



Kunnskap for en bedre verden

Dag Blandkjenn

Gaute Friestad

Thomas Torset Gjerde

Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA

Valuation of Selvaag Bolig ASA

SEMESTEROPPGAVE

Trondheim, april 2018

Spesialiseringsretning: Finansiell Styring

Veileder: Hans Marius Eikseth

Forord

Denne oppgaven inngår i faget «Semesteroppgave i Finansiell Styring» ved Økonomisk Fakultet ved NTNU. Teorier knyttet til finansiell verdsettelse av et børsnotert selskap vil gi oss et grunnlag for å fremlegge en anbefaling til hva vårt valgte selskap bør verdsettes til.

Selskapet vi har valgt til denne oppgaven er Selvaag Bolig ASA.

Selvaag Bolig ASA bygger videre på 70 år lange boligbyggertradisjoner, og er et boligutviklingsselskap som styrer hele verdikjeden fra tomtekjøp til levering av nøkkelferdige boliger. Fra 1948 og frem til i dag har Selvaag levert 50 000 boliger. I 2008 ble Selvaag Bolig ASA etablert som et rent boligutviklingsselskap som setter ut entrepriser på anbud. Dette hevdes å gi selskapet et konkurransefortrinn gjennom lavere byggekostnader, lavere markedsrisiko og en mer fleksibel organisasjon. I dag har selskapet 87 ansatte, og har et langsiktig mål om å levere 1500 boliger årlig, og utbetale inntil 50 prosent av resultatet i årlig utbytte.

Valget av selskap og vår fremgangsmåte har resultert i en omfattende oppgave som har gitt oss god innsikt i bransjen og god læring underveis. Avslutningsvis vil vi takke vår veileder Hans Marius Eikseth for god hjelp underveis i prosessen.

Dag Blandkjenn

Gaute Friestad

Thomas T. Gjerde

Sammendrag

I denne semesteroppgaven har vår problemstilling vært å verdsette det børsnoterte norske boligutviklerselskapet Selvaag Bolig ASA. Hensikten her har vært ved hjelp av kunnskaper og ferdigheter vi har tilegnet oss de seneste årene, å lage en vurdering av hvorvidt aksjen selges for dyrt, for billig eller til en fornuftig pris.

I korte trekk omhandler oppgavens to første kapitler om å definere en problemstilling, avgrense oppgaven og gjøre leseren kjent med selskapet. Herunder vil vi presentere selskapets historie og vi vil gi en lettfattat introduksjon til boligutviklerbransjen og Selvaags forretningsmodell.

I kapittel 3 går vi over på den strategiske analysen av selskapet, hvor vi foretar en PESTEL- og en SWOT-analyse av Selvaag Bolig ASA. Her kartlegger vi blant annet selskapets styrker, svakheter og posisjon i markedet, samt hvilke faktorer som har en merkbar påvirkning. I kapittel 4 foretar vi en markedsanalyse, hvor vi blant annet går inn på tilbuds- og etterspørselssiden i markedet, og hvilke fremtidsutsikter vi har for denne bransjen.

Kapittel 5 og 6 er regnskapsanalysen og den finansielle analysen av Selvaag Bolig ASA. Her kartlegger vi mellom annet lønnsomheten og soliditeten til firmaet, samt i hvilken grad selskapet er likvid pr. dagens dato. I den finansielle analysen kartlegger vi hvilket avkastningskrav som bør legges til grunn for verdianalysen, før vi tar oss videre til en analyse av kontantstrømmene og sensitiviteten til selskapet. Til sist foretar vi en komparativ verdsettelse, hvor vi prismessig ønsker å sammenligne selskapet med tilsvarende selskaper.

Med bakgrunn i våre analyser presenterer vi en estimert aksjeverdi for Selvaag Bolig ASA på 55,27kr/aksje, og sammenligner denne med markedsverdien. Avviket er kommentert i kapittel 7, hvor vi også oppsummerer og runder av oppgaven.

Abstract

The purpose of this semester assignment has been to value the listed Norwegian company Selvaag Bolig ASA. And to do so, we have been using knowledge and skills acquired in recent years.

In brief, first chapter deals with defining a problem, delimiting the task and making the reader familiar with the company. Below we will present the company's history and we will give an easy introduction to the housing developer industry and Selvaag's business model.

In chapter 3 we move to the strategic analysis of the company, where we conduct a PESTEL and a SWOT analysis of Selvaag Bolig ASA. Here we map, among other things, the company's strengths, weaknesses and position in the market, as well as which factors have a noticeable impact. In chapter 4 we carry out a market analysis, where we examine the supply and demand side in the market and what future this industry has.

Chapters 5 and 6 are the accounting analysis and the financial analysis of Selvaag Bolig ASA. Here we map the profitability and the solvency of the company, as well as the liquidity of the company. In the financial analysis, we map the required rate of return for the value analysis before proceeding to an analysis of the cash flows and the sensitivity of the company. Finally, we make a comparative valuation, in which we want to compare Selvaag Bolig ASA with corresponding companies in price terms.

Based on our analyzes, we present an estimated share value for Selvaag Bolig ASA of 55.27NOK / share, and compare this with the market value. The deviation is commented on in chapter 7, where we also summarize and end our thesis.

Innholdsfortegnelse

Forord	2
Sammendrag	3
Abstract	4
1 Innledning	9
1.1 Bakgrunn	9
1.2 Problemstilling	9
1.3 Avgrensing	9
1.4 Oppbygging	9
2 Kort om Selvaag Bolig og eiendomsbransjen	10
2.1 Innledning	10
2.2 Om Selvaag Bolig	10
2.3 Selskapets historie	10
2.4 Forretningsmodell	11
2.5 Aksjeinformasjon	12
3 Strategisk analyse	14
3.1 PESTEL-analyse	14
3.1.1 Politiske faktorer	14
3.1.2 Økonomiske faktorer	15
3.1.3 Sosiokulturelle faktorer	16
3.1.4 Teknologiske faktorer	16
3.1.5 Miljømessige faktorer	16
3.1.6 Juridiske faktorer	17
3.2 SWOT-analyse	17
3.2.1 Styrker	18
3.2.2 Svakheter	18
3.2.3 Muligheter	19
3.2.4 Trusler	20
4 Markedsanalyse	21
4.1 Kort om boligbyggebransjen	21
4.2 Tilbudssiden	21
4.3 Etterspørsel	23
4.4 Fremtidsutsikter	24
5. Regnskapsanalyse	25
5.1 Lønnsomhet	25

5.1.1 Driftsmargin.....	25
5.1.2 Totalkapitalrentabilitet	26
5.1.3 Egenkapitalrentabilitet	28
5.2 Likviditet	29
5.2.1 Likviditetsgrad I	29
5.3 Finansiering.....	30
5.3.1 Finansieringsgrad 1.....	30
5.3.2 Arbeidskapital	31
5.4 Soliditet	32
5.4.1 Egenkapitalandel.....	32
5.4.2 Gjeldsgrad.....	33
5.5 Oppsummering	34
6 Finansiell analyse	35
6.1 Avkastningskrav	35
6.1.1 Risikofri rente	35
6.1.2 Beta	36
6.1.3 Markedets risikopremie	36
6.1.4 Avkastning på egenkapital	37
6.1.5 WACC.....	37
6.1.6 Egenkapital- og gjeldsandel	37
6.1.7 Gjeldskostnad	38
6.1.8 Skatt.....	38
6.1.9 Utrekning Avkastningskrav.....	38
6.2 Kontantstrømanalyse.....	39
6.2.1 Driftsinntekter.....	39
6.2.2 Driftskostnader	40
6.2.3 Avskrivninger	42
6.2.4 Endring i arbeidskapital	42
6.2.5 Investeringer i anleggsmidler.....	44
6.2.6 Neddiskontering av kontantstrømmer og verdsettelse.....	44
6.3 Sensitivitetsanalyse	46
6.4 Komparativ verdsettelse	47
7. Avslutning	50
7.1 Konklusjon og svar på problemstilling.....	50
7.2 Svakheter ved oppgaven	51
Kildeliste.....	52

Bøker:.....	52
Rapporter og presentasjoner:.....	52
Nettsider:.....	53
Tabell 1: Oversikt over de ti største boligbyggerne i 2018	22
Tabell 2: Driftsmargin 2014-2018	26
Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet 2014-2018.....	27
Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet 2014-2018	28
Tabell 5: Likviditetsgrad 1 2014-2018.....	29
Tabell 6: Finansieringsgrad 1 2014-2018	30
Tabell 7: Arbeidskapital 2014-2018.....	31
Tabell 8: Egenkapitalandel 2014-2018	32
Tabell 9: Gjeldsgrad 2014-2018	33
Tabell 10: Oppsummering av nøkkeltall 2014-2018	34
Tabell 11: Driftsinntekter 2014-2018	39
Tabell 12: Fremtidig utvikling driftsinntekter	40
Tabell 13: Historisk utvikling driftskostnader	40
Tabell 14: Fremtidig utvikling driftskostnader	41
Tabell 15: Historiske regnskapstall avskrivninger.....	42
Tabell 16: Estimerte fremtidige avskrivninger.....	42
Tabell 17: Historiske data arbeidskapital i forhold til driftsinntekter	43
Tabell 18: Estimert fremtidig arbeidskapital i forhold til driftsinntekter.	43
Tabell 19: Estimerte fremtidige investeringer i anleggsmidler	44
Tabell 20: Estimerte fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen	44
Tabell 21: Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA.....	45
Tabell 22: Nøkkeltall til komparativ analyse	48

Figur 1:Verdiskaping i Selvaag Bolig.....	12
Figur 2: Utvikling fortjeneste per aksje og aksjeutbytte	12
Figur 3: Prisutvikling på Selvaag-aksjen siden børsnotering	13
Figur 4: Enheter igangsatt i boligbyggebransjen, akkumulert.....	22
Figur 5: Enheter solgt i boligbyggebransjen, akkumulert	23
Figur 6: Driftsmargin 2014-2018.....	26
Figur 7: Totalkapitalrentabilitet 2014-2018	27
Figur 8: Egenkapitalrentabilitet 2014-2018.....	28
Figur 9: Likviditetsgrad 1 2014-2018	29
Figur 10: Finansieringsgrad 1 2014-2018.....	30
Figur 11: Arbeidskapital 2014-2018	31
Figur 12: Egenkapitalandel 2014-2018.....	32
Figur 13: Gjeldsgrad 2014-2018.....	33

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Valget av Selvaag Bolig ASA (heretter bare Selvaag Bolig) ble gjort på grunnlag av at det i senere tid har vært solid oppgang i norsk økonomi, noe som har resultert i gode prognoser for boligbyggerbransjen. Høy kjøpekraft i husholdningene kombinert med befolkningsvekst i urbane strøk har bidratt til behov for nye boliger i disse områdene. Dette har fått vår interesse, og vi vil derfor se hva dette vil kunne ha å si for verdsettelsen av et av Norges største boligbyggerfirma.

1.2 Problemstilling

Vi har følgende problemstilling:

- Hva er Selvaag Bolig ASA verdt?

I oppgaven vil vi estimere selskapets aksjeverdi. Vår estimerte aksjeverdi vil så bli sammenlignet med aksjens markedsverdi på Oslo Børs og eventuelle avvik vil bli kommentert.

1.3 Avgrensning

I vår verdsettelse av Selvaag Bolig vil vi forholde oss til tall og informasjon fra årene 2014-2018. Vi benytter oss av offentlig informasjon om Selvaag Bolig og selskapets omgivelser.

1.4 Oppbygging

Oppgaven vil innledes med en kortere presentasjon av Selvaag Bolig. Deretter vil vi presentere en strategisk analyse av selskapet i kapittel 3. En markedsanalyse presenteres i kapittel 4, før regnskapsanalysen følger i kapittel 5. I kapittel 6 beregner vi fremtidige kontantstrømmer som deretter neddiskonteres og danner grunnlaget for verdsettelsen. En sensitivitetsanalyse og komparativ verdsettelse følger deretter. Til slutt konkluderer vi i kapittel 7 og setter strek for oppgaven.

2 Kort om Selvaag Bolig og eiendomsbransjen

2.1 Innledning

Dette kapitlet inneholder en presentasjon av Selvaag Bolig, samt en kort beskrivelse av den norske boligbyggerbransjen.

2.2. Om Selvaag Bolig

«Selvaag Bolig er et boligutviklingselskap som styrer hele verdikjeden fra kjøp av tomt til salg av nøkkelferdige boliger. Selskapet har til enhver tid flere tusen boliger under utvikling, og fokuserer på vekstområdene i og rundt Stor-Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim» (Oslo Børs, 2019). Selskapet har i nyere tid også boligprosjekter både i Stockholm og Spania.

2.3 Selskapets historie

Selvaag Bolig har opphav i ingeniøren Olav Selvaags nytenkning rundt boligbygging. Selvaag startet i 1936 å jobbe hos Ingeniør Fr. Ringnes. Han ble medeier i 1943 og i 1945 skiftet firmaet navn til Ringnes & Selvaag (Skeie, 2009). Det var i tiden etter 2.verdenskrig stor boligmangel i Norge. Selvaag mente at det vil være mulig å bygge boliger både raskere og til en lavere pris dersom bygningslover og tradisjonelle byggemåter ble endret. Avisen Morgenposten provoserte Selvaag til å bevise påstanden i praksis, noe som resulterte i et byggeprosjekt på Ekeberg i Oslo, som stod ferdig 3.september 1948.

Ekeberghuset, bestående av to leiligheter, introduserte den vertikaldelte bolig, i tillegg til en ny byggemåte som krevde langt mindre material- og energikostnader. Ekeberghuset stred mot datidens byggeforskrifter, men i 1951 ble forskriftene endret og byggemåten som var anvendt til Ekeberghuset ble senere også favorisert av Boligbyggerlaget.

I 1956 kjøpte Selvaag ut Ringnes og firmaet tok navnet Selvaagbygg i 1957. Selvaag Gruppen ble etablert i 1960, og boligvirksomheten var innlemmet her fram til det ble skilt ut som et eget selskap i 2008. I 2011 fusjonerte Selvaag Bolig med Hansa Property og SPE KS, to investerings og boligutbyggingsselskap. BO En, et Stavanger-basert boligutbyggingsselskap, ble også kjøpt opp. 14. juni 2012 ble Selvaag Bolig ASA notert på Oslo Børs.

2.4 Forretningsmodell

Selvaag Boligs visjon er å «være Norges ledende boligbygger, basert på en unik kompetanse til å utvikle kompetanse». Samt å «være et særlig kreativt kraftsenter for nyskaping» (Selvaag Bolig ASA 2019).

Selskapet har to verdier som skal gjennomsyre alt selskapet foretar seg: omtanke og skaperkraft. Disse skal bidra til at Selvaag Bolig skal bygge boliger for folk flest, skape gode bomiljøer og utvikle bedre by-miljøer.

Selvaag Bolig har et uttalt mål om prosjektmarginer på 12%. For å skape slike marginer tilbyr selskapet konkurransedyktige produkter i vekstområder. Dette realiseres gjennom å utelukkende satse på urbane områder med stor boliggetterspørsel og markedsdybde. Samtidig fokuseres det på å tilby bolig til priser som er konkurransedyktige og når folk flest. Selvaag Bolig har tydelig definerte produktkategorier for å tilpasse seg ulike markedssegmenter og dermed ha mulighet til å maksimere inntektene. Disse konseptene er:

- Start: Mindre og rimelige leiligheter som er tilpasset førstegangskjøpere. Dette medfører plassering litt utenfor bykjernen, men i nærhet til offentlig kommunikasjon.
- Hjem: Leiligheter og mindre hus rettet mot enslige og familier i alle aldre, med og uten barn. Solide løsninger i godt planlagte omgivelser.
- Pluss: Sentralt plasserte leiligheter i storbyer. Høy kvalitet i kombinasjon med servicetilbud likt hotell.

Selvaag Bolig har en stor, aktivt forvaltet tomtebank som skal bidra til fleksibilitet i forhold til utviklingsområder.

En fleksibel og effektiv kostnadsstruktur står også sentralt. Selskapet har satt ut alle entrepriser på anbud, noe som medfører fleksibilitet, redusert risiko og kostnadsoptimering. Det skaper også muligheten til å ha et begrenset antall ansatte, rundt 80 i tallet. Å satse på store prosjekter bidrar også til vesentlige stordriftsfordeler.

For en sunn finansiell struktur er målet et forhåndssalg på minst 60%.



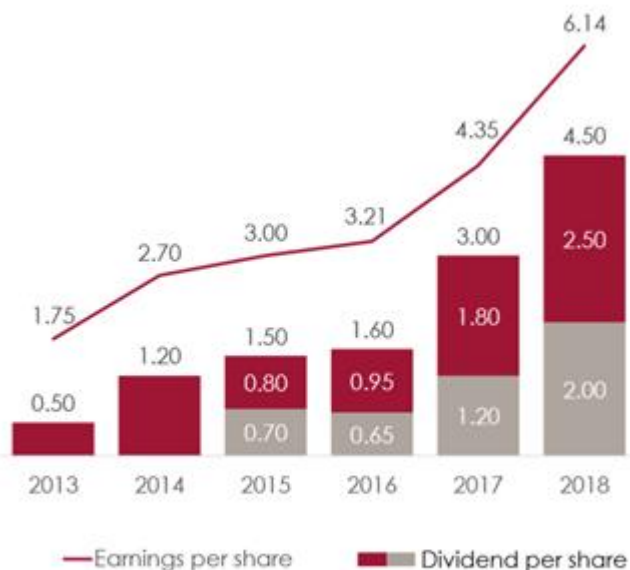
Figur 1: Verdiskaping i Selvaag Bolig (SBO 2019)

2.5 Aksjeinformasjon

Selvaag Gruppen AS eier majoriteten av Selvaag Bolig ASA. Aksjen var ved stengt tid 15.03 verdsatt til 44,35kr per aksje.

Selvaag Bolig har en utbyttepolicy hvor målet er å utbetale høye og stabile utbytter to ganger årlig. Målet er at utbyttet skal være minimum 40% av årsresultatet etter skatt. Utbyttets størrelse skal dog ikke gå på bekostning av selskapets krav til likviditet og soliditet.

Egenkapitalgraden skal ikke være under 30%. Ved siste aksjeutbetaling i august 2018 ble det utbetalt rekordhøyt utbytte på 2,00kr per aksje og det er annonsert utbytte på 2,50kr per aksje i mai 2019. Dette gir en samlet utbetaling for 2018 på 4,50kr per aksje.



Figur 2: Utvikling fortjeneste per aksje og aksjeutbytte (SBO,2019).



Figur 3: Prisutvikling på Selvaag-aksjen siden børsnotering (SBO 2019).

3 Strategisk analyse

3.1 PESTEL-analyse

For å analysere de eksterne faktorene som har innvirkning på Selvaag Bolig kan man benytte seg av en PESTEL-analyse. PESTEL-analysen har seks ulike parametere; Politiske (political), Økonomiske (economical), Sosiokulturelle (social), Teknologiske (technological), Miljømessige (environmental) og Juridiske forhold (legal). Gjennom Selvaags levetid har man opplevd store svingninger i bransjen, og man vil i fremtiden være tjent med å analysere bedriften i et makroøkonomisk perspektiv slik PESTEL-analysen gjør.

3.1.1 Politiske faktorer

Politiske faktorer har stor påvirkningskraft på bedriftene i Norge. Eksempler på politiske faktorer som kan spille inn er skattepolitikk, privatiseringspolitikk, valutapolitikk og generell politisk stabilitet hos myndighetene. Selvaag Bolig er et firma som primært opererer innenfor Norges landegrensar, men de har prosjekter i utvalgte byer i Skandinavia. Fra før har de også hatt modulprosjekter i Baltikum og i Polen. Da den største andelen av inntektene til Selvaag Bolig ASA kommer fra det norske markedet, er det dette vi vil ta for oss i denne oppgaven.

Norsk politikk har i de senere årene vært stabil. Vi er inne i periode nummer to med «blå» regjering, og det er ikke blitt foretatt radikale endringer som har påvirket norsk næringsliv negativt. Imidlertid har skattesatsene for bedrifter, eller foretaksskatten, blitt redusert ned til 22%, sammenlignet med 27% for fem år siden (Regjeringen, 2018).

Regler for universell utforming spiller en stor rolle for boligutbyggere, da disse reglene kan bidra til å presse prisene opp på små leiligheter. Det stilles også krav til størrelse og fordeling av størrelsesgrupper for leiligheter i leilighetskomplekser.

Større og større grad av sentralisering har i de seneste årene vært med på å presse boligprisene i byene oppover, og det har blitt stadig vanskeligere for unge å etablere seg på boligmarkedet. Boligsparing for unge (BSU) er en politisk vedtatt spareform som skal være med å hjelpe unge mennesker å komme seg inn på boligmarkedet. I sammenheng med dette må vi også ta med Finansdepartementets egenkapitalkrav på 15% (Regjeringen, 2018), som skal bidra til å skape stabilitet i markedet dersom vi skulle oppleve store svingninger i boligpriser og rente.

Regjeringen skriver i en pressemelding fra 2018 at de ønsker i større grad å tilrettelegge for at flere og flere skal bli gitt anledning til å eie sin egen bolig (Regjeringen, 2018). Dette tar sikte på å gjøre tilbudssiden av markedet mer effektiv, og regjeringen uttaler at de ønsker å fortsette arbeidet med å forenkle plan- og bygningslovgivningen. Dette for å hindre at offentlige regler unødvendig bremser utbyggingstakten på boliger. Dette vil oppleves som gode nyheter for boligutbyggerne.

3.1.2 Økonomiske faktorer

Viktig for så godt som alle selskaper er den makroøkonomiske utviklingen i samfunnet. Om en økonomi ekspanderer kan dette gi ringvirkninger til etterspørselen i et marked, og om det oppstår en tilbakegang eller krakk vil dette kunne skape store problemer for aktørene i markedet. Det er vanskelig å estimere utviklingen på et makroøkonomisk nivå, men makroøkonomiske analyser kan være veldig nyttig for et selskap for å kunne ta gode valg som kan være med på å redusere risiko.

Det er fire forholdstall som kan gi oss en indikasjon på bevegelsene til nasjonal og internasjonal økonomi. Disse er *økonomisk vekst*, *rentenivå*, *valutakurser* og *inflasjon*. Den viktigste faktoren i denne sammenhengen for Selvaag Bolig vil være boligprisene. I de seneste årene har det vært en stor oppgang i boligprisene i de største byene, og eksperter på feltet har lenge sagt at dette må føre til en korrigerende. Selvaag Bolig trekker også selv frem arbeidsledighet som en avgjørende makroøkonomisk risikofaktor for firmaet.

Eiendom Norge viser gjennom sin statistikk at boligprisene steg med 0,5% i Norge og 1,1% i Oslo i februar 2019, mens prisøkningen de siste 12 måneder har vært på 3%. Det ventes også stabil utvikling i det norske markedet i tiden som kommer (Eiendom Norge, 2019).

Rentenivået i Norge vil også i stor grad også påvirke Selvaag Bolig ASA. Dette i form av at kjøpekraften i markedet vil påvirkes, og at kostnaden for å innhente kapital vil endres ved en renteøkning. I 2018 ble styringsrenten hevet til 0,75%, og en ytterligere økning i 2019 er ikke usannsynlig, om man skal tro utsagnene fra sentralbanksjef Øystein Olsen. I fjerde kvartal 2018 økte Selvaag Bolig kredittfasilitetsavtalen sin med DnB fra 400 til 500 millioner kroner, en avtale som har forfall i april 2022 (SBO, 2019).

På generell basis må man ha i bakhodet at nedganger i økonomien er vanskelig å spå, og kan inntreffe uten forvarsel. Ved en nedgang vil dette kunne slå negativt ut for etterspørselen etter Selvaag Boligs produkter.

3.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle faktorer tar for seg hvordan endringer i moral og verdier kan påvirke bransjen. Popularitet og relevans sett i lys av holdninger og oppfatninger av hva som er riktig spiller en viktig rolle for hvordan man blir oppfattet som aktør i en bransje. Bærekraftig utvikling, bruk av riktige materialer, god HMS-oppfølging og rettferdig avlønning av arbeidsstyrken er viktig i dagens samfunn.

Det må også vurderes hvorvidt Selvaag Bolig befinner seg i rett bransje sett i sammenheng med interessene og holdningene til Norges befolkning. Man har i de senere årene sett at folk har trukket mot storbyene, og interessen for boliger i Stor-Oslo, Bergen og Trondheim har vært stor. Dette har også ført til at en stor andel av boligkompleksene har vært utsolgt på et tidlig stadium i byggeprosessene.

3.1.4 Teknologiske faktorer

Å ligge langt framme i utviklingen av nye byggeløsninger og materialteknologi kan Selvaag Bolig et verdifullt konkurransefortrinn hva gjelder kostnadseffektivitet, slik at selskapet kan fortsette å tilby de boligene som fremtidens kunder vil ha til en konkurransedyktig pris. Praktiske løsninger og planmessige innretninger gjør at forbrukerne vil velge en bolig fra Selvaag Bolig.

Firmaet uttaler selv at de skal være Norges ledende boligbygger, basert på en unik evne til å utvikle kompetanse. De bruker også ord som «kreativt kraftsenter for nyskaping» på sine internettsider. Dette gjør at det stilles forventninger om at Selvaag Bolig skal være teknologisk relevante i lang tid fremover.

3.1.5 Miljømessige faktorer

Siden millenniumskiftet har miljø- og klima blitt viktigere og viktigere for alle selskaper. Vel så viktig som å produsere størst mulig overskudd er det at man ikke gjør mer skade på miljøet enn nødvendig. Det fremkommer som viktig for alle større selskaper å sette et så beskjedent miljømessig avtrykk som mulig i områdene de opererer i.

NHO (Næringslivets Hovedorganisasjon) har gitt ut en klimaerklæring som næringslivets ledere selv har vært med på å utforme. Denne erklæringen inneholder mellom annet en ansvarsfordeling mellom næringsliv, myndigheter og allmue. Denne er laget med det mål å redusere norske utslipp på kort, mellomlang og lang sikt (NHO, 2008).

Når byggeprosjekter legges ut på anbud er det i 2019 svært vanlig at konkurransegrunnlaget i tillegg til pris og kvalitet også baserer seg på at anbyder skal kunne levere et produkt med moderne miljøvennlige løsninger. Det snakkes også om visjoner om bilfrie sentrum og bygging i naturlige materialer. Her er det viktig for en boligbygger å følge med i utviklingen, slik at man kan være relevante også i fremtiden.

3.1.6 Juridiske faktorer

Byggenæringen er underlagt en rekke krav og reguleringer som de er nødt til å følge og ta høyde for gjennom all prosjektering av nybygg. I 2010 kom det et stort og omfattende tillegg i tekniske forskrifter; *Forskrift om tekniske krav til byggverk*. Innenfor byggemiljøet er dette mer kjent som Tek 10. Disse kravene skapte frykt blant utbyggerne, da de fryktet at dette vil medføre store kostnader. I 2017 kom Tek 17, som på sin side skulle gjøre regelverket lettere å følge og redusere kostnadene for boligbyggere (Direktoratet for byggkvalitet, 2017). De mest sentrale kravsendringene i TEK 17 er knyttet til at det ikke stilles krav til innvendige boder, forenklete krav til studentboliger og at det i større grad åpnes for kommunal fremfor sentral regulering av adkomst og uteområdeareal.

Reglene er de samme for alle boligbyggere i Norge, og i så måte ikke noe som vil påvirke Selvaag Bolig mer enn noen andre. Dersom det i fremtiden skulle komme nye nasjonale regler og forskrifter som skulle påvirke lønnsomheten til firmaet, er det en fordel at man som Selvaag har erfaring med prosjekter i utlandet.

3.2 SWOT-analyse

En SWOT-analyse er en analysemetode for å identifisere og forstå både interne og eksterne forhold som vil påvirke bedriften. SWOT er en forkortelse for: Styrker (strengths), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats). Styrker og svakheter omfatter forhold internt i bedriften, mens muligheter og trusler kartlegger markedsmessige forhold som påvirker Selvaag Bolig.

3.2.1 Styrker

Lang erfaring

I over 60 år har Selvaag Bolig vært i boligbyggebransjen, og selskapet har med årene etablert seg som en av de ledende aktørene på dette markedet. I årenes løp har Selvaag Bolig opparbeidet seg gode erfaringer med å etablere lønnsomme prosjekter både innenlands og utenlands. Selvaag Bolig var i starten av 2018 Norges sjuende største boligbygger, i et marked hvor oppdragene er delt jevnt ut over mange aktører.

Risikostyring

En styrke hos selskapet er at de har gode planer for håndtering av markedsrisiko, operasjonell risiko og finansiell risiko. For å sikre forutsigbarhet og ha kontroll med kostnadsbildet i et prosjekt, inngår Selvaag Bolig hovedsakelig totalentrepriser med store, veletablerte entreprenører. Selvaag Boligs posisjon i markedet gjør at de kan velge samarbeidspartnere med solid økonomi og dokumentert kvalitet i arbeidet. Foruten noen av modulene som kjøpes inn er de fleste transaksjoner gjort i norske kroner,

Driftsmodell

Selvaag Bolig har en driftsmodell som de selv hevder at er både enkel og kapitaleffektiv. De konkurransesetter all bygging, slik at de får ønsket kvalitet til fastpris og kan låse de vesentligste kostnadene før salgsstart (SBO 2019). Driftsmodellen gjør at de kan ha betydelig færre ansatte enn om de også hadde stått for entreprenørdelen av byggeprosessen. En liten organisasjon gir Selvaag Bolig mulighet for å drive kostnadseffektivt. I stedet for å drive egen entreprenørvirksomhet har Selvaag Bolig muligheten til å velge eksterne tilbydere av entreprenørtjenester som kan være spesielt tilpasset de ulike prosjektenes krav. På denne måten er det stor sannsynlighet for å et bedre forhold mellom pris og kvalitet. Ved lavkonjunkturer slipper firmaet å ta hensyn til at de må skjære ned på arbeidsstyrken sin, noe som besørger god effektivitet. Entreprenørselskaper har også ulik spisskompetanse. Dette gir muligheten til å sikre seg best mulig kompetanse innenfor ulike typer prosjekter.

3.2.2 Svakheter

Ingen egen entreprenørvirksomhet

Det at Selvaag ikke har noen egne entreprenører å spille på kan også være en svakhet. Dette gjør selskapet avhengig av eksterne aktører og deres priser for å kunne produsere boliger. Dette trenger i utgangspunktet ikke å være noe negativt, men det skaper et avhengighetsforhold som kan skape trøbbel om den innleide entreprenøren leverer dårlig.

3.2.3 Muligheter

Høykonjunktur

2018 var et år som bød på utfordringer for boligbyggere, da man kunne oppleve en nedgang i etterspørselen etter nye boliger. Med stabil økonomi og ingen drastisk renteøkning i vente, kan det ligge gode muligheter i å gjøre gode resultater på en eventuell høykonjunktur i årene som kommer. Med en fleksibel organisasjon vil selskapet ha gode muligheter til å tjene gode penger på prosjekter i byer i Norge og Sverige.

Sentralisering

En stadig større grad av sentralisering gjør at bysentrum ekspanderer, og behovet for nye boliger øker. Eksempelvis ser vi at Stor-Oslo blir større og større, og tidligere industrialiserte bydeler som Lade og Ranheim i Trondheim er blitt populære steder å bosette seg.

Befolkningsvekst

Det har de siste 200 årene vært en stabil befolkningsvekst i Norge. Ifølge Statistisk Sentralbyrå (SSB) er befolkningen i Norge nå drøye 30 000 flere enn på samme tid i fjor. SSBs kalkyler tilsier også at vi vil passere 6 millioner mennesker i Norge i god tid før 2040 (Statistisk sentralbyrå, 2016). Dette sier oss at behovet for boliger også vil øke i tiden som kommer.

Økonomisk stabilitet

Som nevnt tidligere uttaler Sentralbanksjefen at det ikke vil være fare for noen radikal renteøkning i den nærmeste fremtiden, og styringsrenten ble ved siste rentemøte holdt nede på 0,75%. En stabil økonomi er viktig for planlegging og prosjektering, og det vil være muligheter for å ta på seg flere og mer lønnsomme oppdrag dersom det forventes økonomisk stabilitet i Norge.

3.2.4 Trusler

Sterkere konkurranse

Boligbyggermarkedet er i dag bestående av flere nesten jevnbyrdige aktører, som produserer et nesten likt volum. Dette innbyr til sterk konkurranse mellom boligbyggerne, noe som på sin side kan utgjøre en trussel for lønnsomhet og priser. Skulle man bli utkonkurrert i konkurransen om å få anbudet for kommende byggeprosjekter vil dette ha en innvirkning på selskapets resultater.

Lavkonjunkturer

Lengre perioder med lavkonjunkturer vil kunne være en stor trussel for selskapet i denne oppgaven. Siden de er børsnoterte stilles det strenge krav til rapportering til aksjonærer, og det er å forvente at aksjonærene vil være utålmodige dersom det skulle vise seg at sektoren er ulønnsom. Videre medfører også en lavkonjunktur mindre inntekter og større risiko for at prosjekter vil kunne være mindre lønnsomme enn det som er nødvendig for å nå inntektsmålene.

Nye krav

I det moderne samfunn er miljø og bærekraft i fokus, både blant boligkjøpere og politikere. Dette vil kunne føre med seg at det vil oppstå gryende ønsker om strengere reguleringer av byggemetoder og byggematerialer. Dette vil utgjøre en trussel i kraft av at prosjekter kan bli dyrere, og i så måte også mindre lønnsomme i lengre perioder.

4 Markedsanalyse

4.1 Kort om boligbyggebransjen

I boligbyggerbransjen spiller de makroøkonomiske forholdene en viktig rolle. Utbyggere må forholde seg til krav og reguleringer fra myndighetene. Råvarepriser spiller en stor rolle for byggkostnadene, og etterspørselen drives i stor grad av demografiske endringer som befolkningsvekst og flytting.

Å ha gode prognoser for de makroøkonomiske og eksterne forholdene er fundamentalt for å kunne drive lønnsomt, spesielt med tanke på at investering i boligbygging har en ganske lang tidshorisonnt jfr. figur 1 i kapittel 2. Byggeprosjektene binder mye kapital over en lang tidsperiode, og feilinvesteringer vil følgelig koste dyrt.

Boligbyggeprosjekt deles gjerne i to hovedkategorier, EAT-prosjekter (Enebolig Annenmanns Tomt) og egenregiprosjekter. Ved egenregisserte prosjekter føres boliger opp på entreprenøride tomter, for deretter å bli solgt via eiendomsmeglere. Ved EAT-prosjekter føres bolig opp på kundens tomt. EAT-prosjekter vil derfor binde mindre kapital, da man slipper å kjøpe opp tomta.

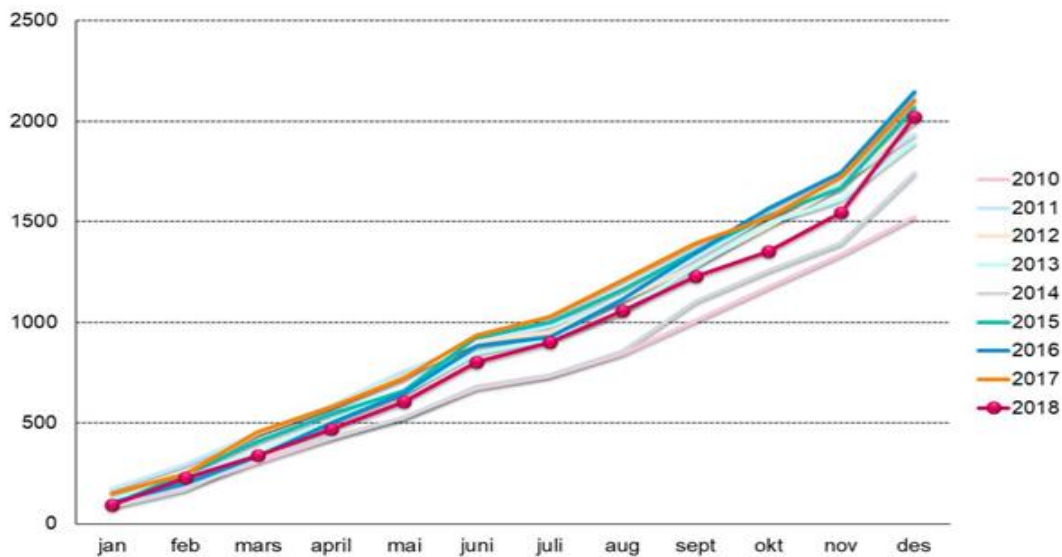
4.2 Tilbudssiden

Tabell 1 viser en liste over de største boligbyggerne i Norge i 2018. Som vi kan se er det norske boligbyggermarkedet preget av mange ganske like store aktører, noe som i mange tilfeller vil bety tøff konkurranse. Rapporten konkurransetilsynet la fram i 2015 viste dog tegn på at markedet var preget av lite effektiv konkurranse. Begrenset tilgang på tomter gjør det vanskelig for mindre aktører å etablere seg i markedet. Mangelen på gode tomter har derfor ført til at tilbudet av boliger er noe lavere enn etterspørselen, noe som trykker boligprisene opp (Konkurransetilsynet, 2015).

I 2018 gikk salget og igangsettinger av boliger ned med henholdsvis 1% og 4% i forhold til fjoråret. Salget av eneboliger og småhus sank med henholdsvis 6% og 14%, mens salget av leiligheter økte med 8%. Tallene for 2018 viser at det ble igangsatt 10% færre eneboliger, 15% færre småhus og 4% flere leiligheter enn i 2017. Det totale antallet igangsatte boliger i 2018 var på 29496.

Plassering 2018	Boligaktør	Antall igangsatte boliger 2018
1	OBOS	1 640
2	Systemhus	1 227
3	Nordbohus	1 178
4	Mesterhus	1 000
5	Norgeshus	914
6	Byggmann	911
7	Selvaag Bolig	840
8	Blink Hus	828
9	BoligPartner	766
10	Ikke publisert	-

Tabell 1: Oversikt over de ti største boligbyggerne i 2018 (Boligprodusentene 2019)

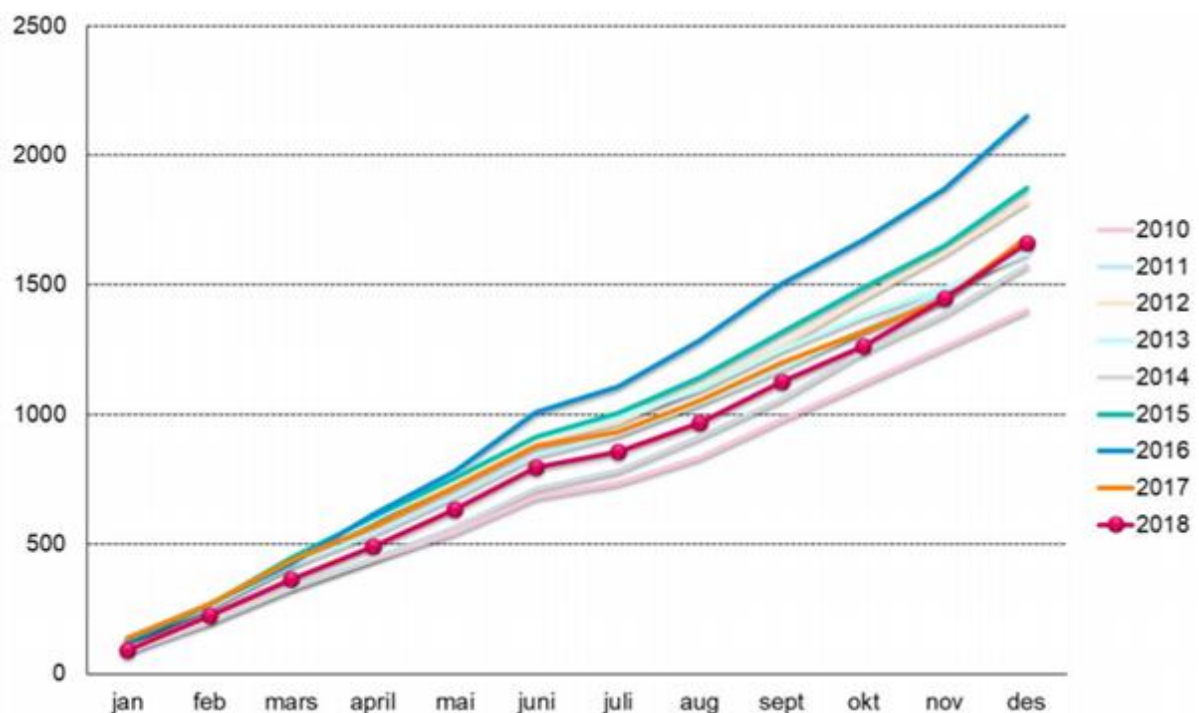


Figur 4: Enheter igangsatt i boligbyggebransjen, akkumulert (Boligbyggerne, 2019)

4.3 Etterspørsel

Etterspørselen etter boliger styres som tidligere nevnt i stor grad av demografien, folk etterspør boliger der de ønsker å bosette seg og trenden er at folk trekker mot byene. Administrerende direktør i bransjeorganisasjonen Boligprodusentene, Per Jæger, hevder at i 2018 var Norges demografisk betingede boligbehov på 31500. Altså ble det igangsatt ca. 2000 færre boliger enn det behovet skulle tilsi. Det er også vesentlige forskjeller innad i landet. I Oslo anslås det at tallet på igangsettingene var 20% lavere enn behovet, mens det i Trøndelag var motsatt (Boligprodusentene, 2019).

Kredittmulighetene til kjøperne har de siste årene blitt strammet inn, likevel ser etterspørselen ut til å holdes oppe av en økende befolkning med et stort ønske om å eie egen bopel.



Figur 5: Enheter solgt i boligbyggebransjen, akkumulert (Boligbyggerne 2019).

4.4 Fremtidsutsikter

Det er ventet at renten vil stige i tiden fremover, om noe kanskje litt mer moderat enn tidligere antatt, men kjøpekraften til boligkjøperne vil likevel kunne begrenses noe.

I konjunkturrapporten Veidekke la fram i mars 2019 forventes markedet for småhus og leiligheter å innskrenkes med 13% årlig gjennom 2019 og 2020. Dette er en betydelig nedgang (Veidekke 2019).

Tall for januar 2019 viser likevel en god start salgsmessig i forhold til fjoråret. Salget av leiligheter og småhus lå henholdsvis 66% og 52% over samme måned i 2018, mens salget for eneboliger lå 15% under. Tallene for igangsettinger i januar har dog aldri vært dårligere siden målingene startet i 2010. Igangsettinger av leiligheter og eneboliger ligger henholdsvis 51% og 7% under januar 2018, mens igangsettingen av småhus ligger 23% over.

Selv om det ikke er utenkelig med en liten nedgang i boligmarkedet på kort sikt, legger vi til grunn et relativt stabilt marked på lang sikt med svak vekst. Dette grunnet en svak befolkningsvekst, som betraktes som den viktigste etterspørselsdriveren og boligetterspørselen vil derfor opprettholdes.

5. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen vil gjennomføres på bakgrunn av Selvaag Boligs regnskap fra de siste 5 år. Analysen gjennomføres som en ekstern regnskapsanalyse, altså basert på offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon. Målet med regnskapsanalysen er å kartlegge bedriftens økonomiske situasjon og utvikling, for å enklere kunne foreta en helhetlig økonomisk vurdering av selskapet (Kristoffersen, 2014). I analysen vil vi legge hovedvekten på fire sentrale forhold;

- Lønnsomhet
- Likviditet
- Finansiering
- Soliditet

5.1 Lønnsomhet

Selskapets lønnsomhet sier noe om deres evne til å skape overskudd, noe enhver bedrift er avhengig av for å overleve på lengre sikt (Kristoffersen, 2014). Vi ser på Selvaag Boligs driftsmargin samt total kapital- og egenkapitalrentabilitet.

5.1.1 Driftsmargin

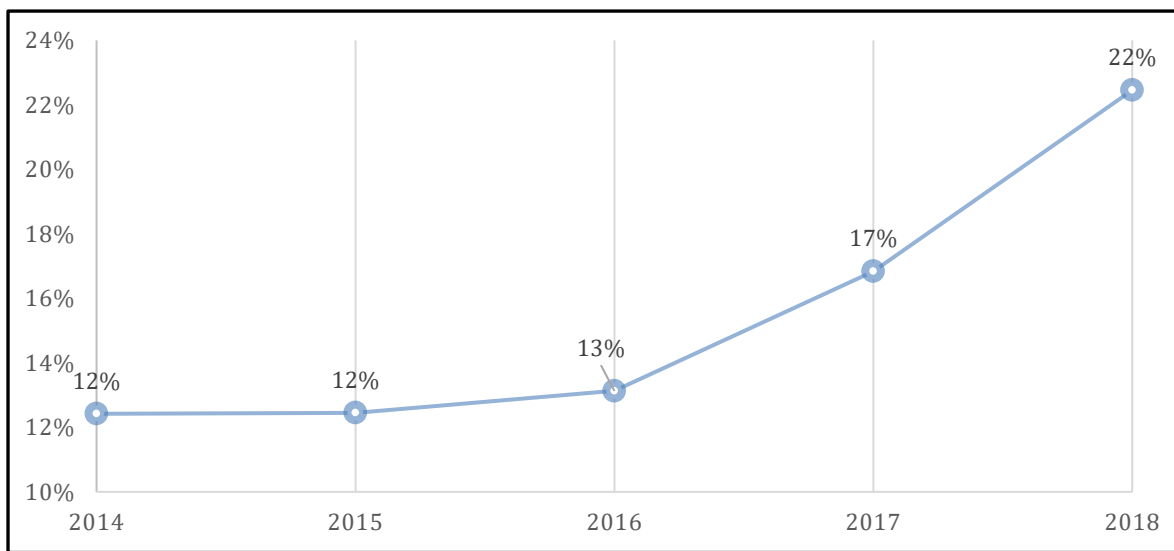
Driftsmarginen forteller hvor mye selskapet tjener på driften før skatt og eventuelle finansielle inntekter eller kostnader tas hensyn til. Hva et godt driftsresultat innebærer vil variere fra bransje til bransje og henge sammen med konjunktorene. (Kristoffersen, 2014).

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Tabell 2: Driftsmargin 2014-2018

År	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsmargin	12,42 %	12,45 %	13,13 %	16,84 %	22,46 %

Figur 6: Driftsmargin 2014-2018



Selvaag Bolig har gjennom perioden en jevn, solid driftsmargin, og perioden viser også en gunstig utvikling med et særlig positivt hopp i 2017. Årsaken til den kraftige forbedringen i 2017 kan forklares med at driftsresultatet forbedret seg markant fra 393 903 000 i 2016 til 543 653 000 i 2017 (økning på 38 %), som igjen i hovedsak skyldes økning i driftsinntekter etter salg av to tomter som utgjorde totalt 405 000 000 (SBO, 2018).

5.1.2 Totalkapitalrentabilitet

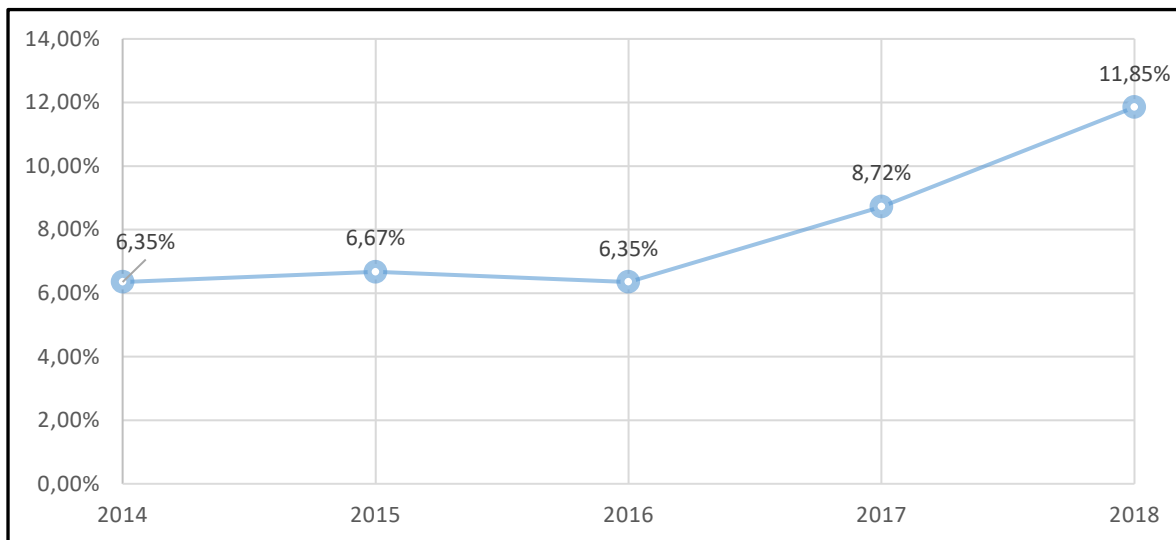
Totalkapitalrentabiliteten måler avkastningen på den samlede kapital som er bundet i selskapet (gjeld og egenkapital). Den beregnes som forholdet mellom bedriftens resultat og gjennomsnittlig verdi av bedriftens totale eiendeler. Totalkapitalrentabiliteten sier noe om hvor effektiv bedriften har vært i forvaltningen av sine ressurser, uavhengig av finansering (Kristoffersen, 2014).

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet 2014-2018

År	2014	2015	2016	2017	2018
Totalkapitalrentabilitet	6,35 %	6,67 %	6,35 %	8,72 %	11,85 %

Figur 7: Totalkapitalrentabilitet 2014-2018



Også Selvaag Boligs total kapitalrentabilitet viser positiv utvikling gjennom perioden, og igjen ser vi en markant oppgang i 2017. Også her er det nevnte salget av to tomter mye av årsaken til oppgangen, da både finansinntektene og gjennomsnittlig total kapital har vært relativt uendret gjennom perioden, særlig de siste 3 årene. Om man sammenligner Selvaag Boligs total kapitalrentabilitet med noen av de andre større aktørene i boligbyggerbransjen, som OBOS eller Mesterhus AS, scorer Selvaag Bolig bra. Selvaag Bolig viser også større jevnhet og stabilitet i utviklingen, med mindre variasjoner og svingninger sammenlignet med nevnte aktører.

5.1.3 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på egenkapitalen som er investert i en bedrift, og er mest interessant for eierne av bedriften. Det er også nyttig i situasjoner der investorer er interessert i å kjøpe nye aksjer eller eierandeler og ønsker å sammenligne bedrifter.

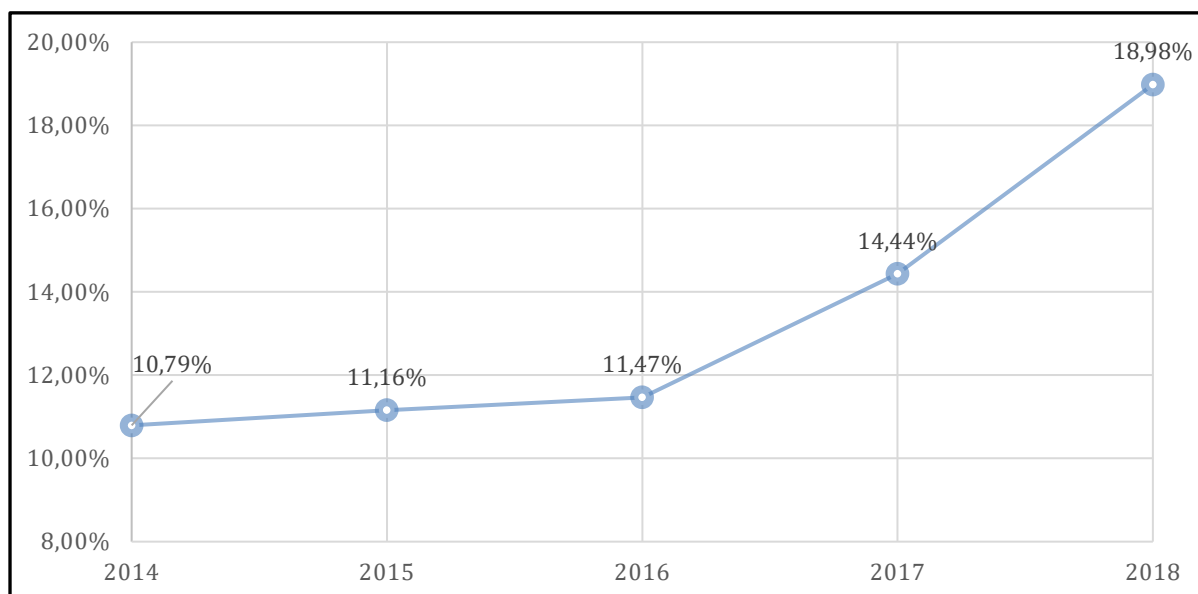
Egenkapitalrentabiliteten finnes ved å dividere ordinert årsresultat med gjennomsnittlig egenkapital. (Kristoffersen, 2014).

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Gjennomsnittlig EK}}$$

Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet 2014-2018

År	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalrentabilitet	10,79 %	11,16 %	11,47 %	14,44 %	18,98 %

Figur 8: Egenkapitalrentabilitet 2014-2018



Egenkapitalrentabiliteten følger i stor grad samme utvikling som både driftsmarginen og total kapitalrentabiliteten. Økningen i egenkapitalrentabilitet gjennom 5-årsperioden skyldes i hovedsak en jevn, solid økning i årsresultat. Gjennomsnittlig egenkapital har hatt en beskjeden oppgang gjennom perioden. I 2017 tilfalt 14,44 % av resultatet egenkapitalen, noe som gir eierne en relativt god avkastning.

5.2 Likviditet

Likviditetsanalysen ser på bedriftens *betalingsevne*, altså i hvor stor grad bedriften kan betale sine forpliktelser ved forfall. (Kristoffersen, 2014)

5.2.1 Likviditetsgrad I

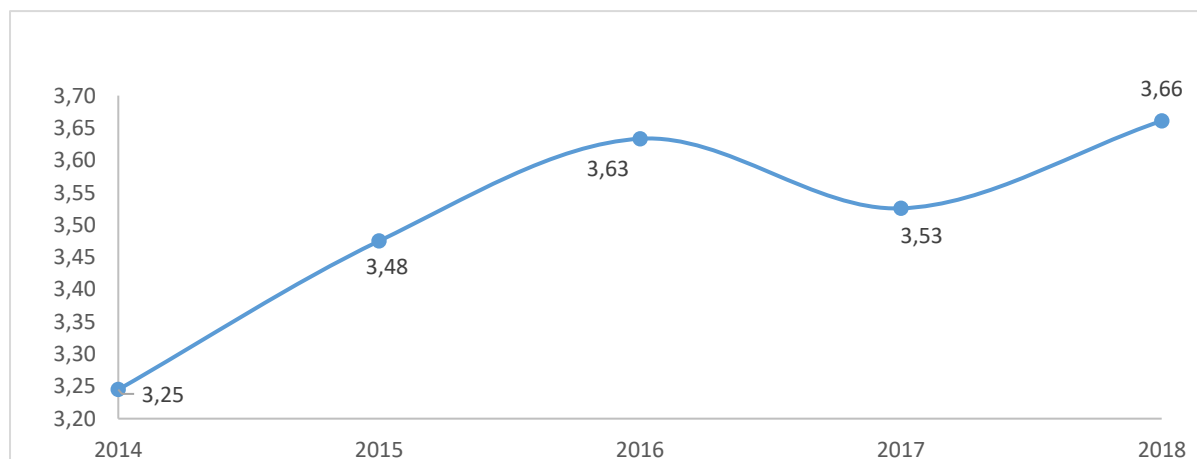
Likviditetsgrad I viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Omløpsmidler regnes som bedriftens mest likvide midler, og har som regel krav om å kunne likvideres innen et år. Kortsiktig gjeld er forpliktelser som forfaller innen et år. Likviditetsgrad I kan utledes ut fra følgende formel:

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

Tabell 5: Likviditetsgrad 1 2014-2018

År	2014	2015	2016	2017	2018
Likviditetsgrad 1	3,25	3,48	3,63	3,53	3,66

Figur 9: Likviditetsgrad 1 2014-2018



Selvaag Bolig har gjennom hele analyseperioden en jevn og høy likviditetsgrad.

Omløpsmidlene har til enhver tid vært (betydelig) større enn den kortsiktige gjelden, noe som gir selskapet en høy betalingsevne. I årsrapporten for 2017 skrives det at selskapet «ønsker å ha aktiv likviditetsforvaltning, og har fokus på å ha tilstrekkelig likviditet til enhver tid».

Tallene for likviditetsgrad 1 viser at selskapet lykkes bra med denne målsetningen.

5.3 Finansiering

Analysen av finansiering ser på sammensetningen av bedriftens eiendeler, både anskaffelse og anvendelse av kapital. Finansieringen kan være både kortsiktig og langsiktig.

(Kristoffersen, 2014).

5.3.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor grad bedriftens anleggsmidler er langsiktig finansiert.

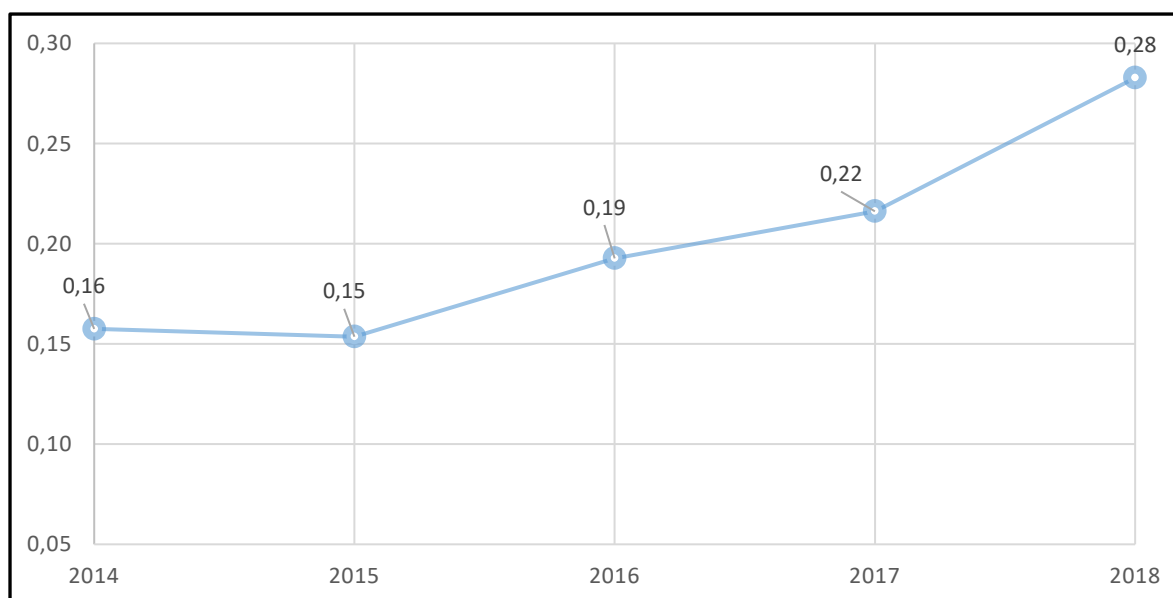
Med langsiktig finansiering menes den langsiktige gjelden og egenkapitalen. En normal tilnærming er at kapitalen som er bundet i langsiktige anleggsmidler også bør være langsiktig finansiert, altså ikke finansiert med kortsiktig gjeld. Finansieringsgrad 1 bør være mindre enn 1. (Kristoffersen, 2014).

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig gjeld} + \text{EK}}$$

Tabell 6: Finansieringsgrad 1 2014-2018

År	2014	2015	2016	2017	2018
Finansieringsgrad 1	0,16	0,15	0,19	0,22	0,28

Figur 10: Finansieringsgrad 1 2014-2018



Vi ser av tabellene at Finansierungsgrad 1 har vært under 1 for alle årene. Selvaag Bolig har en sunn finansierungsstruktur hvor anleggsmidlene i sin helhet er finansiert med langsiktig gjeld eller egenkapital. Den lille økningen i 2016 og 2017 skyldes en større andel anleggsmidler (hovedsakelig tomter) sammenlignet med tidligere år.

5.3.2 Arbeidskapital

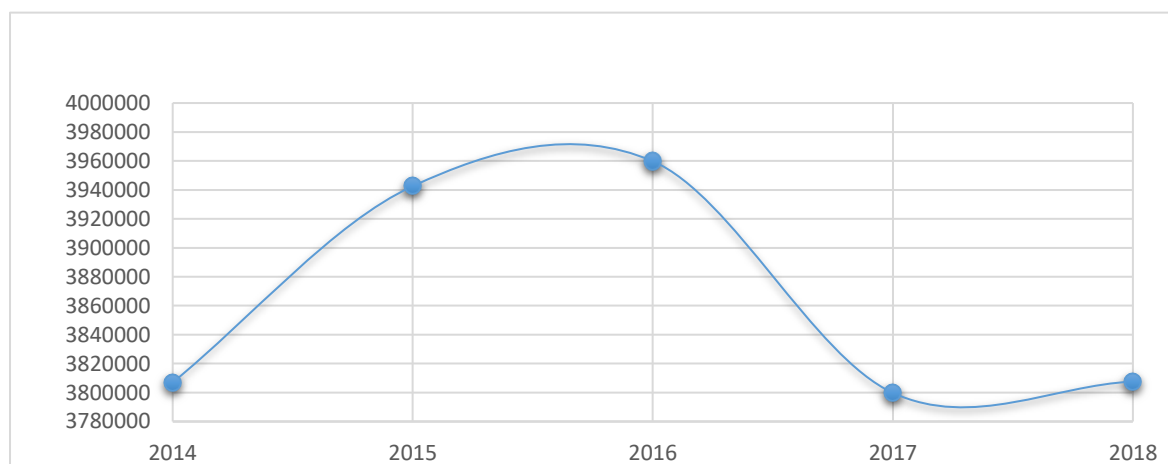
Arbeidskapital er forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Arbeidskapitalen bør være positiv, som betyr at noe av omløpsmidlene er langsiktig finansiert. Arbeidskapitalen henger tett sammen med andre nøkkeltall. Positiv arbeidskapital gjør at: Likviditetsgrad 1 > 1 og Finansierungsgrad 1 < 1. (Kristoffersen, 2014).

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

Tabell 7: Arbeidskapital 2014-2018

År (tall i 1000)	2014	2015	2016	2017	2018
Arbeidskapital	3 806 958	3 942 581	3 969 787	3 798 801	3 807 597

Figur 11: Arbeidskapital 2014-2018 (tall i 1000)



Arbeidskapitalen er positiv gjennom hele analyseperioden, altså er deler av selskapets omløpsmidler finansiert med langsiktig kapital. Arbeidskapitalen underbygger at Selvaag Bolig er i stand til å dekke sine forventede utbetalinger, slik også likviditetsgrad 1 viste.

5.4 Soliditet

Soliditet er kort fortalt bedriftens evne til å tåle tap. (Kristoffersen, 2014)

5.4.1 Egenkapitalandel

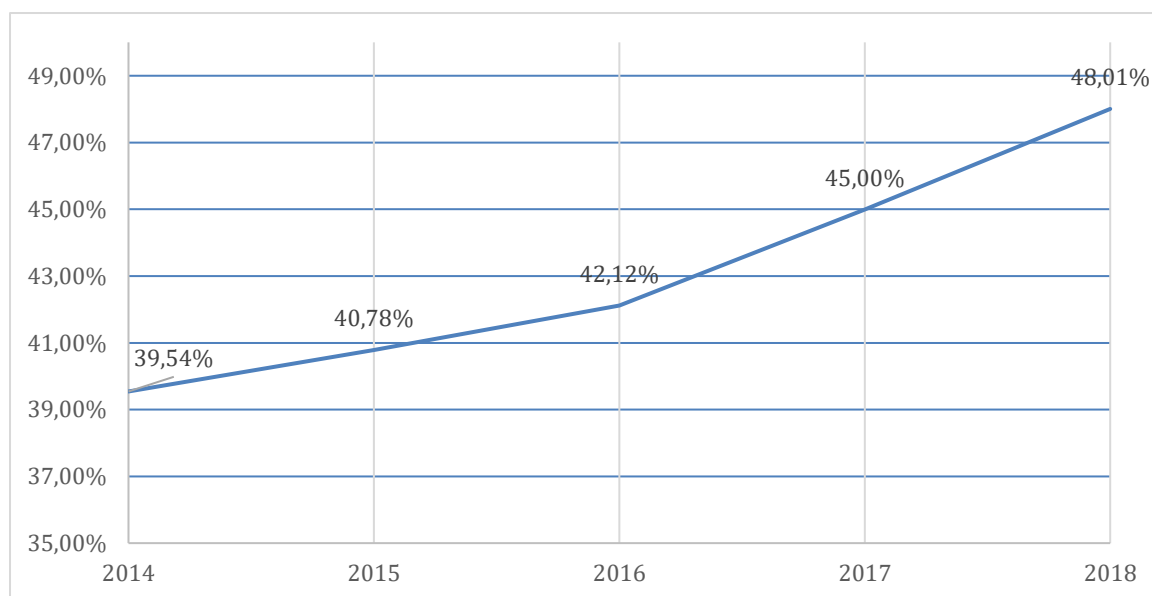
Egenkapitalandelen viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egne midler. Jo større egenkapitalandel, jo bedre soliditet.

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

Tabell 8: Egenkapitalandel 2014-2018

År	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalandel	39,50 %	40,80 %	42,10 %	45,00 %	48,01 %

Figur 12: Egenkapitalandel 2014-2018



Selvaag Bolig har et uttalt mål om en egenkapitalandel på minimum 30 %. Av tabellen ser vi at de er godt innenfor dette kravet gjennom hele perioden, og utviklingen er også positiv.

Selskapet har økt egenkapitalandelen samtlige år, og har gått fra en egenkapitalandel på 37,8

% i 2013 til 45 % i 2017. Dette tilsier at selskapet skal være godt rustet til å takle eventuelle dårligere perioder, altså er de i stand til å tåle et tap.

5.4.2 Gjeldsgrad

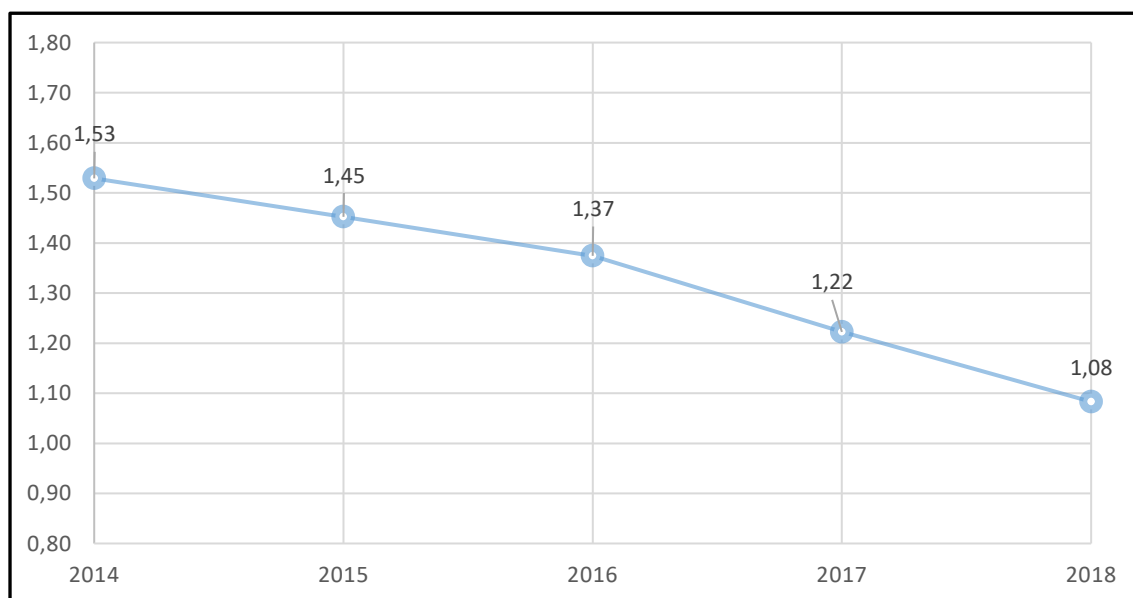
Gjeldsgraden beskriver forholdet mellom kapital finansiert av utenforstående, og kapital finansiert av eierne (Kristoffersen, 2014). Det gir en forståelse av hvor mye av eiendelene som er finansiert av gjeld i forhold til egenkapital.

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

Tabell 9: Gjeldsgrad 2014-2018

År	2014	2015	2016	2017	2018
Gjeldsgrad	1,53	1,45	1,37	1,22	1,08

Figur 13: Gjeldsgrad 2014-2018



Gjeldsgraden har en gunstig utvikling, da en lav gjeldsgrad er en styrke for selskapets soliditet. Grunnen til at selskapets gjeldsgrad er synkende, er en kombinasjon av at egenkapitalen har økt i perioden, samtidig som de har klart å kvitte seg med (nedbetale) gjeld fra 2013 til 2017. Denne trenden er meget positiv for selskapet.

5.5 Oppsummering

Tabell 10: Oppsummering av nøkkeltall 2014-2018

År	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsmargin	12,42 %	12,45 %	13,13 %	16,84 %	22,46 %
Totalkapitalrentabilitet	6,35 %	6,67 %	6,35 %	8,72 %	11,85 %
Egenkapitalrentabilitet	10,79 %	11,16 %	11,47 %	14,44 %	18,98 %
Likviditetsgrad 1	3,25	3,48	3,63	3,53	3,66
Finansieringsgrad 1	0,16	0,15	0,19	0,22	0,28
Arbeidskapital	3 806 958	3 942 581	3 959 787	3 798 801	3 807 597
Egenkapitalandel	39,50 %	40,80 %	42,10 %	45,00 %	48,01 %
Gjeldsgrad	1,53	1,45	1,37	1,22	1,08

Totalt sett viser regnskapstallene til Selvaag Bolig å være meget gode, og ikke minst ha en positiv utvikling gjennom analyseperioden. Lønnsomheten i 2017 er rekordhøy, samtidig som også betalingsevnen (likviditeten) er god. Også tallene for soliditet virker sterke, og med stadig økende egenkapitalandel og synkende gjeldsgrad, tyder ting på at Selvaag Bolig er godt rustet for fremtiden. Til tross for at finansieringsgraden har økt noe de siste to årene, er det ikke veldig bekymringsverdig da årsaken i all hovedsak er en økt andel tomter (anleggsmiddel).

6 Finansiell analyse

6.1 Avkastningskrav

Kapitalverdimodellen (CAPM) - Avkastning på egenkapitalen

For å kunne bestemme verdien av de fremtidige kontantstrømmene til Selvaag Bolig benytter vi oss av en diskonteringsfaktor som svarer til selskapets vektete kapitalkostnad på egenkapital og gjeld, også kjent som weighted average cost of capital (WACC). Vi bruker kapitalverdimodellen til å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Dette samsvarer med avkastningen investorer krever på investert egenkapital (Allen, Brealey, Myers 2014).

$$E(r_i) = r_f + \beta_i(E(r_m) - r_f)$$

$E(r_i)$: Forventet avkastning på egenkapitalen

R_f : Risikofri rente

β_i : Egenkapitalbeta

$E(R_m)$: Markedsavkastning

$E(R_m) - R_f$: Markedets risikopremie

6.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den renten man kan oppnå på en investering uten å påta seg noe risiko. Denne defineres som regel som renten man får på verdipapirer som er utstedt eller garantert av stat eller kommune eller dekkes av banksikringsordningen (KLP). I Norge vil denne renten være tilnærmet lik den renten man får på statsobligasjoner. Statsobligasjoner utstedes med ulik løpetid, hvor renten vil være høyere jo lengre løpetiden på obligasjonen er. Den 10-årige statsobligasjonen er den vanligste å bruke i avkastningskravet til norske selskaper (PWC, 2018). Per 14.03.2019 var renten på 10-årige norske statsobligasjoner på 1,65 %, og dette er renten vi vil legge til grunn for vår analyse (Norges Bank, 2018).

6.1.2 Beta

Beta-verdien er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet. Markedets beta, gjennomsnittet av aksjemarkedets svingninger, er i denne sammenheng satt til 1. En aksje med betaverdi lik 1 svinger derfor i takt med markedet, mens en beta på 2 indikerer at aksjen utvikler seg i samme retning som markedet - men med dobbel virkning. Ved betaverdi lik null finnes det ingen samvariasjon mellom markedet og aksjen (Kaldestad og Møller, 2016). Det anbefales at perioden man leser av på er på minimum 60 dager. Selskapets beta estimeres ved å dele kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen på aksjemarkedet:

$$\beta_i = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$$

Når vi skal estimere Selvaag Boligs beta har vi valgt å bruke den norske aksjeindeksen OSEBX som referanseindeks. Denne hovedindeksen inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo Børs (Oslo Børs, 2019).

Vi kom frem til en estimert beta for Selvaag Bolig på kun 0,17. Dette virker noe lavt, og vil gi et lavt avkastningskrav for egenkapitalen. Videre kan dette føre til en meget optimistisk verddivurdering. Dersom den estimerte betaen er lavere enn det vår fornuft tilsier at den bør være, kan den justeres på følgende måte:

$$\beta = 0,67 * \beta + 0,33 * 1 = 0,44$$

Dette er fortsatt en veldig lav Beta-verdi, men dette gir likevel mening når man tar i betraktning at Selvaag Bolig er et i stor grad selvstendig boligutviklerfirma uten stor grad av påvirkning fra andre børsnoterte selskaper.

6.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom avkastningen på markedsporteføljen og den risikofrie renten (Kaldestad, Møller, 2016). Rapporten PWC har utarbeidet sammen med Norske Finansanalytikerens forening viser at det norske markedet har en stabil risikopremie på rundt 5% og dette vil bli brukt som utgangspunkt i de videre analysene (PWC, 2018).

6.1.4 Avkastning på egenkapital

På bakgrunn av valgene og beregningene i de foregående avsnittene kommer vi fram til et avkastningskrav på egenkapitalen på 3,85%. Utregning følger:

$$E(r_i) = 1,65\% + 0,44 \cdot (5\%) = 3,85\%$$

Risikofri rente pr. 14.03 = 1,65%

Egenkapitalbeta = 0,44

Markedets risikopremie = 5%

6.1.5 WACC

Siden selskapet er finansiert med både egenkapital og gjeld er ikke avkastningskravet for egenkapitalen tilstrekkelig. Derfor benyttes den vektete kapitalkostnaden som avkastningskrav. Formelen for WACC er som følger:

$$WACC = (EK/TK) \cdot r_e + (G/TK) \cdot r_g \cdot (1 - T_c)$$

EK/TK: Egenkapitalandel

r_e : Avkastningskrav på egenkapitalen

G/TK: Gjeldsandel

r_g : Rente på gjeld

T_c : Skattesats

6.1.6 Egenkapital- og gjeldsandel

Markedsverdien av egenkapitalen finnes ved å multiplisere antall utstedte aksjer med aksjekursen (Allen, Brealey, Myers 2014). Selvaag Bolig hadde 93 765 688 utestående aksjer verdsatt til 44,35 kr per aksje ved stengtid 15.03.19. Dette gir en markedsverdi på ca. 4 158 ,508 millioner kroner (Oslo Børs 2019).

Selvaag Boligs hadde ved årsskiftet gjeld på 3 374,993 millioner kroner, hvor samlet rentebærende gjeld var ved årsskiftet på 2 316,306 millioner kroner. Rentebærende gjeld bestod av byggelån på om lag 960 millioner kroner og tomtelån på 1356 millioner kroner. Netto rentebærende gjeld beregnes i rapporten for fjerde kvartal 2018 til å være 1 659,272

millioner kroner (SBO,2018). Dette gir en markedsbasert egenkapitalandel på 0,7148 og følgelig en gjeldsandel på 0,2852.

6.1.7 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden settes til den gjennomsnittlige rentekostnaden selskapet betaler på gjelden sin. Selskaper med lav risiko for mislighold av lån vil som regel få bedre lånebetingelser enn selskaper som har stor risiko. I og med at Selvaag Bolig invester i realkapital vil risikoen ofte være lavere enn i selskaper som for eksempel investerer i teknologiske løsninger.

Gjelden består av tomte- og byggelån hos ulike kredittinstitusjoner i nord. Rentesatsene på lånene til Selvaag Bolig fastsettes basert på 3 måneder NIBOR pluss et tillegg. Per 31.12.17 var gjennomsnittlig rentesats 3,23% og 3,17% for henholdsvis tomtelån og byggelån (SBO,2018). Basert på fjorårets rentesatser blir rentekostnaden før skatt som følger:

$$R_g = (960/2316)*3,17\% + (1356/2316)*3,23\% = 3,205\%$$

Grunnet pågående renteoppgang velger vi å oppjustere gjeldskostnaden med 0,5%, så gjeldskostnaden ender på 3,705%.

6.1.8 Skatt

Det legges til grunn en nominell skattesats på 22%.

6.1.9 Utrekning Avkastningskrav

$$WACC = 0,7148*3,85\% + 0,2852*3,705\%*(1-0,22) = 3,576\%$$

Markedsbasert egenkapitalandel: 0,7148

Avkastningskrav til egenkapital: 3,85%

Markedsbasert gjeldsandel: 0,2852

Gjeldsrente: 3,705%

Skattesats: 22%

Utrekningen av den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden gir oss et avrundet avkastningskrav på 3,58%. Dette må kunne sies å være ganske lavt og kommer av at estimatet av selskapets betaverdi var svært lav. Avkastningskravet vil senere i oppgaven benyttes til å diskontere fremtidige kontantstrømmer for å avgjøre selskapets verdi.

6.2 Kontantstrømanalyse

De aller fleste av selskapene i verden har som ambisjon å leve så lenge som mulig. Imidlertid er det både vanskelig og dermed også lite hensiktsmessig å sette opp prognoser så langt fram i tid. Vi ser det mer hensiktsmessig å utarbeide en prognose for en kortere periode basert på dagens tilgjengelige informasjon, for deretter å regne ut en terminalverdi som skal representere verdien av selskapets inntjening etter vår gitte periode.

Estimatet for dagens verdi av et selskap er en kombinasjon av den neddiskonterte verdien av kontantstrømmene fra prognoseperioden og den neddiskonterte terminalverdien.

Vi har valgt å sette prognoseperioden vår til fem år. Grunnen til at vi velger dette er at det vil være så stor usikkerhet knyttet til svingningene i kontantstrømmene på lang sikt og dermed vil det å utregne en terminalverdi basert på dagens utsikter være mer hensiktsmessig.

Tallene vi har kommet frem til er basert på tre ulike parametere; historiske tall, konsensustall fra ulike analytikere, samt våre egne estimater om fremtidig utvikling basert på analysene vi har gjort i denne oppgaven.

6.2.1 Driftsinntekter

Tabell 11: Driftsinntekter 2014-2018

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	2 945 245	3 246 042	3 000 347	3 228 832	3 342 075
Endring	34,06 %	10,21 %	-7,57 %	7,62 %	3,51 %

De historiske tallene for driftsinntektene viser en markant økning i 2014 (34 %), videre økning i 2015 før det i 2016 var en nedgang i driftsinntektene på 7,57 %. Variasjonen i driftsinntektene skyldes ifølge Selvaag Boligs årsrapporter tilnærmet utelukkende økninger eller reduksjon i antall overleverte boliger. I 2017 og 2018 økte driftsinntektene med hhv. 7,6 % og 3,5 %.

Ved estimering av Selvaag Boligs fremtidige driftsinntekter legger vi til grunn en liten til moderat vekst i boligprisene de neste årene som nevnt i tidligere analyse. En økning i driftsinntekter vil dermed i hovedsak komme fra økt volum (antall solgte boliger), som følge av befolkningsvekst, og i mindre grad fra prisstigning. Den demografiske utviklingen med økt urbanisering og moderat høy befolkningsvekst vil kunne gi et langsiktig behov for nye

boliger i Selvaag Boligs kjerneområder (SBO, 2019). Selskapet har også en stor del prosjekter under oppføring, som potensielt vil kunne gi økte fremtidige driftsinntekter på sikt.

Etter et meget sterkt 2018, ser vi for oss en liten brems i 2019 med tanke på usikkerhetene knyttet til hvilken retning boligprisene utvikler seg det neste året. Ved estimering av fremtidige driftsinntekter velger vi også å lene oss på konsensustall for 2019 og 2020 presentert av Reuters som vi tar med i våre vurderinger og betraktninger. I årene fremover ser vi for oss en liten nedgang i driftsinntekter i 2019, før en ny vekst i 2020 som deretter gradvis avtar.

Tabell 12: Fremtidig utvikling driftsinntekter

(i hele 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TERM
Driftsinntekter	3 275 000	3 480 000	3 619 200	3 745 872	3 858 248	3 973 995
Endring (%)	-2,01 %	6,26 %	4,00 %	3,50 %	3,00 %	3,00 %

6.2.2 Driftskostnader

Selvaag Boligs driftskostnader kan deles i tre hovedposter: prosjektkostnader, lønns- og personalkostnader og andre driftskostnader. For å estimere kontantstrømmene som omhandler driftskostnader ser vi på hvor stor andel kostnadene historisk sett har hatt i forhold til driftsinntektene.

Tabell 13: Historisk utvikling driftskostnader

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018
Prosjektkostnader	2 371 797	2 608 499	2 379 746	2 432 818	2 421 633
% av driftsinntekter	80,53 %	80,36 %	79,32 %	75,35 %	72,46 %
Lønns- og personalkost.	82 868	97 059	109 361	120 354	142 498
% av driftsinntekter	2,81 %	2,99 %	3,64 %	3,73 %	4,26 %
Andre driftskostnader	103 664	111 331	97 276	127 890	23 757
% av driftsinntekter	3,52 %	3,43 %	3,24 %	3,96 %	0,71 %
Sum driftskostnader	2 558 329	2 816 889	2 586 383	2 681 062	2 587 888
EBITDA	386 916	429 153	413 964	547 770	754 187
Margin	13,14 %	13,22 %	13,80 %	16,96 %	22,57 %

Prosjektkostnadene innebærer i hovedsak kostnader knyttet til bygging av overleverte boliger, og henger tett sammen med selskapets fremtidige aktivitetsnivå. Det har de siste årene vært en prosentvis nedgang i prosjektkostnader i forhold til driftsinntekter. Dette skyldes først og fremst at driftsinntektene har økt mens prosjektkostnadene har vært relativt stabile (liten økning). Vi ser ikke for oss noen store endringer i prosjektkostnadene for fremtidige år, sett opp mot de historiske tallene. Basert på prognosen av fremtidige driftsinntekter kan vi dermed estimere fremtidige prosjektkostnader. Vi antar en prosentvis oppgang i prosjektkostnader i 2019 som følge av vårt estimat om svakere driftsinntekter, for deretter å stabilisere seg rundt 72 % av driftsinntektene i årene fremover, samme nivå som i 2018.

Lønns- og personalkostnader har de siste årene hatt en gradvis økning fra 2014 til 2018. Selvaag Bolig har en uttalt strategi om å ha relativt få ansatte (SBO, 2018), da en liten organisasjon gir bedre kostnadseffektivitet. Selvaag Bolig har i dag 87 ansatte, og vi ser ingen tegn til at antall ansatte eller lønnskostnadene skal endre seg drastisk de neste årene. Vi baserer oss dermed på de historiske tallene, og legger til grunn en fortsatt liten til moderat prosentvis økning i lønnskostnader i fremtiden.

Andre driftskostnader er usikker og vanskelig å estimere, og vi baserer oss på tallene fra tidligere år også vil være representative for fremtiden. De siste årene har andre driftskostnader i gjennomsnitt vært 2,97 % av driftskostnader, og vi opererer videre med dette.

Estimeringen av driftskostnader gir oss en EBITDA-margin som vil ligge rundt 20 % i fremtiden.

Tabell 14: Fremtidig utvikling driftskostnader

(i hele 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TERM
Prosjektkostnader	2 423 500	2 505 600	2 605 824	2 697 028	2 777 939	2 861 277
% av driftsinntekt	74,00 %	72,00 %	72,00 %	72,00 %	72,00 %	72,00 %
Lønns- og personalkost.	140 825	156 600	170 102	183 548	192 912	198 700
% av driftsinntekt	4,30 %	4,50 %	4,70 %	4,90 %	5,00 %	5,00 %
Andre driftskostnader	97 268	103 356	107 490	111 252	114 590	118 028
% av driftsinntekt	2,97 %	2,97 %	2,97 %	2,97 %	2,97 %	2,97 %
Sum driftskostnader	2 661 593	2 765 556	2 883 417	2 991 828	3 085 441	3 178 004
EBITDA	613 408	714 444	735 783	754 044	772 807	795 991
Margin	18,73 %	20,53 %	20,33 %	20,13 %	20,03 %	20,03 %

6.2.3 Avskrivninger

Tabell 15: Historiske regnskapstall avskrivninger

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018
Avskrivninger	21 205	24 085	20 061	4 084	3 707

Selvaag bolig har maskiner, anlegg, inventar og annet som skrives ned lineært. Som vi ser av de historiske regnskapstallene over, har avskrivningene ligget i overkant av 20 millioner årlig i perioden 2013 til 2016, mens det i 2017 og 2018 har vært betydelig lavere. De nærmeste årene anslår vi at avskrivningene fortsatt vil være lave, da det har vært begrenset investeringer i anleggsmidler de siste årene. På lengre sikt legger vi dog til grunn at avskrivningene vil nærme seg de historiske tallene rundt 20 millioner årlig. Estimert for fremtidige avskrivninger følger under.

Tabell 16: Estimerte fremtidige avskrivninger

(i hele 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TERM
Avskrivninger	5 000	7 500	10 000	15 000	20 000	20 000

6.2.4 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapitalen gir en indikasjon på hvordan de verdiskapende eiendelene er finansiert og kan defineres som:

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

Positiv arbeidskapital gir et mål på at anleggsmidlene er finansiert ved egenkapital og langsiktig gjeld, mens negativ arbeidskapital indikerer at anleggsmidlene er delvis finansiert ved hjelp av kortsiktig gjeld.

Boligbyggebransjen må kunne karakteriseres som kapitalintensiv bransje. Store summer bindes opp i prosjekter som balanseføres som omløpsmidler og skal gi positive

kontantstrømmer relativt langt fram i tid. Selvaag Bolig har derfor stor arbeidskapital, som følge av god egenkapitalandel og langsiktige tomte- og byggelån.

Tabell 17: Historiske data arbeidskapital i forhold til driftsinntekter

(i hele 1000)	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	2945245	3246042	3000347	3228832	3342075
Arbeidskapital	3806958	3942581	3959787	3799801	3807597
% av driftsinntekter	129,26 %	121,46 %	131,98 %	117,68 %	113,93 %

Vi forutsetter at ved sunn drift, så vil arbeidskapitalen jevnt over stige i takt med omsetningsveksten vi forutsetter. Det vil dog forekomme store fluktasjoner i arbeidskapitalen grunnet påbegynnelse og ferdigstillelser av kapitalkrevende prosjekter, som kan gå på tvers av regnskapsårene. Akkurat hvor stor endringen i arbeidskapital skal være har vært vanskelig å anslå, men vi har valgt å estimere fremtidig arbeidskapital som en prosent av driftsinntektene, for deretter å beregne årlig endring.

Effekten av endringen i arbeidskapital blir stor på de estimerte kontantstrømmene og følgelig verdien av selskapet. Ettersom verdsettelsen baserer seg på at selskapet vil eksistere til evig tid, vil ikke arbeidskapitalen på noe punkt tilbakeføres og arbeidskapitalendringen skal derfor være med i terminalleddet. Arbeidskapitalendringen vil dog ikke påvirke terminalverdien da denne beregnes ved hjelp av en EV/EBITDA-multiplikator.

Tabell 18: Estimert fremtidig arbeidskapital i forhold til driftsinntekter.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Term
Driftsinntekter	3 275 000	3 480 000	3 619 200	3 745 872	3 858 248	3 973 996
Arbeidskapital	3 930 000	4 176 000	4 343 040	4 495 046	4 629 898	4 768 795
% av driftsinntekter	120 %	120 %	120 %	120 %	120 %	120 %
Endring arbeidskapital	122 403	246 000	167 040	152 006	134 851	138 897

6.2.5 Investeringer i anleggsmidler

Investeringsutgiftene (Capex) har de siste årene vært forholdsvis lave, mye grunnet Selvaag Boligs struktur, hvor entreprisene settes ut på anbud. Dette sparer som sagt Selvaag Bolig fra å binde mye kapital til maskiner og utstyr. Vi har valgt en litt enkel tilnærming til prediksjon av fremtidige investeringsutgifter og har satt investeringsutgiftene lik avskrivningene. Forutsetter man at Selvaag Bolig skal vokse på lang sikt vil det være naturlig at det også forekommer en økning i bokførte anleggsmidler. Predikerte fremtidige investeringsutgifter følger under.

Tabell 19: Estimerte fremtidige investeringer i anleggsmidler

(i hele 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TERM
Investeringer i anleggsmidler	5 000	7 500	10 000	15 000	20 000	20 000

6.2.6 Neddiskontering av kontantstrømmer og verdsettelse

Tabell 20: Estimerte fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen

(i hele 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TERM
FCF	496 541	305 416	398 291	424 448	452 338	795 991 _(EBITDA)
Notasjon	FCF ₁	FCF ₂	FCF ₃	FCF ₄	FCF ₅	TV ₆

Over er de predikerte kontantstrømmene for år 2019 til 2023. Det er disse kontantstrømmene, sammen med en terminalverdi (TV), som vi vil basere verdsettelsen av Selvaag Bolig på.

Da vi mener at usikkerheten til fremtidig inntjening er stor, og at risikoen knyttet til investeringen dermed er høyere enn hva avkastningskravet representerer, velger vi å beregne terminalverdien ved bruk av en multippel. Dette vil gi en mer realistisk fremstilling enn ved å regne ut terminalverdien basert formelen for nåverdi av en uendelig annuitet med konstant

vekst. EV/EBITDA er brukt som multiplikator. Denne er utregnet basert på Selvaag Boligs markedsverdi 15.03.19, netto rentebærende gjeld og driftsresultat eksklusive avskrivninger og amortisering for 2018, hentet fra kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2018 (SBO, 2019).

Utregning av EV/EBITDA følger:

$$EV/EBITDA = \frac{4\,158\,508\,000 + 1\,659\,272\,000}{754\,187\,000} \approx 7,71$$

Ved beregning av selskapsverdien neddiskonteres de fremtidige estimerte kontantstrømmene til nåverdi ved hjelp av WACC som diskonteringsfaktor. Dette gjøres ved følgende formel:

$$EV = \sum_{n=1}^5 \frac{FCFn}{(1+i)^n} + TV, \text{ hvor } TV = \frac{EBITDA * \frac{EV}{EBITDA}}{(1+i)^6}$$

$$EV_{(tall\ i\ 1000)} = \frac{496\,541}{1,0358} + \frac{305\,416}{1,0358^2} + \frac{398\,291}{1,0358^3} + \frac{424\,448}{1,0358^4} + \frac{452\,338}{1,0358^5} + \frac{795\,991 * 7,71}{1,0358^6}$$

$$EV = kr\ 6\,841\,380\,570$$

For å finne verdien av egenkapitalen trekkes netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien, netto rentebærende gjeld var ved utgangen av 2018 på 1 659 272 000kr.

Tabell 21: Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA

Selskapsverdi (EV)	Kr 6 841 380 570
- Netto rentebærende gjeld	Kr 1 659 272 000
= Verdi av egenkapital	Kr 5 182 108 570
: Antall aksjer	93 765 688
= Verdi per aksje	Kr 55,27

6.3 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen viser hvor følsom aksjeverdien vi kom fram til er på endringer i de estimerte variablene. Jo større usikkerhet det er i kontantstrømanalysen, jo mer sensitivt vil kursestimatet være på endringer i disse variablene. I vår sensitivitetsanalyse ønsker vi å se hvilken effekt endringer i henholdsvis WACC og *beta* har for kursestimatet vårt på Selvaag Bolig.

6.3.1 Sensitivitet knyttet til WACC

WACC	Aksjeverdi	
1,08 %	kr	65,12
1,58 %	kr	63,01
2,08 %	kr	60,98
2,58 %	kr	59,01
3,08 %	kr	57,10
3,58 %	kr	55,25
4,08 %	kr	53,46
4,58 %	kr	51,73
5,08 %	kr	50,05
5,58 %	kr	48,42
6,08 %	kr	46,85

Tabellen viser hvordan endringer med +/- 0,5 % i WACC (i intervall mellom 1,08 % og 6,08 %) påvirker aksjeverdien. Vi ser at aksjeverdien vil være noe sensitiv for endringer i WACC, og endrer seg med *omtrent* 2 kr for hver 0,5 % økning/reduksjon i WACC. En liten endring i WACC kan med andre gjøre merkbare utslag i den estimerte aksjeverdien, og er dermed en usikkerhet i verdsettelsen vår.

6.3.2 Sensitivitet knyttet til Beta-verdi

Betaverdi	Avkastningskrav EK	WACC	Aksjeverdi	
0	0,0165	2,00 %	kr	61,30
0,2	0,0265	2,72 %	kr	58,47
0,4	0,0365	3,43 %	kr	55,80
0,44	0,0385	3,58 %	kr	55,25
0,6	0,0465	4,15 %	kr	53,22
0,8	0,0565	4,86 %	kr	50,78
1	0,0665	5,58 %	kr	48,42
1,2	0,0765	6,29 %	kr	46,20
1,4	0,0865	7,01 %	kr	44,04

Tabellen viser hvordan endringer i Beta-verdien på +/- 0,2 påvirker aksjeverdien (i intervallet 0 til 1,4). Vår opprinnelige beta var på 0,17, men vi valgte å oppjustere den noe og brukte en betaverdi på 0,44 i utregningen av avkastningskravet til egenkapitalen. Vi ser av tabellen at aksjeverdien vil påvirkes i merkbar grad av endringer i betaverdien. Dersom vi hadde brukt den opprinnelige betaen vi kom frem til, i stedet for den oppjusterte, ville aksjeverdien vært noe høyere enn hva vi kom frem til.

6.4 Komparativ verdsettelse

I tillegg til å regne ut selskapets verdi basert på fremtidige kontantstrømmer vil vi foreta en komparativ verdsettelse. En komparativ verdsettelse er en enklere og mindre tidkrevende verdsettelsesmetode som baserer seg på å vurdere aksjekursen på bakgrunn av sammenlikning med tilsvarende selskaper. Komparativ verdsettelse er et nyttig verktøy, spesielt ved vurdering av relativt unge selskaper, da det gjerne er begrenset informasjon tilgjengelig om disse. Informasjonen som er tilgjengelig kan også være av begrenset verdi, da selskaper i oppstartfasen ofte har lav inntjening, uten at det sier så mye om potensialet for høy fremtidig inntjening.

Oftestilles det mellom direkte og indirekte metode ved slik verdsettelse. Ved direkte metode verdsetter man selskapet ved å ta i bruk multiplikatorer for å sammenligne egenkapitalen med børsverdien til komparative selskaper. Ved indirekte metode verdsettes selskapet ved å sammenligne dets eiendeler og gjeld med komparative selskapers eiendeler og gjeld.

I denne oppgaven har vi benyttet oss av en direkte komparativ analyse. Selv om det er relativt ferskt på børs har Selvaag Bolig eksistert i lang tid og det finnes tilstrekkelig med fundamental informasjon til å gjennomføre en fundamental verdsettelse.

Vi har her valgt å sammenligne med Olav Thon Eiendom ASA, Norwegian Property ASA og Solon Eiendom ASA. Vi vurderer det dit at disse børsnoterte selskapene kan gi en viss pekepinn, men at de ved å ha mer fokus på utleie og utvikling av næringseiendom skiller seg ganske sterkt fra Selvaag Bolig, og hvor komparative selskapene egentlig er kan diskuteres. Selvaag Boligs miks mellom egenkapital og gjeld er nokså lik Olav Thon Eiendom og Norwegian Property, mens Solon Eiendom har en markant lavere egenkapitalandel.

Grunnet selskapenes relativt store skilnader og tilstrekkelig med informasjon til den fundamentale analysen vil den komparative analysen derfor bli mer som et tillegg å regne, som kan brukes som en ekstra indikator for selskapets verdi.

Tabell 22: Nøkkeltall til komparativ analyse

	Markedsverdi(1000)	EK(1000)	Salg(1000)	Årsresultat	P/B	P/E	P/S	Ant.aksjer	Kurs
Olav Thon Eiendom	15 753 907	26 817 000	2 830 000	2 508 000	0,59	6,28	5,57	106445320	148
Norwegian Property	5 901 287	8 002 800	798 900	490 600	0,74	12,03	7,39	548446832	10,76
Solon Eiendom	2 248 209	742 521	924 053	133 868	3,03	16,79	2,43	60 762 412	37
Gjennomsnitt	7 967 801	11 854 107	1 517 651	1 044 156	1,45	11,70	5,13		
Selvaag Bolig	4 158 508	3 116 136	3 342 075	566 939	1,33	7,34	1,24	93 765 688	44,35

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{\left(\frac{P}{B} * \text{Balanseført EK}\right)}{\text{Antall Aksjer}}$$

Med utgangspunkt i tabellen ovenfor får vi en P/B-multiplikator på 1,45. Ved bruk av denne blir estimert verdi per aksje 48,19kr.

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (1,45 * 3\,116\,136\,000) / 93\,765\,688 = 48,19\text{kr/aksje}$$

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{\left(\frac{P}{E} * \text{Årsresultat}\right)}{\text{Antall Aksjer}}$$

Ved bruk av en P/E-multiplikator på 11,7 blir estimert verdi per aksje på 70,74kr.

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (11,7 * 566\,939\,000) / 93\,765\,688 = 70,74\text{kr/aksje}$$

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{\left(\frac{P}{S} * \text{Salgsinntekter}\right)}{\text{Antall Aksjer}}$$

Ved bruk av en P/S-multiplikator på 5,13 blir estimert verdi per aksje på 182,85kr.

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (5,13 * 3\,342\,075\,000) / 93\,765\,688 = 182,85\text{kr/aksje}$$

Vi ser at samtlige multiplikatorer er lavere for Selvaag Bolig enn for snittet av de tre andre selskapene. Legger man til grunn at selskapene er komparative gir dette en indikasjon på at Selvaag Bolig er underpriset, noe også utregningen viser.

Da Pris/Salg-multiplikatoren ikke tar hensyn til underliggende kostnadsstruktur gir den noe begrenset informasjon. Vi vil derfor legge mest vekt på estimatet som er basert på Pris/Bok og Pris/Resultat. Vekter vi disse to likt, vil den estimerte markedsverdien bli 59,47kr/aksje $(=(48,19\text{kr}+70,74\text{kr})/2)$.

7. Avslutning

7.1 Konklusjon og svar på problemstilling

Målet med denne oppgaven var å verdsette Selvaag Bolig ASA. Gjennom våre analyser og bruk av en fundamental verdsettelse basert på diskontering av frie kontantstrømmer og «exit multiple»-metoden har vi kommet fram til at Selvaag Bolig har en verdi tilsvarende 55,27kr per aksje. Denne verdien støttes opp av den komparative analysen, som gir en relativt lik estimert verdi.

Markedsverdien per 15.03.2019 var 44,35kr per aksje, altså betydelig lavere enn vår estimerte verdi. Årsakene til avviket kan være mange, men vi vil her trekke fram en veldig lav diskonteringsfaktor og vår optimisme som to hovedårsaker.

Avkastningskravet basert på selskapets kapitalkostnad er satt til 3,58%. Vi anser risikoen knyttet til en investering i Selvaag Bolig som relativt lav grunnet en solid finansiell struktur og utvikling, og et marked som har en relativt trygg framtid. Fra en investors standpunkt vil avkastningskravet knyttet til investering i Selvaag Bolig sannsynligvis være noe høyere enn det avkastningskravet vi har brukt grunnet høyere alternativavkastning.

Vi har gjennom hele oppgaven vært ganske positive på Selvaag Boligs vegne. Vi mener at boligmarkedet går en relativt trygg framtid i møte, da etterspørselen i hovedsak drives av demografiske forhold. Disse peker i retning av befolkningsvekst og sentralisering, spesielt rettet mot byer hvor Selvaag Bolig har sin kjernevirksomhet og en solid tomtebank.

I skrivende stund er rentene veldig lave, og en fremtidig renteheving kan selvfølgelig medføre en lavere kjøpekraft og hemme boligprisveksten noe. Etterspørselen etter boliger har i lengre tid vært større enn tilbudet og vi tror at dette vil holde boligprisene høye nok til å kunne gi en solid inntjening for boligbyggerne i lang tid fremover.

Med en lang historie preget av nytenkning, den nevnte tomtebanken, og en forretningsmodell basert på å eksterne entreprenører anser vi Selvaag Bolig som godt rustet mot tøffere fremtidig konkurranse.

Selv om det ligger i menneskets natur å være optimistisk, mener vi vår optimisme knyttet til Selvaag Boligs fremtid er velbegrunnet. Til syvende og sist er det denne optimismen som gjør at vi verdsetter selskapet slik vi gjør.

7.2 Svakheter ved oppgaven

Semesteroppgaven i finansiell styring omfatter 7,5 studiepoeng. Dette medfører noen begrensninger knyttet til dybden på analysene våre. For en enda mer presis verdsettelse ville det vært hensiktsmessig å gå enda dypere inn i hvert enkelt prosjekt som Selvaag Bolig har planlagt i framtiden.

En annen potensiell svakhet ved oppgaven er at den er skrevet over en relativt lang tidsperiode, noe som kan endre vesentlige forutsetninger for verdsettelsen. Siden starten på oppgaveskrivingen har for eksempel styringsrenten blitt hevet med 25 basispunkter, men dette ble priset inn i verdsettelsen på forhånd.

Den komparative analysen må anses som noe knapp, da det hadde vært ønskelig å se sammenligne Selvaag Bolig med mer komparative selskaper som også er børsnoterte. Likevel har den gitt en liten pekepinn og har styrket vår tro på at aksjen har en oppside. På tross av oppgavens forbedringspotensial mener vi at innholdet er god nok til å gi en realistisk vurdering av Selvaag Bolig.

Kildeliste

Bøker:

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014): *Principles of Corporate Finance*, 11. utg. New York: McGraw-Hill Education

Kaldestad Y. og Møller B. (2016): *Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2.utgave. Fagbokforlaget.

Kristoffersen, T (2014): *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*, 4.utg. Fagbokforlaget.

Rapporter og presentasjoner:

Boligprodusentene, 2019, *Boligstatistikk pr.januar 2019*. Hentet fra:

<https://www.boligprodusentene.no/siteassets/dokumenter/boligbarometeret/2019/boligbarometeret-januar-2019.pdf>

Boligprodusentene, 2019, *Boligstatistikk pr.desember 2018*. Hentet fra:

https://www.boligprodusentene.no/siteassets/dokumenter/boligbarometeret/2018/boligbarometeret-desember-2018_final.pdf

Direktoratet for byggkvalitet, 2017, Sentrale endringer i TEK 17. Hentet fra:

<https://dibk.no/om-oss/Nyhetsarkiv/her-er-de-mest-sentrale-endringene-i-tek17/>

Eiendom Norge, 2019, Utviklingen i boligmarkedet. Hentet fra:

<http://eiendommnorge.no/stabil-utvikling-i-boligmarkedet/>

Konkurransetilsynet, 2015. Hentet fra: [https://konkurransetilsynet.no/wp-](https://konkurransetilsynet.no/wp-content/uploads/2018/08/rapport_-_konkurransen_i_boligutviklermarkedet.pdf)

[content/uploads/2018/08/rapport - konkurransen i boligutviklermarkedet.pdf](https://konkurransetilsynet.no/wp-content/uploads/2018/08/rapport_-_konkurransen_i_boligutviklermarkedet.pdf)

<http://veidekke.no/om-oss/nyheter-og->

[media/pressemeldinger/article30232.ece/binary/Konjunkturrapport%20mars%202019](http://veidekke.no/om-oss/nyheter-og-media/pressemeldinger/article30232.ece/binary/Konjunkturrapport%20mars%202019)

Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO), 2008, NHOs klimaerklæring. Hentet fra:

<http://docplayer.me/12125440-Naeringslivets-klimaerklaering-naeringslivets-klimapanel.html>

Prognosesenteret for Boligprodusentene, 2018, *Boligbehov*. Hentet fra:

<https://www.boligprodusentene.no/siteassets/dokumenter/boligbarometeret/boligbehov-oppdatering-notat-003.pdf>

PwC, 2018, *Risikopremie i det norske markedet*. Hentet fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>

Regjeringen, 2018, Skattesatser for 2019. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/>

Regjeringen, 2018, Finansdepartementets forskrift om krav til utlån. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-om-krav-til-nye-utlan-med-pant-i-bolig-boliglansforskriften/id2604846/>

Regjeringen, 2018, Fornyet arbeid med en helhetlig boligpolitikk. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/fornyet-arbeid-med-en-helhetlig-boligpolitikk/id2605686/>

SBO, 2019, *Rapport for 4.kvartal 2018*. Hentet fra:

<https://mb.cision.com/Main/17615/2739357/989875.pdf>

SBO, 2018, *Årsrapport 2017*. Hentet fra:

http://s22.q4cdn.com/232574906/files/doc_financials/2017/annual/NOR-Selvaag-Bolig-%C3%A5rsrapport-2017_web.pdf

Statistisk sentralbyrå, 2016. Befolkningsframskrivinger. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/befolkning/statistikker/folkfram/aar/2016-06-21>

Nettsider:

Oslo Børs, 2019. Hentet fra:

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SBO.OSE/overview>

Skeie, Jon. (2009, 13. februar). Olav Selvaag. I Norsk biografisk leksikon. Hentet 26. januar 2019 fra: https://nbl.snl.no/Olav_Selvaag

Selvaag Bolig ASA, 2019. Hentet fra:

<http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/om-oss/visjon-og-verdier/default.aspx>

Selvaag Bolig ASA, 2019. Hentet fra:

<http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/om-oss/vr-historie/default.aspx>

Selvaag Bolig ASA, 2019. Hentet fra:

<http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/aksjeinformasjon/utbyttepolicy/default.aspx>

Selvaag Bolig ASA, 2019. Hentet fra:

<http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/gjeldsinformasjon/gjeldsstruktur/default.aspx>

Selvaag Bolig, 2019. Hentet fra: <https://www.selvaagbolig.no/om-oss/boligutbygger/>

