastning på en markedsportefølje eller indeks}$$

$$[r_m - r_f] = \text{markedets risikopremie}$$

5.4.1.1. Estimering av risikofri rente

Den risikofrie renten (R_f) uttrykker hvor mye en investor kan forvente i avkastning uten å ta på seg noe risiko. Teoretisk sett, så ville det beste estimatet av en risikofrirente være det forventede avkastningskravet dersom betaverdien av en portefølje er lik null. På bakgrunn av kostnaden og problemene tilknyttet konstruksjonen av porteføljer med betaverdi lik null, så er denne metoden ikke praktisert. I stedet, så beregnes risikofri rente gjennom avkastning på statsobligasjoner, fordi disse anses å være risikofrie. I de aller fleste tilfeller anses dette som en hensiktsmessig fremgangsmåte for å beregne den risikofrie renten, men, det finnes også unntak som for eksempel ved greske statsobligasjoner. Disse anses for å innebære risiko tilknyttet statsobligasjonene, og dermed bør denne praktiserte metoden brukes forsiktig.

Denne oppgaven vil anvende risikofri rente på 10-årige statsobligasjoner, fordi disse statsobligasjonene gir den mest forenlige renten til den underliggende kontantstrømmen som skal neddiskonteres (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 304). Det tas også hensyn til at oppgaven benytter seg av statsobligasjoner i samme valuta som

kontantstrømmen til selskapet som skal verdsettes. Den risikofrie renta på norske 10-årige statsobligasjoner i fra 30.12.2020 var 0,96% (Norges Bank, 2021), som også er størrelsen som vil bli benyttet for den risikofrie renten i denne oppgaven.

5.4.1.2. Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom avkastningen på en markedsportefølje og den risikofrie renten. Teoretisk sett, er dette hvor mye ekstra avkastning en investor kan kreve for å investere i den gjennomsnittlige aksjemarkedsporteføljen i stedet for å investere risikofritt. Markedets risikopremie er definert som $[E(R_m) - R_f]$ i KVM (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 321). Det avgrenses til tre mulige måter å beregne markedets risikopremie, hvor *estimering av historisk risikopremie*, *estimering av en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs* og *spørreundersøkelse blant investorer og akademikere* er gjeldende forslag.

Et estimat ved bruk av historiske risikopremier er den mest praktiserte metoden i KVM. Metoden baserer seg på gjennomsnittlig historisk avkastning til en markedsindeks justert for gjennomsnittlig historisk avkastning på statsobligasjoner (Kaldestad & Møller, 2017, s. 166). Denne metoden er best egnet for det amerikanske finansmarkedet, som i seg selv er stort, diversifisert og har en lang historie av avkastning på aksjer og risikofylte verdipapirer. For mindre markeder, som vest-europeiske markeder med kortere historie, kan det være vanskelig å basere seg på historiske tall. Dette på bakgrunn av at disse markedene tidligere er preget og dominert av få selskaper, samtidig som det var mange selskaper som var private og ikke omsettelige på kapitalmarkedet. Som en konsekvens av dette, så vil en kalkulasjon av historisk risikopremie i for eksempel Norge ikke være relevant, da den vil gi et alt for høyt estimat (Damodaran, 2012, s. 164). På bakgrunn av at Selvaag Bolig operer i det Norske markedet, vil ikke denne metoden bli praktisert.

Estimering av markedets risikopremie basert på nåværende børskurs er en markedsstyrt metode som fastsetter risikopremien med utgangspunkt i en vekstmodell. Denne metoden har som formål å beregne en risikopremie som er forenlig med børsværdien, og vil anslå et estimat basert på fremtidsforventinger. Ved å praktisere denne metoden, så vil det foreligge mye usikkerhet ettersom små endringer i framtidsutsiktene vil gi en risikopremie med store variasjoner (Kaldestad & Møller, 2017, s. 168-169). På bakgrunn av usikre tider med pandemi, og en økonomi som er svært sensitiv, velger jeg å utelukke denne metoden for å ikke pådra KVM mer usikkerhet enn nødvendig.

Den siste metoden baserer estimatet av risikopremien på en spørreundersøkelse blant investorer og akademikere. Denne metoden tar for seg relevante markedsaktørers prognoser for fastsettelse av markedets risikopremie, og forutsetter at aktørene er representative for markedet (Kaldestad & Møller, 2017, s. 169). Denne metoden bygger også på framtidsutsikter, noe som er vanskelig å forutse i disse tider med en utbredt pandemi. Videre, på bakgrunn av omfanget for å få en representativ undersøkelse, med et bredt antall kvalifiserte svar, så blir dette en tidkrevende metode for denne bachelorutredelsen. Denne metoden vil derfor ikke bli praktisert.

Denne oppgaven tar for seg professor ved New York University, Aswath Damodaran, sitt estimat for markedets risikopremie. Professoren presenterer årlige estimater av markedets risikopremier til et bredt utvalg av land. Estimaten som han bruker, baserer seg på historiske dataer. For Norge, er den estimerte markedspremien per 8. januar 2021 beregnet til 4,72% (Damodaran, 2021). Det avklares at dette ikke er den mest gunstige tilnærmingen av markedets risikopremie, men gitt forklaring av andre alternativer anses dette som den mest gunstige metoden. Til oppsummering, markedets risikopremie for denne oppgaven er: $[E(R_m) - R_f] = 4,72\%$, noe som også matematisk sett vil gi en verdi på avkastningen til markedsporteføljer lik 3,76.

5.4.1.3. Likviditetspremie

Likviditetspremie er en tilleggs sats som tillegges selskaper med lav likviditet. Denne satsen fungerer som en kompensasjon for risikoen ved kapitalbinding i verdipapirer som er lite omsatt. Likviditetspremie avhenger av tre forhold; *grad av markedssvikt*, *aksjens innløsning* og *selskaps-spesifikk risiko knyttet til den aktuelle virksomheten* (Kaldestad & Møller, 2017). Denne størrelsen kan ikke beregnes basert på etablert teori, slik at skjønn og «sunn fornuft» skaper grunnlag for hvordan denne størrelsen påvirker beregninger. For avkastningskravet i forhold til historiske tall, anvendes ikke Likviditetspremie. Den anvendes derimot under neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. Dette vil bli yttligere beskrevet i kapittel 8.

5.4.1.4. Estimering av egenkapitalbeta

Som et viktig teorem til kapitalverdimodellen, er at forventet avkastning til egenkapital øker dersom systematisk risiko øker. Dette virker intuitivt riktig, ettersom at risikoen øker i takt med investorenes ønske til en høyere kompensasjon for påtatt risiko

(Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 306). Beta måler den relative risikoen til en investering i forhold til markedsporteføljen, og betaverdien tallfestes i forhold til aksjekursens volatilitet overfor avkastningen i markedet. En betaverdi lik 0, uttrykker at investeringen er risikofri, dermed, vil høyere betaverdi tilsi større risiko på investeringen. Matematisk definert, uttrykker betaverdien kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet dividert på variansen til aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2017, s. 161). Ettersom all verdi-relevant informasjon er reflektert i aksjekurser, vil svingninger i avkastningskrav reflektere usikkerheten til investorene. Spesielt siden egenkapitalbetaen måler kovariansen mellom selskaps-spesifikke avkastningskrav og markedsporteføljens avkastningskrav.

Formel 13- Egenkapitalbeta

$$\beta_{EK} = \frac{\text{Kovariansen}(R_a, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

Ved å benytte seg av historiske tall, vil det også medfølge noen svakheter med beregningen. Beregningen tar ikke høyde for mangel på likviditet i selskapets aksjer og mangel på stabilitet i betaverdien over. Samtidig skaper det begrensinger dersom selskaper er eid privat og at det er vanskelig å forutse fremtiden kun ved å basere seg på historiske tall. Mangelen på homogenitet i betaberegninger, reflekteres i at det er mange ulike tilnærminger i beregningsmetoden. Men, likeså reflekterer dette beregningsproblemer som analytikerne må overkomme for å skaffe presise resultater av systematisk risiko. Gunstig sett, så vil en analytiker bruke flere utregningsmetoder form å minimere og fjerne beregningsfeil, som innebærer å inkludere andre metoder for å beregne betaverdi (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 309).

På bakgrunn av forutsetningene for svakheter med beregningene til egenkapitalbetaen basert på historiske tall, vurderer jeg likevel metoden som presis nok. Bakgrunnen er at Selvaag Bolig har operert i det finansielle aksjemarkedet i tilstrekkelig tid til at jeg får godt nok tallgrunnlag til å utføre en presis beregning. Det benyttes derfor en praktisering av den matematiske definisjonen, hvor historiske aksjekurser fra Selvaag Bolig ses i forhold til den norske markedsindeksen. Tydeligere presisert, så vil kovariansen mellom Selvaag Bolig og den norske markedsindeks bli dividert på variansen til den norske markedsindeksen.

Beregningen som er benyttet i oppgaven bruker daglig frekvens fra 31.12.2017 til 31.12.2020. På denne måten får jeg jevnet ut tilfeldigheter og støy i datagrunnlaget best mulig. Selvaag Bolig sin egenkapitalbeta er lik 0,49

5.4.1.5. Blumers justeringsmodell

Blumes Justeringsmodell benytter seg av to justeringsfaktorer som er konstante for alle selskaper til å justere egenkapitalbetaen. Teoremet til denne modellen er å drive betaen mot 1,0. Bakgrunnen for dette bygger på antagelsen om at egenkapitalbetaer driver mot 1,0 over tid for de fleste selskaper (Damodaran, 2012, s. 187). Formelen for justeringsmodellen er presentert nedenfor.

Formel 14 – Blumers justeringsmodell:

$$\text{Justert } \beta_{EK} = \beta_{EK}(0,67) + 1,00(0,33)$$

Basert på utregninger og presiseringer for egenkapitalbetaen gitt i 5.4.1.3., innsatt i formel 12, vil den justerte- β_{EK} til Selvaag Bolig være 0,66.

$$\text{Justert } \beta_{EK}(SBO) = 0,49(0,67) + 1,00(0,33) = 0,66$$

Det er den justerte egenkapitalbetaen som vil bli benyttet i kapitalverdimodellens beregninger.

5.4.1.6. Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

For å oppsummere og avklare beregningen av egenkapitalens avkastningskrav gitt ved kapitalverdimodellen, med ulike komponenter fra de forbigående delkapitlene, beregnes avkastningskravet til 4,08%.

Egenkapitalens avkastningskrav	
Risikofri rente	0,96 %
Markedets risikopremie	4,72 %
Egenkapitalbeta	0,66
Egenkapitalens avkastningskrav	4,08 %

Figur. Egenkapitalens avkastningskrav

5.4.2. Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden måler den nåværende kostnaden for selskapet til å låne midler til finansiering av prosjekter. Fra et generelt grunnlag, bestemmes denne kostnaden for gjeld av de nåværende rentesatser, risiko for selskapet og skattefordelene tilknyttet gjelden (Damodaran, 2001, s. 212). Den mest simplifiserte metoden for estimering av

gjeldskostnader, er når selskaper har utestående langsiktige obligasjoner. Da kan gjeldskostnaden beregnes ut ifra markedsprisen til obligasjonen sammen med kupongrentene og løpetiden til obligasjonen. Selvaag Bolig har tidligere benyttet seg av obligasjonsmarkedet, men benytter seg nå av andre finansieringsmuligheter. På bakgrunn av at denne metoden ekskluderes, velger jeg å benytte meg av lånehistorikken til SBO de siste fire årene. Jeg bruker et gjennomsnitt fra rentesatsen som er betalt til rentebærende gjeld. Det er verdt å nevne at denne metoden ikke er perfekt, men med tilgjengelighet, kompleksitet og praktiske grunner tatt i betraktning, grunner jeg det som tilstrekkelig å benytte seg av denne metoden for å beregne gjeldskostnad. Gjeldskostnad uttrykker r_d i WACC beregningen. R_d er lik 2,41%.

Selvaag Bolig gjeldskostnad				
År	2017	2018	2019	2020
Renter betalt totalt	56965	51170	62362	51874
Langsiktig rentebærende gjeld	1 836 823	1 795 798	1 092 288	1 100 293
Kortsiktig rentebærende gjeld	380 608	520 508	1 161 043	1 368 135
Totalt rentebærende gjeld	2 217 431	2 316 306	2 253 331	2 468 428
Gjeldskostnad	2,57 %	2,21 %	2,77 %	2,10 %
Gjennomsnittelig gjeldskostnad	2,41 %			

Figur. Gjeldskostnad.

5.4.3. Markedsverdi av egenkapital og gjeld

Som siste ledd før WACC-beregning, beregnes markedsverdien av egenkapitalen og gjelden. WACC beregningen benytter seg av markedsverdi, ettersom at kapitalkostnadene, henholdsvis egenkapitalavkastningskravet og gjeldskostnaden, måler avkastningen og utgiftsposter til ulike verdipapirer. Disse verdipapirene brukes utelukkende til å finansiere prosjekter, og disse utstedes i markedsverdi og ikke i bokført verdi (Damodaran, 2001, s. 216).

Markedsverdien til egenkapitalen er lik SBO-aksjens nåværende kurs multiplisert med utestående antall aksjer på beregningstidspunktet. Per 30. desember 2020, står Selvaag Bolig utstedt med 93.498.516 antall aksjer (Selvaag Bolig, 2021), til en kurs på 57,80 (E24, 2021). Dette tilsvarer en markedsverdi av egenkapitalen på 5.404.214.225 målt i norske kroner. Ved utregning av markedsverdien til gjelden, benytter jeg meg av ulike teoretiske aspekter fra finansiell litteratur. Bøhren & Michaelsen (2012) i boken *Finansiell Økonomi s. 208* tilsier at det er rimelig å anta at markedsverdien av gjelden tilsvarer bokført verdi av gjeld. Et annet teoretisk aspekt rundt markedsverdien til gjeld,

er at dersom den opprinnelige markedsverdien av gjelden ikke er tilgjengelig, så bør man anvende den bokførte verdien (Koller et al., 2015, s. 310). På bakgrunn av dette, benytter jeg meg av den bokførte verdien, gitt av årsrapporten 2020. Summen av den kortsiktige og langsiktige gjelden er lik 3.532.987.000.

For å oppsummere:

MVE: 5.404.214.225

G: 3.532.987.000

Verdien av totalkapitalen er lik:

$$V = MVE + G \Rightarrow 5.404.214.225 + 3.532.987.000 = 8.937.201.225$$

5.4.4. Utregning av WACC

$$WACC = 4,08\% * \left(\frac{5.404.214.225}{8.937.201.225} \right) + 2,41\%(1-22\%) * \left(\frac{3.532.987.000}{8.937.201.225} \right) = 3,21\%$$

Vektet gjennomsnittskapitalkostnad for Selvaag Bolig er 3,21%.

5.5. Konsistensbetingelser

I en verdivurdering av et selskap, er det lagt opp til at mange avgjørelser skal tas. Det blir derfor fundamentalt viktig at disse avgjørelsene som skaper grunnlag for verdivurderingen er konsise og presise for å danne seg en så nøyaktig verdivurdering som overhodet mulig. Dersom det avvikes fra konsistensbetingelsene og disse ikke blir praktisert kan det føre til upresise verdiestimat. Konsistensbetingelsene som er blitt praktisert i denne verdisettingen er:

1. Alle beregninger fremlegges i samme valuta. I denne oppgaven vil alle tallstørrelser bli presentert i norske kroner.
2. Alle verdier er nominelle størrelser. En nominell størrelse er en størrelse der inflasjon ikke er medregnet (Norges Bank, 2011). Samtidig, så er kontantstrømoppsettet basert på nominelle tall. Dette tilsier at er et samsvar mellom beløpets kjøpekraft og det tidspunktet beløpet blir mottatt (Bøhren og Gjærum, 2009).
3. Kontantstrømmene er målt etter skatt.
4. Alle verdier er netto størrelser. Disse størrelsene er beregnet med fradrag av utgifter, kostnader, inntektsreduksjoner og lignende (SNL, 2018). Selvaag Bolig er et ordinært allmennaksjeselskap som er skattepliktig. Per 2020 hadde Selvaag Bolig en nominell skattekostnad på 22%. Det er denne størrelsen som vil bli brukt i de fremtidige prognostiserte beregningene.

5. Alle beregninger vil bli begrenset og avrundet til 2 desimaler
6. Alle beregninger vil basert fra et beregningstidspunkt. Beregninger er derfor hentet nærmest mulig 31.12.2020.

6. Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse skal skape grunnlag og innsikt i fortiden, til å skape retning for estimering av selskapets fremtidige kontantstrømmer. En finansiell analyse baserer seg på et selskaps balanse, resultat og kontantstrømoppstilling til å fremvise historiske resultater, hvilke eiendeler selskapet har investert i, forholdet mellom aktiviteter og investeringer i arbeidskapitalen, selskapets gjeld og driftsmidlene (Kaldestad & Møller, 2017).

Selvaag Bolig ASA er et norsk allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs. Selskapet er underlagt regnskapsloven § 3-3b om årlig redegjørelse for prinsipper og praksis for foretaksstyring. Konsernet blir avlagt etter gjeldende IFRS-regelverk, som tilsvarer International Financial Reporting Standard (Selvaag Bolig, 2021). Oppgaven presenterer en analyseperiode på 4 år. Gjennom en analyse basert på historiske tall over en lengre tidsperiode vil man kunne avdekke bransjens sykler og identifisere om lønnsomhetsnivået er realistisk (Kaldestad & Møller. 2017, s. 92). Regnskapet som er benyttet i analysen er hentet fra Selvaag Bolig sine årsrapporter fra perioden 2017 til 2020.

6.1. Regnskapsperiodens formål

Formålet med regnskapsperiodens fremstilling er å legge frem den økonomiske utviklingen til selskapet. Dette skal vise verdiskapningen til Selvaag Bolig de siste 4 årene, og skape grunnlag for verdidrivere som skal være fundamentet i den fremtidige prognostiseringen.

6.2. Presentasjon av årsregnskapet

Fremstillingen av årsregnskapet til Selvaag Bolig, vil trekke ut vesentlige poster i henholdsvis resultatregnskapet, balansen og kontantstrømoppstilling. Alle tallene som vil bli brukt vil stå i norske tusen kroner.

6.2.1. Resultatregnskapet

Selvaag Bolig resultatregnskap				
(NOKt)	2017	2018	2019	2020
Sum driftsinntekter	3 228 832	3 342 075	3 368 838	2 697 950
Sum driftskostnader	-2 671 569	-2 693 391	-2 566 355	-2 234 233
Driftsresultat	543 653	750 480	864 707	1 643 805
Finansinntekter	12 749	10 219	16 742	21 313
Finanskostnader	-52 600	-28 229	-27 480	-11 648
Resultat før skatt	503 802	732 470	853 969	1 653 470
Skattekostnad	-102 653	-165 626	-199 454	-129 898
Totalt resultat	405 782	567 161	654 509	1 527 883

Figur. Fremstilling av resultatregnskap. Hele regnskapet ligger vedlagt.

Selvaag Bolig sitt resultat viser en jevn vekst i driftsinntekter og en kontinuerlig økning i det totale resultatet fra 2017 til 2019. I 2020 snur veksttrenden i driftsinntekter, noe som kommer på bakgrunn av samfunnssituasjonen med pandemi. Likevel, sikrer SBO seg et godt driftsresultat gjennom salg av tomt. Dette salget klassifiseres som øvrige gevinster, og utgjorde 1.045,1 millioner og er knyttet til salg av en betydelig andel av konsernets tomteportefølje (Selvaag Bolig, 2021). Dermed kan SBO vise til en gjennomgående vekst i det totale resultat i hele regnskapsperioden.

6.2.2. Balansen

Selvaag Bolig Balanseregnskap				
(NOKt)	2017	2018	2019	2020
Sum Anleggsmidler	1 048 066	1 252 585	1 099 640	1 025 674
Sum omløpsmidler	5 303 952	5 238 544	5 812 792	4 945 128
Sum Eiendeler	6 352 018	6 491 129	6 912 432	5 970 802
Sum Egenkapital	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815
Sum langsiktig gjeld	1 989 725	1 952 684	1 216 490	1 232 614
Sum kortsiktig gjeld	1 504 151	1 422 309	2 313 858	2 300 373
Sum Egenkapital og gjeld	6 352 018	6 491 129	6 912 432	5 970 802

Figur. Fremstilling av balanseregnskap. Hele regnskapet ligger vedlagt.

Selvaag Bolig viser til en jevn økning av totalkapitalen, men som nevnt under 6.2.1. om resultater, så skyldes trendendringen i 2020 fra pandemien i samfunnet. Eiendelssiden i balansen til Selvaag Bolig består av en betydelig del fra varelager. Varelageret måles til laveste anskaffelseskost, og netto relasjonsverdi. Varelagerets viktigste poster består av tomter, boliger under oppføring og ferdigstilte boliger. Dette er en sentral del av virksomhetens verdiskapende prosess. På den andre siden av balansen, viser regnskapet en god fordeling av egenkapital og gjeld. Dette vil bli nærmere kommentert i dette kapittelet. Av gjelden, består 2.468,4 millioner som rentebærende gjeld. Denne type gjeld består av topplån fra morselskapet, tomtelån, tilbakekjøpsavtaler og byggelån.

6.3. Reformulert regnskap

Analyse av resultatregnskapet og balanseoppstillingen bygger på en klassifisering av selskapets aktiviteter. Et selskap består av investeringer, samt operative og finansielle aktiviteter. For å estimere finansielle ratioer til å måle selskapets profitt, likviditet og vekst, er det foredelmessig å separere og klassifisere selskapets aktiviteter i finansielle eller operative. Årsaken til at operative og finansielle aktiviteter separeres, er fordi selskapets operasjoner er primært den viktigste drivkraften til verdiskapning og bør derfor isoleres. Videre, så utgjør selskapets operasjoner det som gjør selskapet unikt og skaper barrierer for imitering. Finansielle aktiviteter, på den andre siden, formidler finansieringen av operasjonene (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 109-110). Dette er grunnlaget for klassifiseringen av aktivitetene til SBO, både i balansen og resultatet, som inngår i prosessen av reformuleringen av regnskapet.

6.3.1. Reformulert resultatregnskap

Selvaag Bolig reformulert resultatregnskap				
(NOKt)	2017	2018	2019	2020
Driftsresultat	543 653	750 480	864 707	1 643 805
EBITDA	547 737	754 187	877 455	1 653 608
EBIT	543 653	750 480	864 707	1 643 805
NOPAT	431 934	580 757	662 810	1 516 106
-/+ Skatteskjerming	9 066	4 097	2 443	-2 199
Totalt resultat	405 782	567 161	654 509	1 527 883

Figur. Fremstilling av reformulert resultatregnskap. Hele regnskapet ligger vedlagt.

En analyse av resultatregnskapet består av en reformulert versjon fra det opprinnelige resultatregnskapet. Som et ledd i denne prosessen, klassifiseres som nevnt ovenfor aktivitetene som operasjonelle eller finansielle. Det reformulerte resultatregnskapet tydeliggjør de ulike kildene til verdiskapning, gjennom å isolere selskapets driftsrelaterte aktiviteter fra de finansielle. Som et resultat av dette, får man ulike nøkkeltall. EBITDA (Earnings Before Interests and Taxes), EBIT (Earnings Before Interests Depreciations and Amortizations) og NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) er nøkkeltall som kommer med en indikasjon på den operative profitten. Skatteskjermingen kommer av at finansielle kostnader innimellom kan være større enn de finansielle inntektene. Dette skaper et mindre beløp å trekke skatt fra, altså et mindre skattegrunnlag (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 113-116).

6.3.2. Reformulert balanseregnskap



Figur. Fremstilling av reformuleringen av balansen.

Ovenfor, ligger det illustrert en reformulering og omgruppering av balansen. Den samlede investeringen i et selskaps operasjonelle aktiviteter er betegnet som investert kapital eller netto driftsmidler (NOA) og tilsvarer summen av driftsmidler minus driftsforpliktelser. Investert kapital eller netto driftsmidler representerer beløpet som selskapet har investert som også krever avkastning (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 116-117). Fra den opprinnelige balansen, er det to balanseomgrupperinger før man får klassifisert selskapets investerte kapital, kalt NOA-formatet. Fremvist i figuren ovenfor, går man til den opprinnelige balansen videre til TA-formatet, som skiller ut selskapets totale eiendeler i balansens venstre side. Herifra, omgrupperes TA-formatet videre til CE-formatet som viser frem anskaffelsen av fortjenesten til selskapet. Fra CE-formatet isoleres den investerte kapitalen.

Selvaag Bolig reformulert balanseregnskap				
(NOKt)	2017	2018	2019	2020
NONCA - Netto driftsmidler	964 529	1 159 574	1 075 196	999 304
NOWC - Netto operasjonell arbeidskapital	3 626 126	3 616 111	3 483 779	3 057 898
NOA - Netto operasjonelle eiendeler	4 590 655	4 775 685	4 558 975	4 057 202
Egenkapital	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815
NIBD - Netto rentebærende gjeld	1 732 513	1 659 549	1 176 891	1 619 387
Total E+NIBD	4 590 655	4 775 685	4 558 975	4 057 202

Figur. Fremstilling av reformulert balanse. Hele regnskapet ligger vedlagt.

Som fremvist av presentasjonen av det reformulerte balanseregnskapet til SBO, viser det at selskapets operasjonelle aktiviteter består i hovedsak av operasjonell arbeidskapital. Det er verdt å merke seg, at arbeidskapitalens størrelse i forhold til netto driftsmidler, tilsier økonomisk trygghet. Dette viser til at selskapet effektivt kan vokse fortsette samtidig som grunnlaget for å opprettholde en solid balanse er til stede.

Arbeidskapitalen uttrykker også at selskapet har gode disponible illikviditeter. Dette med følgelig sees i forhold til «høyre siden» i NOA-formatet, hvor egenkapital og netto rentebærende gjeld summerer denne siden av balansen. Selskapet har god egenkapital i forhold til rentebærende gjeld, og fremstår som svært solide og likvide. Dette vil bli grundigere redegjort for videre i dette kapitlet.

6.4. Analyse av nøkkeltall

Nøkkeltall er en økonomisk indikator som gir et hurtig overblikk over en virksomhets regnskap (Visma, 2021). Formålet med ulike nøkkeltall er å avdekke den økonomiske situasjonen til et selskap, og i denne bachelorutredelsen skal det underliggende verdiskapningen bli vurdert etter *profitt-, vekst- og likviditetsanalyse*. Nøkkeltallene vil bli vurdert etter et vektet snitt mot SBO sine konkurrenter i boligbyggebransjen i Norge. Ettersom SBO primært kun opererer i Norge, vil de dermed kun bli vurdert opp etter norske komparative selskaper. Selskapene som det skal bli foretatt et snitt av nøkkeltallene til hjelp for å sammenligne SBO med bransjen, er OBOS, Norwegian Property, Entra, Systemhus og Norgeshus. Bransjesammenligning er kun foretatt for offentlig publiserte regnskapstall.

6.4.1. Analyse av profitt

En måling av et selskaps profitt er et nøkkelområde innen finansiell analyse. Overholde et stabilt nivå på profitt er fundamentalt for å sikre selskapets fremtidige struktur, overlevelse og for å tilfredsstillte investorer og andre interessenter. En måling av profitt er også viktig for å kunne avdekke og definere fremtidige forventninger for selskapet (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 141-142). For å avdekke SBO sin profitt, vil det bli bruk følgende nøkkeltall: Avkastning på investert kapital (ROIC), avkastning på egenkapitalen (ROE), EVA/Omsetning og EBIT-margin.

6.4.1.1. ROIC

ROIC måler profitten av selskapets operasjoner, hvor forholdstallet uttrykker avkastningen på investert kapital i selskapets netto operasjonelle eiendeler (NOA) målt i prosent. ROIC er et viktig forholdstall, ettersom det i motsetning til andre mål på operative profitt (NOPAT og EBIT), så tar ROIC også investert kapital inn i beregningen. Det er derfor bedre egnet til å gi en indikasjon på et selskaps operasjonelle profitt (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 144). ROIC uttrykker i prosent hvor mye meravkastning selskapet klarer å generere per investert krone i operasjonelle aktiviteter. En høyere ROIC vil også skape muligheter for billigere kreditt for et selskap.

6.4.1.2. ROE

ROE måler profitten til selskapet, tatt i betraktning av selskapets operasjonelle og finansielle midler. Avkastningen på egenkapitalen måler hvor mye eierne kan kreve i avkastningen på deres investeringer i selskapet (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 170).

6.4.1.3. EBIT-margin

EBIT-marginen uttrykker forholdet mellom omsetning og kostnader basert på EBIT.

Dette forholdstallet vil i praksis uttrykke fortjenesten per omsatte krone med utgangspunkt i selskapets driftsresultat før skatt som en prosentandel av omsetning (Kaldestad & Møller, 2017, s. 90).

6.4.1.4. Vurdering av SBO sin profitt

Analyse av profitt				
	2017	2018	2019	2020
ROIC (etter skatt)	9,41 %	12,16 %	14,54 %	37,37 %
ROE	11,61 %	16,80 %	18,54 %	43,25 %
<i>Bransje ROE</i>	<i>21,09 %</i>	<i>15,94 %</i>	<i>18,84 %</i>	<i>19,49 %</i>
EBIT-margin	17,18 %	22,97 %	26,34 %	62,18 %
<i>Bransje EBIT-margin</i>	<i>7,62 %</i>	<i>9,06 %</i>	<i>8,15 %</i>	<i>16,43 %</i>

Figur. Fremstilling av SBO sin profitt med nøkkeltall

SBO viser til en god utvikling i ROIC, som er et sentralt nøkkeltall for å måle et selskaps profitt. Dette tilsier at SBO genererer en meravkastning på investert kapital. ROIC i 2020 bryter vulgært med trenden ettersom salget av øvrige gevinster i 2020 påvirker NOPAT. Dersom man skulle tatt i betraktning et normalt år i 2020 uten salg av øvrige gevinster, ville ROIC 2020 blitt 11,55%, som ville gitt et mer realistisk inntrykk av SBO sin avkastning på investert kapital. Det samme fremgår med ROE, hvor trenden utvikler seg i samme retning som med ROIC. Av konkurrentene til SBO, ser man at eierne i de representative selskapene kan kreve mer avkastning på investert egenkapital enn det SBO klarer å generere til sine eiere. Av EBIT-marginen leverer SBO solide tall, og av det kan man konkludere med at Selvaag Bolig er mer effektive til å dra nytte ut av hver omsatt krone i forhold til konkurrentene. Også her er det verdt å merke at EBIT-marginen i 2020 blir påvirket av salget av øvrige gevinster.

6.4.2. Analyse av vekst

Vekst i driftsinntekter vil for mange være drivkraften til fremtidig utvikling for et selskap. Selskaper vektlegger derfor vekst i inntekter og lager sammenligninger med

konkurrerende selskapers vekstrate for å kunne danne ett bilde over eget selskaps vekst og samtidig utlyse muligheter for videre vekstpotensialet. Selskapets eiere er interessert i vekstpotensialet av et selskap for å se om det kan være grunnlag for verdiskapning og avkastning på investert kapital, mens långivere ser på vekst som en mulighet for å låne ut kreditt, ettersom vekst ofte sammenfaller med økt finansiering (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 186). En analyse av et selskaps vekst er fundamentalt for å anslå om selskapet vokser mens den ivaretar den finansielle risikoen samtidig som det er verdiskapende. Nøkkeltallet som skal indikere SBO sin vekst er den Bærekraftige vekstraten, samtidig så skal det trekkes konklusjoner om veksten er bærekraftig ved å sammenligne tidligere presenterte beregninger i forhold til å se WACC opp mot ROIC.

6.4.2.1. Bærekraftig vekstrate

Dette forholdstallet indikerer i hvilken grad og i hvilket tempo et selskap kan vokse i inntektene mens den finansielle risikoen blir i varetatt. Samtidig uttrykker den bærekraftige vekstraten den maksimale graden av veksten til et selskap uten at trengs å tillegges ekstra finansiering gjennom egenkapital eller gjeld (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 188-189)

Formel 15 – Bærekraftig vekstrate

$$G = ROE * (1 - PO)$$

Hvor G = bærekraftig vekstrate

ROE = Avkastning på egenkapital etter skatt

PO = Dividende rate (Dividende i & av Totalt resultat)

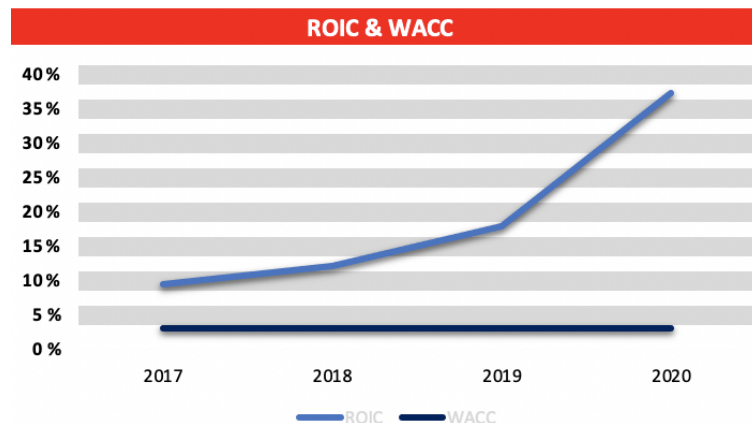
Analyse av vekst				
	2017	2018	2019	2020
Bærekraftig vekstrate	3,56 %	6,46 %	6,86 %	-26,78 %
PO	0,69	0,62	0,63	1,62

Figur. Fremstilling av bærekraftig vekstrate.

6.4.2.2. ROIC i forhold til WACC

Et sentralt spørsmål innen vekst-strategi for et selskap er om det til enhver tid bør og skal etterstrebe en bærekraftig vekstrate. En høy bærekraftig vekstrate indikerer at et selskap har valgt å reinvestere mesteparten av profitten for å vokse yttligere fremfor å tilfredsstille aksjeeierne i form av dividendeutbetalinger. Fra aksjeeiernes perspektiv, så er dette kun attraktivt dersom reinvesteringene kommer fra profittskapende operasjoner som også er verdiskapende. Et selskaps verdiskapning kan forklares dersom avkastning på investert kapital (ROIC) er større en vektet gjennomsnittskapitalkostnad

(WACC). Dersom dette er gjeldende, vil selskapet generere økonomisk verdi som tillegges selskapet (EVA. Når $ROIC > WACC \Rightarrow EVA > 0$), da kan selskapet vokse yttligere (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 192-194). Av diagrammet nedenfor, ser man at SBO leverer bedre resultater enn avkastningskravet til eierne og på den måten kan de tilfredsstillende aksjeeierne, samtidig som de genererer midler som kan utnyttes til å vokse bærekraftig.. WACC holdes konstant i denne beregningen.



Figur. Fremstilling av ROIC og WACC.

6.4.2.3. Trendanalyse

En trendanalyse simplifiserer sammenligningen og analysen i utviklingen til SBO. Trendanalysen tar utgangspunkt i fra basisåret 2017, og ser på utviklingen i sentrale regnskapsposter frem til 2020.

Selvaag Bolig trendanalyse				
(NOKt)	2017	2018	2019	2020
Inntekt	100 %	103 %	104 %	84 %
EBIT	100 %	138 %	159 %	302 %
NOPAT	100 %	134 %	153 %	351 %
Totalt Resultat	100 %	140 %	161 %	377 %
NOA	100 %	104 %	99 %	88 %
Egenkapital	100 %	109 %	118 %	85 %
NIBD	100 %	96 %	68 %	93 %

Figur. Alle tall basert på basisåret (2017).

Som vi ser fra basisåret og frem til 2020, viser SBO en stabil og kontinuerlig vekst i fra resultat-postene. 2020 må sees i sammenheng med *øvrige gevinster*, som også tidligere er presisert. Fra balansen, er det positivt å se at NOA og egenkapitalen har vekst frem til 2019, mens utviklingen i NIBD synker. Dette tyder på at kapitalstrukturen blir mer og mer eier-vektlagt. Trendanalysen vil bli vektlagt i prognostiseringen, hvor da spesielt 2020 som viser negativ trend vil bli en viktig indikator.

6.4.2.4. Vurdering av SBO sin vekst

En høy bærekraftig vekstrate indikerer på at selskapet har valgt å reinvestere mesteparten av profitten fremfor å utbetale utbytte til aksjeeiere. I SBO sitt tilfelle, så har de tydelig prioritert aksjeeierne da raten på bærekraftig vekst er konstant lav fra 2017 til 2019. I 2020 ser vi tydelig at SBO sin utbyttepolicy er høy. Målsetningen til SBO er at de skal utbetale 40% av årsresultatet til sine eiere, og som det viser til fra PO-raten, så er den større enn 40% i alle år i analyseperioden. PO-raten for 2020 må sees i sammenheng med at styret i mai 2020 vedtok å redusere utbyttet for 2019 fra 3,00 NOK til 1,50 NOK på bakgrunn av pandemi-utsiktene. Det utsatte utbytte for 2019 ble i stedet inkludert i første halvår 2020 etter vurdering basert på god utvikling i salg og tilnærmet normal fremdrift i prosjekter (Selvaag Bolig, 2021). På bakgrunn av disse forutsetningene, vurderes selskapet som kontinuerlig under stabil og lav vekst, hvor tilfredsstilling av aksjeeierne prioriteres yttligere enn intern vekst i selskapet.

6.4.3. Analyse av likviditet

Likviditet er et kritisk for et hvert selskap, og uten tilstrekkelig likviditet kan ikke et selskap utføre ønskelige operasjonelle aktiviteter. Likviditetsanalyse er sentralt for å avdekke betalingsevnen til et selskap på kort -og lang sikt. Kortsiktig likviditet risiko avdekker risikoen for mislighold på kortere sikt, vanligvis med en tidshorison på 1 år, og vurderer selskapets risiko til å tilfredsstill alle avdrag og utbetalinger som forfaller fortløpende. Langsiktig likviditet risiko referer til selskapets finansielle stabilitet og evne til å tilfredsstill all fremtidig nedbetaling av gjeld. SBO sin likviditet vil bli vurdert etter henholdsvis kortsiktige -og langsiktige nøkkeltall.

6.4.3.1. Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 (Current ratio) er en av de mest utbredte likviditetsratene som brukes, og dividerer omløpsmidler med gjeld. Den grunnleggende ideen bak dette forholdstallet er at jo større dette forholdet er, jo større er sannsynligheten for at et selskap kan betjene den kortsiktige gjelden. En forutsetning rundt dette nøkkeltallet er at varebeholdningen kan bli solgt og bli brukt for å dekke kortsiktige forpliktelser (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 231-232).

6.4.3.2. Likviditetsyklus (dager)

Dette forholdstallet tilsier hvor mange dager det tar å konvertere arbeidskapital til kontanter, hvor åpenbart færrest mulige dager indikerer på best Likviditetsyklus. Likviditetsyklusen sees i sammenheng med omsetningsraten til arbeidskapitalen, som indikerer hvor effektivt et selskap bruker arbeidskapitalen til å støtte oppunder salg og vekst. Omsetningsraten til arbeidskapitalen ser på forholdet mellom midler til å finansiere operasjonelle aktiviteter med inntektene som et selskap genererer via operasjonelle aktiviteter (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 228-229).

6.4.3.3. Egenkapitalandel

Egenkapitaleiendelen måler forholdet mellom egenkapitalen mot de totale eiendelene til et selskap. Dette anvendes til å avgjøre om selskapet har en stabil kapitalstruktur på sikt, og for å fremlegge om selskapet har god nok kapital til å dekke uforutsette hendelser. Et høyt forholdstall antyder til lav langsiktig likviditetsrisiko (Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 215)

6.4.3.4. Vurdering av SBO sin likviditet

Analyse av likviditet				
	2017	2018	2019	2020
Kortsiktig				
Likviditetgrad 1	3,53	3,68	2,51	2,15
Bransje likviditetsgrad 1	1,10	1,12	1,23	0,74
Likviditetssyklus (dager)	514	467	379	517
Omsetningsrate arbeidskapital	0,70	0,77	0,95	0,70
Langsiktig				
Egenkapitalandel	0,45	0,48	0,49	0,41
Bransje Egenkapitalbeta	0,47	0,46	0,49	0,39

Figur. Analyse av likviditet

SBO viser til en god og stabil likviditetsgrad. Som en tommelfingerregel praktisert i regnskap -og finansbransjen, bør denne være større enn 2, noe som den er alle årene i analyseperioden. Sammenlignet med konkurrentene, ser man at SBO fremstår som mer likvid. Samtidig, viser den kortsiktige likviditetsanalyse at SBO har en veldig lav omsetningsrate av arbeidskapitalen. Denne raten er lav hos SBO ettersom de har knyttet opp omløpsmidlene sine i store mengder av varelager, som kan lede til et utdatert varelager og store kostnader ved å knytte for mye kapital opp mot varelageret. Dette medfører følgelig en høy Likviditetsyklus i mange antall dager, som tilsier at SBO bruker mange dager på å konvertere arbeidskapital til kontanter. Igjen understreker jeg at likviditetsyklusen har et stort antall dager ettersom SBO har bundet arbeidskapitalen i

varelager, som følgelig tar tid å konvertere til friske midler. SBO sin egenkapitalandel er stabil over hele analyseperioden, og viser til en middels god egenkapitalandel. Selskapet har langsiktig rentebærende gjeld, som kan by på problemer i fremtiden dersom egenkapitalandelen er for lav, men i analyseperioden viser det ikke til faresignaler og for stor risiko tilknyttet selskapets langsiktige likviditetsposisjon. Sammenlignet med konkurrentene, ser man at egenkapitalbetaen ligger på et solid nivå.

7. Strategisk analyse

I dette kapittelet skal den strategiske posisjonen til Selvaag Bolig analyseres. Den strategiske posisjonen skal analyseres ut ifra et ekstern -og internt perspektiv, og gjennom flere analyser skal man danne seg et grunnlag for verdidriverne til selskapets kontantstrømmer. Den strategiske analysen er derfor et hjelpemiddel og en redningsleder for prognostiseringen av regnskapet og for å komme frem til en verdivurdering som står i stil med virkelighetsbildet til SBO.

7.1. Rammeverk for den strategiske analysen

Denne analysen skal inndeles i to hoveddeler, hvor det først skal analyseres og gjøres rede for eksterne påvirkningsfaktorer etterfulgt av en intern analyse som går i dybden på selskapets egne ressurser. Analysene som følger i dette strategikapittelet, følger teoretiske rammeverk som er presentert under kapittel 3, herav posisjoneringsskolen til Michael Porter og det ressursbasserte synet presentert av Jay Barney gjennom forklaringsmodellene femkraftsmodellen og VRIN-rammeverket. I tillegg vil eksterne faktorer til SBO bli presentert gjennom en PESTEL-analyse

7.2. Ekstern strategisk analyse

Den eksterne analysen av Selvaag Bolig består av henholdsvis analyserammeverk som PESTEL og Porters femkraftsmodell. Analysen vil med hensikt være bransjeorientert for å kartlegge den norske boligutbyggelsesbransjen best mulig.

7.2.1. PESTEL

PESTEL-analysen brukes til å identifisere faktorer som har påvirkningskraft til analyseobjektet, og viser til seks typer av makrofaktorer: *politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og legale*. Dette gjøres for å identifisere relevante makrofaktorer for bedriftens strategiutvikling (Fjeldstad & Lunnan, 2018).

Forhold:	Makro -og trendfunn:	Påvirkning hos SBO:
Politiske	-Nedsettelse av selskapsskatt -Demping av lånerenten	-Økt etterspørsel -Økt betalingsvillighet
Økonomiske	-Oppgangskonjunktur -lønnsvekst	-Økt etterspørsel -Økt betalingsvillighet
Sosiokulturelle	-Befolkningsvekst	-Økt etterspørsel
Teknologiske	*Liten påvirkningskraft	*Liten påvirkningskraft
Miljømessige	-Grønne prosjekter	-Merkostnader
Legale	-Forskrifter og reguleringer	-Merkostnader

Figur. PESTEL-analyse.

7.2.1.1. Politiske faktorer

Skatt

Det er blitt foretatt en jevn reduksjon i selskapsskatten. Fra analyseperiodens start (2017) hadde SBO en skatteprosent på 24%. Den har sunket med en prosent i året frem til 2019, hvor SBO i 2019 og 2020 betalte 22% i skatt (Selvaag bolig, 2020). Dette er positivt for selskapet, ettersom at dette vil medføre en økning av resultatet. Samtidig har det blitt foretatt en reduksjon i skatt for privatpersoner, som på sikt kan øke betalingsvilligheten i markedet (E24, 2019). Dermed vil etterspørselen etter bolig stige, som gjør at SBO som tilbyder kompensere dette med å bygge og selge flere boliger.

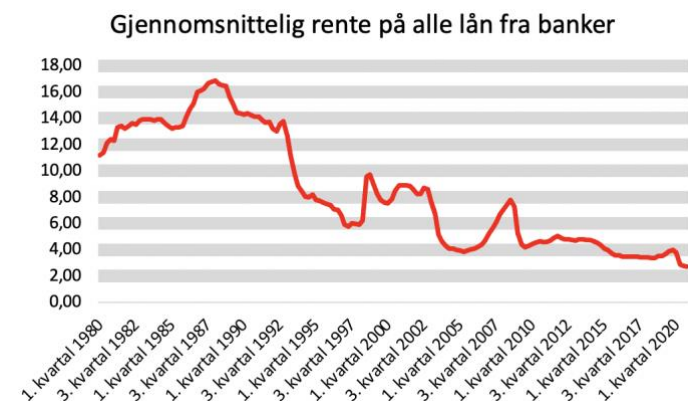
Forskrifter for boliglån

Den nye boliglånsforskriften tredde i kraft 1. januar 2020, og tilsier at det er opp til hver enkelt bank å vurdere lånesøknaden. Bankene får dermed noe slingringsmonn hvor de kan vurdere å bryte med enkelte av kravene til forskriftene i det opprinnelige rammeverket for utlånspraksis. Bankene har mulighet til å benytte seg av egne vurderinger om de ønsker å tilby lån selv om låntaker ikke innfrir kravene til forskriftene (Boliglånsforskriften, 2020). Dette øker betalingsvilligheten i markedet.

Demping av lånerenten

I samråd med økonomiske faktorer, så vil en rentenedsettelse føre til høyere gjeldsgrader: – privatpersoner kan ta opp mer lån. Ettersom en rentenedsettelse muliggjør for at lånemulighetene øker, så vil flere benytte seg av dette til å finansiere boliger til en billigere penge. Privatmarkedet får flere handlekraftige aktører, som på sikt vil presse boligprisene oppover – til fordel for Selvaag Bolig. Fra Selvaag Bolig sitt

perspektiv, så vil en rentenedsettelse øke muligheten for større aktivitet hos selskapet, ettersom man enklere kan finansiere nye prosjekter.

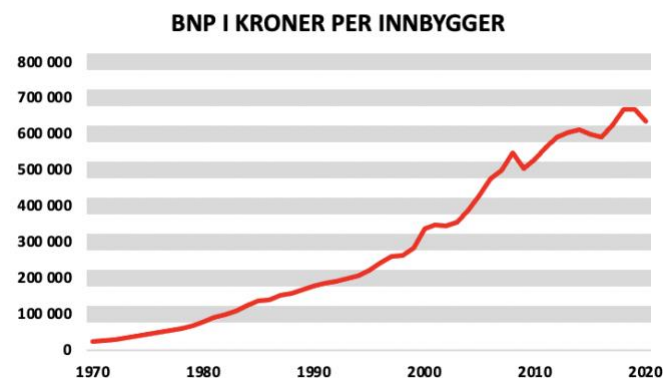


Figur. Historisk gjennomsnittlig lånerenter alle lån fra banker. SSB

7.2.1.2. Økonomiske faktorer

Økonomisk konjunkturutvikling

BNP er et mål på samlet økonomisk aktivitet, og uttrykker merverdien som tjenes opp gjennom produksjon av varer og tjenester i en periode (SSB, 2021). Norsk økonomi viser til en stadig sterk vekst, men som alle andre økonomier på verdensbasis så vil det forekomme svingninger. Det har vært svingninger og uromomenter i det økonomiske markedet særlig siden finanskrisen, men stort sett har konjunktorene i Norge vært positive – oppgangskonjunktur. Oppgangskonjunktur påvirker det norske boligmarkedet i form av at det øker etterspørsel til boliger, ettersom at betalingsvilligheten gjerne er sterkere i økonomiske oppgangstider enn svake økonomiske perioder.



Figur. Historisk trend av BNP per innbygger i Norge. SSB

Lønnsvekst

Norge viser til en lønnsvekst fra november 2019 til november 2020 på 2,2% (SSB, 2021). En positiv utvikling i norsk økonomi vil på sikt skape grunnlag for økt betalingsvillighet.

Samtidig, ved å vise til en økning i inntekt, vil det også bli enklere å finansiere ved lån fra banker.

7.2.1.3. Sosiokulturelle faktorer

Befolkningsvekst

Per utgangen av 2020 viser Norges befolkning til ca 5,4 millioner innbyggere. Befolkningsstørrelsen anslåes å bli 6 millioner innbyggere innen 2040, som viser til en vekst på over 11% (SSB, 2021). Dersom trenden i antall personer per husstand ligger ca. konstant frem mot 2040, vil dette innebære at det er langt flere husholdninger som trenger boliger i de neste tiårene. Samtidig flytter unge mennesker til storbyene, herav i Norge: Bergen, Trondheim, Stavanger og Oslo, som også er primærområdene hvor Selvaag Bolig operer i. Dette øker etterspørselen til boliger.

7.2.1.4. Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer har liten eller lav innflytelse og viktighet for boligutvikling. Dette tas ikke i betraktning som stor påvirkningskraft for analyseobjektet.

7.2.1.5. Miljømessige faktorer

Grønne prosjekter

Fokuset rundt bærekraftighet er i økende grad og det er stort fokus på en grønn bevegelse i dagens samfunn. Boligbyggere blir i dag vurdert under ulike krav for å vurdere hvor gode retningslinjer selskapene har integrert rundt bærekraftighet, etikk og CSR (samfunnsansvar). Dette kan skape merkostnader for selskapene, hvor «grønne bygg» skaper kostnader og risikoknyttet til energi- og materialforbruk, avfall og bruk av naturressurser.

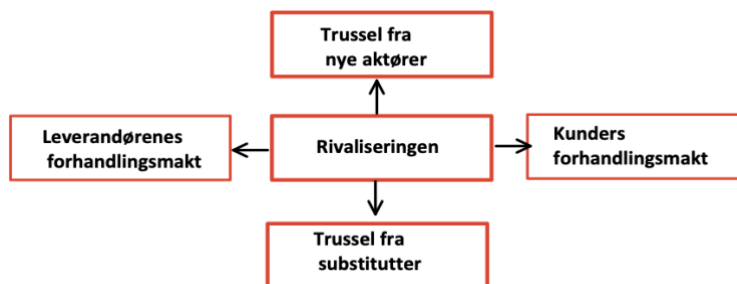
7.2.1.6. Legale faktorer

Lover og forskrifter

Norske boligbyggere står ovenfor en rekke lover og forskrifter. Blant disse fremkommer det reguleringer fra myndighetene som skal sikre miljømessige -og hensiktsmessige kvaliteter på prosjektene. Blant forskrifter fremkommer det omfattende krav om minimum egenskaper ved byggverk som skal oppføres lovlig i Norge. I tillegg, stilles det tekniske krav knyttet til prosjektets tomteutnyttelse, naturpåkjenninger, installasjoner samt dokumentasjon av arbeidet. Dette skal sikre samfunnets interesser i boligutbyggingen. Disse forskriftene medfører en økning i kostnader.

7.2.2. Femkraftsmodell

Femkraftsmodellen brukes til å analysere bransjen som Selvaag Bolig operer i. Denne er hensiktsmessig for å identifisere de mest essensielle konkurransekraftene og driverne bak lønnsomheten i bransjen. Fra delkapittel 3.1.1. er rammeverket til Michael Porter presentert, og vil med hensikt anvende teorien fra dette delkapittelet som rammeverk for analysen.



Figur. Porters femkraftsmodell.

7.2.2.1. Trussel fra nye aktører

Nyetableringer i boligbyggebransjen vil motiveres av intensiver som tilsier at det er mulighet for avkastning. Bransjer som generer avkastning utover avkastningskravet vil hele tiden tiltrekke seg nye aktører som ønsker å ta del av dette overskuddet. Nye aktører vil medføre økt konkurranse og dermed at bransjens overskudd blir redusert (Porter, 1979). Dersom boligbyggebransjen ansees som gunstig for nyetableringer, kommer ann på om bransjens barrierer generer større inntekter opp mot kostnader. Boligbyggebransjens barrierer er *kapitalbehov* og *stordriftsfordeler*

For inntrengere i samme skala som Selvaag Bolig, vil det kreve et stort kapitalbehov. Det er midlertidig ikke et like stort kapitalbehov for mindre selskaper som utvikler boligprosjekter, men hvor vidt disse er komparative selskaper for SBO vil ikke bli tatt i betraktning i denne oppgaven. Ettersom det er stor tomt-etterspørsel i byene hvor SBO operer i, så vil det føre til et stort kapitalbehov for å få igang prosjekter. Samtidig bør det tas i betraktning at boligutvikling har middels risiko for bankene, som muliggjør finansiering via bank for å redusere denne inngangsbarrieren.

Stordriftsfordeler tilsier at kostnaden ved å produsere en ekstra enhet synker med økt volum (SNL, 2014). For boligbyggebransjen, så vil det medføre at enhetskostnadene blir lavere, enn for selskaper av mindre skala. Dette skaper SBO en fordel mot nye aktører, ettersom at selskapet Selvaag Bolig stiller mer konkurransedyktig på bakgrunn av deres skala og størrelse, og dermed kan drive verdikjeden med en lavere enhetskostnad.

7.2.2.2. Kundernes forhandlingsmakt

Produktene i boligbyggebransjen fremstår som homogene, men varierer så klart i størrelser og ulike prisklasser. Kundernes posisjon i dette markedet fremstår som stor, da kundens forhandlingsmakt er knyttet opp mot pris og objektive meninger av produktene. Kunder vil selvsagt velge produkter som tilbys til en rimeligere penge, som medfører at SBO må være konkurransedyktig på pris. Ettersom det er et stort marked for boligutvikling, vil dette også styrke kundens forhandlingsmakt.

Samtidig, så vil bolig alltid være et nødvendighetsgode, som vil sikre en lavere forhandlingsmakt hos kunden.

7.2.2.3. Trussel fra substitutter

Et substitutt er en erstatning eller stedfortreder (SNL, 2018). Det vil for Selvaag Bolig ikke være noen trusler fra substitutter, da det ikke er noen erstatninger som kan tilfredsstille behovet som boliger utgjør.

7.2.2.4. Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørenes forhandlingsmakt utspiller seg i fra mulighetene de har til å konkurrere for en lavere pris, på service og kvalitet på produkter som tilbys. Leverandørene for en boligutvikler vil være henholdsvis entreprenører, banker og arkitekttjenester. Felles for disse leverandørene, er at det finnes uttalige av leverandører på markedet som vil være med på å svekke leverandørenes forhandlingsmakt. Samtidig vil leverandørenes forhandlingsmakt styrkes i takt med konkurransedyktige priser, økt merkenavn og kompetanse. På bakgrunn av antallet leverandører som befinner seg i markedet, anses denne makten som for lav.

7.2.2.5. Rivaliseringen

Rivaliseringen blant allerede etablerte konkurrenter fremstår som høy. Dette kommer som følge av at det finnes mange aktører i bransjen som SBO operer i. Samtidig, så vil disse rivaliseringene komme som et resultat av at kundelojaliteten fremstår som lav i denne bransjen ettersom man svært sjeldent bytter bolig. Det er også vanskelig å opparbeide seg en trygg og konsis kundebase, ettersom at faktorer som pris, kvalitet, pålitelighet og kvalitet avhenger av hvilken tilbyder kunden ønsker å benytte seg av fremfor å vise lojalitet til en boligutbygger. Så på bakgrunn av mange konkurrenter og lav kundelojalitet fremstår rivaliseringen som høy.

7.2.2.6. Konklusjon av femkraftsmodellen

Gjennom en bransjeanalyse for Selvaag Bolig, har det blitt oppsummert og vurdert de ulike truslene som selskapet står ovenfor i bransjen de opererer i. Vurdert som lav risiko, finner man trusler fra substitutter. Det er ikke sannsynlig at SBO vil stå ovenfor tapt markedsandel på bakgrunn av nye substitutter. Vurdert som middels eller moderat risiko, finner vi trusler fra nye aktører, kundenes forhandlingsmakt og leverandørens forhandlingsmakt. Disse forholdene anses som stabile, men samtidig kan dette endre seg ettersom Selvaag Bolig sin posisjon i markedet endrer seg. Dersom SBO eventuelt utvikler seg yttligere, og befester en enda sterkere posisjon i markedet, vil disse tre forholdene utvikle seg til en lavere trussel enn hva som er gjeldende per nå. Når det gjelder rivaliseringen, så vil den være preget av høy konkurranse i markedet, men som med de andre forholdene, så kan rivaliseringen utvikle seg til en lavere trussel dersom SBO vokser yttligere.

Forhold:	Lav	Middels	Høy
Trusler fra nye aktører		X	
Kundenes forhandlingsmakt		X	
Trusler fra substitutter	X		
Leverandørens forhandlingsmakt		X	
Rivalisering			X

Figur. Porters femkraftsmodell oppsummering og vurdering.

7.3. Intern strategisk analyse

Den interne analysen av Selvaag Bolig består av ett analyserammeverk, VRIN-analysen. Analysen vil med hensikt kartlegge de interne forholdene til Selvaag Bolig, hvor selskapets ressurser skal vurderes og analyseres.

7.3.1. VRIN-analyse

VRIN-analysen tar utgangspunkt i fra teorien til Jay Barney (1991) om det ressursbaserte synet (RBV) som ble presentert i delkapittel 3.1.2. Dette analyserammeverket bruker ett innenfra-og-ut syn på konkurransekraft og fremlegger at konkurransefortrinn kommer fra ressurser som virksomheten besitter på. Selskapets ressurser blir vurdert etter hvorvidt den er verdifull, sjelden, imiterbar eller substituerbar.

7.3.1.1. Selskapets ressurser

Tomtebank

Selvaag Bolig har etablert en solid tomtebank. En boligutvikler er avhengig av tilgang på tomter for å sikre fremtidige inntekter. En tomtebank blir etablert som følge av begrenset og uforutsigbar tilgang på attraktive tomter, noe som medfører at

boligutviklere griper kjøpsmuligheter når de oppstår. En tomtebank fungerer som en innsatsfaktor i tradisjonell eiendomsutvikling, samtidig som det kan være en passiv finansiell investering. SBO har solgt store deler av selskapets tomtebank-andel til samarbeidsselskapet Urban Property. Dette selskapet eies av flere kapitalsterke og langsiktige investorer. Dette salget medfører at SBO blir en rendyrket boligutvikler med konkurransefortrinn som sikrer at Selvaag Bolig har tilgang på tomter uten å måtte binde egenkapital, samt en betydelig finansiell base for nye tomtekjøp. SBO sin tomtebank er med på å sikre utvikling av nye prosjekter i årene som kommer. Denne materielle ressursen er uten tvil verdifull sett opp mot tilbud – og etterspørselen av tomter i markedene SBO operer i, og på bakgrunn av utviklingen i boligmarkedet i de største byene i Norge anses denne ressursen som sjelden. Denne ressursen medfører et varig konkurransefortrinn for SBO.

Kjøpsopsjoner

Selvaag Bolig har inngått avtaler om fremtidige kjøp av tomter til bruk i den ordinære virksomheten. Disse avtalene gjelder for perioden 2021 til 2035, hvor det forventes å gi mellom 5.200 til 6.550 enheter hvor store deler ligger i Oslo-området (Selvaag Bolig, 2021). Denne immaterielle ressursen sikrer stabil drift av virksomhetens kjerneoperasjoner lang tid fremover, og er med på å skape SBO et langvarig konkurransefortrinn. Tomteetterspørselen er stor i Oslo-området, samtidig som tilbudet er lite. At SBO har sikret tilgang til denne ressursen anses i høyst grad som verdifull og sjelden. Samtidig er det lite som tyder på at det vil komme substitutter til dette i fremtiden.

Kompetanse

Det er liten tvil om at det er de ansatte som er Selvaag Boligs viktigste ressurs. Etter mange års erfaring med boligutvikling, hvor selskapet målrettet har jobbet for å effektivisere driften, forutse markedsindikasjoner og spisse kompetansen, er humankapitalen den viktigste ressursen for selskapet. SBO legger til rette for personlig vekst, kompetanseutvikling og deling av etablert kunnskap på tvers av ansatte for å sikre at fremtidig kompetanse blir sikret. Selvaag Bolig er også sertifisert som «Great Place to Work» for sjetten år på rad, samtidig som de er på listen over «Norges 20 beste arbeidsplasser» (Selvaag Bolig, 2021). Dette er med på at SBO kan rekruttere ny humankapital som er i toppsiktet, samtidig som den kompetansen som de som allerede er ansatte bevitner om god standard. Det er liten tvil om at sammenlignbare selskaper også har god kompetanse blant humankapitalen deres, som gjør denne ressursen lite

sjelden, men med gode kåringer og resultater tyder det på SBO besitter på en verdifull ressurs med kompetente arbeidere

Merkenavn og renommé

Selvaag Bolig har opparbeidet seg et kjent og attraktivt renommé i hele Norge. Dette er svært verdifullt for selskapet, og vanskelig for konkurrerende virksomheter å kopiere og «overta» tillitten som Selvaag Bolig har opparbeidet. Som en profilert merkevare, er Selvaag Bolig synlige som sponsorer blant arrangementer og idrettslag og på den måten styrkes merkevaren. Gjennom å levere gode tjenester, yte god service og tilfredstilte kunder på pris og kvalitet, vil dette styrkes ytterligere. Som gjort kjent tidligere, har ikke boligutviklere en lojal kundebase, men ved et godt merkenavn og renommé kan man likevel etablere seg som en attraktiv tilbyder av boliger. Ved kjøp av helt nye boliger, vil gjerne merkenavnet komme mer til hjelp enn ved kjøp av bruktboliger.

Ressurs	V	R	I	N	Konkurransefortrinn status:
Tomtebank	JA	JA	JA	JA	Varig fortrinn
Kjøpsopsjoner	JA	JA	JA	JA	Langvarig fortrinn
Kompetanse	JA	JA	NEI	NEI	Midlertidig fortrinn
Merkenavn og renommé	JA	NEI	NEI	JA	Varig fortrinn

Figur om VRIO: V: Verdifull, R: Sjelden, I: vanskelig å imitere, N: vanskelig å substituere

7.3. Oppsummering av strategisk analyse

Selvaag Bolig sin strategiske posisjon boligutviklermarkedet vil bli oppsummert i en SWOT-tabell. Dette rammeverket blir brukt som utgangspunkt for verdidriverne til Selvaag Bolig under prognostiseringen av regnskapet.

7.3.1. SWOT-analyse

SWOT-matrisen beskriver selskapets *styrker*, *svakheter*, *muligheter* og *trusler*. For å belyse selskapets interne faktorer, vil styrkene og svakheteene blir vurdert, mens muligheter og trusler vil bli belyst under eksterne forhold.

↓ Interne faktorer ↓	
Styrker	Svakheter
VRIN: <ul style="list-style-type: none"> • Ressurser som sikrer fremtidige prosjekter via solid tomtebank og kjøpsopsjoner • Kompetente arbeidere • Godt rykte og renommé 	VRIN: <ul style="list-style-type: none"> • Konkurransefortrinn som ikke er langvarige
↓ Eksterne faktorer ↓	
Muligheter	Trusler
PESTEL: <ul style="list-style-type: none"> • Svake renter skaper muligheter for fremtidig vekst og gode resultater • Være med på trenden i oppgangskonjunktoren • Økt boliggetterspørsel Femkraftsmodellen: <ul style="list-style-type: none"> • Etablere gode relasjoner til leverandører 	PESTEL: <ul style="list-style-type: none"> • Trusler ved å etablere en «grønn kjernevirksomhet» • Ta del i det grønne skiftet • Nye forskrifter og reguleringer Femkraftsmodellen: <ul style="list-style-type: none"> • Nye boligutviklere • Høy konkurranse

Figur om SWOT: S: styrker, W: svakheter, O: muligheter, T: trusler.

Styrker

Selvaag Bolig sin styrke kommer først og fremst av selskapets tomtearealer og kjøpsopsjoner som sikrer at SBO kan være med i toppen av norsk boligutvikling i årene som kommer. Med gode rettigheter på attraktive tomter, kan SBO tilfredsstille boliggetterspørselen i de norske stor byene i tiden som kommer. Blant kåringer og rapporter, fremkommer det at Selvaag Bolig har veldig fornøyde og kompetente arbeidere, som sikrer at selskapet drives bærekraftig og stabilt. Selskapets gode rykte og renommé bidrar til at kunder foretrekker kjøp av nye boliger av Selvaag Bolig.

Svakheter

Av Selvaag Bolig sine svakheter, fremkommer det at ikke alle ressursene er langvarige, og dermed kan de miste sin etablerte posisjon med tanke på tapt konkurransefortrinn.

Dette kan dog tilpasses med midlertidige løsninger, men det er for eksempel ikke mulig å etablere langvarige konkurransefortrinn på for eksempel *rykte og renommé*, da dette konkurransefortrinnet kan forsvinne delvis eller helt ved kritiske feil med selskapet.

Muligheter

Blant mulighetene for selskapet, fremkommer det at den svake renten etterfulgt av en nedgang i trend over flere år, skaper muligheter for billigere finansiering. Dette gjelder både for selskapets egen vekst, men og for økt kapitalmulighet for potensielle kjøpere av boligene. I de store norske byene, er det stadig økt etterspørsel etter bolig. Ved hjelp av tomtebanker og kjøpsopsjoner, kan SBO tilfredsstille etterspørselen i markedet i årene som kommer. Dersom de fortsetter å levere gode boliger, vil de kunne ha mulighet til å vokse yttligere å befeste en enda sterkere posisjon i markedet. Med godt rykte medfølger det også at SBO kan etablere gode kunderelasjoner i fremtiden. Dette er gunstig for bedre betingelser og tryggere rammer for verdiskapning. Denne muligheten er et potensiale som hele tiden kan forbedres.

Trusler

Av trusler som selskapet står ovenfor, kommer av det stadig økte trykket rundt et grønt og bærekraftig samfunn. Dersom SBO ikke klarer å integrere en grønn profil i sin kjernevirksomhet, vil det være en trussel om at selskapet kan få negativ omtale og miste kunder. Boligutvikling blir stadige mer regulert av forskrifter og av lovverk. Dette kan skape merkostnader i produksjon og skape operasjonelle barrierer. Det norske boligutviklingsmarkedet er populært, og selskapet kan vente stor vekst av både små og store selskaper som kan true SBO sin etablerte posisjon i markedet.

8. Prognostisering

Tidligere i denne oppgaven, har det blitt foretatt analyse av regnskap basert på historiske data som har ledet frem til profit-, vekst- og likviditetstilstanden til SBO. Med historiske dataer lagt til grunn, og fremtidige utsikter på vegne av den strategiske posisjon til Selvaag Bolig, har det blitt foretatt en prognostisering av regnskapet av henholdsvis resultatet, balansen og kontantstrømoppstillingen – her endres fokuset fra historiske dataer til et fremtidsrettet perspektiv. Som en del av selve verdsettelsen til Selvaag Bolig, så er prognostiseringen grunnleggende for å kunne ha et beregningsgrunnlag i form av fremtidige kontantstrømmer til selskapet.

8.1. Prognostisering fremgangsmåte

Prognostiseringen utarter seg på samme grunnlag som reformuleringen av resultatet og balansen som ble analysert og redegjort for i kapittel 6. Regnskapsposter blir som gjort kjent tidligere, delt inn i operasjonelle og finansielle aktiviteter. Dette gjøres med mål om å finne fremtidige inntekter, kostnadskilder og kontantstrømmer for SBO.

Operasjonelle aktiviteter, som også inkluderer investeringer, er primærkilden til verdiskapning, og derfor avgjørende med presise estimater og vurderinger for å få en treffsikker prognostisering. Finansielle aktiviteter uttrykker hvordan de operasjonelle aktivitetene er finansiert og gir verdifull informasjon om den finansielle risikoen til selskapet (Plenborg & Kinserdal, 2017, s.254).

8.1.1. Tekniske- og estimasjonsrelaterte aspekter for prognostisering

I denne prognostiseringen, anvendes det både tekniske og estimasjonsrelaterte aspekter for prognostiseringen. Tekniske aspekter referer til at utformingen av verdidriveroppsettet og oppsettet av prognostiseringen samsvarer med tidligere bokføring, vurderinger og generell praksis som er anvendt til og av regnskapet. Med estimasjonsrelaterte aspekter, refereres det til kvaliteten av kildene og analysen som underbygger verdidriveroppsettet og det prognostiserte regnskapet (Plenborg & Kinserdal, 2017, s.254). Det er viktig å fremlegge at den praktiserte metoden i dette kapittelet grunner seg fra det faktum at jeg som analytiker opererer som en «outsider», og derfor vektlegger tilgjengeligheten til offentlig informasjon veldig høyt. Verdt å nevne også her, at gjennom samtale med CEO Sverre Molvik, har jeg fått en viss innsikt i fremtidige planer.

8.1.2. Perioder for prognostisering

Som Presisert tidligere, så brukes den historiske perioden som et fundament for fremtidig prognostisering, og som skal gi innsikt i trender, utvikling og verdier av verdidriverne som fastsettes. Den eksplisitte prognostiseringsperioden uttrykker en periode hvor verdidriverne ikke er konstant, ettersom dette ikke er reelt for et selskap at utviklingen holder seg konstant over flere år. Likevel, er det noen poster i denne prognostiseringen som holdes konstant over hele prognostiseringen, da dette virker fornuftig for å fremstille en mer presis utvikling i gjeldende regnskapsposter. Avslutnings for prognostiseringen, finnes terminal-perioden. Denne perioden skal uttrykke den konstante utviklingen til selskapet, hvor den fremtidige utviklingen utover

prognostiseringsperioden underbygges av verdidriverne som fastsettes for terminal-perioden (Plenborg & Kinserdal, 2017, s.257-258).

8.1.2.1. Valg av prognoseperioder

Den eksplisitte perioden i denne prognostiseringen er på 8 år – fra og med 2021 til og med 2028. Denne perioden skal budsjetteres med mål om at selskapet skal nå en stabil og konsis vekstfase. Utover denne perioden, illegges det en terminal-periode på 2 år – fra og med 2029 til og med 2030. Det anbefales en prognoseperiode på 10-15 år, avhengig av selskapets vekstutsikter. Ved en kort prognoseperiode, vil man kunne få underestimeringer som resulterer i feil selskapsverdi (Kaldestad & Møller, 2017). Dermed virker en prognoseperiode på 8+2 år fornuftig for denne verdsettelsen.

8.1.3. Verdidrivere

Verdidrivere er fundamentet til prognostiseringen. Med utgangspunkt i historiske dataer, skal verdidriverne være utslagsgivende for fremtidige regnskapsposter. Denne oppgaven vil praktisere et skille mellom strategiske- og finansielle verdidrivere.

Strategiske verdidrivere baserer seg på strategiske og operasjonelle aktiviteter som utføres av selskaper for å forbedre verdien av selskapet. Strategiske verdidrivere kan oppfattes som «input-faktorer» som med en gang skaper verdi og som kan måles ut ifra den økonomiske ytelsen til selskapet. Eksempelvis vekst i inntekter kommer ikke av seg selv, men ved strategiske verdidrivere som for eksempel utvikling eller kjøp av nye produkter, kan man over tid skape vekst. Ved handlinger med strategiske verdidrivere, vil man ikke nødvendigvis oppfatte resultatet av handlingene i form av regnskapet før flere år etter at handlingene tredder i kraft. Strategiske verdidrivere er industri- og selskaps-spesifikke (Plenborg & Kinserdal, 2017, s.254-255).

Finansielle verdidrivere er finansielle forholdstall som måler selskapets finansielle og økonomiske ytelse. Finansielle verdidrivere sees i sammenheng med strategiske verdidrivere, ettersom at disse fungerer som «output-faktorer» fra de strategiske verdidriverne. Eksempelvis, så er finansielle verdidrivere vekst i inntekt, marginer og investeringsrelaterte forholdstall (Plenborg & Kinserdal, 2017, s.254-255).

Nå vil de mest sentrale verdidriverne bli redegjort for:

8.1.3.1. Utvikling i inntekter

Inntektene til Selvaag Bolig bestemmes av en pris/volum sammenheng, hvor antall boliger solgt og til hvilken pris disse boligene blir solgt til dekker mesteparten av inntektene til selskapet. Det er derfor essensielt å vite hvordan volumutviklingen til SBO ser ut til å ligge på i kommende år. Som nevnt under den strategiske analysen, så har SBO sikret seg rettigheter i form av opsjoner og tomtebanker til å kunne produsere et stort volum i årene som kommer. Dette vil være utslagsgivende for hvordan utviklingen i vekst vil være fremover. I tillegg, vet vi at det er en høy etterspørsel på boliger, som vil være med på å stimulere gode salgspriser i årene som kommer. Derav, med dette i baktankene, og med den utviklingen SBO har hatt i den historiske perioden, har jeg lagt til grunn for at SBO potensielt sett kan vokse yttligere i fremtiden.

Verdigraver	Prognostiserte antagelser								Terminal	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Vekst i inntekt	8,0 %	5,5 %	5,0 %	3,8 %	3,8 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %
Vekst i annen inntekt	12,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	6,0 %	6,0 %

Figur: Vekst og utvikling i inntekter.

Det er viktig å presisere at ved fremtidig vekst, så er det også viktig å hensynta selskapets størrelse. Ettersom SBO vokser seg større, og jo raskere denne veksten skjer, desto vanskeligere blir det å opprettholde denne veksten kontinuerlig (Damodaran, 2012, s.279). Etter hvert som selskapet når en viss skala i form av størrelse og markedsandel i Norge, er det begrenset hvorvidt veksten kan fortsette.

Videre, er det viktig å hensynta at vekst koster penger. Vekst krever større kapitalbindinger, og ved større kapitalbindinger medfølger også økte fordringer. I tillegg vil varelageret til SBO vokse, som krever økt leverandørgjeld som skal finansiere veksten. Det medfølger følgelig risikoer knyttet opp mot store kapitalbindinger ved vekst. Dette vil spesielt være arbeidskapitalkostnader – det koster å ha arbeidskapital. Tidskostnader i form av inflasjon samt administrasjonskostnader vil gjøre vekst dyrere, samt øke risikoen tilknyttet veksten til SBO.

8.1.3.2. Utvikling i kostnader

Utviklingen av de operasjonelle kostnadene reflekteres i form av utviklingen av inntektene. Operasjonelle kostnader i boligutviklingsbransjen knyttes i stor grad opp til råvarer og innsatsfaktorer til å produsere boliger. Dermed anvendes kostnader som et forholdstall av inntektene i denne prognostiseringen.

Verdigrupper	Prognostiserte antagelser								Terminal	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Varekostnader i % av inntekter	66,5 %	67,5 %	67,5 %	67,0 %	67,0 %	67,0 %	67,0 %	67,0 %	66,5 %	66,5 %
Operative kostnader i % inntekter	4,0 %	4,0 %	4,1 %	4,1 %	4,2 %	4,2 %	4,3 %	4,3 %	4,4 %	4,4 %
Avskr. i % av oper. Anleggsmidler	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %

Figur: Utvikling i kostnader.

Jeg antar at varekostnaden avtar i forhold til inntektene i årene fremover, først og fremst fordi arbeidskraft og råvarer blir enklere å få tak i. Dette ettersom etterspørselen for arbeidskraften øker i takt med økning av arbeidskraft for bolig. Videre, vil SBO kunne dra enda større nytte av storskalafordele dersom de lykkes med å vokse og ta større markedsandeler. Lønn -og administrasjonskostnader vil øke jevnt i årene, først og fremst fordi lønnsøkning skjer årlig, etterfulgt at administrasjonen til SBO vil kunne trenge mer arbeidskraft dersom SBO lykkes å vokse. Avskrivninger er gjerne et jevnt forholdstall, alt ettersom hvor mye investeringer i anleggsmidler SBO foretar seg. Jeg velger dermed å holde dette nivået konstant over hele analyseperioden.

8.1.3.3. Utvikling i skatt

Av tidligere analyser, ser man at skattesatsen for selskaper og næring i Norge ligger på 22% for 2020. Det er denne skattesatsen som vil bli praktisert under prognostiseringen. Skattesatsen holdes dermed konstant.

8.1.3.4. Netto operasjonelle eiendeler (NOA)

Netto operasjonelle eiendeler er den omformulerte balansens venstre side, og den samlede investeringen i et selskaps operasjonelle aktiviteter. Dette tilsvarer summen av driftsmidler minus driftsforpliktelser. De mest sentrale postene for NOA er varelageret og leverandørgjeld. Her har jeg benyttet meg av turnover rate, for å anslå fremtidige utsikter med bakgrunn i historiske forhold. For at SBO skal kunne vokse yttligere, er de avhengig av å kunne utvikle «varelageret». Under varelager, finner man blant annet eiendeler holdt for salg. En økning i denne posten blir helt avgjørende for at SBO skal kunne vokse i inntektene. Jeg anslår at SBO vil vokse varelageret i takt med den overordnede veksten i inntekter. Leverandørgjelden vil være en del av finansieringen av veksten til Selvaag Bolig, og vil på lik linje med varelageret øke i takt med endring i inntekter.

Verdigrupper	Prognostiserte antagelser								Terminal	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
VL turnover rate	0,485	0,57	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Lev. Gjeld turnover rate	14,00	13,50	13,00	13,50	13,00	13,50	13,50	13,60	13,70	13,80

Figur: Utvikling i NOA.

8.1.3.5. Netto rentebærende gjeld (NIBD) og egenkapital (E)

Som en del av den langsiktige og kontinuerlige veksten, vil SBO trenge finansiering. Den langsiktige rentebærende gjelden anslåes å vokse yttligere vært år. Denne antagelsen tar jeg i betraktning selv om SBO har hatt en nedgang i den langsiktige rentebærende gjelden i 2018 og 2019. For at varelageret skal kunne utvikle seg i den trend som nevnt ovenfor, trengs det midler som kan sikre operasjonell drift. Egenkapitalen på den andre siden, vil vokse som et resultat på vekst i inntekt. Dersom SBO klarer å oppnå kontinuerlig vekst, vil de kunne utvikle seg til å bli et mer attraktivt objekt for investorer slik at ny EK kan ta del i finansiering av nye prosjekter. Investorer krever følgelig å ta del i denne veksten i form av høyere utbytte.

Verdigrupper	Prognostiserte antagelser								Terminal	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ek fordelt på aksjonærer	12,5 %	2,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Langsiktig rentebærende gjeld %-vis endring	2,0 %	1,5 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %

Figur: Utvikling i NIBD og E.

8.2 Prognostisert kontantstrømoppstilling

(NOKt)	Selvaag Bolig prognostisert kontantstrømoppstilling								Terminal	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FCF - Til selskapet	564 871	485 969	354 366	566 411	567 571	577 584	598 777	615 777	697 422	669 655
FCF - Til Eierne	676 061	583 538	561 853	712 455	722 788	742 402	773 807	801 834	895 232	880 837
- Mulig tilgang til dividende	-321 458	-75 442	-553 273	-652 516	-677 043	-699 627	-722 727	-750 898	-780 568	-800 713
Kontantoverskudd	354 603	508 096	8 580	59 939	45 745	42 775	51 080	50 936	114 664	80 124
Kontant & bankpost IB	885 333	1 239 936	1 748 032	1 756 612	1 816 551	1 862 296	1 905 071	1 956 151	2 007 087	2 121 751
+ Kontantoverskudd	354 603	508 096	8 580	59 939	45 745	42 775	51 080	50 936	114 664	80 124
= Kontant & bankpost UB	1 239 936	1 748 032	1 756 612	1 816 551	1 862 296	1 905 071	1 956 151	2 007 087	2 121 751	2 201 875

Figur: Prognostisert kontantstrøm.

Som det fremkommer av den prognostiserte kontantstrømmen, ser man at SBO vil kunne tilfredsstille aksjonærer i årene fremover dersom de klarer å oppnå kontinuerlig vekst og holde et stabilt kostnadsnivå. Dividendeutbetalingene vil øke for vært år, som er gode nyheter for interessenter tilknyttet selskapet. Sentralt med dividendepolitikken til SBO er at de ønsker å dele ut minimum 40% av årsresultatet etter skatt, og at dette skal deles ut 2 ganger årlig. Nå ligger SBO ann til å utdele utbytter som er større enn nåværende forholdstall på 40%. Jeg velger å fortsette med samme dividende politikk som SBO har fremover i fremtiden. Det vil derfor være 40% av det totale resultatet som vil bli lagt til grunn for dividende diskonteringsmodellen.

Overskuddet (mulig tilgang til dividende t – faktisk dividende t) vil legge seg som Annen egenkapital som SBO kan benytte seg til yttligere vekst i fremtiden. Denne dividendepolitikken kan så klart endres, og det bør være en klar balanse over hva som skal gå til dividendeutbetaling, og hva som skal være kontantoverskuddet til selskapet – alt i alt, hvordan SBO forvalter og genererer det totale resultatet etter skatt. Dersom selskapet merker at de trenger økt finansiering, kan for eksempel

dividendeutbetalingsforholdet senkes, for så og ta ut mer av overskuddet til videre vekst og finansiering. Eller, ved gode perioder, kan dividendeforholdet økes, slik at man kan tilfredsstille aksjonærer yttligere.

8.3. Vekst i terminalperioden

Som presisert under kapittel 5, så vil prognostiseringen av regnskapet fortsette inntil selskapet når en stabil og konsis vekstfase. Etersom vi ikke kan prognostisere kontantstrømmer i all evig fremtid, benyttes Gordons vekstformel for å estimere terminalverdien i slutten av prognostiseringsperioden. I følge Kinserdal (2017), så kan ikke et selskap vokse raskere enn økonomien (BNP) i et evighetsperspektiv, altså i teminalleddet. Dersom det gjør det, vil selskapet til slutt bli større enn hele økonomien samlet, som følgelig bryter med all sunn fornuft. Gjennomsnittsbedrifter har over tid lavere vekst enn BNP, fordi det stadig kommer nye bedrifter, nye produkter og andre markedsområder. Med dette lagt til grunn, har jeg valgt å benytte meg av en vekst rate på 1,5 prosentpoeng. Det anbefales videre av Kaldestad (2017) at den langsiktige vekstraten settes noe under den nominelle BNP-veksten. Jeg velger dermed å plassere g noe under denne, da dette først og fremst sikrer at selskapet ikke overestimeres.

8.4. Vekst i diskonteringsfaktoren

Ifølge BI-foreleser Ignacio Lopez (2019), kan man la avkastningskrav som anvendes til å neddiskontere kontantstrømmer til å fluktuere under prognostiseringen slik at neddiskonteringen bruker realistiske neddiskonteringsrenter. Ifølge Kaldestad (2017), tyder empirisk forskning på at det i etterkant ikke er særlig sammenheng mellom faktiske realrenter og økonomisk vekst. Dette medfører at konsistensen i verdsettelsesmodeller hvor forventede kontantstrømmer, forventet vekst og forventet avkastningskrav ikke alltid henger sammen. Videre, ettersom tidligere beregninger sammenfattes av historiske tall, vil ikke disse sammenfatte et reelt avkastningskrav for prognoseperioden. Jeg velger å ilegge tellende avkastningskrav for neddiskonteringsfaktoren en likviditetspremie per år på 0,03 prosentpoeng Dette gjøres årlig med bakgrunn av den underliggende selskapsspesifikke risikoen tilknyttet investeringer i SBO-aksjen. Dette benyttes for å øke treffsikkerheten i verdsettelsen.

9. Verdsettelse

Med utgangspunkt I fra tidligere analyser og vurderinger fra tidligere kapitler i denne bachelorutredelsen, skal jeg nå gjennomføre en fundamental verdsettelse av Selvaag

Bolig. Denne verdsettelsen baserer seg på to verdsettelsesmodeller – RI-modellen og dividendediskonterings modellen. Disse modellene vil bli vurdert og sett i lys av multippelanalyser, som skal fungere som et supplement for verdsettelsen.

9.1. RI-modellen

RI-modellen	T (tid)	Eksplisitt Prognoseperiode										Terminalperiode	
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030		
Egenkapital, UB	0	2 741 468	2 796 043	2 935 366	3 008 463	3 083 390	3 160 192	3 238 917	3 319 613	3 402 328	3 487 114		
Totalt resultat		599 798	618 353	669 884	699 905	724 807	747 639	770 913	794 910	828 985	849 455		
Re		4,38 %	4,68 %	4,98 %	5,28 %	5,58 %	5,88 %	6,18 %	6,48 %	6,78 %	7,08 %		
Diskonteringsfaktor		1,04	1,10	1,16	1,23	1,31	1,41	1,52	1,65	1,80			
ROE		21,9 %	22,1 %	22,8 %	23,3 %	23,5 %	23,7 %	23,8 %	23,9 %	24,4 %			
RI		479 854	487 633	523 844	541 202	552 902	561 972	570 904	579 958	598 470			
Nåverdi fra T1 til T8	3 345 153	459 739	445 046	452 837	440 611	421 540	398 978	375 320	351 082	331 749			
Nåverdi T10: (DIVn+1 / (WACC-g))	5 950 434												
(1/(1+WACC))^t+1	0,50												
(DIVn+1 / (WACC-g)) * (1/(1+WACC))	3 003 722												
Verdi av EK t0	6 348 875												
* 1000	6 348 874 843												
Antall aksjer	93 498 519												
Pris per aksje	67,90												

Figur: RI-modellen.

Ved anvendelse av RI-modellen, estimeres Selvaag Bolig sin egenkapitalverdi til 6.348.875.843 kr, som gir en verdi på 67,90 kroner per aksje. Ved bruk av denne RI-modellen, blir residualinntekten neddiskontert med avkastningskravet til SBO. I tråd med min antagelse om at SBO vil ha en fremtidig og konsis vekst, klarer selskapet å skape en meravkastning utover egenkapitalkravet under prognoseperioden. Dette analyseresultatet antyder at aksjen til Selvaag Bolig er undervurdert i forhold til den gjeldende markedsverdien til SBO-aksjen per 31.12.2020 som lå på 57,80 som ble avklart innledningsvis i kapittel 2. Det vurderes som realistisk at SBO kan opprettholde en stigende ROE som indikerer profitt på investeringer, som også danner grunnlaget for RI i modellen. Videre, ansees det også som realistisk at SBO kan generere en vekst i egenkapital, ettersom selskapet anslåes å ha vekst i inntekter og kontantstrømmer.

9.2. Dividende diskonteringsmodellen

Dividende diskonteringsmodellen	2020	Eksplisitt Prognoseperiode										Terminalperiode	
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030		
T (tid)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Dividende: 40% av totalt resultat		239 919	247 341	267 954	279 962	289 923	299 056	308 365	317 964	331 594	339 782		
Re		4,38 %	4,68 %	4,98 %	5,28 %	5,58 %	5,88 %	6,18 %	6,48 %	6,78 %	7,08 %		
Diskonteringsfaktor		1,04	1,10	1,16	1,23	1,31	1,41	1,52	1,65	1,80			
Nåverdi fra T1 til T8	1 743 726	229 862	225 740	231 632	227 926	221 041	212 318	202 723	192 482	183 812			
Nåverdi terminal: (DIVn+1 / (Re-g))	6 285 903												
(1/(1+Re))^t+1	0,50												
(DIVn+1 / (Re-g)) * (1/(1+Re))^t+1	3 173 063												
Verdi av EK t0	6 660 515												
* 1000	6 660 515 266												
Antall aksjer	93 498 519												
Pris per aksje	71,24												

Figur: DD-modellen.

Ved anvendelse av dividende diskonteringsmodellen, estimeres Selvaag Bolig sin egenkapitalverdi til 6.660.515.266 kr, som gir en verdi på 71,24 kroner per aksje. Dette tyder igjen på at aksjen til Selvaag Bolig er undervurdert i forhold til den gjeldende

markedsverdien til SBO-aksjen per 31.12.2020 som lå på 57,8. Beregningen tar grunnlag i fra at SBO genererer en solid vekst i årene fremover, og klarer å opprettholde utbytte policyen sin, hvor 40% av det totale resultatet skal gis ut til investorene. Utgangspunktet i denne modellen er at 40% av utbytte gis ut til investorer, selv om SBO kunne finansiert et større utbytteforhold enn 40%. Med dette lagt til grunn, velges det å ikke legge alt for mye vekt i denne modellen, alt ettersom SBO sin utbytte-kontantstrøm reelt sett kunne vært høyere, som også ville ha generert en større selskapsverdi. Det er også verdt å nevne at alt kontantstrømoverskudd vil øke eller synke alt ettersom hvordan utbytteforhold de praktiserer. Utbyttet i denne modellen har tatt høyde for at SBO i hele prognoseperioden vil ha en positiv kontantstrøm selv ved praksis av et utbytteforhold på 40%. I kontantstrømoppstillingen under delkapittel 8.2., vises det hvor mye SBO potensielt sett kunne delt ut i utbytte, selv med stabilitet i økonomien og utviklingen. All merverdien fra *faktisk utbytte* og *kontantstrømoverskudd* kan enten genereres til Kasse og bank, eller plasseres til en udefinert post i regnskapet: *Annen Egenkapital*.

Jeg velger å vekte resultatet fra den fundamentale verdsettelsen med henholdsvis 75% og 25% fordeling for RI-modellen og DDm. Den fundamentale vektete gjennomsnittsprisen per aksjen blir dermed: 68,74.

9.3. Verdsettelse med multipler

Som et substitutt til diskontering av kontantstrømmer, anvendes multipler som analyseverktøy til denne verdsettelsen. Dette er som presisert under kapittel 5, en markedsdrevet metode som gir en indikasjon på hvilken pris markedet som helhet er villig til å betale for tilsvarende selskaper. Denne oppgaven vil anvende et gjennomsnitt av P/E og P/B, og de tilsvarende komparative selskapet er henholdsvis Entra og Norwegian Property. Ettersom OBOS ikke er på børs, og Mesterhus og Systemhus er kjøpt opp av Mestergruppen, er det kun Entra og Norwegian Property som anvendes som komparative selskaper, og som har offentlig tilgjengelig informasjon. Ettersom SBO primært kun opererer i Norge, velger jeg kun å sammenligne med et norske selskaper. Multiplene i analysen vil beregnes ut ifra samme tidspunkt – 31.12.2020.

EV/EBITDA og EV/Sales velges å ikke anvendes, ettersom størrelsen på de komparative selskapene i form av EBITDA og driftsinntekter ikke er sammenlignbare med størrelsen til SBO.

9.3.1. P/E

P/E	
<i>Selvaag Bolig</i>	3,65
<i>Entra</i>	5,62
<i>Norwegian Porperty</i>	4,06
Gjennomsnitt	4,44
Basisverdi	1 527 883
Pris per aksje	72,61

Figur: P/E. Kilde: MarketScreener

Per utgangen av 2020, viser SBO sin P/E-rate til et forhold på 3,65, mens snittet som brukes for analysemodellen er 4,44. Dette skaper en markedsverdi på egenkapitalen på 6.788.893.463 som tilsvarer en pris per aksje på 72,61. Dette indikerer på at aksjen er underpriset ettersom at faktisk verdi på aksje per utgang av 2020 som er på 57,80. En annen tolkning kan være at de sammenlignbare selskapene er overpriset i forhold til markedsverdi. Sammenlignbart med neddiskontering av kontantstrømmodellene, så viser dette til at SBO aksjen er undervurdert, ettersom at resultater fra verdsettelse indikerer på at SBO-aksjen burde vært priset høyere.

9.3.2. P/B

P/B	
<i>Selvaag Bolig</i>	2,29
<i>Entra</i>	1,28
<i>Norwegian Porperty</i>	0,81
Gjennomsnitt	1,46
Basisverdi	2 437 815
Pris per aksje	38,07

Figur: P/B. Kilde: MarketScreener.

Per utgang av 2020, viser SBO sin P/B-rate til et forhold på 2,29, som ulikt med P/E multipliseringen er høyest forhold blant de sammenlignbare selskapene. Snittet som brukes for analysemodellen er 1,46, som skaper en markedsverdi på egenkapitalen tilsvarende 3.559.209.900. Dette fordelt utover antall utstedte aksjer gir en pris per aksje på 38,07 som er lavere enn faktisk verdi per aksje ved utgangen av 2020. Dette er første verdsettelsestreff hvor den verdsette verdien er lavere enn faktisk verdi ved utgangen til 2020. Dette indikerer på at SBO-aksjen er overvurdert.

10. Usikkerhetsbetraktninger

Generelt for verdsettelse, er at det finnes usikkerhetsmomenter tilknyttet analytikerens egne, skjønnsmessige vurderinger som kan få store ringvirkninger for resultatet av analysen. Med dette i baktankene, skal kapittel 10. ta sikte på å teste usikkerhetsmomenter for verdsettelsen, med mål om å vurdere verdiestimatet som fremkommer av verdsettelses-resultatene fra kapittel 9.

10.1. Sensitivitetsanalyse

SBO-aksjens estimerte verdier fra dividende diskonteringsmodellen og RI-modellen fremkommer av en rekke beslutninger og antagelser. Basert på historiske prestasjoner kan disse beslutningene og antagelsene være gode og presise, men det er ikke følgelig at disse variablene er treffsikre i et fremtidsrettet perspektiv. Sensitivitetsanalyse benyttes til å måle konsekvenser av endringer i de mest kritiske variablene for verdsettelsesmodellene for verdiestimatet. Sensitivitetsanalysene for henholdsvis dividende diskonteringsmodellen og RI-modellen baserer seg på en rekke utvalgte nøkkelvariabler.

10.1.1. Vekst og Avkastningskrav

Gjeldende for både dividende diskonteringsmodellen og RI-modellen, er at den estimerte verdien avhenger i stor grad av verdien fra terminal verdien. Dermed, skal jeg i denne delen av sensitivitetsanalysen vurdere hvilken påvirkning veksten har for prisen per aksje. På bakgrunn av vurderinger presentert i kapittel 7 og 8, har jeg lagt til grunn for en vekst på 1,50%. I tillegg, for terminalperioden har det blitt benyttet et avkastningskrav på 6,78%. Disse input-variablene har gitt en pris per aksje på henholdsvis 71,24 (DDm) og 67,90 (RI-modellen). Ved hjelp av modellering har jeg kommet frem til følgende resultater presentert under ved å endre vekstraten med 0,2 prosentpoeng, samt endre avkastningskrav med 0,5 prosentpoeng:

Vekstrate	Avkastningskrav						
	5,28 %	5,78 %	6,28 %	6,78 %	7,28 %	7,78 %	8,28 %
0,70 %	76,36	72,52	69,36	66,72	64,49	62,57	60,90
0,90 %	78,15	73,96	70,55	67,72	65,34	63,60	61,54
1,10 %	80,10	75,53	71,84	68,80	66,25	64,08	62,21
1,30 %	82,25	77,24	73,22	69,95	67,22	64,91	62,93
1,50 %	84,63	79,10	74,73	71,24	68,25	65,79	63,69
1,70 %	87,28	81,15	76,36	72,52	69,36	66,72	64,49
1,90 %	90,23	83,41	78,15	73,96	70,55	67,72	65,34
2,10 %	93,56	85,92	80,10	75,53	71,84	68,80	66,25

Figur: Sensitivitetsanalyse av DDm-modellen.

Det grønne området viser priser per aksje som er større enn faktisk verdi for en omsatt SBO aksje, mens det gråe området viser priser per aksje som er lavere. Som man ser av sensitivitetsanalysen for dividende diskonteringsmodellen, fremkommer det at den største aksjeprisen er 93,56 kroner, mens den laveste er 60,90. Sett i sammenheng med ett virkelighet basert perspektiv, så er det lite trolig at aksjen til SBO vil øke med ca 60% (fra faktisk SBO aksje pris per utgang av 2020) for å nå den øverste verdien. Det som er verdt å merke seg er at den laveste verdien i denne sensitivitetsanalysen ligger over faktisk markedsverdi for en omsatt SBO aksje per utgang av 2020, hvor $60,90 > 57,80$.

Vekstrate	Avkastningskrav						
	5,28 %	5,78 %	6,28 %	6,78 %	7,28 %	7,78 %	8,28 %
0,70 %	70,39	68,07	65,90	63,85	61,93	60,13	58,43
0,90 %	71,51	69,12	66,87	64,76	62,78	60,91	59,16
1,10 %	72,70	70,23	67,91	65,73	63,68	61,76	59,94
1,30 %	73,98	71,43	69,03	66,77	64,65	62,66	60,78
1,50 %	75,35	72,71	70,22	67,90	65,68	63,62	61,68
1,70 %	76,82	74,08	71,50	69,08	66,80	64,66	62,64
1,90 %	78,41	75,56	72,88	70,36	68,00	65,77	63,68
2,10 %	80,12	77,16	74,37	71,75	69,29	66,98	64,80

Figur: Sensitivitetsanalyse av RI-modellen.

Av Sensitivitetsanalysen gjort for RI-modellen, ser man at også her at den laveste verdien for en aksje er større enn faktisk verdi for en omsatt SBO aksje ved utgangen av 2020, ettersom $58,43 > 57,80$. Samtidig ser vi at i likhet med DDM analysen, at den øverste verdien på 80,12 er urealistisk høyt, da denne er 40% høyere enn faktisk pris. Det er verdt å nevne seg at en stabil aksje som Selvaag Bolig sin neppe har svingninger som varierer opp til 40% økning.

Fra en helhetlig tolkning av resultatet i sensitivitetsanalysene, fremkommer det at aksjen ikke er alt for sensitiv mot store endringer i enten vekst, avkastningskrav eller begge. Dette ettersom forskjellen mellom de øverste verdiene ikke skiller alt for mye fra de laveste verdiene. Det at de laveste verdiene i tabellene er over faktisk pris per omsatt SBO aksje ved utgangen av 2020 kan tyde på en av to ting:

- 1) Aksjen til SBO er underpriset.
- 2) Verdiestimaterne for denne analysen er vurdert for høyt.

Dette vil bli senere vurdert og konkludert.

10.2. Scenarioanalyse

Scenarioanalyse benyttes for å sannsynlighetsvekter utfall i de mest kritiske verdidriverne som er benyttet i denne verdsettelsesestimasjonen. Dette

analyseverktøyet blir brukt i stadig større grad, hvor store selskaper kan utforske mulige utfall i utviklingen av blant annet marked og teknologi. Vektingen i sannsynlighetsutfallene vil være med utgangspunkt i et pessimistisk, realistisk og optimistisk utfall. Med samme utgangspunkt som ved sensitivitetsanalysen, skal veksten i den eksplisitte prognoseperioden sannsynlighetsvektes. Ut ifra tidligere analyse, har vi valgt en vekst som benyttes i *Gordons formel* tilsvarende 1,5%. Vekst intervallet i denne scenarioanalysen vil ta utgangspunkt i et intervall fra 0,8% til 2,2% vekst, mens vektingen for henholdsvis 0,8% og 2,2% vil være vektet likt med 25% hver. Jeg mener følgelig at utgangspunktet med en vekst på 1,5% er mest realistisk, og vil deretter vekte dette utfallet størst med 50%.

Scenarioanalyse	Pessimistisk	Realistisk	Optimistisk
	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3
Vekst i eksplisitt periode	0,8 %	1,5 %	2,2 %
Pris per aksje - DDm	67,26	71,24	76,43
Pris per aksje - RI	64,32	67,9	72,52
Gjennomsnitt (DDm og RI)	65,79	69,57	74,48
Vekting	25 %	50 %	25 %
Gjennomsnittelig verdi per aksje:	69,85		

Figur: Scenarioanalyse.

Av resultatet for scenarioanalysen, ser vi at denne verdien plasserer seg midt imellom verdiestimer for henholdsvis DDm og RI-modellen. Fra dette, tolker jeg det som at scenarioanalysen bygger på et realistiske og presise scenarioer. Det er verdt å nevne at dette intervallet bygger på antagelsen om relativt stabile tider, og tar ikke høyde for kritiske konjunktursvingninger i norsk økonomi – med tanke på at veksten stammer fra BNP anslag. Alle disse anslagene ligger over faktisk markedsverdi for en omsatt SBO-aksje ved utgangen av 2020, som igjen trekker samme synspunkter som ved de forekommende analysene – er SBO undervurdert, eller har jeg overvurdert SBO i min verdivurdering.

11. Drøfting av analyseresultatene

Med støtte i analyser gjennom den fundamentale verdsettelsen og multiplverdssettelsen fremstår Selvaag Bolig sin aksje undervurdert i forhold til faktisk markedsverdi for omsettelige aksjer per 31.12.2020.

RI-modellen er det verdsettelsestimatet som blir vektlagt mest i denne verdsettelsen. Fra den analysen fremkommer det at estimert pris per aksje er 67,90, og til

sammenligning med faktisk markedspris ligger dette estimatet 10,10 kroner over. I prosent, tilsvarer dette 17%. DD-modellen velges å ikke vektlegges like mye i den helhetlige vurderingen av verdsettelsen. Resultatet fra DDm priser riktignok aksjen høyere enn ved RI-modellen og faktisk markedsverdi, da den tilsvarer 71,24. I prosent er dette 23% over den faktiske markedsverdien. Gjennomsnittsverdien fra resultatene fra neddiskontering av kontantstrømmene er 69,57. DDm vektlegges mindre fordi problematikken med kontantstrømmene som benyttes i denne modellen reelt sett kan være høyere og annerledes dersom Selvaag Bolig velger en annen utbyttepolitikk enn det som jeg legger til grunn i analysen.

Grunnlaget for å støtte mine verddivurderinger fremkommer av den strategiske analysen. Den strategiske analysen av henholdsvis de interne og eksterne faktorene tilknyttet Selvaag Bolig er selve fundamentet for verdsettelsen. Verdidriverne fremkommer av funn og antagelser gjort i dette strategikapittelet. Av dette kapittelet, fremkommer det at framtidsutsiktene er gode, først og fremst fordi SBO har sikret operasjonell drift i årene som kommer via god og stor tomtebank. Ettersom at operasjonelle aktiviteter i form av boligutvikling uten tvil er primærkilden til inntektene, og at dette er sikret og ivaretatt legger jeg til grunn for en solid og konsis vekst for selskapet. Støtte for disse utsiktene ligger også i de historiske prestasjonene til SBO, som viser til jevn og stabil utvikling over flere år.

Det er og viktig å la seg bemerke at det medfølger en rekke usikkerhetsmomenter knyttet til denne verddivurderingen. Det er fullt mulig at mine betraktninger og utsikter om fremtiden ikke samsvarer med realiteten, men som følgelig er umulig å si noe om per nå. Svakheterne til denne verdsettelsen knyttes i hovedsak mot sensitiviteten i variablene og mine vurderinger av disse. Med et utenfra-inn syn til selskapet blir verddivurderingen med en gang mer usikker, ettersom interne endringer kan få store konsekvenser slik at verdidriverne ikke er treffsikre. Denne verdsettelsen er ekstremt sårbar for feilvurderinger av sentrale verdidrivere. De mest innflytelsesrike og påvirkningskraftige verdidriverne i denne verdsettelsen er vekst i inntekt og kostnader i % av inntekten for resultatet, mens for balansen er endringer i EK og gjeld de mest sentrale. Støtte for mine vurderinger av verdidrivere ligger i den historiske underliggende markedsveksten og Selvaag Bolig sin rolle i det norske boligutviklingsmarkedet. Generelt for hele markedet er at det er spådd en markedsvekst, men sentralt for SBO sitt tilfelle, vil det kunne opprettholde og ta nye markedsandeler være isolert sett veldig viktig for den fremtidige veksten.

Den multiplbaserte verddivurderingen anvendes som et substitutt for selve verdsettelsen. Denne fremgangsmåten baserer seg på et utvalg av komparative selskaper til Selvaag Bolig, hvor Entra og Norwegian Property var de selskapene som ble lagt til grunn i denne analysen. Multiplene som ble anvendt i denne oppgaven var P/E og P/B. Selvaag Bolig sin aksjepris fra multipl-verdsettelsen ga selskapet henholdsvis pris per aksje på 72,61 og 38,07. Interessant for dette resultatet, er at resultatet fra P/B-multiplelen er det eneste funnet som priser aksjen lavere en faktisk markedsverdi. En tolkning fra dette, kan være at jeg har vært for optimistisk i min generelle verdsettelse, eller at multiplverdsettelsen med P/B ikke er representativt med tanke på at de komparative selskapene ikke er sammenligningsbare. Jeg velger å tolke det som at de komparative selskapene som er benyttet i denne analysen ikke er sammenligningsbare ettersom skala og størrelse på selskapene ikke samsvarer med Selvaag Bolig. Jeg velger dermed å ikke legge alt for mye vekt i multiplverdsettelsen i min konklusjon.

Ved hjelp av sensitivitetsanalyse, har det vært mulig å vurdere innflytelsen på endringer i sentrale variabler for mine verdiestimer. Basert på resultater fra denne analysen, ser man at endringer i vekst og avkastningskrav vil generere store forskjeller for prisen per aksje, da det skiller veldig mye mellom de høyeste verdiene kontra de laveste verdiene. At verdiestimatet er sensitivt for endringer i sentrale variabler viser til den underliggende usikkerheten til om min estimasjon av underliggende verdier faktisk er pålitelige. Gjennom scenarionalysen, ser man at den vektete gjennomsnittlige prisen per aksje samsvarer med tidligere verddivurderinger. Dette underbygger at selv med endringer i sentrale drivere, vil fortsatt den vektete prisen per aksje være forenlig med tidligere resultater. Det er også verdt å nevne at selv med et pessimistisk scenario, hvor veksten kun er 0,8%, så vil fremdeles Selvaag Bolig sin pris per aksje være høyere enn faktisk markedsverdi for aksje per 31.12.2020.

12. Kritikk av oppgave

Så langt i denne bachelorutredelsen, er det blitt belyst svakheter med denne verdsettelsen. Likevel, skal de mest kritiske faktorene for denne verdsettelsen oppsummeres i dette delkapittelet. Som gjort kjent, så finnes det sentrale usikkerhetsmomenter tilknyttet variablene tilknyttet selve modelleringen av verdsettelsesestimasjonen. Alle variablene som er benyttet i denne verdsettelsen baserer seg på et utenfra-og-inn syn til bedriften, samt markedsinformasjon. Dette

skaper begrensinger for treffsikkerheten med tanke på budsjetteringen samt utviklingen i verdidrivere. Som gjort kjent, så er sentrale verdidrivere sensitive for endringer, slik at eksempelvis interne strategiske handlinger som ikke sammenfatter mine antagelser vil følgelig få store utfall og avvik fra min verdsettelse. Dette er verdt å nevne, først og fremst fordi jeg som uten fra baserer meg på offentlig tilgjengelig informasjon samt analyser innen tilgjengelige analytiske rammeverk. Likevel, er det verdt å nevne at ved samtale med CEO Sverre Molvik i Selvaag Bolig, at man kunne få en viss innsikt for den fremtidige vekststrategien til selskapet.

Fra et strategisk synspunkt, som følgelig er en avgjørende veileder for verdidriverne til verdsettelsen, så baserer disse vurderingene og synspunktene seg ut ifra min antagelse SBO sin evne til å konkurrere i markedet. Disse antagelsene bygger ut ifra kjønnsmessige vurderinger, og tar ikke støtte i mine personlige og objektive standpunkter. Med dette mener jeg at jeg vurderer selskapets drivere fra et helhetlig vurderingsperspektiv med støtte fra analyser og tilgjengelig informasjon. Disse vurderingene må ikke tolkes som min personlige mening om selskapet.

Neddiskonteringen av kontantstrømmer bygger på flertallige ulike økonomiske og finansielle prinsipper som nødvendigvis ikke holder i virkeligheten. Det mest åpenbare er kapitalverdimodellen som er belyst i kapittel 3 og 5. Som kjent, har modellen begrensinger, deriblant modellens syn på risiko. KVM tilsier at risikoen for en aksje skal måles i forhold til omfattende markedsporteføljer, men som gjort kjent inneholder ikke disse porteføljene kun finansielle eiendeler, men og forbruksvarer, eiendommer og arbeidskraft. Videre, så tilsier Kapitalverdimodellen klare forutsetninger om at det skal være fullstendig enighet blant aktører om sannsynlighetsfordelingen for en eiendels fremtidige pris, og at det er mulighet til å låne til en risikofri rente. På bakgrunn av dens forutsetninger, fører dette til at modellens empiriske resultater blir svake. Denne svakheten kan resultere i teoretiske feil og vanskeliggjør det å utføre valide tester av modellen. Likevel, er den svært populær, og jeg har valgt å benytte meg av dette rammeverket på bakgrunn av en helhetlig vurdering.

Å si noe om fremtiden er følgelig umulig. Likevel, har jeg prøvd å komme med framtidsutsikter for selskapet. Ved utarbeidelsen av SBO sitt avkastningskrav, sto jeg ovenfor flere usikre komponenter. Egenkapitalbetaen baserer seg på kovariansen mellom SBO-aksjen og markedet i form av Hovedindeksen, dividert på variansen for Hovedindeksen. Denne matematiske tilnærmingen sier ingen ting om fremtiden, tvert

imot indikerer den et estimat på bakgrunn av historiske utviklinger i markedet. Dermed kan man ikke utelukke at egenkapitalen innebærer feilmargin dersom denne skal anvendes med perspektiv for fremtidige beregninger. Dette vil følgelig ha en avgjørende effekt på avkastningskravet som benyttes, som også gjort kjent tidligere har en helt avgjørende rolle i denne verdsettelsen.

13. Konklusjon

Sett i lys av bachelorutredelsens problemstilling, skal denne oppgaven sikte på å estimere den fundamentale verdien av en aksje per 31.12.2020. Videre, skal analyser av historiske prestasjoner, vurderinger av selskapets strategiske posisjon og antagelser om framtidsutsikter kunne gi støtte for å anbefale om en fiktiv investor skal kjøpe, selge eller holde Selvaag Bolig sin aksje til samme tidspunkt. Alle antagelsene vurderes i henhold til investorens profittmaksimerende holdning til situasjonen.

Som et resultat fra den fundamentale verdsettelses, er den vektete gjennomsnittsprisen per aksjen 68,74. Dette svaret baserer seg på en ulik vekting fra RI-modellen og DDm, som skaper en differanse på 18,93% og ca 10 kroner økning fra den faktiske markedsverdien til en omsettelig Selvaag Bolig aksje per 31.12.2020, hvor pris per aksje er 57,80. Som støtte til analysen, benyttes verdsettelse med multiplene P/E og P/B. Gjennomsnittsverdien fra disse analysene ga en pris per aksje på 55,34 kroner, som tilsvarer en nedgang på -4,26% og ca 2,5 kroner sett i forhold til faktisk markedsverdi. Som nevnt, legges det ikke alt for mye vekt i disse resultatene, da de komparative selskapene ikke deler samme skala og størrelse som SBO.

Med grunnlag fra analysen, viser tre av fire estimater at den fiktive kjøperen bør investere og kjøpe SBO aksjen. Grunnet usikkerhetsbetrakninger i markedet, velger jeg å gi en anbefaling med utgangspunkt i fra et tosidig 10% intervall opp og ned fra aksjens markedsverdi. Dersom verdiestimatene ligger utenfor det tosidige 10% intervallet fra markedsverdien vil dette gi grunnlag for å henholdsvis kjøpe eller selge aksjen. Ligger verdiestimatet innenfor det tosidige intervallet vil dette gi grunnlag for å anbefale å holde på aksjen.

	RI-Modellen	DD-Modellen	P/E	P/B
Verdi per aksje	67,90	71,24	72,61	38,07
Markedsverdi	57,80	57,80	57,80	57,80
Differanse i %	17 %	23 %	26 %	-34 %
Handlingsstrategi	KJØP	KJØP	KJØP	SELG
Analysegrunnlag	Fundamentale verdsettelsen		Multiplert verdsettelse	
Gjennomsnittsverdi (vektet)	68,74		55,34	
Markedsverdi	57,80		57,80	
Differanse i %	19 %		-4 %	
Handlingsstrategi	KJØP		HOLD	

Figur: Handlingsstrategi.

Følgende modell presenterer ulike handlingsstrategiske utfall med utgangspunkt i ulike analyser. Med utgangspunkt i denne, skal den endelige konklusjonen på problemstillingen fremstilles:

Hovedproblemstilling

«Hva er den estimerte verdien av én aksje i selskapet Selvaag Bolig per 01.01.2021?»

Delproblemstilling

«Bør en fiktiv investor kjøpe, selge eller holde aksjen til Selvaag Bolig når investorens interesse og hensikt er finansiell profitt?»

Jeg legger til grunn alle betraktninger i denne bachelorutredningen, og vurderer Selvaag Bolig-aksjen som underpriset, hvilket tilsvarer at en fiktiv investor anbefales å kjøpe aksjen dersom dens hensikt er å oppnå profitt.

14. Kilder

- Andreassen, O. G., Henningsen, R., Kval, K. & Westersjø, M. (2012). *Mangfold. Sosiologi og soisalantopologi*. Cappelen Damm.
- Barney J. (1991). *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. Journal of management.S. 101-102
- Barney, J. B. (2007). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage* (3. ed.)
- Bhøren, Ø. & Gjærum, P., I. (2009). *Prosjektanalyse: Investering og finansiering*. Fagbokforlaget
- Bøhren, Ø., & Michalsen, D. (2012). *Finansiell Økonomi – Teori og praksis (4th ed.)*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles og corporate finance* (12th edition). New York, USA: McGraw-Hill Education.
- Bredesen, I. (2011). *Investering og finansiering*. Gyldendal Akademisk.
- Dagens Næringsliv Investor. (2021, 12. februar). *Selvaag Bolig kurs*. Hentet fra: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S82/SBO/SelvaagBolig>
- Dahl, G. A. (2011). *Praktisk økonomi og finans. Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller*. Universitetsforlaget.
- Dahlum, S. (2021, 9. mars). *Validitet*. SNL. Hentet fra: <https://snl.no/validitet>
- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance - Theory and Practice (2nd ed.)*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. John Wiley & Sons. S. 323.
- Damodaran, A. (2021, 8. januar). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Hentet fra: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Dyrnes, S. (2011). *Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allemennaksjeloven - en taksonomi for verdibegreper*. Fagbokforlaget.
- E24. (2019, 19. desember). *Disse nye skattereglene innføres i 2020*. Hentet fra: <https://e24.no/privatoekonomi/i/3JwBMX/disse-nye-skattereglene-innfoeres-i-2020>
- E24. (2021, 7. april). *Selvaag Bolig. Realtidskurser på aksjer Oslo Børs*. Hentet fra: <https://aksjelive.e24.no/instrument/SBO.OSE>
- Fama, E, F. & French, K, R. (2004). *The Capital Pricing Model: Theory and Evidence*. Journal of Economic Perspectives.

- Finanssans. (2021, 7. mars). *Systematisk og usystematisk risiko*. Hentet fra: <https://finanssans.no/systematisk-og-usystematisk-risiko>
- Fjeldstad, Ø. & Lunnan, R. (2018). *Strategi (2. utgave)*. Fagbokforlaget.
- Gjønnnes S.H. & Tangenes T. (2016). *Økonomisk Styring 2.0*. Fagbokforlaget. S. 308-309
- Johannesen, A., Christofferesen, L. & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag (3. utg.)* Abstrakt.
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2017). *Verdivurdering*. Fagbokforlaget.
- Kinsedal, F. (2017, 8. Mars). *Verdsettelse*. Magma. Hentet fra: <https://www.magma.no/verdsettelse-ulike-metoder-gir-samme-verdi1>
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., & McKinsey & Company Inc. (2015). *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies (6th ed.)*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Lopez, N. (2020, 7. mai). *Finansiell analyse og verdsettelse. Valuation*. (PowerPoint-presentasjon). Itslearning. Hentet fra: <https://bi.itslearning.com/ContentArea/ContentArea.aspx?LocationID=17311&LocationType=1&ElementID=1010720>
- Madsen, E. (2006). *Beta: Scandinavian Journal Of Business Research* (utg. 1). Universitetsforlaget. Hentet fra: <https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/beta/2006/01>
- Markedetscreener. (2021, 25. mai). *Entra*. Hentet fra: https://www.marketscreener.com/quote/stock/ENTRA-ASA-18278856/?type_recherche=rapide&mots=entra
- Markedetscreener. (2021, 25. mai). *Norwegian Property*. Hentet fra: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/NORWEGIAN-PROPERTY-ASA-1413220/>
- Markedetscreener. (2021, 25. mai). *Selvaag Bolig*. Hentet fra: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/SELVAAG-BOLIG-ASA-10807411/>
- Nordnet. (2021, 7. mars). *Innføring i risikostyring*. Hentet fra: <https://www.nordnet.no/blogg/innforing-i-risikostyring/>
- Norges Bank. (2021, 6. April). *Fra reel til nominell*. Hentet fra: https://www.norges-bank.no/globalassets/upload/publikasjoner/staff-memo/2011/staffmemo_2011.pdf

- Norges Bank (2021, 29. mars). *Statsobligasjoner årgjennomsnitt*. Norges Bank. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Nyeng, F. (2004) *Vitenskapsteori for økonomoer* (4th. Edition). Oslo: Abstrakt Forlag AS
- Plenborg, T. & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis (2. edition)*. Fagbokforlaget.
- Porter, M.E. (1979), *How Competitive Forces Shape Strategy*. Harvard Business Review, s. 27, 138
- Proff. (2021, 23. april). *Norgeshus*. Hentet fra: <https://www.proff.no/regnskap/norgeshus/melhus/bygningstjenester/IFOPFVW07TQ/>
- Proff. (2021, 23. april). *OBOS*. Hentet fra: <https://www.proff.no/selskap/obos/oslo/boligbyggelag/IFHWAI10M5-3/>
- Proff. (2021, 11. februar). *Selvaag Bolig ASA*. Hentet fra: <https://www.proff.no/selskap/selvaag-bolig-asa/oslo/eiendomsforvaltning-og-utvikling/IGEYLMO00B0/>
- Proff. (2021, 24. februar). *Selvaag Gruppen AS*. Hentet fra: <https://www.proff.no/aksjon%C3%A6rer/-/selvaag-gruppen-as/930914053>
- Proff- (2021, 23. april). *Systemhus*. Hentet fra: <https://www.proff.no/selskap/systemhus-bygg-team-as/elverum/bygg-og-anleggsleverand%C3%B8rer/IG79DL20CVG-1/>
- Selvaag. (2021, 17. februar). *Våre selskaper*. Hentet fra: <https://selvaag.no/vare-selskaper/selvaag-bolig/>
- Selvaag Bolig ASA. (2021, 11. februar). *Om oss*. Hentet fra: <http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/om-oss/default.aspx>
- Selvaag Bolig ASA. (2021, 15. februar). *Vår visjon*. Hentet fra: <https://www.selvaagbolig.no/om-oss/visjon/>
- Selvaag Bolig ASA. (2018). *Årsrapport 2017*. Hentet fra: http://s22.q4cdn.com/232574906/files/doc_financials/2017/annual/ENG-Selvaag-Bolig-annual-report-2017_web.pdf
- Selvaag Bolig ASA. (2019). *Årsrapport 2018*. Hentet fra: http://s22.q4cdn.com/232574906/files/doc_financials/2018/SBO-Annual-report-2018-en.pdf

- Selvaag Bolig ASA. (2020). *Årsrapport 2019*. Hentet fra: http://s22.g4cdn.com/232574906/files/doc_financials/2019/ar/SBO.Annual-report-2019-ENG.pdf
- Selvaag Gruppen AS. (2019). *Årsrapport 2018*. Hentet fra: https://selvaag.no/wp-content/uploads/SelvaagGruppen_aarsrapport2018_WEB_.pdf
- SNL. (2014, 9. juni). *Stordriftsfordeler*. Hentet fra: <https://snl.no/stordriftsfordeler>
- SNL. (2018, 7. mail). *Substitutt*. Hentet fra: <https://snl.no/substitutt>
- SSB. (2021). *Befolkningen*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/befolkning/faktaside/befolkningen>
- SSB. (2019). *Bygg, bolig og eiendom*. <https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/statistikker/boligstat>
- SSB. (2021, 9. februar). *Lønn*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/lonnansatt>
- SSB. (2021, 28. april). *Norsk Økonomi*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>
-
- Store Norske Leksikon. (2021, 05. Mars). *Diversifisering*. Hentet fra: <https://snl.no/diversifisere>
- Store Norske Leksikon. (2021, 7. mars). *Opsjon*. Hentet fra: <https://snl.no/opsjon - finans>
- Svartdal, F. (2020, 3. april). *Reliabilitet*. SNL. Hentet fra: <https://snl.no/reliabilitet>
- Syndbye, F. (2020, 15. april). *Primære og sekundære datakilder*. Hentet fra: <https://ndla.no/subject:7/topic:1:183191/topic:1:105795/resource:1:93370?filters=urn:filter:433559e2-5bf4-4ba1-a592-24fa4057ec01>
- Tangenes, T. (2010). *Praktisk Økonomi og Finans* (2. utg.): Hentet fra: https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/file/pdf/41762929/pof_2010_02_pdf.pdf
- Visma. (2021.21. april). *Hva er nøkkeltall?* Hentet fra: <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/n/nokkeltall/>
- Vollmer, M. (2015). *A Beta-return Efficient Portfolio Optimisation Following the CAPM: An Analysis og international Market and Sectors*. Hentet fra Oria: <https://ebookcentral-proquest->

com.ezproxy.library.bi.no/lib/bilibrary/detail.action?pg-origsite=primo&docID=1783585

- Wig, K. (2015). *Om strategi, konkurransekraft og konkurransestrategier*, 1-3.
Hentet fra: [https://remis.no/documents/FN16-Strategi konkurransekraft konkurransestrategier-v2.pdf](https://remis.no/documents/FN16-Strategi_konkurransekraft_konkurransestrategier-v2.pdf)
- Yahoo Finance. (2021, 6. April). *OSEBX kurshistorikk*. Hentet fra: <https://finance.yahoo.com/quote/OSEBX.OL/history?period1=1385856000&period2=1609372800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>
- Yahoo Finance. (2021, 6. April). *Selvaag Bolig kurshistorikk*. Hentet fra: <https://finance.yahoo.com/quote/SBO.OL/history?p=SBO.OL>

Vedlegg

Selvaag Bolig reformulert resultatregnskap				
(NOKt)	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter (O)	3 165 042	3 267 505	3 282 480	2 643 756
Annen driftsinntekt (O)	63 790	74 570	86 358	54 194
Sum driftsinntekter	3 228 832	3 342 075	3 368 838	2 697 950
Varekostnad (O)	-2 432 818	-2 421 633	-2 279 485	-1 967 586
Lønnskostnader (O)	-120 354	-142 498	-132 213	-149 849
Ordinære avskrivninger (O)	-4 084	-3 707	-12 748	-9 803
Andre operasjonelle kostnader (O)	-114 313	-125 553	-141 909	-106 995
Sum driftskostnader	-2 671 569	-2 693 391	-2 566 355	-2 234 233
Andel av resultat fra TS/FKV	-13 610	101 796	62 224	134 961
Øvrige gevinster, netto	0	0	0	1 045 127
Driftsresultat	543 653	750 480	864 707	1 643 805
Finansinntekter (F)	12 749	10 219	16 742	21 313
Finanskostnader (F)	-52 600	-28 229	-27 480	-11 648
Finansresultat	-39 851	-18 010	-10 738	9 665
Resultat før skatt	503 802	732 470	853 969	1 653 470
Skattekostnad (O+F)	-102 653	-165 626	-199 454	-129 898
Ordinært resultat	401 149	566 844	654 515	1 523 572
Omregningsdifferanse (F)	4 633	317	-6	4 311
Totalt resultat	405 782	567 161	654 509	1 527 883
Skatteprosent (fra 2020)	22 %			
Skatteprosent (fra 2019)	22 %			
Skatteprosent (fra 2018)	23 %			
Skatteprosent (fra 2017)	24 %			
Grunnlag for skatteskjerming:	(0,22+0,22+0,23+0,24)/4			
skatteaksjermings prosenten	22,8 %			

Selvaag Bolig reformulert resultatregnskap				
(NOKt)	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter (O)	3 165 042	3 267 505	3 282 480	2 643 756
Annen driftsinntekt (O)	63 790	74 570	86 358	54 194
Sum driftsinntekter	3 228 832	3 342 075	3 368 838	2 697 950
Varekostnad (O)	-2 432 818	-2 421 633	-2 279 485	-1 967 586
Lønnskostnader (O)	-120 354	-142 498	-132 213	-149 849
Andre operasjonelle kostnader (O)	-114 313	-125 553	-141 909	-106 995
Andel av resultat fra TS/FKV (O)	-13 610	101 796	62 224	134 961
Øvrige gevinster, netto (O)	0	0	0	1 045 127
EBITDA	547 737	754 187	877 455	1 653 608
Ordinære avskrivninger (O)	-4 084	-3 707	-12 748	-9 803
EBIT	543 653	750 480	864 707	1 643 805
Rapportert skattekostnad	-102 653	-165 626	-199 454	-129 898
<i>+/- Skatteskjerming</i>	<i>-9066</i>	<i>-4097</i>	<i>-2443</i>	<i>2 199</i>
Operasjonell skatt	-111 719	-169 723	-201 897	-127 699
NOPAT	431 934	580 757	662 810	1 516 106
Finansinntekter (F)	12 749	10 219	16 742	21 313
Finanskostnader (F)	-52 600	-28 229	-27 480	-11 648
<i>-/+ Skatteskjerming</i>	<i>9066</i>	<i>4097</i>	<i>2443</i>	<i>-2 199</i>
Omregningsdifferanse (F)	4 633	317	-6	4 311
Totalt resultat	405 782	567 161	654 509	1 527 883

Selvaag Bolig balanseregnskap									
Eiendeler (NOKt)	2017	2018	2019	2020	Egenkapital og gjeld (NOKt)	2017	2018	2019	2020
Anleggsmidler					Egenkapital				
Goodwill (O)	383 376	383 376	383 376	383 376	EK fordelt på aksjonærer i Selvaag	2 848 723	3 106 770	3 374 218	2 430 023
Andre immatrielle eiendeler (O)	0	0	44 219	34 976	Minoritetsinteresser	9 419	9 366	7 866	7 792
Varige driftsmidler (O)	11 428	8 565	5 588	7 332	Sum Egenkapital	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815
Investering i tilknyttet virksomhet (O)	316 241	415 280	430 281	406 850	Langsiktig gjeld				
Lån til tilknyttet virksomhet (O)	122 982	119 290	70 893	73 539	Pensjonsforpliktelser (F)	643	277	1 017	1 030
Andre anleggsmidler (O)	214 039	326 074	165 283	119 601	Utsatt skatt (ONCL P)	83 537	93 011	24 444	26 370
Sum Anleggsmidler	1 048 066	1 252 585	1 099 640	1 025 674	Andre avsetninger og forpliktelser (O)	60 373	60 373	60 373	60 373
Omløpsmidler					Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	8 349	3 225	3 105	17 810
Varelager (O)	4 643 938	4 306 304	3 636 663	3 940 793	Langsiktige leieavtaler (F)	0	0	35 263	26 738
Kundefordringer (O)	133 832	215 007	82 220	70 466	Langsiktig rentebærende gjeld (F)	1 836 823	1 795 798	1 092 288	1 100 293
Andre kortsiktige fordringer (O)	40 621	60 199	51 052	48 536	Sum langsiktig gjeld	1 989 725	1 952 684	1 216 490	1 232 614
Andre omløpsmidler (Salgsobjekt) (O)	0	0	864 171	0	Kortsiktig gjeld				
Kasse og bankpost (F)	485 561	657 034	1 178 686	885 333	Kortsiktig leieavtaler (F)	0	0	7 922	8 524
Sum omløpsmidler	5 303 952	5 238 544	5 812 792	4 945 128	Kortsiktig rentebærende gjeld (F)	380 608	520 508	1 161 043	1 368 135
Sum Eiendeler	6 352 018	6 491 129	6 912 432	5 970 802	Leverandørgjeld (O)	166 479	181 360	167 633	137 495
					Betalbar skatt (O)	103 782	158 110	208 488	135 130
					Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	853 282	562 331	710 728	651 089
					Gjeld knyttet til investerte salgsobjekter (F)	0	0	58 044	0
					Sum kortsiktig gjeld	1 504 151	1 422 309	2 313 858	2 300 373
					Sum Egenkapital og gjeld	6 352 018	6 491 129	6 912 432	5 970 802

Selvaag Bolig ASA balanseregnskap - TA-format - Totale Eiendeler									
Eiendeler (NOKt)	2017	2018	2019	2020	Egenkapital og gjeld (NOKt)	2017	2018	2019	2020
Goodwill (O)	383 376	383 376	383 376	383 376	Egenkapital				
Andre immatrielle eiendeler (O)	0	0	44 219	34 976	EK fordelt på aksjonærer i Selvaag	2 848 723	3 106 770	3 374 218	2 430 023
Varige driftsmidler (O)	11 428	8 565	5 588	7 332	Minoritetsinteresser	9 419	9 366	7 866	7 792
Investering i tilknyttet virksomhet (O)	316 241	415 280	430 281	406 850	Egenkapital	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815
Lån til tilknyttet virksomhet (O)	122 982	119 290	70 893	73 539	Utsatt skatt (ONCL P)	83 537	93 011	24 444	26 370
Andre anleggsmidler (O)	214 039	326 074	165 283	119 601	ONCL - Operasjonell langsiktig gjeld	83 537	93 011	24 444	26 370
ONCA - Operasjonelle anleggsmidler	1 048 066	1 252 585	1 099 640	1 025 674					
Kasse og bankpost (F)	485 561	657 034	1 178 686	885 333	Pensjonsforpliktelser (F)	643	277	1 017	1 030
FA - Finansielle eiendeler	485 561	657 034	1 178 686	885 333	Langsiktige leieavtaler (F)	0	0	35 263	26 738
Varelager (O)	4 643 938	4 306 304	3 636 663	3 940 793	Langsiktig rentebærende gjeld (F)	1 836 823	1 795 798	1 092 288	1 100 293
Kundefordringer (O)	133 832	215 007	82 220	70 466	Kortsiktig leieavtaler (F)	0	0	7 922	8 524
Andre kortsiktige fordringer (O)	40 621	60 199	51 052	48 536	Kortsiktig rentebærende gjeld (F)	380 608	520 508	1 161 043	1 368 135
Andre omløpsmidler (Salgsobjekt) (O)	0	0	864 171	0	Gjeld knyttet til investerte salgobjekter (F)	0	0	58 044	0
OCA - Operasjonelle omløpsmidler	4 818 391	4 581 510	4 634 106	4 059 795	IBD - Rentebærende gjeld	2 218 074	2 316 583	2 355 577	2 504 720
Total ONCA+FA+OCA	6 352 018	6 491 129	6 912 432	5 970 802	Andre avsetninger og forpliktelser (O)	60 373	60 373	60 373	60 373
					Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	8 349	3 225	3 105	17 810
					Leverandørgjeld (O)	166 479	181 360	167 633	137 495
					Betalbar skatt (O)	103 782	158 110	208 488	135 130
					Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	853 282	562 331	710 728	651 089
					OCL - Operasjonell kortsiktig gjeld	1 192 265	965 399	1 150 327	1 001 897
					Total E+ONCL+IBD+OCL	6 352 018	6 491 129	6 912 432	5 970 802

Selvaag Bolig ASA balanseregnskap - CE-format - Fortjenesten av anskaffelse									
Eiendeler (NOKt)	2017	2018	2019	2020	Egenkapital og gjeld (NOKt)	2017	2018	2019	2020
Goodwill (O)	383 376	383 376	383 376	383 376	Egenkapital				
Andre immatrielle eiendeler (O)	0	0	44 219	34 976	EK fordelt på aksjonærer i Selvaag	2 848 723	3 106 770	3 374 218	2 430 023
Varige driftsmidler (O)	11 428	8 565	5 588	7 332	Minoritetsinteresser	9 419	9 366	7 866	7 792
Lån til tilknyttet virksomhet (O)	122 982	119 290	70 893	73 539	Egenkapital	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815
Andre anleggsmidler (O)	214 039	326 074	165 283	119 601	Pensjonsforpliktelser (F)	643	277	1 017	1 030
Investering i tilknyttet virksomhet (O)	316 241	415 280	430 281	406 850	Langsiktige leieavtaler (F)	0	0	35 263	26 738
Utsatt skatt (ONCL P)	-83 537	-93 011	-24 444	-26 370	Langsiktig rentebærende gjeld (F)	1 836 823	1 795 798	1 092 288	1 100 293
NONCA - Netto driftsmidler	964 529	1 159 574	1 075 196	999 304	Kortsiktig leieavtaler (F)	0	0	7 922	8 524
Varelager (O)	4 643 938	4 306 304	3 636 663	3 940 793	Kortsiktig rentebærende gjeld (F)	380 608	520 508	1 161 043	1 368 135
Kundefordringer (O)	133 832	215 007	82 220	70 466	Gjeld knyttet til investerte salgobjekter (F)	0	0	58 044	0
Andre kortsiktige fordringer (O)	40 621	60 199	51 052	48 536	IBD - Rentebærende gjeld	2 218 074	2 316 583	2 355 577	2 504 720
Andre omløpsmidler (Salgsobjekt) (F)	0	0	864 171	0	Andre avsetninger og forpliktelser (O)	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373
Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	-8 349	-3 225	-3 105	-17 810	Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	-8 349	-3 225	-3 105	-17 810
Leverandørgjeld (O)	-166 479	-181 360	-167 633	-137 495	Leverandørgjeld (O)	-166 479	-181 360	-167 633	-137 495
Betalbar skatt (O)	-103 782	-158 110	-208 488	-135 130	Betalbar skatt (O)	-103 782	-158 110	-208 488	-135 130
Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	-853 282	-562 331	-710 728	-651 089	Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	-853 282	-562 331	-710 728	-651 089
NOWC - Netto operasjonell arbeidskapital	3 626 126	3 616 111	3 483 779	3 057 898	NOA - Netto operasjonelle eiendeler	4 590 655	4 775 685	4 558 975	4 057 202
NOA - Netto operasjonelle eiendeler	4 590 655	4 775 685	4 558 975	4 057 202	Kasse og bankpost (F)	485 561	657 034	1 178 686	885 333
FA - Finansielle eiendeler	485 561	657 034	1 178 686	885 333	Total NOA+FA=CE	5 076 216	5 432 719	5 737 661	4 942 535

Selvaag Bolig ASA balanseregnskap - NOA-format - Investert kapital									
Eiendeler (NOKt)	2017	2018	2019	2020	Egenkapital og gjeld (NOKt)	2017	2018	2019	2020
Goodwill (O)	383 376	383 376	383 376	383 376	Egenkapital				
Andre immatrielle eiendeler (O)	0	0	44 219	34 976	EK fordelt på aksjonærer i Selvaag	2 848 723	3 106 770	3 374 218	2 430 023
Varige driftsmidler (O)	11 428	8 565	5 588	7 332	Minoritetsinteresser	9 419	9 366	7 866	7 792
Lån til tilknyttet virksomhet (O)	122 982	119 290	70 893	73 539	Egenkapital	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815
Andre anleggsmidler (O)	214 039	326 074	165 283	119 601	Pensjonsforpliktelser (F)	643	277	1 017	1 030
Investering i tilknyttet virksomhet (O)	316 241	415 280	430 281	406 850	Langsiktige leieavtaler (F)	0	0	35 263	26 738
Utsatt skatt (ONCL P)	-83 537	-93 011	-24 444	-26 370	Langsiktig rentebærende gjeld (F)	1 836 823	1 795 798	1 092 288	1 100 293
NONCA - Netto driftsmidler	964 529	1 159 574	1 075 196	999 304	Kortsiktig leieavtaler (F)	0	0	7 922	8 524
Varelager (O)	4 643 938	4 306 304	3 636 663	3 940 793	Kortsiktig rentebærende gjeld (F)	380 608	520 508	1 161 043	1 368 135
Kundefordringer (O)	133 832	215 007	82 220	70 466	Gjeld knyttet til investerte salgobjekter (F)	0	0	58 044	0
Andre kortsiktige fordringer (O)	40 621	60 199	51 052	48 536	Kasse og bankpost (F)	-485 561	-657 034	-1 178 686	-885 333
Andre omløpsmidler (Salgsobjekt) (F)	0	0	864 171	0	NIBD - Netto rentebærende gjeld	1 732 513	1 659 549	1 176 891	1 619 387
Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	-8 349	-3 225	-3 105	-17 810	Total E+NIBD	4 590 655	4 775 685	4 558 975	4 057 202
Leverandørgjeld (O)	-166 479	-181 360	-167 633	-137 495					
Betalbar skatt (O)	-103 782	-158 110	-208 488	-135 130					
Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	-853 282	-562 331	-710 728	-651 089					
NOWC - Netto operasjonell arbeidskapital	3 626 126	3 616 111	3 483 779	3 057 898					
NOA - Netto operasjonelle eiendeler	4 590 655	4 775 685	4 558 975	4 057 202					

Selvaag Bolig Kontantstrømoppstilling			
(NOKt)	2018	2019	2020
NOPAT	580 757	662 810	1 516 106
+ Avskrivninger	3 707	12 748	9 803
-/+ Endringer i NOWC	-195 045	84 378	75 892
-/+ Endringer i NONCA (inkludert avskrivninger)	13 722	145 080	435 684
FCF - Til selskapet	403 141	905 016	2 037 485
+/- Endringer i NIBD (ekskludert kasse & bankpost)	98 509	38 994	149 143
Netto finansielle inntekter etter skatt	18 883	-9 951	-5 933
FCF - Til Eierne	520 533	934 060	2 180 695
- Dividende	-349 060	-412 408	-2 474 048
Kontantoverskudd	171 473	521 652	-293 353
Kontant & bankpost IB	485 561	657 034	1 178 686
+ Kontantoverskudd	171 473	521 652	-293 353
= Kontant & bankpost UB	657 034	1 178 686	885 333

(NOKt)	Selvaag Bolig reformulert resultatregnskap										Selvaag Bolig prognostisert resultatregnskap				
	Historiske tall	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal	2029
Driftsinntekter (O)		3 165 042	3 267 505	3 282 480	2 643 756	2 855 256	3 012 296	3 162 910	3 281 520	3 404 576	3 523 737	3 647 067	3 774 715	3 887 956	4 004 595
Annen driftsinntekt (O)		63 790	74 570	86 358	54 194	60 697	67 374	74 785	83 011	89 652	96 825	104 571	112 936	119 712	126 895
Sum driftsinntekter		3 228 832	3 342 075	3 368 838	2 697 950	2 915 954	3 079 670	3 237 695	3 364 531	3 494 229	3 620 561	3 751 638	3 887 651	4 007 669	4 131 490
Varekostnad (O)		-2 432 818	-2 421 633	-2 279 485	-1 967 586	-1 939 109	-2 078 777	-2 185 444	-2 254 236	-2 341 133	-2 425 776	-2 513 597	-2 604 726	-2 665 100	-2 747 441
Lønnskostnader (O)		-120 354	-142 498	-132 213	-149 849	-155 792	-162 048	-168 636	-175 577	-182 891	-190 602	-198 732	-207 309	-216 360	-225 914
Andre operasjonelle kostnader (O)		-114 313	-125 553	-141 909	-106 995	-111 238	-115 705	-120 410	-125 365	-130 588	-136 093	-141 899	-148 023	-154 485	-161 307
Andel av resultat fra TS/FKV (O)		-13 610	101 796	62 224	134 961	102 058	107 788	113 319	117 759	122 298	126 720	131 307	136 068	140 268	144 602
Øvrige gevinster, netto (O)		0	0	0	1 045 127	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA		547 737	754 187	877 455	1 653 608	811 873	830 928	876 524	927 111	961 914	994 810	1 028 717	1 063 661	1 111 992	1 141 431
Ordinære avskrivninger (O)		-4 084	-3 707	-12 748	-9 803	-10 244	-10 705	-11 187	-11 690	-12 216	-12 766	-13 341	-13 941	-14 568	-15 224
EBIT		543 653	750 480	864 707	1 643 805	801 629	820 223	865 337	915 421	949 698	982 044	1 015 376	1 049 720	1 097 424	1 126 207
Rapportert skattekostnad		-102 653	-165 626	-199 454	-129 898	-176 358	-180 449	-190 374	-201 393	-208 934	-216 050	-223 383	-230 938	-241 433	-247 766
+/- Skatteskjerming		-9066	-4097	-2443	2 199	-6 022	-5 101	-1 383	-3 441	-3 858	-4 403	-5 023	-5 658	-6 371	-6 822
Operasjonell skatt		-111 719	-169 723	-201 897	-127 699	-182 381	-185 550	-191 757	-204 833	-212 791	-220 453	-228 406	-236 597	-247 805	-254 588
NOPAT		431 934	580 757	662 810	1 516 106	619 248	634 673	673 580	710 588	736 907	761 591	786 970	813 123	849 620	871 619
Finansinntekter (F)		12 749	10 219	16 742	21 313	10 774	9 564	16 747	12 355	12 694	13 030	13 357	13 697	13 987	14 274
Finanskostnader (F)		-52 600	-28 229	-27 480	-11 648	-37 246	-31 984	-22 827	-27 479	-29 651	-32 385	-35 438	-38 569	-41 993	-44 261
+/- Skatteskjerming		9066	4097	2443	-2199	6022	5101	1383	3441	3858	4403	5023	5658	6371	6822
Omrøgningsdifferanse (F)		4 633	317	-6	4 311	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Totalt resultat		405 782	567 161	654 509	1 527 883	599 798	618 353	669 884	699 905	724 807	747 639	770 913	794 910	828 985	849 455

Eiendeler (NOKt)	Historiske tall								Selvaag Bolig prognostisert balanseregnskap								Terminal	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2029	2030		
Goodwill (O)	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376		
Andre immatrielle eiendeler (O)	0	0	44 219	34 976	39 598	39 598	39 598	39 598	39 598	39 598	39 598	39 598	39 598	39 598	39 598	39 598		
Varige driftsmidler (O)	11 428	8 565	5 588	7 332	8 432	9 697	11 151	12 824	14 747	16 959	19 503	22 429	25 793	29 662	25 993	29 662		
Lån til tilknyttet virksomhet (O)	122 982	119 290	70 893	73 539	76 260	79 082	82 008	85 042	88 188	91 451	94 835	98 344	101 983	105 756	101 983	105 756		
Andre anleggsmidler (O)	214 039	326 074	165 283	119 601	113 621	107 940	113 337	130 337	149 888	172 371	198 227	227 961	262 155	301 478	262 155	301 478		
Investering i tilknyttet virksomhet (O)	316 241	415 280	430 281	406 850	437 364	470 166	505 428	543 356	584 086	627 892	674 984	725 608	780 029	838 531	780 029	838 531		
Utsatt skatt (ONCL P)	-83 537	-93 011	-24 444	-26 370	-27 689	-29 073	-30 527	-32 053	-33 656	-35 338	-37 105	-38 961	-40 909	-42 954	-40 909	-42 954		
NONCA - Netto driftsmidler	964 529	1 159 574	1 075 196	999 304	1 030 962	1 060 785	1 104 371	1 162 460	1 226 228	1 296 310	1 373 418	1 458 355	1 552 025	1 655 447	1 552 025	1 655 447		
Varelager (O)	4 643 938	4 306 304	3 636 663	3 940 793	3 998 163	3 646 977	3 973 535	4 098 610	4 256 606	4 410 502	4 570 177	4 735 866	4 845 636	4 995 347	4 845 636	4 995 347		
Kundefordringer (O)	133 832	215 007	82 220	70 466	96 355	102 314	106 196	109 752	112 151	114 565	116 792	119 100	121 489	123 313	121 489	123 313		
Andre kortsiktige fordringer (O)	40 621	60 199	51 052	48 536	47 295	50 702	53 304	54 981	57 101	59 165	61 307	63 530	65 002	67 011	65 002	67 011		
Andre omløpsmidler (Salgsobjekt) (F)	0	0	864 171	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Andre avsetninger og forpliktelser (O)	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373	-60 373		
Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	-8 349	-3 225	-3 105	-17 810	-17 098	-16 243	-15 268	-14 199	-13 063	-11 888	-10 699	-9 522	-8 379	-7 290	-8 379	-7 290		
Leverandørgjeld (O)	-166 479	-181 360	-167 633	-137 495	-138 508	-153 983	-168 111	-166 980	-180 087	-179 687	-186 192	-191 524	-194 533	-199 090	-194 533	-199 090		
Betalbar skatt (O)	-103 782	-158 110	-208 488	-135 130	-141 087	-144 359	-152 299	-161 114	-167 147	-172 840	-178 706	-184 751	-193 147	-198 212	-193 147	-198 212		
Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	-853 282	-562 331	-710 728	-651 089	-683 643	-697 316	-711 263	-725 488	-739 998	-754 798	-769 894	-785 291	-800 997	-817 017	-800 997	-817 017		
NOWC - Netto operasjonell arbeidskapital	3 626 126	3 616 111	3 483 779	3 057 898	3 101 106	2 727 718	3 025 720	3 135 189	3 265 190	3 404 647	3 542 413	3 687 034	3 774 698	3 903 688	3 774 698	3 903 688		
NOA - Netto operasjonelle eiendeler	4 590 655	4 775 685	4 558 975	4 057 202	4 132 068	3 788 504	4 130 092	4 297 649	4 491 418	4 700 957	4 915 831	5 145 389	5 326 723	5 559 135	5 326 723	5 559 135		
Egenkapital og gjeld (NOKt)																		
Egenkapital																		
EK fordelt på aksjonærer i Selvaag	2 848 723	3 106 770	3 374 218	2 430 023	2 733 776	2 788 451	2 927 874	3 001 071	3 076 098	3 153 000	3 231 825	3 312 621	3 395 436	3 480 322	3 395 436	3 480 322		
Minoritetsinteresser	9 419	9 366	7 866	7 792	7 692	7 592	7 492	7 392	7 292	7 192	7 092	6 992	6 892	6 792	6 892	6 792		
Egenkapital	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815	2 741 468	2 796 043	2 935 366	3 008 463	3 083 390	3 160 192	3 238 917	3 319 613	3 402 328	3 487 114	3 402 328	3 487 114		
Pensjonsforpliktelser (F)	643	277	1 017	1 030	1 130	1 230	1 330	1 430	1 530	1 630	1 730	1 830	1 930	2 030	1 930	2 030		
Langsiktige leaseavtaler (F)	0	0	35 263	26 738	27 238	27 738	28 238	28 738	29 238	29 738	30 238	30 738	31 238	31 738	31 238	31 738		
Langsiktig rentebærende gjeld (F)	1 836 823	1 795 798	1 092 288	1 100 293	1 122 299	1 139 133	1 184 699	1 208 393	1 232 561	1 257 212	1 282 356	1 308 003	1 334 163	1 360 846	1 334 163	1 360 846		
Kortsiktig leaseavtaler (F)	0	0	7 922	8 524	9 124	9 724	10 324	10 924	11 524	12 124	12 724	13 324	13 924	14 524	13 924	14 524		
Kortsiktig rentebærende gjeld (F)	380 608	520 508	1 161 043	1 368 135	1 470 745	1 562 667	1 726 747	1 856 253	1 995 472	2 145 132	2 306 017	2 478 968	2 664 891	2 864 758	2 664 891	2 864 758		
Gjeld knyttet til investerte salgobjekter (F)	0	0	58 044	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Kasse og bankpost (F)	-485 561	-657 034	-1 178 686	-885 333	-1 239 936	-1 748 032	-1 756 612	-1 816 551	-1 862 296	-1 905 071	-1 956 151	-2 007 087	-2 121 751	-2 201 875	-2 121 751	-2 201 875		
NIBD - Netto rentebærende gjeld	1 732 513	1 659 549	1 176 891	1 619 387	1 390 600	992 460	1 194 725	1 289 186	1 408 028	1 540 765	1 676 914	1 825 776	1 924 395	2 072 021	1 924 395	2 072 021		
Total E-NIBD	4 590 655	4 775 685	4 558 975	4 057 202	4 132 068	3 788 503	4 130 091	4 297 649	4 491 418	4 700 957	4 915 831	5 145 389	5 326 723	5 559 135	5 326 723	5 559 135		

(NOKt)	Selvaag Bolig Kontantstrømoppstilling										Selvaag Bolig prognostisert kontantstrømoppstilling																
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
	Historiske tall													Prognostiserte tall													
NOPAT	580 757	662 810	1 516 106	619 248	634 673	673 580	710 588	736 907	761 591	786 970	813 123	849 620	871 619														
+ Avskrivninger	3 707	12 748	9 803	10 244	10 705	11 187	11 690	12 216	12 766	13 341	13 941	14 568	15 224														
-/+ Endringer i NONCA	-195 045	84 378	75 892	-31 658	-29 823	-43 586	-58 088	-63 768	-70 082	-77 108	-84 937	-93 670	-103 422														
-/+ Endringer i NOWC (inkludert avskrivninger)	13 722	145 080	435 684	-32 963	-129 586	-286 815	-97 779	-117 784	-126 691	-124 425	-126 350	-73 096	-113 766														
FCF - Til selskapet	403 141	905 016	2 037 485	564 871	485 969	354 366	566 411	567 571	577 584	598 777	615 777	697 422	669 655														
+/- Endringer i NIBD (ekskludert kasse & bankpost)	98 509	38 994	149 143	125 816	109 956	210 845	154 400	164 587	175 512	187 229	199 798	213 283	227 750														
Netto finansielle inntekter etter skatt	18 883	-9 951	-5 933	-14 626	-12 387	-3 359	-8 356	-9 369	-10 694	-12 199	-13 742	-15 473	-16 568														
FCF - Til Eierne	520 533	934 060	2 180 695	676 061	583 538	561 853	712 455	722 788	742 402	773 807	801 834	895 232	880 837														
- Mulig tilgang til dividende	-349 060	-412 408	-2 474 048	-321 458	-75 442	-553 273	-652 516	-677 043	-699 627	-722 727	-750 898	-780 568	-800 713														
Kontantoverskudd	171 473	521 652	-293 353	354 603	508 096	8 580	59 939	45 745	42 775	51 080	50 936	114 664	80 124														
Kontant & bankpost IB	485 561	657 034	1 178 686	885 333	1 239 936	1 748 032	1 756 612	1 816 551	1 862 296	1 905 071	1 956 151	2 007 087	2 121 751														
+ Kontantoverskudd	171 473	521 652	-293 353	354 603	508 096	8 580	59 939	45 745	42 775	51 080	50 936	114 664	80 124														
= Kontant & bankpost UB	657 034	1 178 686	885 333	1 239 936	1 748 032	1 756 612	1 816 551	1 862 296	1 905 071	1 956 151	2 007 087	2 121 751	2 201 875														

		Bransje beregninger			
		2017	2018	2019	2020
	Systemhus	8,41 %	11,37 %	0,84 %	
	OBOS	8,64 %	3,54 %	23,72 %	10,96 %
	Norgeshus	37,58 %	37,96 %	31,11 %	28,03 %
	Entra	29,75 %	10,89 %	19,68 %	
	Norwegian Prop.				
ROE	Snitt	21,09 %	15,94 %	18,84 %	19,49 %
	Systemhus	1,23 %	2,81 %	0,20 %	
	OBOS	14,06 %	15,33 %	15,03 %	22,26 %
	Norgeshus	7,56 %	9,04 %	9,22 %	10,61 %
	Entra				
	Norwegian Prop.				
EBIT-margin	Snitt	7,62 %	9,06 %	8,15 %	16,43 %
	Systemhus	2,23	2,12	2,28	
	OBOS	1,107563	1,3290988	1,5470588	0,6760311
	Norgeshus	0,86	0,84	0,89	0,81
	Entra	0,18	0,17	0,21	
	Norwegian P	3,7714788	0,0928946	0,4213682	
Likviditetsgrad 1	Snitt	1,0955749	1,1155312	1,2312651	0,7430155
	Systemhus	0,56	0,53	0,56	
	OBOS	0,69	0,66	0,70	0,30
	Norgeshus	0,34	0,42	0,46	0,49
	Entra	0,27	0,23	0,23	
	Norwegian Prop.				
Egenkapitalsande	Snitt	0,47	0,46	0,49	0,39