

Stian Bjerkeset Dahlstrø  
Erik Jenssen Haugen  
Amund Riege  
Benedikte Steensen  
Frans Ertesvåg Åsheim

## **Verdsettelse av Veidekke ASA**

Valuation of Veidekke ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon, Finansiell styring  
Veileder: Frode Kjærland  
April 2023



Stian Bjerkeset Dahlstrø  
Erik Jenssen Haugen  
Amund Riege  
Benedikte Steensen  
Frans Ertesvåg Åsheim

## **Verdsettelse av Veidekke ASA**

Valuation of Veidekke ASA



Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon, Finansiell styring  
Veileder: Frode Kjærland  
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



---

## Forord

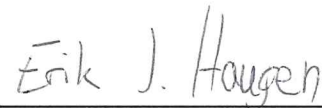
Dette dokumentet er en bacheloroppgave under retningen finansiell styring ved NTNU Handelshøyskolen våren 2023. Oppgaven er gitt i samsvar med studieretningen. I denne oppgaven vil vi se på Veidekke ASA, samt andre selskaper i bygg- og anleggsbransjen.

Gruppen syntes at dette er en svært interessant bransje og ønsker med denne besvarelsen å utforske den økonomiske siden ved bransjen. Ved valg av bransje og selskap var det dermed et ønske om å lære mer utover det rent økonomisk faglige, eksempelvis hvordan bygg- og anleggsbransjen i Norge fungerer og er satt opp i henhold til aktører. I kombinasjon med en interesse for bransjen, er vi motivert av å kunne sette teori i praksis ved besvarelse av problemstilling. Gjennom besvarelsen vil vi benytte oss av metoder og fagkunnskaper vi har opparbeidet gjennom tre interessante år på bachelorstudiet ved NTNU Handelshøyskolen.

Svar på problemstillingen er i all hovedsak basert på offentlig tilgjengelig data og rapporter. Der det tas antakelser eller forbehold vil dette spesifiseres nøyaktig. Til slutt takker vi vår veileder Frode Kjærland for raske, konstruktive og gode tilbakemeldinger underveis i prosessen.



Stian Bjerkeset Dahlstrø



Erik Jenssen Haugen



Amund Riege



Benedikte Steensen



Frans Ertesvåg Åsheim

17. april 2023

---

## Sammendrag

Hensikten med denne oppgaven er å gjennomføre en verdsettelse av Veidekke ASA, for å beregne verdien til selskapet per 31.12.2022. Verdien har blitt beregnet ved hjelp av en fundamental analyse. Analysen tar utgangspunkt i prognoser for selskapets resultat, hvor vurderinger av selskapets strategiske posisjon samt regnskapsanalyser danner grunnlaget. En markedsbasert verdsettelse med multipler supplerer den fundamentale verdsettelsen.

Veidekke ASA er blant Skandinavias største entreprenørselskap. Selskapet har hovedkontor i Norge og er børsnotert på Oslo Børs. Ved utgangen av 2022 hadde selskapet i underkant av 8000 ansatte og omsatte for over 38 milliarder norske kroner. Veidekke ASA har en visjon om å bli klimanøytral innen 2045.

Den strategiske analysen antyder at Veidekke ASA står sterkt i markedet. Av VRIO-analysen leser vi at selskapet nyter godt av stordriftsfordeler, en moderne maskinpark, og fokus på bærekraft. De er godt rustet i en bransje preget av lav innovasjonsgrad, selv om vi vurderer at Veidekke ASA ikke har varige konkurransefortrinn. PESTEL-analysen viser gode muligheter for vekst i bransjen. Lavkonjunktur og høye kostnader vurderes som viktige trusler.

Fra regnskapsanalysen finner vi at Veidekke ASA har hatt en positiv utvikling i flere av nøkkeltallene de siste årene, med avtakende vekst. Det kan antas lavere vekst i disse nøkkeltallene i årene fremover, og driftsmarginen antas å være stabil. Sammenlignet med sine konkurrenter har Veidekke ASA ingen store fordeler eller ulemper basert på analyse av regnskapet. Dermed antar vi at markedsandelene holder seg relativt like i årene fremover.

En prognose av resultatutviklingen blir videre presentert, med utgangspunkt i den strategisk analysen og regnskapsanalysen. Gitt jevn utvikling i bransjen antas Veidekke ASA å øke inntektene proporsjonalt til dette, og med stabil driftsmargin vil følgelig driftsresultatet også øke tilnærmet proporsjonalt. De årlige kontantstrømmene til selskapet har variert relativt mye i forhold til resultatet, og den fundamentale analysen av verdien til selskapet er dermed basert på to andre modeller, utbyttemetoden, og superprofittmetoden.

Den fundamentale verdsettelsen og tilhørende sensitivitetsanalyser gitt våre antakelser gir en verdi per aksje på 125 kr, med nok sikkerhet til å påstå en underprising i markedet per 31.12.2022. Sett fra når regnskapstallene for 2022 ble publisert, 08.02.2023, er det ikke tilstrekkelig sikkerhet til å påstå en underprising på dette tidspunktet.

---

## Abstract

The purpose of this paper is to do a valuation of Veidekke ASA, to calculate the value of the company as of 31.12.2022. The value has been calculated using a fundamental analysis. The analysis is based on estimates for the company's earnings, where analyzing their strategic position and economic key figures plays an important role. A market-based analysis based on multiples supplements the fundamental valuation.

Veidekke ASA is among the biggest contractor companies in Scandinavia. The company has its main office in Oslo and is listed on the Oslo Stock Exchange. The company had just under 8,000 employees at the end of 2022, and had a turnover of more than 38 billion NOK. Veidekke ASA has a vision about being climate neutral by 2045.

The strategic analysis suggests that Veidekke ASA has a strong position in the market. The VRIO-analysis discusses that the company benefits from economies of scale, modern machines, and focus on sustainability. They seem well equipped in an industry characterized by little innovation, even though we find no lasting competitive advantages. The PESTEL-analysis indicates positive opportunities for growth in the industry. A potential recession and increased costs are being considered as important threats.

Based on the accounting over several years, Veidekke ASA has had positive development in many of their key figures. The numbers are mostly decreasingly positive, which suggests lower growth in the years to come. Compared to their competitors, Veidekke ASA has no significant pros or cons based on our analysis of the cash flow statement. We therefore assume that the company's market share will be stable for the coming years.

Furthermore, an estimated forecast of the company's earnings is presented. The forecast is based on the analysis previously presented. Given a gradual increase in the overall contractor market, we expect Veidekke ASA to increase their income in proportion to the market increase. As we assume the company will keep the operating margin stable, the earnings will increase at about the same pace. From the cash flow statements from the previous years we can see some significant disparities in the company's cash flow. Based on this, the analysis and valuation will be a result of two models, one model based on the dividends paid by the company, and another on the company's residual income.

The fundamental valuation presents a value per share at 125 NOK, with adequate certainty to assert underpricing in the market by 31.12.2022. If we look at the share price in the market at the time the accounting numbers for 2022 was released, 8th of february 2023, the presented models and analysis shows inadequate certainty to assert a mispricing in the market.

---

# Innhold

<b>Figurer</b>	<b>6</b>
<b>Tabeller</b>	<b>7</b>
<b>1 Innledning</b>	<b>9</b>
1.1 Motivasjon for oppgaven . . . . .	9
1.2 Problemstilling . . . . .	9
1.3 Oppbygging og avgrensing . . . . .	10
<b>2 Selskaps- og bransjebeskrivelse</b>	<b>12</b>
2.1 Selskapet . . . . .	12
2.2 Bransjen og konkurrenter . . . . .	14
<b>3 Strategisk analyse</b>	<b>16</b>
3.1 PESTEL . . . . .	16
3.2 PORTER . . . . .	20
3.3 Intern analyse . . . . .	25
3.4 SWOT . . . . .	27
<b>4 Regnskapsanalyse</b>	<b>29</b>
4.1 Lønnsomhetsanalyse . . . . .	29
4.1.1 Rentabilitetsanalyse . . . . .	29
4.1.2 Driftsmargin . . . . .	33
4.1.3 Likviditetsanalyse . . . . .	34
4.1.4 Finansiering og soliditet . . . . .	34
4.1.5 Oppsummering av finansiering og soliditet . . . . .	37
<b>5 Avkastningskrav</b>	<b>38</b>
5.1 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav . . . . .	39



---

5.2	WACC . . . . .	41
<b>6</b>	<b>Estimering av fremtidig resultat</b>	<b>44</b>
6.1	Inntekter . . . . .	44
6.2	Kostnader . . . . .	46
6.3	Estimert resultatutvikling . . . . .	48
<b>7</b>	<b>Verdsettelse ved bruk av verdsettelsesmodellene</b>	<b>50</b>
7.1	Utbyttemetoden . . . . .	52
7.2	Superprofittmetoden . . . . .	54
<b>8</b>	<b>Sensitivitetsanalyse</b>	<b>57</b>
<b>9</b>	<b>Markedsbasert verdsettelse</b>	<b>60</b>
9.1	P/B - Price/Book . . . . .	60
9.2	P/E - Price/Earnings . . . . .	61
9.3	EV/EBITDA . . . . .	62
9.4	Oppsummering - Markedsbasert verdsettelse . . . . .	63
<b>10</b>	<b>Kritikk</b>	<b>65</b>
<b>11</b>	<b>Konklusjon</b>	<b>66</b>
<b>12</b>	<b>Referanseliste</b>	<b>67</b>

---

## Figurer

1	Utvikling av aksjekursen til Veidekke i 2022 (Euronext, 2023) . . . . .	12
2	Oversikt over andelen bygg i produksjon i 2021 (Veidekke) . . . . .	14
3	Utvikling av aksjekursen til Veidekke sammenlignet med AF Gruppen i 2022 (Euronext, 2023) . . . . .	15
4	PESTEL-analyse . . . . .	16
5	Porters five forces . . . . .	21
6	Utvikling av total kapitalrentabiliteten til Veidekke og noen sammenlignbare selskaper	30
7	Utviklingen av egenkapitalrentabilitet før skatt for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper . . . . .	32
8	Utviklingen av driftsmargin for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper . . . .	33
9	Styringsrente til Norges Bank (2018 - 2023) . . . . .	41

---

## Tabeller

1	Ressursene i Veidekke vurdert etter VRIO-modellen . . . . .	27
2	SWOT-analyse av Veidekke . . . . .	28
3	Totalkapitalrentabilitet for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper . . . . .	30
4	Egenkapitalrentabilitet før skatt for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper . . . . .	31
5	Egenkapitalrentabilitet etter skatt for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper . . . . .	32
6	Driftsmargin for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper . . . . .	33
7	Likviditetsgrad 1 for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper . . . . .	34
8	Finansieringsgrad 1 for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper . . . . .	35
9	Egenkapitalandel for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper . . . . .	36
10	Gjeldsgrad for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper . . . . .	36
11	Rentedekningsgrad for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper . . . . .	37
12	Beta-verdier for aksje til Veidekke for tidshorisont 5 år, 3 år og siste året, basert på månedlig avkastning . . . . .	40
13	Beregning av CAPM og WACC for Veidekke ved benyttelse av beta fra OSEAX . . . . .	43
14	Historiske inntekter . . . . .	44
15	Prognose av fremtidige inntekter . . . . .	45
16	Prognose av fremtidige inntekter . . . . .	46
17	Historiske kostnader . . . . .	46
18	Historisk kostnadsutvikling . . . . .	47
19	Estimert EBIT og EBIT margin . . . . .	48
20	Estimert resultat etter skatt . . . . .	49
21	Verdsettelse etter Utbyttmodellen 70% utbyttegrad . . . . .	53
22	Verdsettelse etter Utbyttmodellen 80% utbyttegrad . . . . .	54
23	Residualt resultat 2023-2025 . . . . .	55
24	Verdsettelse etter superprofittmetoden . . . . .	56
25	Sensitivitetsanalyse utbyttemetoden med endring i vekst og avkastningskrav . . . . .	57

---

26	Sensitivitetsanalyse superproffittmetoden med endring i vekst og avkastningskrav .	57
27	P/B multiplikator (kurser i lokal valuta) . . . . .	61
28	P/E multiplikator (kurser i lokal valuta) . . . . .	62
29	EV/EBITDA multiplikator (kurser i lokal valuta, tall i millioner) . . . . .	63
30	Oppsummering multiplikatorer . . . . .	64

---

# 1 Innledning

I denne delen av oppgaven vil vi presentere vår faglige motivasjon for valg av oppgave. I tillegg vil problemstillingen bli presentert, samt avgrensninger og oppbyggingen av oppgaven.

## 1.1 Motivasjon for oppgaven

Gjennom vårt 3-årige løp på NTNU Handelshøyskolen har vi vært innom flere spennende og interessante fagområder. Blant annet har vi hatt ekstra interesse for analyse, strategi, regnskap og finans. Av den grunn har vi valgt å spesialisere oss innenfor retningen finansiell styring på vårt tredje år, hvor vi har sett frem til å skrive en bacheloroppgave innenfor dette fagfeltet. Ettersom bacheloroppgaven markerer enden av vår bachelorgrad var det viktig for oss å finne et utfordrende og spennende tema, med mulighet for fordypning i emner som vi finner givende å lære om. Av den grunn falt valget vårt på å skrive en verdsettelse, hvor vi så et godt potensiale til å utvikle oss faglig og skaffe relevant erfaring innenfor dette fagområdet.

Noe av det mest oppsiktsvekkende ved en verdsettelse er usikkerheten knyttet rundt verdien som man kommer frem til. Ved en verdsettelse kan forskjellige aktører komme frem til forskjellige verdier til tross for bruk av samme modeller. I tillegg til dette er det ofte stor variasjon fra verdiene som blir regnet ut gjennom verdsettelse og børsverdiene. Vi finner det veldig interessant at avvikene kan bli såpass betydelige, og spør oss hva som kan skape disse? Raskt forsto vi at en verdsettelse ofte handler om skjønn og egne forutsetninger, noe som kan være med på å forklare disse betydelige avvikene. En annen fare man også kan stå ovenfor er hvis man på forhånd tror aksjen er enten over- eller underpriset. Da vil det, grunnet egne forutsetninger, være lett å tilpasse verdsettelsen slik at aksjeprisen stemmer overens med egne antakelser. Likevel har vi gjennom oppgaven prøvd å være objektive, og begrunnet de valgene vi har tatt underveis slik at markedsverdien vi kommer frem til er uavhengig og selvstendig. For øvrig er dette faktorer som vi har sett på som faglig utfordrende og lærerike.

I denne oppgaven har vi som mål å finne markedsverdien til Veidekke ASA ved å bruke en fundamental verdsettelse. En fundamental verdsettelse vil utfordre oss inne flere områder som strategi og regnskap, samtidig som vi må ta logiske beslutninger på bakgrunn av vår forståelse av de fundamentale driverne til selskapet. Ettersom den fundamentale verdsettelsen blir sterkt preget av subjektive beslutninger, vil vi supplere funnene med en markedsbasert verdsettelse.

## 1.2 Problemstilling

For å kunne legge grunnlag for en diskusjon og mulighet for å verdsette Veidekke ASA har vi valgt følgende problemstilling:

---

## Hva er en aksje i Veidekke ASA verdt per 31.12.22?

Vi ser på dette som en enkel, men omfattende problemstilling. Ved å diskutere og undersøke denne problemstillingen håper vi å kunne finne ut av verdien til Veidekke ASA, samt skape en god faglig forståelse for prosessen av en verdsettelse. Videre er et av målene med oppgaven å komme med en kjøps-, selg- eller hold anbefaling. Likevel vil anbefalingen og verdivurderingen vi kommer frem til være bare en liten del av selve formålet med oppgaven. I tillegg er det flere aspekter ved problemstillingen som må tas hensyn til og som gjør oppgaven mer interessant og krevende. Blant annet både eksterne og interne forhold som kan være med å påvirke våre resultater. Videre presiserer vi at selve verdsettelsen er et resultat av flere beslutninger som blir tatt underveis, og at verdiestimatet vi kommer frem til avhenger av hvilke forbehold vi har tatt underveis gjennom hele oppgaven.

### 1.3 Oppbygging og avgrensning

#### Avgrensning

I denne oppgaven har vi ansett det som viktig med avgrensninger som setter rammer, samt å presisere forutsetninger for bedre å kunne besvare problemstillingen. En forutsetning vi har er at leseren skal inneha grunnleggende kunnskap om økonomi, spesielt innenfor strategi, regnskap og finans. Av den grunn har oppgaven færre forklaringer av økonomiske begreper, men heller en diskusjon rundt hvordan de økonomiske begrepene påvirker vår problemstilling. I utarbeidelsen av denne oppgaven har vi kun anvendt materiell fra eksterne kilder. Det vil si offentlig informasjon som er tilgjengelig for alle. Videre har vi valgt å bruke regnskapstallene for perioden 2019 til 2022, altså 4 år med regnskap. Årsaken til dette er en større omstrukturering ved salg av undervirksomheter i 2018 som er vanskelig å omarbeide til riktige tall i forhold til senere regnskap.

For å bedre kunne vurdere Veidekke ASA sin posisjon og verdi har vi valgt å sammenligne selskapet med andre aktører i bransjen; Skanska AB, Peab AB, AF Gruppen ASA og NCC AB. Vi mener sammenligning med disse selskapene gir oss et mer helhetlig bilde av bransjen, og dermed bidrar til en mer korrekt verdivurdering av Veidekke ASA. Selve verdsettelsen vil gjelde investorer som er eksponert i det norske markedet. En god verdivurdering av selskapet legger grunnlag for vurdering om selskapet er riktig-, over- eller underpriset. Samtidig velger vi å presisere at vi ikke har gjennomført en verdsettelse før, og at det er mulige svakheter og fallgruver med oppgaven. Disse vil bli presentert og gjennomgått underveis i oppgaven, samt oppsummert i punkt 10 om kritikk til oppgaven.

---

## Oppbygging

Oppgavens struktur består av 11 kapitler som bærer preg av faste rammer og et logisk oppsett. Kapittel 2 presenterer Veidekke og bransjen, hvor kjernen dreier seg om punkter som kan videreføres inn i kapittel 3 og den strategiske analysen. Den strategiske analysen bruker ulike verktøy for å undersøke entreprenørbransjen sine styrker og svakheter, samt Veidekke sin konkurranseposisjon. Kapittel 4 er en regnskapsanalyse som danner et bilde av verdiene i bedriften, som videre følges opp med en beregning av avkastningskravet i kapittel 5. På bakgrunn av disse kapitlene vil oppgaven fortsette med kapittel 6 og en estimering av fremtidig resultatutvikling. I kapittel 7 anvendes verdsettelsesmodeller for utbytte og residualt resultat på bakgrunn av prognosene fra kapittel 6, etterfulgt av kapittel 8 om sensitivitetsanalyse. Kapittel 9 ser på verdsettelse av Veidekke ved bruk av sammenligning av nøkkeltall med øvrige selskaper i bransjen. Kapittel 10 gjennomgår ulike momenter ved oppgaven som kan bringe med seg usikkerhet og eventuell kritikk. Til slutt vil kapittel 11 konkludere oppgaven, hvor problemstillingen vil bli besvart.

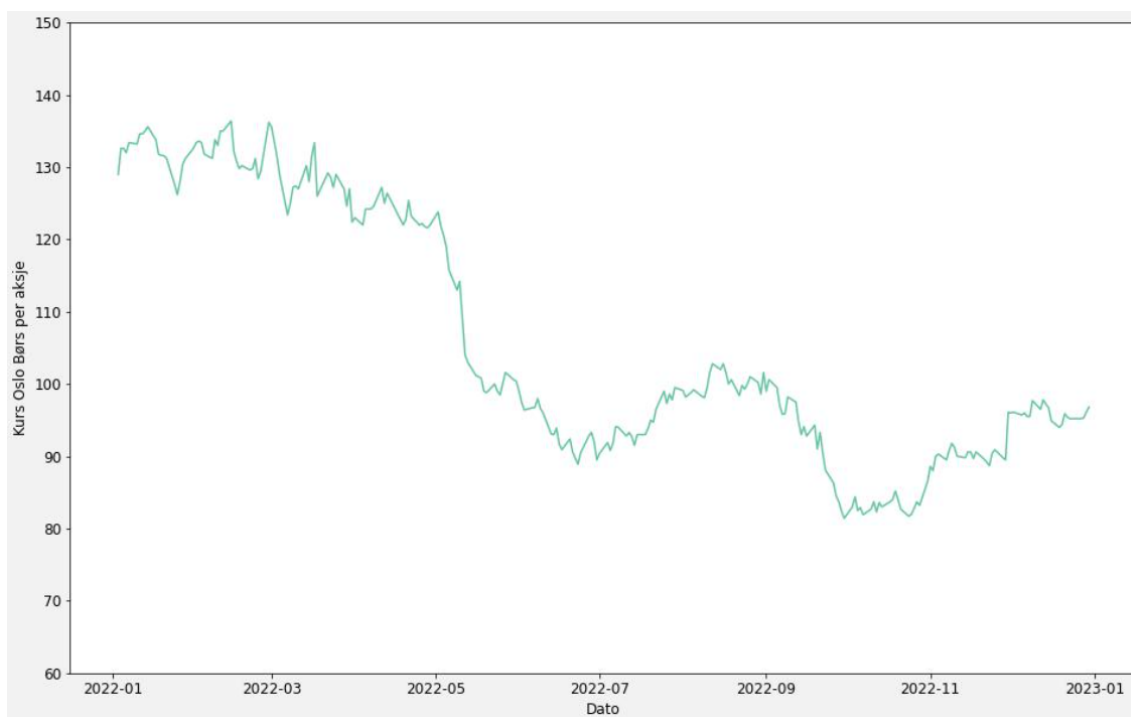
---

## 2 Selskaps- og bransjebeskrivelse

### 2.1 Selskapet

Veidekke ASA (heretter Veidekke) er et entreprenørselskap med hovedkontor i Norge. Det er en av Skandinavias største entreprenører med virksomhet i Norge, Sverige og Danmark. Selskapet ble etablert i 1936 og startet med brosteinslegging i Østfold. Gjennom 1960- og 1970-tallet var virksomheten sentrert rundt større anleggsoppdrag, som veiutbygging og kraftverksutbygging. På 1980-tallet ble selskapet utviklet gjennom flere oppkjøp og inntreden i bolig- og yrkesbyggmarkedet, og senere innen eiendomsutvikling på 1990-tallet. I 1998 etablerte Veidekke anleggsvirksomhet i Sverige og senere entreprenør- og eiendomsvirksomhet på starten av 2000-tallet. Samtidig startet de virksomhet i Danmark gjennom overtakelse av entreprenørselskapet Hoffmann A/S. I 2020 ble eiendomsvirksomheten solgt, slik at selskapet nå kun utøver entreprenørvirksomhet.

Veidekke hadde ved utgangen av 2021 i underkant av 8000 ansatte, og en omsetning på 38,6 mrd kroner (Veidekke, 2022a, s. 6). Figur 1 viser utviklingen av aksjekursen til Veidekke i 2022, som har vært nedadgående gjennom året. Selskapet hadde ved utgangen av 2022 en børsverdi på ca. 13 mrd kroner.



Figur 1: Utvikling av aksjekursen til Veidekke i 2022 (Euronext, 2023)



---

## Visjon og verdier

Veidekke har et mål om å være klimanøytrale innen 2045, og miljø er et av virksomhetens viktigste fokusområder. Selskapet etterstreber en bærekraftig produksjon gjennom hele verdikjeden for å redusere klimafotavtrykket. Ved å kombinere bærekraftige prosjekter med å skape merverdi for kundene ønsker Veidekke en unik posisjon blant sine konkurrenter. For å kunne posisjonere seg i bransjen har de fastsatt et sett med verdier som danner grunnlag for hvordan de ønsker å opptre. De skal være profesjonelle, redelige, entusiastiske og grensesprengende i arbeidet med sine prosjekter. Veidekke satser også på å utvikle egne ansatte gjennom utviklingsprogrammer for å sikre relevant kompetanse. De leverer tjenester innenfor fem ulike segmenter; bygg, anlegg, pukk og grus, asfalt og miljø.

## Forretningsområder

Veidekkes seksjon for bygg går under navnet Bygg Norge, og består av omtrent 2 800 ansatte. Veidekke er en av Norges største entreprenører innen byggebransjen, med hovedfokus på prosjekter i og rundt store byer. De har valgt en spesialisering rettet mot leilighetsbygg, kontorbygg, skoler og helsebygg. Totalt har de en markedsandel på rundt 10% av det samlede entreprenørmarkedet, med en omsetning på 13,5 mrd NOK i 2021 (Veidekke, 2022a, s. 7). Ved siden av byggevirksomhet gjennomfører Veidekke anleggsprosjekter over hele landet, og har spesialkompetanse innen bygging av vei, jernbane, kraftverk og industrianlegg. Selskapet er Norges største asfaltentreprenør, med landsdekkende prosjekter for både private og offentlige kunder. Veidekke er også Norges nest største produsent av pukk og grus. De nevnte tjenestene går under kategorien Infrastruktur Norge, og hadde en samlet omsetning på 7,5 mrd NOK i 2021 (Veidekke, 2022a, s. 8).

## Miljøtjenester

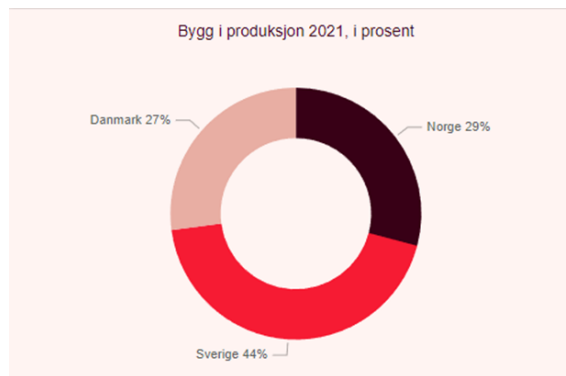
Veidekke leverer miljøtjenester i form av klimavennlige bygg og infrastruktur. Blant annet brukes massivtre som material i byggeprosjekter for å redusere karbonavtrykket sammenlignet med enkelte andre materialer. Samtidig jobber Veidekke med å utvikle lavkarbonbetong for å redusere klimagassutslipp. De tar også i bruk asfalt produsert ved lavere temperaturer som er vesentlig mer miljøvennlig. Målet er å kun benytte seg av lavtemperaturasfalt innen 2030.

## Sverige og Danmark

Veidekke er etablert i Sverige innenfor både bygg og infrastruktur. Entreprenørvirksomheten innenfor byggebransjen står for 4% av det svenske markedet. Virksomheten er i all hovedsak fokusert rundt Stockholm, Malmö og Göteborg, i tillegg til å være en leverandør til gruveindustrien lenger nord i landet. Veidekke er også representert i Danmark gjennom Hoffmann AS, som driver

---

byggevirksomhet med spesialisering innen næringsbygg (Veidekke, 2022a, s. 9-11).



Figur 2: Oversikt over andelen bygg i produksjon i 2021 (Veidekke)

## 2.2 Bransjen og konkurrenter

### Bransjen

Bygg- og anleggskontrakter blir som regel gjenstand for anbudskonkurranser blant aktuelle leverandører. Størrelsen på prosjektene er avgjørende for hvordan anbudskonkurransene gjennomføres. I EØS eksisterer det terskelverdier på prosjektene for hvilke regler som gjelder. For kontrakter av verdi på mellom 1,3 og 56 millioner kroner er det tillatt med åpne og begrensede anbudskonkurranser (Anskaffelser.no, 2022c). Ved åpen anbudskonkurranse har alle leverandører som er interesserte lov til å gi tilbud, mens det ved begrenset anbudskonkurranse må leveres inn forespørsel om å få delta i konkurransen. Dette er først og fremst aktuelt ved prosjekter som krever mer tid og arbeid, samt der det er mer omfattende å levere tilbud (Anskaffelser.no, 2022a). Ved kontrakter av verdi over 56 millioner kroner er det tillatt med anbudskonkurranse med forhandlinger. I dette tilfellet er det snakk om større prosjekter som krever spesielle tilpasninger og er tilstrekkelig omfattende til at det krever dialog (Anskaffelser.no, 2022b).

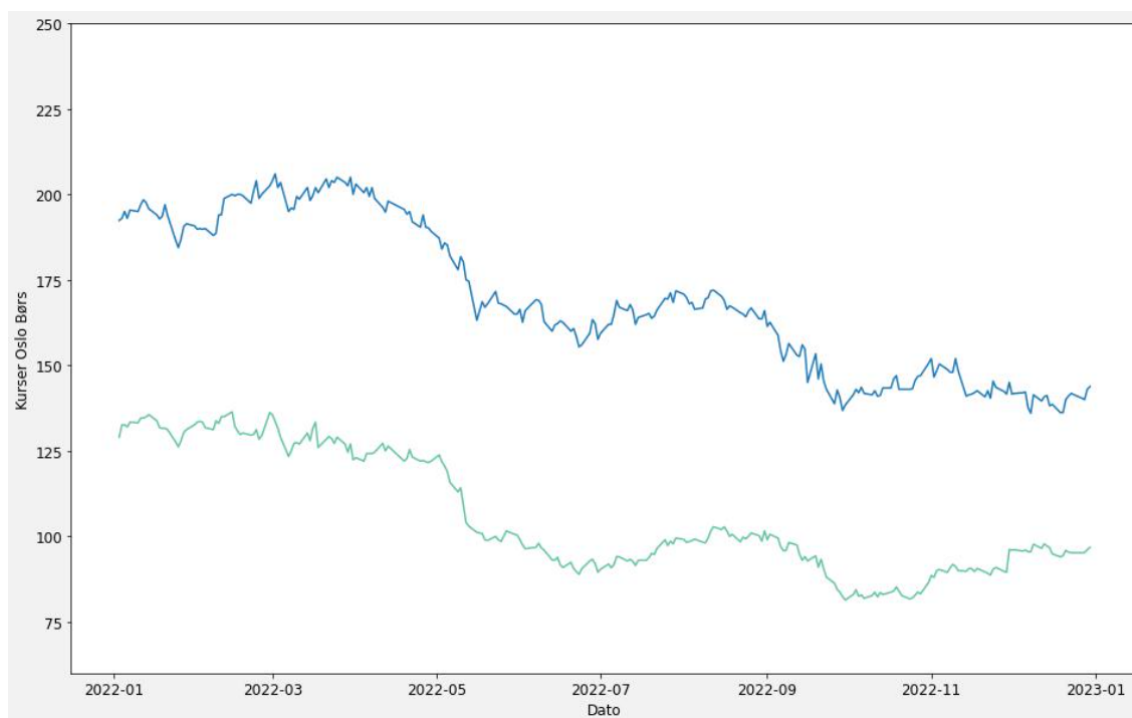
### Dagens marked

Bygg- og anleggsbransjen omsatte i 2021 for 531 mrd. kroner, og er dermed en av de største næringene i Norge (BNL, u.å.). Byggenæringen har tradisjonelt hatt store klimautslipp, og det har vært et sentralt mål for hele bransjen å fokusere på mer klimavennlige løsninger. Samtidig har selskapene i bransjen et stort potensial når det kommer til digitalisering, for å effektivisere og standardisere prosesser. Bygg- og anleggsbransjen i Skandinavia består i stor grad av mange små aktører, i tillegg til større entreprenørselskaper som opererer i hele Norden. Blant Veidekkes største konkurrenter er AF Gruppen og Skanska.

---

## AF Gruppen

AF Gruppen ble stiftet i 1985 og har vokst seg til å bli Norges nest største entreprenørselskap. Selskapet har sin virksomhet innen flere av de samme segmentene som Veidekke, men har også prosjekter innen offshore og energimarkedet. AF Gruppen er Nordens mest lønnsomme entreprenør og har vokst betydelig de siste årene. Selskapet omsatte i 2021 for 27,8 mrd kroner. De har færre ansatte enn Veidekke, med ca 5400 ansatte i Norge, Sverige, Litauen og Tyskland (AF Gruppen, 2022).



Figur 3: Utvikling av aksjekursen til Veidekke sammenlignet med AF Gruppen i 2022 (Euronext, 2023)

Figur 3 viser hvordan aksjekursen til AF Gruppen utviklet seg i 2022 sammenlignet med Veidekke. Aksjekursene fulgte hverandre relativt tett, og AF Gruppen hadde også en svak utvikling gjennom året. Selskapet hadde ved utgangen av 2022 en børsverdi på ca. 15,4 mrd kroner.

## Skanska

Skanska er et svensk entreprenørselskap med hovedkontor i Stockholm, som ble grunnlagt i 1887. Selskapet begynte sin produksjon i Norge i 1906, og har i dag 3800 ansatte i Norge. Selskapet er vesentlig større enn Veidekke totalt sett, da det har et bredere marked og har prosjekter i både Europa og USA. Skanska har større markedsandel i Sverige, men har vesentlig mindre utbredelse i Norge. Markedsverdien ved utgangen av 2022 var ca. 69,3 mrd SEK, som er betydelig mer enn Veidekke. Samtidig hadde de i 2021 en omsetning på 13,7 mrd kroner i Norge (Skanska, 2022).

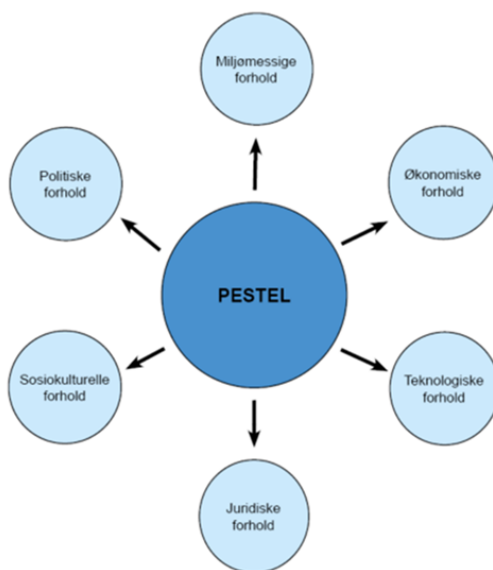
---

### 3 Strategisk analyse

For å se på de eksterne faktorene som påvirker Veidekke har vi gjennomført to analysemodeller som legger vekt på forskjellige aspekter ved de eksterne faktorene; PESTEL og Porters fem konkurransekrefter. Ved gjennomføringen av analysene har vi utnyttet muligheten til å bli bedre kjent med selskapet samt tatt høyde for faktorer vi mener er viktig for både estimering av resultat og verdsettelse senere i oppgaven. Dessuten kan virksomheter ved gode eksterne analyser holde seg oppdatert på hva markedet trenger og ønsker. Dermed kan de lettere tilpasse seg kunders behov, samt danne grunnlag for gode strategiske valg og posisjonering.

#### 3.1 PESTEL

PESTEL er en analyse som tar utgangspunkt i makroforhold som kan påvirke virksomheten. Derimot kan ikke virksomheten påvirke makroforholdene. Likevel er forholdene viktige å identifisere, analysere og forstå for å kunne velge en fornuftig strategi. PESTEL tar for seg 6 ulike forhold; politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forhold (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 267).



Figur 4: PESTEL-analyse

##### Politiske forhold

Politiske forhold viser til hvordan offentlige institusjoner og myndigheter regulerer og påvirker både økonomien og markedet i bransjen (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 268). Etersom Veidekke tilbyr flere tjenester; bygg, anlegg, asfalt, pukk og grus, blir de påvirket fra flere politiske

---

hold. Videre vil diskusjonen og analysen hovedsakelig stå rundt bygg- og anleggsbransjen som er en viktig del av entreprenørbransjen og omgivelsene til Veidekke. Noe som er verdt å merke seg er at politiske- og juridiske forhold henger tett sammen, da lover og reguleringen blir vedtatt av politikere på Stortinget. Likevel er det visse punkter under de politiske forholdene som har en stor innvirkning på entreprenørbransjen. Blant annet er 40% av omsetningen i bygg- og anleggsbransjen finansiert i det offentlige (EBA, u.å.b). Felles for disse anskaffelsene er at de alle må følge regelverket for offentlige anskaffelser. Det vil si at politiske forhold er sentralt for selskaper i entreprenørbransjen.

Ettersom det offentlige er entreprenørens viktigste og største kunde, gir det myndighetene (det offentlige) et insentiv til å ikke sette for mange restriksjoner i bransjen. Grunnen til dette er at restriksjoner i mange tilfeller begrenser konkurranse, men mer konkurranse gir ofte kunden gode vilkår i form av blant annet bedre ressursutnyttelse, lavere pris og større utvalg på tilbydere (Regjeringen, 2013). Andre områder innen entreprenørbransjen som også blir regulert av det offentlige er arbeidsvilkårene og tryggheten til de ansatte. De siste årene har det vært mye diskusjon rundt sosial dumping og arbeidslivskriminalitet i bygg- og anleggsbransjen. For å hindre dette har myndighetene en plan om å innføre "Norgesmodellen" i faser, som skal sikre at sosiokulturelle forhold opprettholdes til tilfredsstillende krav (Regjeringen, 2022b). Dette punktet vil bli videre diskutert under både sosiokulturelle- og juridiske forhold.

En annen faktor som myndighetene også er med på å styre er boligmarkedet og etablering av nybygg. Norges boligmarked er sterkt regulert av arealplaner, områdeplaner og reguleringsplaner. Som en følge av disse reguleringsfaktorene tar det lang tid fra idéfase til godkjenning og til slutt ferdig produkt; nybygg (Oust, 2022). Et av hovedproblemene med dagens boligmarked er at etterspørselen overstiger tilbudet, fordi det ikke bygges nok boliger på norsk jord. På en side er høye boligpriser bra for entreprenørbransjen, da de kan tjene mer penger og ikke har fare for å stå uten arbeid. På den andre siden er derimot langsomme planeffekter lite gunstige da de tar mer tid, samt at politiske og administrative prosesser øker allerede høye byggekostnader. Veidekke dekker i tillegg mange andre områder som for øvrig ofte er offentlige anskaffelser. Ettersom mange av disse områdene er sterkt regulert, er de politiske forholdene i entreprenørbransjen essensielle for hvordan bransjen driftes, og hva virksomhetene må forholde seg til. Likevel er det lurt å merke seg viktigheten av konkurranse blant selskapene, som kan føre til gunstige priser for kundene og innovasjon i bransjen.

### **Økonomiske forhold**

De økonomiske forholdene ser blant annet på sykluser, rentenivå, inflasjon og BNP. Altså forhold i økonomien på makronivå som påvirker bransjen (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 268). På nåværende tidspunkt er Norges økonomi sterkt preget av renteopp ganger, prisvekst og svake vekstutsikter internasjonalt. I tillegg til dette settes styringsrenten stadig opp for å dempe den høye inflasjonen som har funnet sted etter koronapandemien. Alt i alt fører dette til at Norge nå befinner

---

seg i en moderat lavkonjunktur (SSB, 2022). En annen viktig faktor for entreprenørbransjen (og verdensøkonomien generelt) er energikostnader og vanskeligheten til å få tak i varer, noe grunnet den pågående krigen i Ukraina. Nordmenn har altså fått en svekket kjøpekraft, noe som igjen fører til en demper på aktiviteten i økonomien.

Videre har prisene på råvarer en stor innvirkning på bransjen. Det siste året har prisene på materia-  
lene i bygg- og anleggsbransjen økt betraktelig. I tillegg preges bransjen av veldig varierende priser og et volatilt marked. Blant annet har prisen på gipsplater økt mer over 40% og isolasjon med 31% (Finstad og Berglihn, 2023). Tidligere har prisene på råvarene ofte fulgt inflasjonen, men nå er det mye større usikkerhet rundt dette. For eksempel har prisen på trevirke ett år steget med 50%, for så å synke med 40% året etter (Finstad og Berglihn, 2023). Hvis prisene øker mer enn antatt, kan selskapene få mye høyere kostnader enn antatt, og dermed risikere store underskudd. Dårlig likviditet og høye kostnader på råvarer fører igjen til oppsigelser av ansatte og mulige konkurser.

Altså har bransjen blitt tydelig preget av økte kostnader det siste året, da antallet konkurser har steget i været. Bare i Januar 2023 gikk 353 selskaper i Norge konkurs, som er en økning på 64% fra 2022. I 2022 var rundt 30% av alle konkurser i Norge fra bygg- og anleggsbransjen. Med tanke på at bransjen utgjør ca. 9% av antall bedrifter i Norge er dette et meget høyt tall (Finstad og Berglihn, 2023). De økonomiske endringene ser ut til å ha størst innvirkning på de mindre aktørene i bygg- og anleggsbransjen, da disse er mer utsatt for store prissvingninger. Likevel påvirker dette også de større entreprenørene, både grunnet risiko og faren for at prosjektene skal bli merkbart dyrere enn hva prognosene tilsier. I tillegg kan de miste verdifulle underleverandører til sine prosjekter, hvis risikoen blir for stor og mange selskaper går konkurs.

Til tross for en svakere økonomi ser det ikke ut til at entreprenørbransjen kommer til å bli hardt rammet av lavere etterspørsel. Det er høy etterspørsel etter nybygg og tjenestene bransjen tilbyr, samtidig som at prosjektene står i kø i årene fremover (EBA, u.å.b). Til tross for høy etterspørsel får en svakere nasjonal- og internasjonal økonomi innvirkning på bransjen. En av hovedgrunnene til dette er at prosjekter ofte blir dyrere enn antatt, noe som kan føre til at allerede planlagte prosjekter midlertidig kan bli lagt på is grunnet manglende finansieringsmuligheter. Dessuten gir høye råvarepriser usikkerhet rundt prisen på prosjektene, spesielt hvis prosjektene har fastpris. Da kan entreprenørene kvie seg for å ta på seg prosjekter grunnet usikkerhet og risikoen prosjektet kan føre med seg. Altså har samfunnets økonomi og tilgang på ressurser en betydelig innvirkning på bransjen mye grunnet usikkerheten den skaper. Samtidig som mer kostbare prosjekter skaper mindre etterspørsel, spesielt etter nybygg (Finstad og Berglihn, 2023).

## **Sosiokulturelle forhold**

Ved å se på de sosiokulturelle forholdene vil man blant annet ta høyde for demografi, kultur, utdanning og inntektsnivå (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 268). Vi skal ta for oss de faktorene

---

som vi mener er viktigst for bransjens sosiokulturelle forhold; utdanning, holdninger til arbeid, økt fokus på kropp og helse, samt inntektsnivå. Om man tar for seg punktet om utdanning kan man se at det i Norge er det liten interesse for å utdanne seg innen bygg- og anleggsbransjen. Årlig trenger bygg- og anleggsnæringen 10 000 nye arbeidere, både ingeniører, fagarbeidere og fagteknikere. Dessverre blir mindre enn halvparten av behovet dekket (EBA, u.å.a). Her kan man sette spørsmålsteget ved holdningene som finnes til arbeidet innen bransjen, og hva som gjør bransjen til en mindre attraktiv arbeidsplass for mange unge. Bransjen er helt avhengig av mer arbeidskraft i årene som kommer. Spesielt med tanke på at prosjektene står i kø og behovet for arbeidskraft er enormt. Derfor er utdanning et viktig, og sårbart punkt for entreprenørbransjen.

I tillegg har man i dagens samfunn et økt fokus på kropp og helse. Man får et inntrykk av at det tidligere i bransjen har vært mindre tiltak enn nødvendig for å ivareta disse punktene. Bygg- og anleggsbransjen har et av de høyeste tallene på arbeidsskader og arbeidsdødsfall i Norge, noe som ikke styrker bransjens omdømme (Gravseth, 2022). Ettersom en god helse og trygg arbeidsplass er et så samfunnsaktuelt tema, kan Veidekke få negative konsekvenser ved å ikke tilrettelegge disse punktene. Ved å ha iboende verdier om kropp og helse kan man potensielt skaffe nye kunder, ansatte og skape viktige konkurransefortrinn. Et annet punkt som er verdt å nevne er forventningene om inntektsnivå. En ulempe ved større fokus på å unngå svart arbeid er økte lønnskostnader. Selv om høyere inntekt i befolkningen fører til styrket kjøpekraft, vil kostnadene øke ved gjennomførelse av prosjekter. Likevel ser vi det som veldig viktig for bransjen og unngå sosial dumping og svart arbeidskriminalitet, noe som også støttes på et politisk plan. Som allerede nevnt er myndighetene i gang med Norgesmodellen og insentiver til å forhindre dårlige vilkår, deltidsansatte og utrygge arbeidsplasser. Imidlertid kan det være et problem for bransjen at de på en side ønsker å ha faste ansatte, men på den andre siden øker det kostnaden, og fleksibiliteten for virksomhetene minker.

### **Teknologiske forhold**

De teknologiske forholdene viser til teknologiske nyvinninger og innovasjon (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 268). På et generelt plan har bygg- og anleggsbransjen fått kritikk for lite utvikling, i forhold til andre bransjer. Lav teknologisk utvikling forklares av konkurransen om lavest pris gjennom anbudsrunder. Det tvinger selskapene til å bruke løsninger som de vet fungerer, og som er både trygge og standardiserte (Håkansson og Ingemansson, 2012, s. 53). Hvis noen derimot tar steget videre og presenterer nye og bedre løsninger kan de skape viktige konkurransefortrinn og større differensiering mellom selskapene. Likevel kan det virke som at faren for mislykkede og kostbare prosjekter veier tyngre enn FoU. Til tross for lite nyvinninger innenfor byggeprosessen har bransjen, som så mange andre bransjer, fått en tvungen digitaliseringsprosess under korona. Denne digitaliseringsprosessen er noe de også ønsker å videreutvikle fremover i tid. Håpet er at det skal bidra til mer lønnsomhet og økt effektivitet i bransjen (BNL, 2022b).

---

## Miljømessige forhold

De miljømessige forholdene handler i stor grad om påvirkningen virksomheten har på miljøet, og kundenes tanker om miljøvern. I dagens samfunn er fokuset på bærekraft en grunnleggende, og et viktig punkt for å kunne bidra til verdiskapning i virksomheter (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 268). Til tross for at bransjen har mindre nyvinninger og innovasjon i forhold til andre har flere nye arbeidsmåter og metoder blitt tatt i bruk. Flere av disse løsningene har hatt positiv innvirkning på miljøavtrykket til bransjen. Blant annet har det vært ny utvikling av materialer og teknologier. For eksempel har Veidekke utviklet lavtemperaturasfalt som skal bidra til mindre utslipp, men ha samme kvalitet (Veidekke, 2022b). Etersom det offentlige er en viktig kunde for de store entreprenørene, har bransjen et stort press på seg til å velge miljøvennlige løsninger. Hvis virksomhetene i bransjen velger miljøvennlige løsninger har det offentlige (kunden) et større insentiv til å velge dem. I tillegg har det over tid vært fokus på å skape lavere energiforbruk, mer effektive byggeprosesser og bedre forvaltning, drift og vedlikehold (Tekna, 2022). Likevel har bransjen på punktene om teknologi og miljø mye de kan tilpasse seg etter. Både mer energieffektive boliger, utslipp og mer effektive byggeprosesser som kan minske kostnader, ser vi på som viktige faktorer for videre utvikling av bransjen.

## Juridiske forhold

Sterkt forbundet med de politiske forholdene er de juridiske forholdene. Juridiske forhold viser til konkrete lover og reguleringer som er innført av myndighetene (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 268). I bygg- og anleggsbransjen er det en rekke lover og reguleringer som påvirker markedet, blant annet arbeidsmiljøloven og lov om offentlige anskaffelser. Arbeidsmiljøloven skal i utgangspunktet sørge for trygge og rettferdige rammer på jobben. Som nevnt tidligere har det likevel vært store innslag av arbeidskriminalitet i bransjen. Loven om offentlige anskaffelser anses også som viktig ettersom offentlige anskaffelser må gjøres per anbud. Anbud er kraftig regulerte gjennom anskaffelsesloven og tilhørende forskrifter. Ved slike anskaffelser gjelder det å innfri ønsket kvalitet, til lavest mulig pris (Langseth, u.å.). Denne loven rammer bransjen i form av at alle søker lavest mulig pris, da dette nesten alltid er den avgjørende faktoren på anbudsrunder. På den andre siden bidrar loven til et åpent konkurransemarked, noe som er gunstig for samfunnet. Dessuten så ligger det i alles interesse å få det beste tilbudet, ettersom offentlige anskaffelser er laget for å vedlikeholde og fornye samfunnet vårt (Langseth, u.å.).

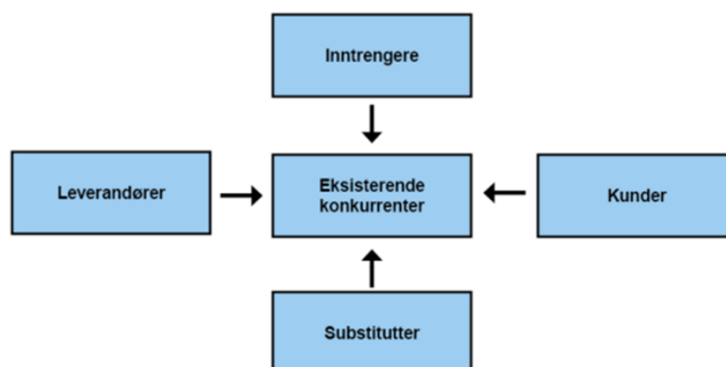
## 3.2 PORTER

I motsetning til PESTEL konsentrerer porters fem konkurransekrefter seg rundt mikroforholdene i bedriften. Det vil si at modellen hovedsakelig kartlegger og identifiserer forhold i de nære omgivelsene som påvirker Veidekke. Poenget er å finne ut hvordan konkurransen i bransjen er ved å se på



---

fem faktorer; potensielle nye aktører, trussel om substitusjoner, leverandørens forhandlingssituasjon, kundens forhandlingssituasjon, og dagens konkurrenter. Ved å anvende disse fem faktorene kan også virksomheten lettere posisjonere seg i forhold til sine nåværende konkurrenter (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 269).



Figur 5: Porters five forces

### Potensielle nye aktører i bransjen

Ved etablering av nye virksomheter i en bransje kan allerede etablerte virksomheter stå i fare for å miste markedsandeler. Derimot vil nyetablerte virksomheter ofte være av en liten størrelse slik at de ikke tar markedsandeler fra de store, etablerte selskapene, slik som eksempelvis Veidekke og AF-gruppen. Faren kan oppstå over tid hvis de noen av de mindre virksomhetene klarer å øke sin markedsandel og inneha samme ressurser og kompetanse som de større selskapene. For at nye virksomheter skal ønske å etablere seg i bransjen så må det finnes tilstrekkelig mulighet til å skape profitt. I bygg- og anleggsbransjen er mulighetene store, ettersom etterspørselen er høy og den forventes stabil i årene fremover. Likevel er ikke nyetableringer en merkbar konkurranse på nåværende tidspunkt for de større aktørene i bransjen. Grunnen til at nyetableringen ikke skaper noen direkte konkurranse for de store selskapene er eksisterende etableringshindre som finner sted i bransjen. For å etablere seg i bransjen blant de selskapene som kjemper om de store prosjektene, kreves det høyt kapitalnivå og tilgang på tilstrekkelige ressurser slik som maskiner, erfaring, nettverk og arbeidskraft.

Nyetableringer anses som ubetydelige for de store og etablerte selskapene. De store virksomhetene bruker ofte mindre selskaper som underleverandører til sine prosjekter. Av den grunn kan det være fordelaktig for de store selskapene at det er mange, mindre selskaper. På den måten kan de få best mulig kvalitet, samt få presset prisene ned på grunn av konkurranse. Ettersom det offentlige er bransjens største kunde har de også interesse av å skape god konkurranse blant aktørene i markedet slik at de kan få best mulig pris. Derfor ser vi det som lite sannsynlig at myndighetene kommer til å innføre strenge restriksjoner. Det er verdt å merke seg faren for tilbudsoverskudd. Hvis flere mindre virksomheter klarer å skaffe et godt merkevarenavn, viktig kunnskap, nettverk, leverandøravtaler

---

og tilgang på ressurser, vil både lønnsomheten og prisene bli lavere. Veidekke er altså tjent med å ikke ha for mange nyetableringer som utvikler seg til større entreprenørselskaper. Samtidig er ikke risikoen stor for at dette skjer fordi ingen rasjonelle beslutningstakere ønsker å etablere seg i et marked hvor det ikke er profitt å hente.

Til tross for at det er mange virksomheter i bygg- og anleggsbransjen i Norge og mange nyetableringer spiller disse en liten trussel for Veidekke. I Norge er det (nesten alltid) de samme entreprenørselskapene som kjemper om større prosjektene hver gang. Her er den største trusselen utenlandske aktører. I 2020 gikk 43% av anbudene til utenlandske aktører, mens halvveis i 2021 hadde 52% av prosjektene gått til utenlandske aktører (Bygg, 2021). Det utgjør store summer som norske virksomheter og næringsliv går glipp av. Samtidig er ofte disse prosjektene så omfattende at de store entreprenørselskapene ikke har kapasitet til å ta på seg disse, dermed går prosjektene til utenlandske aktører (Bygg, 2021). Følgelig kan man her stille spørsmål om det kan lønne seg å dele noen av prosjektene inn i mindre anbud. På den måten kan norske virksomheter ha større mulighet til å vinne anbudene, noe som begunstiger både det norske næringslivet og den norske økonomien.

### **Trussel om substitusjoner**

Substitutter gjør at kunden kan finne andre varer og tjenester som dekker samme behov. Hvis det finnes mange substitutter i en bransje fører dette til mer konkurranse i bransjen, da kunden lett kan endre leverandør (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 271). I bygg- og anleggsbransjen er det så godt som ingen substitutter, da bransjen har standardiserte løsninger og lite produkt differensiering. En fare for Veidekke kan være hvis de ikke klarer å henge med på teknologiske nyvinninger og trender. Vi anser det ikke som en stor trussel, da Veidekke er ledende innen sin bransje og har klare visjoner om hvordan de ønsker å være posisjonert. For bygg- og anleggsbransjen i Norge er den største trusselen brukt boligmarkedet. Eterspørselen etter nybygg vil gå ned ved lavkonjunkturer, og faren øker for at yrkesbygg står tomme. Til tross for at det forventet en lavere årlig vekst i bransjen enn tidligere (Bygg, 2022) får vi et inntrykk av substitutter ikke utgjør noen særlig trussel, da behovet for nybygg er stort. I tillegg er en vesentlig andel av markedet basert på renovering, ombygging og tilbygg (ROT) som det også er stor etterspørsel etter. Som følge av dette ser vi på trusselen om substitusjoner som lav.

### **Leverandørens forhandlingssituasjon**

Leverandørens forhandlingssituasjon handler om i hvor stor grad leverandøren, som her er entreprenørene, har mulighet til å forhandle om pris og vilkår på tjenestene og produktene de leverer. Desto færre leverandører som finnes, jo lettere er det for leverandøren og forhandle. For leverandørene er det gunstig å ha så få konkurrenter som mulig, helst monopol eller høye transaksjons-

---

kostnader, slik at de får mer makt og høyere profitt. Likevel bør ikke leverandørens forhandlings-situasjon være for sterk, fordi det er verdifullt å ha konkurranse som bidrar til gode betingelser og service, samt innovasjon og nyvinning (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 271).

I bygg- og anleggsbransjen finnes det mange underleverandører for entreprenørselskapene. Bransjen preges av høy grad av konkurranse og mindre forhandlingskraft for entreprenørene. Imidlertid finnes det noen virksomheter som har spesialisert seg på visse fagfelt, og på denne måten differensiert seg fra deler av markedet. Disse virksomhetene har bedre muligheter for en styrket forhandlingsposisjon. Få substitutter i bransjen kan bidra til en bedre forhandlingsposisjon for leverandørene. Likevel får vi et inntrykk av at denne effekten blir noe nøytralisert fordi det finnes så mange leverandører.

Uansett så er det i denne bransjen stort fokus på pris. Omtrent halvparten av virksomhetene i bransjen ikke konkurrert på noe annet enn pris (BNL, 2021, s. 15). Av den grunn har Veidekke en begrenset mulighet til å forhandle da de fleste av deres prosjekter er basert på lavest pris og en tilfredsstillende tidsramme. Likevel kan Veidekke som en av Norges største entreprenørselskap ha interne konkurransefortrinn som kan bidra til en styrket forhandlingsposisjon. Spesielt viktig er Veidekkes størrelse, da de ofte har mulighet til å ta på seg store prosjekter som andre virksomheter ikke har mulighet til å gjennomføre. Likevel har kunden i stor grad forhandlingsmakten i denne bransjen, spesielt når det er snakk om prosjekter som er lagt ut på anbud. Det kan være verdt å merke seg at mange av de store prosjektene har strenge rammer og krav som ligger i de politiske og juridiske forholdene. Derfor er Veidekke sin forhandlingskraft noe regulert, og både kunden og leverandørene har begrenset med forhandlingskraft ved store prosjekter fra det offentlige.

### **Kundens forhandlingssituasjon**

Som ved leverandørens forhandlingskraft bør ikke kundens forhandlingskraft være for stor. Som en generell regel ønsker kunden lavest pris, til best mulig kvalitet og tidsramme. Ved tilbudsoverskudd har kundene ofte større forhandlingskraft, ettersom de lett kan bytte mellom leverandører. Likevel er det nyttig med krevende kunder over tid, da disse setter krav til kvalitet, service og innovasjon i bransjen (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 271). For Veidekke er det derfor ikke gunstig hvis det kommer flere substitutter og konkurrenter inn i markedet. Ny kapasitetsøkning i bransjen kan presse prisene ned, og bidra til svekket forhandlingskraft hos leverandørene. Imidlertid fører konkurranse til innovasjon og nyskapning, noe bransjen trenger ettersom den er preget av en lav innovasjonsgrad. Uansett ser det ikke ut til at bransjen er i fare for tilbudsoverskudd da etterspørselen er høy, og det er stort behov for arbeidere i årene fremover.

En annen faktor er størrelsen på kontraktene. Veidekke sine prosjekter er ofte store, som kommer fra anbud. Derfor er det offentlige den viktigste kunden, noe som også gir det offentlige forhandlingskraft. For kunden og leverandøren er også tidshorizonten på prosjektene viktige. Prosjekter

---

over lengre perioder kan føre til sikre kontantstrømmer fremover, noe som også kan gi kunden forhandlingskraft. Når det er sagt har kunden mulighet til å legge inn incentiver som bonuser for eksempel hvis prosjektet er av høy kvalitet og effektivt. Ettersom det er det offentlige, byggherren, som setter rammene for prosjektet, er det de som i stor grad også sitter med forhandlingsmakt. Til tross for dette har kundene en begrenset forhandlingsposisjon ved offentlige anbud og store prosjekter slik som Veidekke tar på seg. Ved anbud fra det offentlige vinner nesten alltid den virksomheten som kan tilby lavest pris innenfor rammevilkårene. Dermed har kunden mulighet for en gunstig forhandlings situasjon, men denne er ofte juridisk regulert.

### **Dagens konkurrenter**

Kartlegging av eksisterende aktører i bransjen er essensielt for å kunne posisjonere seg i markedet. Hvis det er høy rivalisering i bransjen blir det vanskeligere å hente verdiskapning grunnet høyt prispress (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 271). Av den grunn skal vi se på tre kjernepunkter som er viktige for å vurdere dagens konkurrenter: produkt differensiering, byttekostnader, antall og størrelsen på konkurrentene. Ved å se på produkt differensiering ser man på ulike produkter og tjenester som forskjellige virksomheter tilbyr, og hva som skiller dem fra hverandre. Konkurranses fortrinnene kan for eksempel være, kvalitet, produkt variasjon, punktlighet og kompatibilitet. For de store selskapene i bransjen er spesielt kostnadseffektivisering viktig, som bidrar til å differensiere virksomhetene og muligheten til å skaffe lavere priser på sine varer og tjenester. Dette dreier seg om interne ressurser, noe vi vil komme tilbake til senere.

Om man tar for seg byttekostnadene i bransjen vil den for kunden ofte være lav, da produktene er lite differensierte med standardiserte løsninger. I tillegg er oppdragene prosjektbaserte som fører til forutsigbarhet for både kunde og leverandører med tanke på fremtidige kontantstrømmer. Dette fører også til at det er naturlig at ikke et selskap får alle prosjektene, da det ville ført til kapasitetsproblemer for selskapene. Altså er byttekostnadene lave, noe som fører til økt konkurranse mellom eksisterende aktører. Videre om man tar for seg antallet aktører i bransjen kan det virke noe overveldende. I 2019 var det over 57 000 bedrifter i bransjen (BNL, u.å.). Som nevnt tidligere fungerer de mindre virksomhetene som underleverandører for de større selskapene, og utgjør derfor ikke en umiddelbar risiko for konkurransesituasjonen til Veidekke. Derimot er det flere større virksomheter som bidrar til rivaliserende konkurranse slik som Skanska, AF-gruppen og utenlandske aktører. Imidlertid kan de mindre virksomhetene på sikt utgjøre en trussel dersom de slår seg sammen og danner større virksomheter. Da kan de skape konkurransefortrinn som stordriftsfordeler, og mulighet til å vinne anbud på større prosjekter. Derimot er dette en umiddelbar trussel for Veidekke. Igjen ser det ut til at lave priser og kostnadseffektiviseringen er bransjens største og viktigste konkurranse punkt, samt det punktet som kan skape varige, strategiske fordeler. Fremover kan også lavkonjunktur føre til mer konkurranse om markedsandeler da prisene vil bli presset ytterligere ned.

---

### 3.3 Intern analyse

Den interne analysen har som målsetting å vurdere hvordan ressursene innad i selskapet bidrar til verdiskaping. Blant de vanligste metodene for å analysere selskapets interne ressurser er VRIO-analysen. Analysen tar utgangspunkt i å identifisere ressurser som anses som selskapets kjernekompetanse, og vurdere om disse kan bidra til å skape varige konkurransefortrinn. Ressursene vurderes ut i fra følgende krav:

1. Value (verdi) - Er ressursen verdifull for kunder og interessenter?
2. Rarity (sjeldenhet) - Er ressursen unike i markedet?
3. Imitability (imiterbarhet) - Er ressursen enkel å kopiere eller imitere?
4. Organization (organisering) - Er selskapet organisert for å ivareta og videreutvikle ressursen?

#### Humankapital

En av de viktigste faktorene i Veidekkes verdiskaping er humankapital. Humankapital inkluderer ferdigheter og kunnskap de ansatte besitter som ved riktig anvendelse kan bli et varig konkurransefortrinn. Som en av Norges største entreprenører innen verdiskaping og antall ansatte, har selskapet umiddelbar tilgang til høy kompetanse innen bransjen. Veidekke tiltrekker seg dyktige medarbeidere, mye grunnet sitt rykte som en stabil arbeidsplass med en høy andel faste ansatte og bred variasjon i arbeidsoppgaver. Basert på analyse av selskapets styre, ledelse og andre ansatte vurderes selskapets humankapital til å ikke være sjelden. Det begrunnes med at de fleste konkurrenter har et erfarent styre, en ledelse med nødvendig kunnskap, samt ansatte som har nødvendige ferdigheter til å utføre sine arbeidsoppgaver. Det er de ansatte som sørger for størsteparten av verdiskapingen i selskapet. I entreprenørbransjen selges tjenester, der de ansattes prestasjon er avgjørende og i stor grad bestemmer kundens tilfredshet. En tilfreds kunde vil med stor sannsynlighet velge selskapets tilbud også ved fremtidige oppdrag. Blant Veidekkes styre og ledere finnes mengder med kunnskap og erfaring, som krever tid å skaffe. Egenskapene er krevende for en konkurrent å utvikle, men samtidig kan hvem som helst i organisasjonen på et tidspunkt slutte, for eksempel til fordel for høyere lønn hos konkurrenter. Derfor er Veidekkes humankapital mulig å skaffe for andre selskaper og vi vurderer den som imiterbar. Veidekke har en rekke prosjekter gående til enhver tid (Veidekke, 2023c) noe som indikerer at humankapitalen innad i selskapet er mobilisert. Mobilisering viser til at kunnskapen og ferdighetene i selskapet blir utnyttet til verdiskaping. Basert på analysen vurderes humankapitalen til å være konkurransemessig paritet.

---

## Bærekraft

Bærekraft opplever økt fokus i et samfunn som stadig jobber for å redusere sitt karbonavtrykk. En rekke retningslinjer, som eksempelvis Parisavtalen, legger føringer for hvordan bedrifter bør arbeide på en etisk riktig måte. Bærekraftig drift gjelder både økonomiske og miljømessige perspektiver som har blitt avgjørende faktorer for å vinne kontrakter. Spesielt i en bransjer hvor de fleste kontrakter deles ut med utgangspunkt i et anbud. Her vil selskapet som tilbyr den beste totalpakken for oppdragsgiver få muligheten til å utføre prosjektet. For Veidekke er bærekraft et stort fokusområde, både med tanke på natur og miljø, og sosialt. Effektivisering, ny teknologi og overgang til fossilfrie energikilder er noen stikkord som oppsummerer selskapets arbeid for å redusere sitt klimaavtrykk. Prosjektene følges opp nøye, og selskapet driver klimarapportering på lik linje med økonomisk rapportering. Fokus på bærekraft er ikke sjeldent, da det er godt utbredt innen bransjen. Likevel kan Veidekkes fokus på bærekraft være et potensielt konkurransefortrinn, ettersom fokuset har bidratt til innovasjon av nye produkter.

Som et resultat av målrettet arbeid for miljøet har Veidekke utviklet miljøasfalt. Miljøasfalt etterlater mindre CO<sub>2</sub> i produksjon og veibygging, og er en innovasjon som på sikt vil være den optimale byggesteinen i asfaltarbeid verden over (Okstad, 2023). Ettersom Veidekke satser hardt på innovasjon, og var i teten for anvendelse av miljøasfalten, forventes det at selskapet også er i førerretten ved utviklingen av nye miljøvennlige alternativer. Miljøasfalten regnes i vår analyse som sjelden fordi innovasjonen foreløpig brukes av svært få selskaper. Den er viktig for Veidekke da den på grunn av sitt lavere CO<sub>2</sub>-avtrykk, påvirker hvor mange prosjekter Veidekke får. Trolig vil ressursen bli imitert, kopiert og utviklet av konkurrenter i fremtiden. Det kan delvis forklares ved at alle selskaper har et felles ansvar for miljøet, og hele verden vil tjene på mer bærekraftig asfaltarbeid. Per nå er miljøasfalt også mobilisert. Asfalten anvendes av selskapet for å skape verdi, og brukes i en rekke prosjekter på lavhastighetsvei (Veidekke, 2023b). I fremtiden skal asfalten også brukes på høytrafikkert vei, noe som krever mer forskning blant annet på asfaltens holdbarhet. Miljøasfalten, som resultat av økt fokus på bærekraft, er et midlertidig konkurransefortrinn for Veidekke. I tillegg har den potensiale til å bli et varig konkurransefortrinn dersom FoU innenfor nisjen fortsatt blir et satsingsområde. Om det konkurransefortrinnet blir varig vil også i stor grad påvirkes av konkurrentenes evne til innovasjon.

## Prosjekter

En annen viktig faktor i Veidekkes verdiskaping er prosjektene og kontraktene selskapet inngår. Veidekke drar nytte av bred variasjon innen hvilke prosjekter de tar på seg. Bred variasjon gir lavere risiko knyttet til inntjeningen på sikt. Dersom det i en periode investeres mindre i utbygging av boliger, kan Veidekkes risiko reduseres ved å vinne flere kontrakter innen eksempelvis bygging av vei. Selskapet er blant Norges største leverandører innen alle sine prosjektkategorier, som inne-

holder ulike prosjekter innen bygg, anlegg og infrastruktur, pukk og grus, asfalt og miljøtjenester. De drar nytte av stordriftsfordeler i form av tilgang på en stor mengde velutviklede, oppdaterte og topp moderne maskiner. Maskinparken oppfyller alle miljøkrav fra stat og kommune, og kan brukes til en rekke ulike prosjekter. Dermed er en av selskapets store styrker tilgangen på kompetent humankapital og moderne anleggsmidler, som kan gjennomføre de fleste typer prosjekter. Prosjektene Veidekke gjennomfører er viktige for selskapets drift fordi det skaper selskapets verdiskaping. Imidlertid finnes det til enhver tid et stort antall prosjekter, noe som gjør at prosjektene ikke kan kategoriseres som sjelden eller ikke-imiterbar. Likevel vurderes ressursen som både ivaretatt og verdiskapende for selskapet. Prosjektene er en konkurransemessig paritet.

Tabell 1: Ressursene i Veidekke vurdert etter VRIO-modellen

Ressurs	Valuable	Rare	Imitability	Organization	Resultat
Humankapital	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Bærekraft	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Miljøasfalt	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Prosjekter	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet

### 3.4 SWOT

For å oppsummere den strategiske analysen vil vi anvende en SWOT-analyse. Dette er en såkalt situasjonsanalyse som ser på styrker, svakheter, muligheter og trusler (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017, s. 266). Denne analysen er spesielt gunstig for å se både hvordan virksomheten er posisjonert i dag, og hvordan man kan forvente at fremtidsbildet vil se ut. I tillegg gir den en god oversikt over viktige nøkkelfaktorer for Veidekke, som igjen danner et viktig grunnlag for estimeringer senere i oppgaven.

Tabell 2: SWOT-analyse av Veidekke

	Fordeler	Risiko
<b>Interne faktorer</b>	<b>Styrker:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Størrelsen på selskapet</li> <li>- Fokus på bærekraft og teknologisk utvikling</li> <li>- Moderne maskinpark</li> <li>- Bred kompetanse innen mange fagområder</li> </ul>	<b>Svakheter:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Lav innovasjonsgrad</li> <li>- Hovedsakelig offentlige prosjekter som utgjør omsetningen</li> <li>- Ingen varige konkurransefortrinn</li> </ul>
<b>Eksterne faktorer</b>	<b>Muligheter:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Høy etterspørsel etter både nybygg, ROT og anlegg - gode muligheter for vekst i bransjen</li> <li>- Større fokus på miljøet</li> <li>- Samarbeid/oppkjøp mellom leverandører og entreprenører</li> <li>- Høy politisk interesse for bransjen</li> </ul>	<b>Trusler:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Utenlandske aktører</li> <li>- Lavkonjunkturer</li> <li>- Pris som (nesten) eneste konkurransemiddel</li> <li>- Høye kostnader i bransjen</li> <li>- Mangel på arbeidskraft og arbeidskriminalitet</li> </ul>

Vi velger å gjøre oppmerksom på at bransjeanalysen ikke nødvendigvis får frem alle aspekter ved bransjen. Blant annet kan merverdien av eventuelle samarbeid, og avgrensninger være noe uklare. Disse faktorene kan påvirke kvaliteten av den strategiske analysen og videre fremtidsprognose. Likevel vil den strategiske analysen ligge til grunn for videre regnskapsanalyse og verdsettelse av Veidekke.



---

## 4 Regnskapsanalyse

I denne delen av oppgaven vil vi presentere regnskapstall for de fire siste årene og gjøre en analyse av disse. Alle nødvendige tall for alle selskapene er hentet fra rapporter for Q4 “per 31.12”, samt dobbeltsjekk i årsrapportene. Vi har valgt å bruke tallene fra de 4 siste årene og ikke de 5 siste årene grunnet salg av undervirksomheter og regnskapsmessige verdiendringer i 2018 og 2019, som gjør det vanskelig å behandle tallene for disse årene på en riktig måte gitt informasjonen i årsrapportene. Tallene for 2019 er omarbeidet fra Veidekke selv til å være representativt sammenlignet med dagens virksomhet og de påfølgende årene, men utfordringer knyttet til å omarbeide regnskapstallene for 2018 gjør at vi ser det som mest hensiktsmessig å analysere regnskapene fra 2019-2022. Både regnskapsanalysen og den strategiske analysen vil legge grunnlaget for fremtidsestimater og verdsettelsen som blir presentert senere i oppgaven. Vel og merke er dette at regnskapsanalysen anvender tall for balanseført verdi av alle midler, både EK, rentebærende, og ikke-rentebærende gjeld. I senere kapitler uttrykkes noen endringer i analysene ettersom prinsipper for utregning av blant annet avkastningskrav og netto driftskapital oppstår.

### 4.1 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhet beskrives som selskapets evne til å skape overskudd (Cambridge Dictionary, 2023). For Veidekke, som alle andre bedrifter, betyr det at inntektene må være større enn kostnadene. Lønnsomhet er nødvendig for at selskapet skal kunne fortsette driften over en lengre tidsperiode, og er også viktig for potensielle investorer som ønsker avkastning på investeringene sine (Kristoffersen, 2019, s. 448).

#### 4.1.1 Rentabilitetsanalyse

Analyse av rentabilitet brukes for å måle avkastningen på investert kapital. Hensikten med en slik type analyse er å få oversikt over selskapets resultat målt opp mot kapital investert i selskapet. I denne oppgaven brukes tre av de vanligste analysene innen rentabilitet; total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin. Veidekkes nøkkeltall vil i denne oppgaven beregnes på årsbasis for de fire siste regnskapsårene for å danne et overblikk over utviklingen i selskapet. Videre er nøkkeltallene for AF Gruppen, Skanska, PEAB og NCC i 2022 beregnet for å sammenligne Veidekke med sine største konkurrenter.

#### **Total kapitalrentabilitet (ROA - return on total assets)**

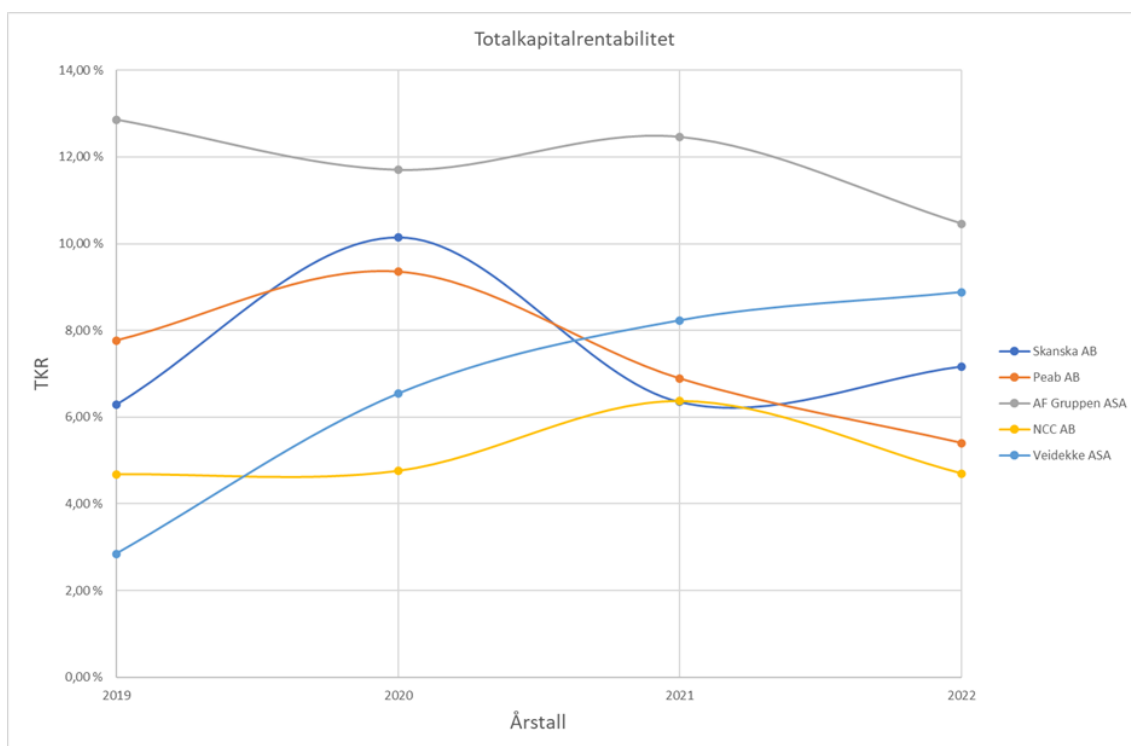
Total kapitalrentabilitet måler selskapets avkastning på den totale mengden kapital investert, altså både egenkapital og gjeld (Birken, 2021). Høy total kapitalrentabilitet indikerer at kapitalen i selskapet utnyttes godt for å skape verdi. Den generelle oppfatningen av nøkkeltallet er at 10% regnes

som god avkastning. Dersom avkastningen nærmer seg 15% regnes den som meget god. Avkastningen bør ikke være mindre enn risikofri rente med tillegg for risiko, da risikofri rente forteller hvilken alternativavkastning selskapet kan få uten risiko (Kristoffersen, 2019, s. 452). Oppfatningen av totalkapitalrentabilitet er generell, og for å vurdere tilstanden til selskapet vil det være fordelaktig å gjøre sammenligninger med konkurrentene. Formelen for beregning av TKR er:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsinntekter} + \text{finansinntekter} \cdot 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} \quad (1)$$

Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

	2019	2020	2021	2022
<b>Skanska AB</b>	6,3 %	10,1 %	6,4 %	7,2 %
<b>Peab AB</b>	7,8 %	9,4 %	6,9 %	5,4 %
<b>AF Gruppen ASA</b>	12,9 %	11,7 %	12,5 %	10,5 %
<b>NCC AB</b>	4,7 %	4,8 %	6,4 %	4,7 %
<b>Veidekke ASA</b>	2,9 %	6,5 %	8,2 %	8,9 %



Figur 6: Utvikling av totalkapitalrentabiliteten til Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

Veidekkes totalkapitalrentabilitet har de siste fire årene økt. Det betyr at selskapet oppnår høyere avkastning på investert kapital, som følge av at resultatet har økt mer enn totalkapitalen. Fra et lavt nivå på 2,85% i 2019 har selskapet evnet å gradvis øke TKR til 8,88% i 2022. Nøkkeltallet er litt

lavere enn den generelle målsettingen om 10%. Sammenlignet med konkurrentene ligger Veidekke litt over gjennomsnittet. Veidekkes norske konkurrent, AF Gruppen har litt høyere TKR, mens de svenske konkurrentene, jf. tabell 3, har noe lavere avkastning på totalkapitalen. Vi ser også av figur 6 at Veidekke som eneste selskap i analysen har positiv utvikling fra 2021 til 2022, noe som anses som positivt. Den kraftige økningen i Veidekkes TKR kan blant annet forklares med utgangspunkt i de lave utlånsrentene siden 2020, noe som også kan indikere en avtakende trend med lavere vekst i fremtiden etter hvert som rentene finner mer normale nivåer.

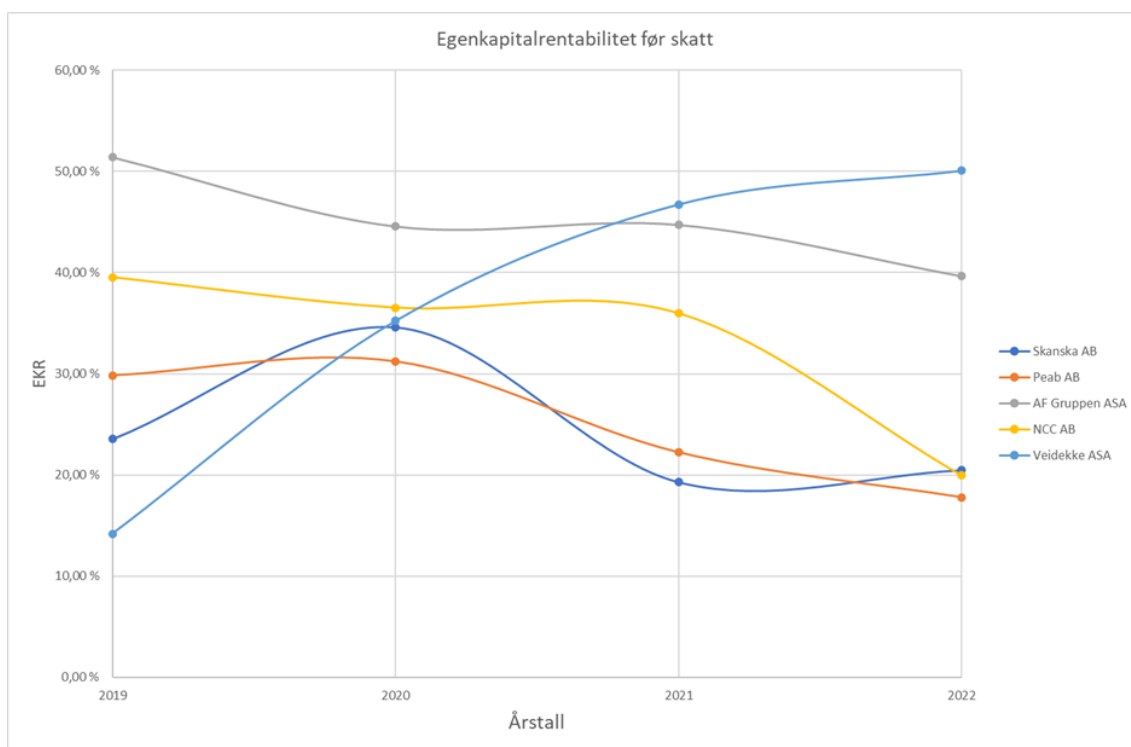
### Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er et mål på avkastningen eierne oppnår på investert kapital. For eierne er dette nøkkeltallet ofte viktigere enn TKR, da det forteller hvilken avkastning de får på investeringen i selskapet. Dersom EKR er lav vil eierne normalt sett vurdere andre investeringsalternativer med høyere avkastning på egenkapitalen. Man kan analysere egenkapitalrentabilitet før skatt og etter skatt. EKR før skatt er mye brukt ettersom det enklere kan sammenlignes med totalkapitalrentabiliteten, mens EKR etter skatt i større grad forteller om selskapets faktiske avkastning på egenkapital (Kristoffersen, 2019, s. 454). Følgende formel brukes for beregning av egenkapitalrentabilitet:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat} \cdot 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \quad (2)$$

Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet før skatt for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

	2019	2020	2021	2022
<b>Skanska AB</b>	23,5 %	34,6 %	19,3 %	20,5 %
<b>Peab AB</b>	29,8 %	31,2 %	22,2 %	17,8 %
<b>AF Gruppen ASA</b>	51,4 %	44,6 %	44,7 %	39,6 %
<b>NCC AB</b>	39,5 %	36,5 %	36,0 %	19,9 %
<b>Veidekke ASA</b>	14,2 %	35,2 %	46,7 %	50,1 %



Figur 7: Utviklingen av egenkapitalrentabilitet før skatt for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

Tabell 5: Egenkapitalrentabilitet etter skatt for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

	2019	2020	2021	2022
<b>Skanska AB</b>	19,4 %	27,6 %	16,4 %	16,5 %
<b>Peab AB</b>	24,6 %	26,5 %	18,2 %	13,3 %
<b>AF Gruppen ASA</b>	40,1 %	35,7 %	34,8 %	32,6 %
<b>NCC AB</b>	29,2 %	35,9 %	30,7 %	16,4 %
<b>Veidekke ASA</b>	10,7 %	27,0 %	35,8 %	39,6 %

Veidekkes egenkapitalrentabilitet er høyere enn total kapitalrentabiliteten hvert år siden 2019. Den er gradvis økende, sammenfallende med total kapitalrentabiliteten. EKR før skatt økte fra 14% i 2019 til omtrent 50% i 2022, noe som anses som svært tilfredsstillende. Sammenlignet med konkurrentene er Veidekkes egenkapitalrentabilitet høy, noe som anses som svært positivt for eierne, da de vil få høyere avkastning på egenkapital i Veidekke enn hos konkurrentene. Figur 7 viser en positiv utvikling i forhold til de konkurrerende selskapene, men veksten forventes i avta noe de kommende årene. Som med TKR kan bakgrunnen for de høye verdiene for EKR de siste årene vil i stor grad skyldes lave utlånsrenter.

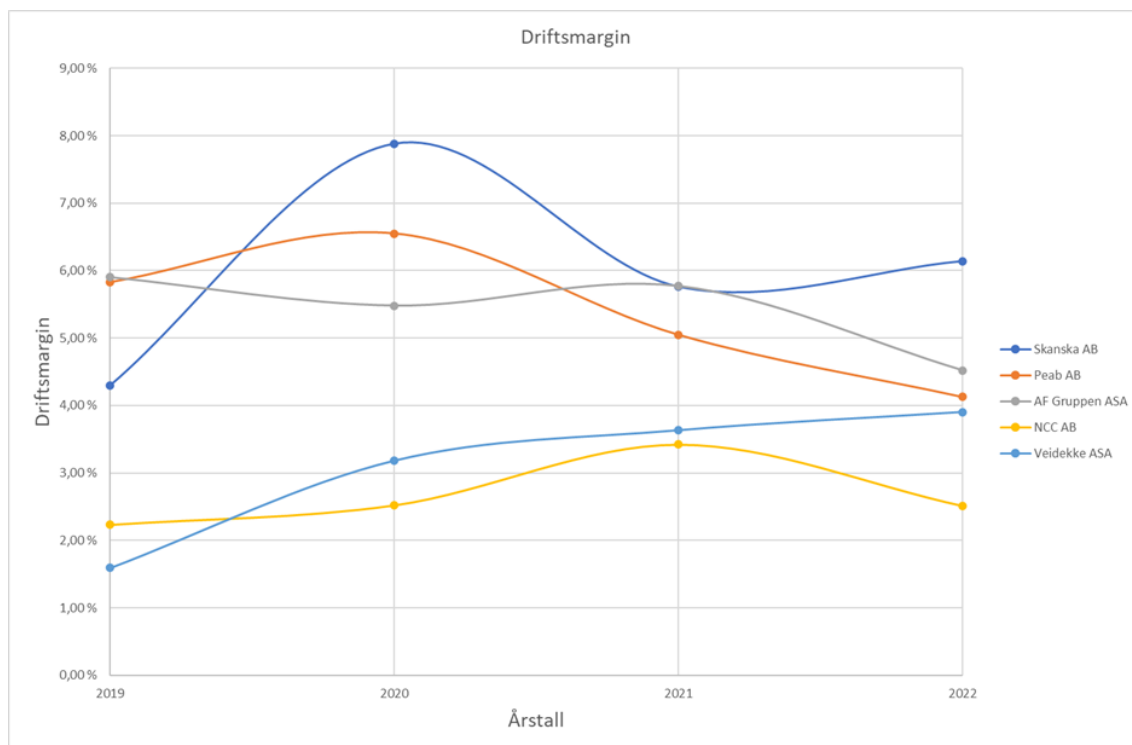
### 4.1.2 Driftsmargin

Ved å analysere et selskaps driftsmargin vil man få oversikt over den økonomiske situasjonen til selskapet, sett bort fra finansinntekter og -kostnader. Tallet gir en indikasjon på hvor prissensitivt selskapet er (Visma, u.å). Driftsmargin varierer fra bransje til bransje, og det vil derfor ikke et generelt nivå som anses som optimalt. Nøkkeltallet må derfor analyseres og ses i sammenheng med selskapets konkurrenter.

$$\text{Driftsmargin i \%} = \frac{\text{Driftsresultat} \cdot 100\%}{\text{Driftsinntekter}} \quad (3)$$

Tabell 6: Driftsmargin for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

	2019	2020	2021	2022
<b>Skanska AB</b>	4,3 %	7,9 %	5,8 %	6,1 %
<b>Peab AB</b>	5,8 %	6,6 %	5,5 %	4,1 %
<b>AF Gruppen ASA</b>	5,9 %	5,5 %	5,8 %	4,5 %
<b>NCC AB</b>	2,2 %	2,5 %	3,4 %	2,5 %
<b>Veidekke ASA</b>	1,6 %	3,2 %	3,6 %	3,9 %



Figur 8: Utviklingen av driftsmargin for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

Sammenlignet med sine konkurrenter har Veidekke driftsmargin som er noe lavere enn gjennomsnittet. Vi ser likevel at forskjellene er små. Det kan argumenteres for at de små forskjellene delvis

---

skyldes at bransjen i stor grad er standardisert, og at det er svært små forskjeller knyttet til kostnader. Grafen over viser imidlertid at Veidekke har hatt en stabil og positiv utvikling samtidig som flere av konkurrentene har hatt mer variasjoner og negativ trend siden 2019.

### 4.1.3 Likviditetsanalyse

Likviditet beskriver et selskaps betalingsevne. Det er et mål på i hvilken grad selskapet evner å betale sine forpliktelser ved forfall (Accounting Tools, 2023). Likviditetsgrad 1 beskriver forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Den kortsiktige gjelden består av all selskapets gjeld som forfaller innen 12 måneder. Det generelle utgangspunktet er at likviditetsgrad 1 bør være på 2. Det betyr at verdien av selskapets omløpsmidler tilsvarer to ganger verdien av den kortsiktige gjelden.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \quad (4)$$

Tabell 7: Likviditetsgrad 1 for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

	2019	2020	2021	2022
<b>Skanska AB</b>	1,4	1,5	1,5	1,5
<b>Peab AB</b>	1,1	1,2	1,2	1,3
<b>AF Gruppen ASA</b>	0,6	0,6	0,7	0,7
<b>NCC AB</b>	1,2	1,4	1,3	1,4
<b>Veidekke ASA</b>	0,6	1	1	0,9

Likviditetsgrad 1 har for Veidekke de siste årene vært rundt 1. Det betyr at selskapets omløpsmidler er verdsatt omtrent lik den kortsiktige gjelden. Det er lavere enn målet om en verdi på 2 ganger kortsiktig gjeld. I entreprenørbransjen har svært få av selskapene varelager med store verdier, noe som betyr at omløpsmidlene i stor grad består av bare kontanter og verdipapirer. Derfor vil likviditetsgrad 1 generelt sett vært lavere enn 2 i hele bransjen, slik vi ser i tabellen over.

### 4.1.4 Finansiering og soliditet

Finansiering er et begrep som brukes til å forklare både anskaffelse og anvendelse av kapital. For å analysere finansieringen tar man utgangspunkt i sammensetningen av bedriftens kortsiktige og langsiktige eiendeler (Kristoffersen, 2019, s. 459). Soliditet handler om en bedrifts evne til å tåle tap, og vil i stor grad være knyttet til hvor stor egenkapitalen er i forhold til totalkapitalen (Kristoffersen, 2019, s. 463).

---

## Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 uttrykker i hvor stor grad anleggsmidlene er finansiert langsiktig. En finansieringsstruktur kategoriseres som sunn dersom kapitalen som er bundet i anleggsmidler er finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld. Finansieringsgrad 1 bør helst være lavere enn 1 (Kristoffersen, 2019, s. 460).

$$\text{Finansieringsgrad1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}} \quad (5)$$

Tabell 8: Finansieringsgrad 1 for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

	2019	2020	2021	2022
<b>Skanska AB</b>	0,4	0,3	0,3	0,3
<b>Peab AB</b>	0,7	0,8	0,7	0,6
<b>AF Gruppen ASA</b>	1,7	1,5	1,5	1,6
<b>NCC AB</b>	0,6	0,6	0,5	0,5
<b>Veidekke ASA</b>	0,7	1,0	1,0	1,3

Av tabellen over kan vi se at finansieringsgraden til Veidekke har hatt en negativ trend, fra et tilfredsstillende nivå i 2019 på 0,7. Et forholdstall på over 1 innebærer at deler av anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld, noe som har vært tilfellet mellom 2020 og 2022. Til sammenligning kan vi se at Skanska i 2022 har en finansieringsgrad på 0,3, som regnes som vesentlig bedre. Samtidig er tallet for AF Gruppen i samme periode 1,6, som er svakere enn Veidekke. Samlet sett er det relativt stor grad av kortsiktig gjeld i bransjen. Skanska, som er finansiert med mest langsiktig kapital av alle disse selskapene, har over 6x mer kortsiktig enn langsiktig gjeld, men har også en større andel EK enn de to andre selskapene. Samlet sett ser det ut som at nøkkeltallet er noe høyere enn ønskelig for Veidekke, men fortsatt ikke avskrekkende med tanke på finansiering i bransjen generelt.

## Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er et uttrykk for hvor stor prosent av eiendelene som er finansiert med egne midler (Kristoffersen, 2019, s. 463). Den vil også vise hvor mye selskapet kan tape før gjelden også vil bli påført et tap. En større egenkapitalandel indikerer bedre soliditet for selskapet. De fleste virksomheter har en egenkapitalandel på rundt 30% til 35%, men det finnes samtidig ingen generelle minstekrav som bør være tilfredsstillt (Kristoffersen, 2019, s. 464).

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} \cdot 100\%}{\text{Totalkapital}} \quad (6)$$

Tabell 9: Egenkapitalandel for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

	2019	2020	2021	2022
<b>Skanska AB</b>	26,2 %	30,8 %	32,7 %	36,4 %
<b>Peab AB</b>	26,5 %	29,5 %	29,0 %	27,0 %
<b>AF Gruppen ASA</b>	23,3 %	27,2 %	27,3 %	24,2 %
<b>NCC AB</b>	10,2 %	13,9 %	19,9 %	24,3 %
<b>Veidekke ASA</b>	18,0 %	16,4 %	16,5 %	17,0 %

Veidekke har i perioden mellom 2019 og 2022 hatt mellom 16,4% og 18% egenkapitalandel. Tallet var høyest i 2019, men utviklingen har vært positiv siden 2020. Samtidig er egenkapitalandelen i perioden lavere enn det generelle nivået blant selskaper på 30-35%. Det kan derfor være relevant å sammenligne med andre selskaper i bransjen. AF Gruppen hadde i 2022 en egenkapitalandel på 24,2%, mens Skanska i samme år hadde 40,1%. Også Peab og NCC har høyere egenkapitalandel enn Veidekke, selv om NCC har ligget lavere de foregående årene.

## Gjeldsgrad

Gjeldsgraden reflekterer forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående, og kapital som er finansiert av eiere. Selskapet anses som mer solid jo lavere forholdstallet er (Kristoffersen, 2019, s. 464).

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}} \quad (7)$$

Tabell 10: Gjeldsgrad for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

	2019	2020	2021	2022
<b>Skanska AB</b>	2,8	2,2	2,1	1,7
<b>Peab AB</b>	2,8	2,4	2,4	2,7
<b>AF Gruppen ASA</b>	3,3	2,7	2,7	3,1
<b>NCC AB</b>	8,8	6,2	4	3,1
<b>Veidekke ASA</b>	4	5,1	5	4,9

Gjeldsgraden henger sammen med egenkapitalandelen, ettersom at begge nøkkeltallene forteller noe om selskapets kapitalstruktur. For Veidekke var gjeldsgraden 4 i 2019, før den økte til 5,1 i 2020 og gikk ned til 4,9 i 2022. En tommelfingerregel er at gjeldsgraden helst bør være under 2. Veidekke er med andre ord høyt belånt, også sammenlignet med AF Gruppen og Skanska som hadde henholdsvis 3,1 og 1,4 i 2022. Peab og NCC har også lavere gjeldsgrad enn Veidekke, men de fleste selskaper ligger godt over 2. Det kan dermed virke som standarden for gjeldsgrad i bransjen er noe større enn 2.



---

## Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad uttrykker i hvilken grad selskapet er i stand til å betale rentekostnader. Forholdstallet viser hvor mange ganger selskapet kan betale rentekostnadene (Kristoffersen, 2019, s. 465). God lønnsomhet vil dermed gi et høyere tall, og indikerer bedre soliditet. Rentedekningsgraden bør helst være over 3 (Kristoffersen, 2019, s. 466).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}} \quad (8)$$

Tabell 11: Rentedekningsgrad for Veidekke og noen sammenlignbare selskaper

	2019	2020	2021	2022
<b>Skanska AB</b>	16,3	29,3	22	22,6
<b>Peab AB</b>	18,2	14,7	18,4	12,1
<b>AF Gruppen ASA</b>	23,7	27,3	42,6	33,6
<b>NCC AB</b>	9,1	12,6	23,1	15,9
<b>Veidekke ASA</b>	11,8	14,2	15,6	17,9

Veidekkes rentedekningsgrad har økt fra 11,8 til 17,9 mellom 2019 til 2022, og er således godt over den anbefalte grensen på 3. Veksten i nøkkeltallet er en konsekvens av at selskapets resultat vokser vesentlig raskere enn rentekostnadene. Selskapet har dermed god dekning for rentekostnader til tross for høy gjeldsgrad, noe som tyder på at andelen rentebærende gjeld er relativt lav.

### 4.1.5 Oppsummering av finansiering og soliditet

Veidekkes nøkkeltall viser at deres finansiering og soliditet i stor grad kan anses som tilfredsstillende. I og med at Veidekke har en lavere egenkapitalandel enn de viktigste konkurrentene, må det vurderes om egenkapitalandelen er for lav eller om den bare er lav sammenlignet med bransjen men fortsatt tilstrekkelig med tanke på selskapets soliditet. Det er verdt å merke seg at de har en relativt høy finansieringsgrad sammenlignet med flere av konkurrentene, noe som tyder på en stor andel kortsiktig gjeld. I tillegg har Veidekke høy gjeldsgrad sammenlignet med konkurrenter i bransjen. Samtidig har de høy rentedekningsgrad som indikerer at den høye gjeldsgraden ikke fremstår som en alvorlig trussel for selskapets soliditet. Generelt fremstår nøkkeltallene som tilstrekkelige med tanke på selskapets kapitalstruktur.

---

## 5 Avkastningskrav

### Avkastningskrav

For å regne ut avkastningskravet til Veidekke vil vi benytte oss av to modeller: CAPM (“Capital Asset Pricing Model”) og WACC (“Weighted average cost of capital”). Kapitalverdimodellen vil benyttes for å regne ut avkastningskravet til egenkapitalen, og vil videre bli brukt for å regne ut avkastningskravet til totalkapitalen gjennom WACC (Boye *m. fl.*, 2021, s. 218-219).

### Netto driftskapital

Grunnlaget for utregningen av totalavkastningskravet gjennom WACC gjøres ved å anvende markedsverdien av selskapets netto driftskapital i stedet for selskapets totalkapital. Dette er et valg gjort på bakgrunn av de store bokførte verdiene av ikke-rentebærende gjeld sammenlignet med den totale gjelden til selskapet. I kapittel 4 ble det framstilt tall for blant annet gjeldsgrad som viser relativt store gjeldsandeler i hele bransjen dersom man ser på balanseførte verdier. I Veidekkes tilfelle er det kun 402 millioner av over 14 milliarder balanseført gjeld som er rentebærende. Netto driftskapital betegnes i denne sammenheng som markedsverdien av egenkapitalen og den rentebærende gjelden, da det ofte er disse verdiene som er knyttet til selskapets operasjonelle drift (Gjesdal og Johnsen, 2011).

Markedsverdien på egenkapitalen regnes ut som pris på aksjene ganget med antall utestående aksjer, men markedsverdien på den rentebærende gjelden er noe vanskeligere å estimere helt korrekt. Ved utgangen av 2022 hadde selskapet kun 402 millioner kroner balanseført som rentebærende gjeld, hvor 193 millioner av disse er et obligasjonslån med forfall i 2025. Dette er den bokførte verdien av de gjenværende obligasjonene i markedet etter et frivillig tilbakekjøp som ble foretatt i første kvartal 2022. Ettersom den risikofrie renten har steget betydelig siden dette tidspunktet er det rimelig å anta at markedsverdien til disse obligasjonene er noe lavere enn den bokførte verdien. Den resterende bokførte rentebærende gjelden er oppført som kortsiktig og langsiktig rentebærende gjeld til kredittinstitusjoner, som er noe vanskeligere å anta en markedsverdi på. Dette gir et grunnlag for at markedsverdien av den rentebærende gjelden er noe lavere enn den bokførte verdien, men vi har likevel valgt å anvende den bokførte verdien av den rentebærende gjelden på 402 millioner. Ettersom markedsverdien til egenkapitalen ved utgangen av 2022 var over 30 ganger så stor som den bokførte verdien av den rentebærende gjelden, hhv. 13 064 millioner og 402 millioner, vil en liten nedgang i verdien på den rentebærende gjelden ikke gi et stort utslag i totalavkastningskravet, og dette er grunnen til at vi tillater å anvende den bokførte verdien av rentebærende gjeld i stedet for markedsverdien.

---

## 5.1 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

### Risikofri rente

Den risikofrie renten som benyttes skal representere avkastningen på en risikofri investering. Statlige obligasjoner er å anse som risikofritt, dermed kan obligasjonsrenten som settes benyttes som risikofri rente ved beregning av kapitalverdimodellen og videre WACC (Brealey, Myers og Allen, 2020, s. 205-213). Av den grunn benytter vi renten på norske statsobligasjoner som den risikofrie renten i vår beregning av avkastningskrav. Med jevne mellomrom utstedes det statsobligasjoner med ulike løpetid og rente. Spørsmålet blir da hvilken statsobligasjon som skal benyttes. I en rapport publisert av PWC, vises det til at 50% av de responderte selskapene benytter seg av statsobligasjoner med 10-årig løpetid (PWC, 2022). Derfor velger vi å benytte en norsk statsobligasjon med ti år løpetid lagt ut for salg i området rundt årsskiftet 2022 til 2023. Vi kunne også benyttet renten på en statsobligasjon med tre års løpetid, men den effektive forskjellen på de to rentene er et par hundredels prosentpoeng. Den risikofrie renta ( $R_f$ ) som benyttes ligger på 3% og var gjeldende mellom 21.12.2022 og 09.01.2023 (Norges Bank, 2023a).

### Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den ekstra betalingen som markedet er villig til å påta seg for en investering som inneholder risiko (Boye *m. fl.*, 2021, s.218–219). Teorien bygger på logikken at dersom investorer tar på seg mer risiko, skal det gjenspeiles i høyere potensiell betaling/avkastning. Markedets risikopremie viser til det markedet forventer å få ekstra betalt utover den risikofrie renta. I rapporten Risikopremien i det norske markedet, utarbeidet av PWC, vises det til at markedets risikopremie til respondentene i 2022 har et gjennomsnitt på 4.9% og en median på 5% (PWC, 2022). Etter en kvalitativ vurdering synes vi at en risikopremie på 5% høres noe lavt ut. På bakgrunn av dette har det blitt gjennomført en analyse av den historiske avkastningen til Oslo Børs All Share Index som viser at gjennomsnittlig markedsavkastning de siste ti årene er på 11%. Ved bruk av en risikofri rente på 3% gir dette en markedspremie på 8%, som virker mer realistisk under dagens finansielle situasjon og er dermed den markedspremien vi benytter i vår beregning av avkastningskravet til egenkapitalen.

### Beta

Aksjens beta-verdi skal vise risikoen til aksjen målt opp mot risikoen i markedet (Boye *m. fl.*, 2021, s. 212-219). Følgende er formelen til en beta verdi gitt ved kovariansen mellom den spesifikke aksjen, markedsporteføljen (eksempelvis en børsindeks) og variansen til markedsporteføljen (Brealey, Myers og Allen, 2020, s. 188).

$$\beta = \frac{\text{Kovarians}(R_i, R_m)}{\text{Varians}(R_m)} \quad (9)$$

Har aksjen en beta-verdi på 1 tilsvarer dette at aksjen følger avkastningen til markedet perfekt. Motsatt ved en beta-verdi på -1, som viser til at markedet og aksjen er perfekt negativt korrelert. Eksempelvis dersom markedets avkastning er 1% vil en aksje med en beta-verdi på 0.8 ha en avkastning på 0.8%.

Den følgende beta-verdien for aksjen til Veidekke er utregnet på bakgrunn av offentlig data gjennom Yahoo Finance. Ved utregning av beta-verdi har vi tatt utgangspunkt i Oslo Børs All Share Index. Det noteres at denne indeksen er relativt oljetung, en bransje som ikke har stor påvirkning på Veidekke. Et alternativ kunne å ha sett Veidekke opp mot mindre oljetunge indekser, men vi velger å benytte valgt indeks på bakgrunn av at denne er representativ for hvor Veidekke geografisk opererer. Vi har både regnet ut beta-verdier for månedlig avkastning de siste fem årene, de siste tre årene og gjennom det siste året, gitt gjennom følgende tabell:

Tabell 12: Beta-verdier for aksje til Veidekke for tidshorisont 5 år, 3 år og siste året, basert på månedlig avkastning

	5ÅR M	3ÅR M	1ÅR M
OSEAX	0,80	0,85	0,58
Adj Beta	0,87	0,90	0,72

Adjusted Beta regnet ut etter denne formelen:

$$0,67 \cdot \beta + 0,33 \cdot 1 \quad (10)$$

Disse verdiene er beregnet i MS Excel gjennom formlene for kovarians og varians til et utvalg av en populasjon. Etter definisjonen fra boken Principles of Corporate Finance skal man benytte avkastningen til aksjen og ikke selve kursen til aksjen (Brealey, Myers og Allen, 2020, s. 188). På bakgrunn av de verdiene forklart over kan vi regne ut egenkapitalens avkastningskrav for Veidekke. Her benyttes følgende formel:

$$R_i = R_f + \beta_i \cdot (R_m - R_f) \quad (11)$$

Fra formelen ser vi at egenkapitalens avkastningskrav baserer seg på risikofri rente pluss en risiko-premie utover risikofri rente som er justert etter risikoen til aksjen. Med tallene diskutert over blir avkastningskravet til egenkapitalen 7,35%, som kan sees i tabell 13.

---

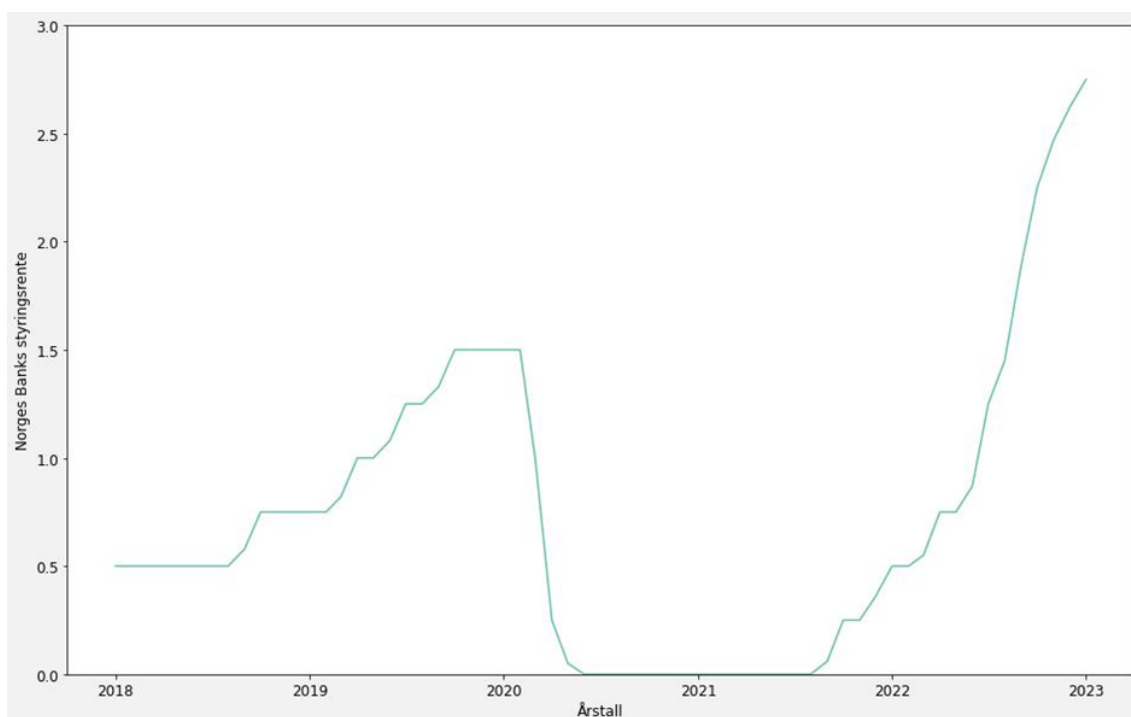
## 5.2 WACC

### Egenkapital og gjeld (D & E)

Gjeld som benyttes for beregningene her er hentet ut fra regnskapet til fjerde kvartal for Veidekke i 2022, som beskrevet i avsnittet om netto driftskapital over. Gjeldsposten inneholder både kortsiktig og langsiktig rentebærende gjeld. Egenkapitalen er regnet ut ved markedsverdien til selskapet, som også ble diskutert under avsnittet om netto driftskapital. Gjelden og egenkapitalen kombinert utgjør variabelen  $V$ .

### Gjeldskostnad

Ved beregning av avkastningskrav for totalkapitalen trenger vi å benytte oss av en gjeldsrente (RD), jamfør formelen til WACC. Renten på gjeld skal vise til kostnaden på gjelden i Veidekke. Under note 30 Finansiell risiko (4) i årsregnskapet til Veidekke for 2021 blir det opplyst om en rente på 3.2% (Veidekke, 2022a). I skrivende stund har ikke Veidekke publisert årsrapporten for 2022, og det antas at denne renten fra 2021 gjelder videre inn i 2022 da det er en fastrente. En antakelse om at denne renten gjelder fullt ut gjennom 2022 er problematisk da Norges Bank økte styringsrenten gjennom i slutten av 2022. I andre halvdel av 2022 økte Norges Bank styringsrenten fra 0% gjennom 2020 og 2021, til 2.75% i skrivende stund (Norges Bank, 2023b).



Figur 9: Styringsrente til Norges Bank (2018 - 2023)

Trolig har renteøkningene påvirkning på gjeldskostnadene til Veidekke fordi rentesatsen nevnt over

---

gjelder for en del av den langsiktige gjelden. Her er den kortsiktige gjelden ikke tatt hensyn til. Et alternativ til å anta at denne rentekostnaden fra 2021 på 3.2% gjelder for 2022 også, vil være å ta en 3-måneders NIBOR-rente og legge til et risikotillegg. NIBOR-renten viser til den interne renten som bankene i Norge er villig til å låne hverandre penger til (Norges Bank, 2014). I skrivende stund er 3-måneders NIBOR rente på 3.35% for siste måned i 2022 (SSB, 2022a). Risikotillegget kan vises gjennom markedets risikopremie. Vi mener at en rente på hhv. 8.35% (NIBOR +  $R_m$ ) er urealistisk høyt. Et alternativ til å bruke markedets risikopremie som risikotillegg, kan være å trekke fra den risikofrie renten. Da vil risikotillegget utgjøre 2%, og videre vil gjeldsrenten utgjøre 5.5% dersom denne fremgangsmåten benyttes.

I regnskapet fra 2022 er en vesentlig større andel ført under kortsiktig gjeld sett opp mot langsiktig gjeld i selskapet. Dette kan vise til at den langsiktige gjeldsrenten ikke vil være representativt for den kortsiktige gjelden. På bakgrunn av dette mener vi at å benytte en gjeldsrente på 3.2% ikke vil være representativt. Et annet argument for å forkaste den langsiktige renten oppgitt, er at en rente på 3.2% vil gjøre at avkastningskravet til totalkapitalen (regnes ut i neste avsnitt) vil bli lavere enn den risikofrie renten, noe som er problematisk. I en slik situasjon vil det teoretisk ikke lenger være poeng ved å fortsette drift dersom avkastningskravet er lavere enn risikofri rente. Følgelig kan man plassere all kapital risikofritt for å komme over avkastningskravet. Vi velger å benytte renta på 5.37%, som er regnet ut ved å legge til risikotillegget utover risikofri rente pluss effektive 3-måneders NIBOR rente.

## Skatt

Skatt på resultat er tatt hensyn til i beregningen av avkastningskrav gjennom variabelen  $T(c)$ . Den alminnelige selskapsskatten var i 2022 på 22% (Regjeringen, 2022a). Denne er uendret fra 2021 og fortsetter også videre inn i 2023. Det vises til at selskapsskatten er forutsigbar og endres normalt med få prosentpoeng ved sjelden endring. For å beregne avkastningskravet for totalkapital til Veidekke, benytter vi formelen til WACC. Denne formelen tar hensyn til avkastningskravet til egenkapitalen og renten på gjelden, for å finne et vektet avkastningskrav på totalkapitalen. Vektingen baserer seg på forholdet mellom gjeld og egenkapital i regnskapet til Veidekke. I denne prosessen blir også skatt tatt hensyn til, som gjør at dette avkastningskravet vil være gjeldende for utregninger etter skatt. Verdien av CAPM benyttes i WACC som avkastningskravet på egenkapitalen ( $R_e$ ).

$$WACC = R_e \cdot \frac{E}{V} + R_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{V} \quad (12)$$

---

Tabell 13: Beregning av CAPM og WACC for Veidekke ved benyttelse av beta fra OSEAX

$R_f$	$R_d$	$R_m$	$T_c$	Beta	D	E	V	CAPM	WACC
3,0 %	5,5 %	8,0 %	22 %	0,87	402	13064	13466	7,35%	7,25%

Tabell 13 viser utregningen av avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen, og disse tallene synes å være realistiske sett fra en kvalitativ analyse. Grunnet den minimale mengden rentebærende gjeld sammenlignet med egenkapital ser vi at avkastningskravet til totalkapitalen er svært likt avkastningskravet til totalkapitalen. Videre vil vi se at begge disse avkastningskravene brukes til verdsettelsen.

---

## 6 Estimering av fremtidig resultat

Nå som vi har avkastningskravet til selskapet kan vi se på de estimerte framtidige årsresultatene for selskapet, som et grunnlag for å regne ut andre nødvendige nøkkeltall for de aktuelle verdsettelsesmodellene som blir presentert i neste kapittel. Deretter kan nøkkeltallene for modellene anvendes sammen med avkastningskravet for å estimere selskapets verdi. Ettersom verdsettelsesformlene består av ett ledd som summerer estimerte verdier og ett terminalledd vil det være hensiktsmessig å fastsette antall år det estimeres for. Ettersom det på bakgrunn av historiske regnskapstall kan utledes at omtrent 2/3 av UB ordreserver blir til driftsinntekter ila. det neste året er det noe utfordrende å estimere veksten over flere år. Prognosene som presenteres vil dermed bestå av estimater for de neste 3 årene, 2023 til 2025. Verdsettelsesmodellene anvender dermed estimatene for disse årene i tillegg til terminalleddet som summerer den diskonterte verdien av selskapet i all framtid fra og med 2026. Alle tall i tabeller til og med kapittel 8 er oppgitt i millioner.

### 6.1 Inntekter

#### Historiske inntekter

Ved å se på Veidekkes årlige inntekter er det mulig å observere den historiske endringen over tid. På bakgrunn av inntektene og antatt vekst i årene framover skal vi senere se på prognose av inntektene for de kommende årene.

Tabell 14: Historiske inntekter

	2019 (Omarbeidet)	2020	2021	2022
<b>Driftsinntekter</b>	36,569	38,140	37,592	38,658
<b>Endring i %</b>		4.3 %	-1.4 %	2.8 %
<b>Ordreserver UB</b>	36,704	37,460	38,084	41,334
<b>Driftsinntekter i % av Ordreserver IB</b>		103.9 %	100.4 %	101.5 %

Fra tabellen over ser man driftsinntektene og endringen i driftsinntekter fra foregående år i tillegg til ordreserverne og driftsinntekter som en prosentandel av ordreserverne, fra regnskapet de siste fire årene. Det observeres at det er en spredning mellom endringene i driftsinntekter, hvor laveste endring til høyeste endring utgjør 5.7 prosentpoeng. Driftsinntektene ser ut til å være ganske like verdien av ordreserverne ved inngangen av det aktuelle året.



---

## Vekst i driftsinntekter

Ved estimering av utvikling i selskapets inntekter vil det være nødvendig å se på framtidig vekst i selskapet og bransjen. Veidekke, som en av landets største innen sin bransje, er veletablert og har gode markedsandeler. Det kan antas at veksten innad i selskapet baserer seg hovedsaklig på oppnådde framtidige tilbud og kontrakter.

I 2021 publiserte Veidekke en rapport med navn: Markedsoppdatering Høsten 2021. I denne rapporten ser Veidekke på hvordan de tror markedet kommer til å utvikle seg, særlig fram mot 2023. I denne rapporten anslår de en samlet markedsvekst på bygg, anlegg og entreprenørvirksomhet til 2% for 2023 i Norge, i tillegg til lik utvikling i Skandinavia (Veidekke, 2021). Rapporten viser ikke til direkte vekst for Veidekke som aktør alene, men det er et utgangspunkt når vi skal estimere en vekstrate for videre beregning. Vekstraten skal representere årlig vekst i relevant framtid.

Veidekke kan både ha høyere eller lavere vekst enn markedsveksten tilsier. I markedsoppdateringen til Veidekke ser man også utviklingen for de foregående årene, som ligger på rundt -1% til 2% på årsbasis (Veidekke, 2021). Informasjonen om vekst i rapporten viser at det har vært årlig varierende utvikling, men gjennomsnittlig svak positiv vekst over tid. Den ujevne utviklingen er noe som også observeres i tabell 14, hvor det ble sett på de historiske inntektene til Veidekke. I avsnittet ”Prognose av fremtidige inntekter” ser vi videre på vekstraten vi benytter oss av.

## Prognose av fremtidige inntekter

Tabell 15: Prognose av fremtidige inntekter

	<b>Gjennomsnittlig vekst (2019 – 2022)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
<b>Driftsinntekter</b>		39,431	40,220	41,024
<b>Endring i %</b>	1.9 %	2 %	2 %	2 %

Tabell 15 viser prognose for driftsinntekter de neste tre årene dersom vi anvender 2% gjennomsnittlig vekstrate. Den gjennomsnittlige vekstraten for de siste 4 årene er på 1.9% per år, og er ikke langt unna den veksten Veidekke antar for markedet i 2023. Vi legger dermed til grunn at Veidekke vil beholde sin omtrentlige markedsandel, med en gjennomsnittlig årlig vekst i entreprenørbransjen de neste årene på 2%. Som vi observerte tidligere, synes IB ordreserver å være en god antakelse for driftsinntektene det samme året, hvor driftsinntektene de siste årene har vært i gjennomsnitt 101,9% av IB ordreserver. UB ordreserver 2022 var på NOK 41 334mm, og dersom vi antar en lik utvikling vil estimatet for driftsinntekter i 2023 være på NOK 42 129mm. Estimater for driftsinntekter de 3 neste årene vil da være som følger dersom vi fortsatt antar en gjennomsnittlig vekst i driftsinntekter på 2%:

Tabell 16: Prognose av fremtidige inntekter

	Gjennomsnittlig vekst (2019 – 2022)	2023	2024	2025
<b>Driftsinntekter</b>		42,129	40,220	41,024
<b>Endring i %</b>	1.9 %	9 %	-4,5 %	2 %

## 6.2 Kostnader

### Historiske kostnader

Kostnadsoppdelingen som kan sees i tabell 17 er kun tilgjengelig gjennom Veidekkes årsrapporter og ikke kvartalsrapportene. Ettersom årsrapporten for 2022 ikke enda er publisert når denne oppgaven er skrevet, vil kostnadsanalysen basere seg på kostnadsutviklingene som kan sees mellom 2019 og 2021.

Tabell 17: Historiske kostnader

	2019 (Omarbeidet)	2020	2021	Gjennomsnittlig andel av sum driftskostnader
<b>Underentreprenører</b>	16,997	19,170	18,687	50 %
<b>Materialkostnader</b>	6,525	5,505	5,582	16 %
<b>Lønnskostnader</b>	7,227	7,403	7,209	20 %
<b>Andre driftskostnader</b>	4,285	3,945	3,834	11 %
<b>Av- og nedskrivninger</b>	887	910	919	3 %
<b>Sum driftskostnader</b>	35,992	36,932	36,231	

Driftskostnadene for Veidekke er sett i et historisk perspektiv i hovedsak delt opp i fem kategorier; underentreprenører, materialkostnader, lønnskostnader, andre driftskostnader og av- og nedskrivninger. Disse danner summen av driftskostnader for selskapet. På lik linje med inntektene i foregående avsnitt vil også de historiske kostnadene være utgangspunkt for en prognose av fremtidige kostnader. Gitt at selskapets driftsmargin er relativt stabil da driftskostnader ofte er proporsjonale til driftsinntektene, er det rimelig å heller se på summen av driftskostnadene for å vurdere kostnadene som påløper hver av disse kategoriene enn å vurdere veksten i hver kategori uavhengig av hverandre (Gjesdal og Johnsen, 2011). Dette danner grunnlaget for kostnadsestimeringen, hvor selskapets EBIT-margin antas å være relativt stabil med utgangspunkt i utviklingen de siste årene. Til tross for dette vil det være hensiktsmessig å se på den gjennomsnittlige histo-

---

riske utviklingen til de ulike kategoriene av driftskostnader for å foreta en kvalitativ undersøkelse av hvorvidt eventuelle trender kan være realistiske å fortsette eller ikke. Dersom vi antar større vekst i enkelte av posteringene enn det som har vært utviklingen historisk kan det tyde på at driftsmarginen til selskapet synker noe, med mindre en nedgang tilsvarende den aktuelle økningen kan sees i en annen postering.

Tabell 18: Historisk kostnadsutvikling

	Gjennomsnittlig vekst (2019 – 2021)
<b>Underentreprenører</b>	5.1 %
<b>Materialkostnader</b>	- 7.1 %
<b>Lønnskostnader</b>	- 0.1 %
<b>Andre driftskostnader</b>	- 5.4 %
<b>Av- og nedskrivninger</b>	1.8 %

### Underentreprenører

Tabell 18 viser en årlig gjennomsnittlig utvikling i kostnader knyttet til underentreprenører de siste årene på 5%. Dette er høyere enn å proporsjonalt følge veksten i driftsinntektene, men ettersom lønnskostnadene er svakt synkende antas dette å være en naturlig utvikling hvor en større andel av selskapets prosjekter krever arbeid som gjennomføres av underentreprenører.

### Materialkostnader

Materialkostnadene har hatt en vesentlig negativ gjennomsnittlig vekst i perioden. Sett i sammenheng med den makroøkonomiske situasjonen i 2022 og begynnelsen av 2023 ser vi denne utviklingen som lite sannsynlig at fortsetter, og at materialkostnadene for de kommende årene trolig vil være en større andel av de totale driftsinntektene enn hva som har vært tilfellet de siste årene.

### Lønnskostnader

Som nevnt i avsnittet om kostnader tilknyttet underentreprenører, har utviklingen i selskapets lønnskostnader vært svakt avtakende i perioden. Antall ansatte i selskapet er relativt stabilt gjennom alle årene i analysen, og endringer i denne posteringen kan antas å i hovedsak bestå av lønnsatts og gjennomsnittlig stillingsprosent. Gitt vesentlig økt inflasjon gjennom 2022 og begynnelsen på 2023 har vi allerede sett økt fokus rundt lønnsforhandlinger i flere bransjer, og det kan også her tenkes at disse kostnadene øker svakt dersom gjennomsnittlig stillingsprosent til de ansatte holdes stabil.

---

## Andre driftskostnader

Andre driftskostnader består av kostnader knyttet til driften som ikke er store nok til å gå en egen post i regnskapet. Det kan være kostnader knyttet til reiser, seminarer osv. Den historiske utviklingen har vært avtakende som antakelig er et resultat av bevisst kostnadsstyring. Den historiske utviklingen her antas å trolig fortsette å synke, muligens noe avtakende ettersom tabell 18 viser en vesentlig større nedgang fra 2019 til 2020 sammenlignet med utviklingen fra 2020 til 2021.

## Av- og nedskrivninger

Av- og nedskrivninger regnes som en kostnadsføring av verdifall på for eksempel maskiner og andre anleggsmidler. Historisk har av- og nedskrivninger for selskapet hatt en gjennomsnittlig årlig økning på omtrent 2%, noe som antas å være en realistisk trend gitt jevne investeringer i nye anleggsmidler.

Sett i sammenheng antar vi en relativt proporsjonal utvikling i kostnadene og inntektene, og at driftsmarginen til selskapet vil holdes stabil de neste årene. Til tross for dette utelukkes det ikke for en mulighet til at driftsmarginen både kan øke og synke, men antakelig ikke med like mye som de mest ekstreme årlige svingningene historisk sett.

## 6.3 Estimert resultatutvikling

Å estimere Veidekkes driftsresultat, gjøres som nevnt ved bruk av driftsmarginen til selskapet. Tabellen under viser driftsmarginen, og basert på den avtakende veksten antas det å holde stabil driftsmargin på 3.9% i årene framover.

Tabell 19: Estimert EBIT og EBIT margin

	2019 (Omarbeidet)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Driftsinntekter</b>	36,569	38,140	37,592	38,658	42,129	40,220	41,024
<b>Driftskostnader</b>	35,992	36,932	36,231	37,188	40,486	38,651	39,424
<b>EBIT</b>	577	1,208	1,361	1,470	1,643	1,569	1,600
<b>EBIT margin</b>	1.6 %	3.2 %	3.6 %	3.9 %	3.9 %	3.9 %	3.9 %

EBIT viser til "Earnings Before Interest and Tax". Vi ser generelt sett en positiv utvikling på EBIT-margin for årene etter 2019, og denne positive trenden antas å avta i årene framover. Ba-

sert på driftsresultatet kan en deretter regne ut resultatet etter skatt ved å trekke fra skatt og rentekostnader. Tabellen under antar en endring i netto finansielle poster på lik linje med historisk utvikling, og skattekostnad som 22% av EBIT i det aktuelle året for årene etter 2022.

Tabell 20: Estimert resultat etter skatt

	2019 (Omarbeidet)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>EBIT</b>	577	1,208	1,361	1,470	1,643	1,569	1,600
<b>Netto finansielle poster</b>	2	-11	-22	-42	-46	-51	-56
<b>Skattekostnad</b>	-142	-279	-313	-308	-351	-334	-340
<b>Resultat etter skatt</b>	437	918	1,026	1,158	1,246	1,184	1,204

Vi ser en trend fra og med 2019 at resultatet etter skatt øker raskt, som et resultat av vesentlig bedret driftsmargin i tillegg til veksten i driftsinntekter. Denne veksten vil dermed naturligvis avta når driftsmarginen er mer stabil, og endringene i resultatet etter skatt er i stor grad proporsjonalt til endringen i driftsinntektene. Som nevnt innledningsvis i kapitlet består verdsettelsesmodellene som anvendes i neste kapittel av ett ledd som regner ut selskapets terminalverdi fra og med året etter perioden resultatet eksplisitt estimeres for. Ulike verdsettelsesmodeller har noe varierende formler for å regne ut dette terminalleddet, men felles for de fleste er avkastningskravet og terminalveksten til selskapet. Avkastningskravet er vi kjent med fra forrige kapittel, og da mangler vi kun terminalveksten.

Den strategiske analysen tas i betraktning for å vurdere selskapets vekst i fremtiden i tillegg til historisk utvikling. Hvilken vekst som legges til grunn ved beregninger av fremtidig resultat vil naturligvis ha stor påvirkning på verdsettelsen av selskapet. I vår prognose legger vi til grunn for en terminalvekst på 1%. Grunnlaget for dette valget er både historisk utvikling og Veidekkes egne markedsutsikter som tilsier omtrent årlig vekst på 2%, som videre diskonteres ned til 1% da terminalveksten til et selskap gjerne er lavere enn historisk og nåværende vekst. Dette innebærer at vi ikke forventer betydelig vekst basert på den strategiske situasjonen til selskapet. Veidekke er et stort selskap i en relativt stabil bransje, og vi antar dermed at markedsandelene vil holdes relativt like. Fra den interne analysen finner vi ingen varige konkurransefortrinn, som støtter påstanden om at Veidekke ikke kommer til å ta noen større markedsandel i årene fremover. Vi forventer likevel vekst, forutsatt at bransjen fortsetter å vokse - som etter alt å dømme er realistisk.

---

## 7 Verdsettelse ved bruk av verdsettelsesmodellene

Selskaper kan verdsettes ved bruk av ulike modeller som blant annet kan ha grunnlag i balanseførte verdier, resultat, eller kontantstrøm. Alle modellene har både fordeler og ulemper, og i de aller fleste tilfeller vil en verdsettelse som baserer seg på flere modeller gi det beste resultatet. I teorien skal de fleste modeller gi lik verdsettelse. Ettersom en verdsettelse baserer seg på et selskaps nåværende og framtidige verdi, kan noen forskjeller forekomme på bakgrunn av antakelser i estimatene.

Å velge hvilke modeller som egner seg best til å verdsette et selskap kan være utfordrende, og utgangspunktet vil i stor grad basere seg på historisk utvikling i de aktuelle nøkkeltallene som anvendes i de ulike modellene. Tre av de mest populære metodene for å verdsette selskaper er modeller som verdsetter selskapet basert på kontantstrøm, utbytter, eller residuall resultat. Disse er nøkkeltall som kan regnes ut med utgangspunkt i et selskaps resultat etter skatt, men som også inneholder andre usikkerhetsmomenter. Vi ser mer på hver av disse under, før vi verdsetter selskapet basert på de modellene vi antar egner seg best for en realistisk verdsettelse.

### **Kontantstrøm**

Estimering av et selskaps kontantstrøm kan følge flere mulige tilnærminger, hvor selskapets kontantstrøm fra den operasjonelle driften er grunnlaget. Dette tallet kan man generelt sett finne ved å se på selskapets resultat før skatt, trekke fra den betalte skatten for året, og legge til av- og nedskrivninger. Deretter trekkes investeringer i anleggsmidler fra den operasjonelle kontantstrømmen for å regne ut selskapets frie kontantstrøm.

I Veidekkes tilfelle er det ytterligere posteringer under utregningen av den operasjonelle kontantstrømmen som er av vesentlig størrelse, og dermed har stor innvirkning på selskapets frie kontantstrøm. Slike posteringer kan for eksempel være gevinst ved salg av anleggsmidler, endring i gjeld og fordringer, eller resultatposter uten kontanteffekt. Disse postene har variert svært mye de ulike årene, og forskjellen mellom 2021 og 2022 var på over NOK 700mm. Ettersom kontantstrømmene fra den operasjonelle driften for disse årene var på henholdsvis NOK 2200mm og NOK 1400mm, kan dette sies å være en vesentlig postering som har stor betydighet for å regne ut og estimere selskapets frie kontantstrøm. Denne differansen var et resultat av jevn utvikling gjennom alle kvartaler i 2022, uten noen vesentlige kommentarer i de aktuelle kvartalsrapportene. Dette gjør det utfordrende å estimere selskapets kontantstrøm de neste årene, og vi anvender dermed ikke denne verdsettelsesmetoden.

### **Utbytte**

Veidekke har gjennom mange år betalt høye utbytter og selskapet har som mål å utbetale minimum 70% av resultat etter skatt som utbytte. Gjennomsnittlig utbyttegrad de siste 10 årene har møtt

---

dette kravet (Veidekke, 2022c). For regnskapsårene 2020, 2021, og 2022 ble det utbetalt hhv. 92%, 98%, og 96% av resultatet etter skatt som utbytte, som tilsvarer en gjennomsnittlig utbyttegrad på 95% de siste 3 årene. Siden 1997 har Veidekke kun redusert utbyttet sammenlignet med det foregående året 2 ganger dersom man utelater ekstraordinære utbytter, noe som tyder på en sterk grad av finansiell styring innad i selskapet og at de generelt sett følger en god utbyttepolitikk. På bakgrunn av dette kan vi dermed se at selskapets mål om 70% gjennomsnittlig utbyttegrad møtes også i fremtiden, med potensiale for vesentlig høyere utbyttegrad.

I motsetning til selskapets frie kontantstrøm er Veidekkes utbyttepolitikk relativt forutsigbar med en minimumsgrense for utbyttegraden på 70%. Den maksimale utbyttegraden over tid er teoretisk 100%, derimot er ikke dette sannsynlig i praksis. Ettersom selskapets mål er relativt konservativt sammenlignet med utbyttegraden de siste årene kan dette også tyde på noe usikkerhet i årene som kommer, og dette er risiko som bør beregnes for ved en verdsettelse. På bakgrunn av disse opplysningene ser vi på en verdsettelse ved bruk av en utbyttmodell som svært hensiktsmessig for selskapet, og vi vil se nærmere på dette i neste del av kapitlet.

## **Residualt resultat**

Verdsettelsesmodeller som anvender selskaps residuale resultat ser typisk på differansen mellom resultatet etter skatt og kapitalkostnaden til selskapet. Slike modeller omtales med flere navn, hvorav ”superprofittmetoden” er ett av de mest populære norske ordene. Det finnes flere måter å regne ut det residuale resultatet, hvor noen tar utgangspunkt i kontantstrømmene, og andre i resultatet etter skatt. I tillegg kan kapitalkostnaden beregnes både på bakgrunn av egenkapitalen eller netto driftskapital. Ettersom det ble diskutert tidligere at estimeringen av selskapets kontantstrømmer er noe utfordrende, er det naturlig å ta utgangspunkt i selskapets resultat etter skatt. Vurderingen om man skal ta utgangspunkt i egenkapitalen eller netto driftskapital for å regne ut kapitalkostnaden er noe mer nyansert, da de estimerte avkastningskravene til egenkapitalen og totalkapitalen (netto driftskapital) anvendes, og denne verdsettelsesmetoden antar at det avkastningskravet som anvendes er stabilt. På bakgrunn av at selskapet har lite rentebærende gjeld sammenlignet med egenkapital per 31.12.2022, har vi sett at forskjellen på avkastningskravet til egenkapitalen og netto driftskapital er minimal.

Dersom selskapet endrer kapitalsammensetningen i fremtiden vil totalavkastningskravet påvirkes. Ettersom egenkapitalkravet er basert på historiske data med 5-årig beta og markedspremie målt over 10 år, anses dette som mer stabilt i fremtiden enn avkastningskravet til netto driftskapital. Å anvende avkastningskravet til egenkapitalen er også noe som er mer relevant enn avkastningskravet til netto driftskapital ved utregning av fremtidig residualt resultat, da det er større grunnlag for å anta fremtidig bokført verdi på egenkapitalen sammenlignet med netto driftskapital. Kapitalkostnaden når vi anvender avkastningskravet til egenkapitalen blir da avkastningskravet multiplisert med inngående bokført verdi av egenkapitalen i balansen.

---

Denne verdsettelsesmetoden kan på lik linje med utbyttmodellen antas å være relevant for en verdsettelse av Veidekke, da denne modellen også har utgangspunkt i resultat etter skatt, og utviklingen i selskapets egenkapital. Endringen i egenkapitalen vil være et produkt av utbyttegraden til selskapet, noe som gjør utbyttegraden sentral også ved bruk av denne metoden.

For å verdsette Veidekke velger vi dermed å benytte en modell som tar utgangspunkt i selskapets utbytte, og en modell som tar utgangspunkt i selskapets residuale resultat. Disse blir herved referert til som hhv. utbyttemetoden og superprofittmetoden.

## 7.1 Utbyttemetoden

Grunnlaget for anvendelse av utbyttemetoden er nåverdien av utbyttene for de estimerte periodene, i tillegg til nåverdien av selskapets terminalverdi. Denne metoden kan fremstilles ved formelen:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{D_{T+1}}{k-g} \cdot \frac{1}{(1+k)^T} \quad (13)$$

Hvor  $P_0$  er selskapets verdi ved verdsettelsestidspunktet,  $D_t$  er utbyttet i år  $t$ ,  $k$  er avkastningskravet, og  $g$  er terminalveksten.

Normalt ved bruk av utbyttemetoden vil terminalveksten være et produkt av det tilbakeholdte resultatet og egenkapitalrentabiliteten etter skatt. Som vi så i kapittel 4, regnskapsanalyse, er egenkapitalrentabiliteten til Veidekke svært høyt på nesten 40%. På bakgrunn av bransjen selskapet opererer i, hvor majoriteten av inntektene er et produkt av planlagte prosjekter som utdeles via offentlige anbud, antar vi at denne formelen ikke holder i dette tilfellet. Dersom den hadde holdt ville selskapet hatt en vekstrate på 8% ved en utbyttegrad på 80% ( $20\% * 40\% = 8\%$ ). Dette hadde ført til at selskapet har en vekstrate høyere enn det kalkulerte avkastningskravet, som ikke er realistisk.

Som tidligere nevnt har Veidekke de siste 3 årene hatt en gjennomsnittlig utbyttegrad på 95%, som styrker påstanden om at selskapet ikke kan oppnå vesentlig vekst på tilbakeholdt kapital. Trolig vil veksten tilknyttet i stor grad små, mindre lønnsomme prosjekter, eller eventuell avkastning på finansielle posisjoner. På grunn av den høye utbyttegraden antar vi også at Veidekke finner det mer hensiktsmessig å utbetale større andel utbytte enn å foreta forvaltning av kapitalen på egen hånd, da selskapets investorer har ulike mål.

På bakgrunn av dette antar vi at veidekkes vekst ved bruk av utbyttemetoden vil være tilnærmet lik terminalveksten som ble nevnt i forrige kapittel på 1%. Grunnlaget for dette er den minimale vekstmuligheten for tilbakeholdt kapital, og vi antar dermed at selskapets vekst i hovedsak knyttes til veksten av bransjen generelt, hvor vi antar en gjennomsnittlig terminalvekst på 1% årlig.

For å anvende formelen må vi likevel se på hvor stor andel av resultatet etter skatt selskapet



utbetaler som utbytte for å vurdere størrelsene til  $D_t$ . Som nevnt tidligere har Veidekke et mål om å utbetale minimum 70% i gjennomsnitt, men vi har sett en vesentlig høyere trend de siste årene. På bakgrunn av selskapets gode utbyttepolitikk historisk sett antar vi at dette målet vil bli møtt i fremtiden, og dermed har vi 70% utbyttegrad som basis i utregningen. Anvender vi formelen som ble presentert over med tallene for de aktuelle årene vil verdsettelsen se slik ut:

Tabell 21: Verdsettelse etter Utbyttemodellen 70% utbyttegrad

	2023	2024	2025	Terminalverdi	WACC	Terminalvekst
Antatt utbytte	872	829	843		7.25%	1 %
NPV	813	720	683	11,043		
Sum	13,260					
Justert for MM	13,260,106,617					
Antall aksjer utstedt	134,956,267					
Pris per aksje	98.3					
Markedspris per 31.12.2022	96.8					
Markedspris per 22.02.2022	109.0					

Basert på denne modellen ser vi at antatt aksjepris er omtrent lik markedsprisen per 31.12.2022, hvor modellen gir 1,5% høyere verdi på selskapet enn hva det verdsettes til i markedet på dette tidspunktet. Ser vi dermed på markedsprisen per 08.02.2023, da kvartalsrapporten for 4. kvartal 2022 ble publisert, viser modellen omtrent 10% lavere verdi enn markedet.

Som nevnt i avsnittene om terminalvekst og utbyttegrad, er veksten antakelig ikke særlig påvirket av tilbakeholdt resultat, og en kan dermed anta at høyere utbyttegrad enn 70% er realistisk gitt den samme terminalveksten på 1%. En investor vil likevel ikke ta på seg unødige risiko, men gitt utviklingen til selskapets inntekter, resultat, og utbyttegrad de siste årene kan det være realistisk å anta en høyere utbyttegrad enn Veidekkes mål på 70%. I modellen under ser vi på samme metode som over, med endring i utbytteverdiene til å være lik 80% av selskapets resultat.

Tabell 22: Verdsettelse etter Utbyttmodellen 80% utbyttegrad

	2023	2024	2025	Terminalverdi	WACC	Terminalvekst
Antatt utbytte	996	947	963		7.25%	1 %
NPV	929	823	781	12,621		
Sum	15,154					
Justert for MM	15,154,407,562					
Antall aksjer utstedt	134,956,267					
Pris per aksje	112.3					
Markedspris per 31.12.2022	96.8					
Markedspris per 22.02.2022	109.0					

Med en utbyttegrad på 80% og terminalvekst på 1% ser vi at selskapet verdsettes omtrent 15% høyere enn ved utbyttegrad på 70%. Sammenlignet med markedsprisen til selskapet per 31.12.2022 gir denne modellen 16% høyere verdi, og sammenlignet med 08.02.2023 gir modellen 3% høyere verdi.

Gitt Veidekkes historiske utvikling i utbyttegrad og vekst, kan begge disse modellene være noe ukorrekte, da utbyttegrad, avkastningskrav, og vekst er dynamiske variabler som vil variere. Til tross for dette antar vi at en utbyttmodell som legger til grunn noe høyere utbyttegrad enn hva som er selskapets mål er relevant, og at vekstraten ikke kan utledes av den typiske formelen som ble nevnt tidligere. Til tross for dette er det kritisk for en investor å ikke anta utvikling i selskapet som er urealistisk dersom avkastningen skal være positiv. Større variasjoner i selskapets verddivurdering ved bruk av utbyttemetoden vil bli presentert i neste kapittel.

## 7.2 Superprofittmetoden

Som ble utledet i forrige delkapittel antar vi også ved bruk av denne metoden at utbyttegraden er på 80% og vekstraten er 1%. I likhet med utbyttemetoden består også denne metoden av to steg, det første for å regne ut summen av de estimerte residualresultatene, og det andre for å regne ut terminalverdien ved slutten av perioden det er estimert for. Dersom vi bruker Edwards og Bells metode vil formelen for det første leddet se slik ut (Gjesdal og Johnsen, 2011):

$$B_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RI_t}{(1+k)^t} \quad (14)$$

Hvor  $B_0$  viser til inngående bokført verdi på egenkapitalen,  $RI_t$  er det residuale resultatet i år  $t$ , og  $k$  er avkastningskravet.

Edwards og Bells metode for å regne ut terminalverdien i et tilfelle med positiv vekst har avkastning og vekstrate som sentrale variabler, hvor avkastningen er uttrykt som rentabiliteten. I kapittel 4, Regnskapsanalyse, så vi at egenkapitalrentabiliteten til selskapet etter skatt var i underkant av 40%, noe som er veldig høyt. Etttersom det er usannsynlig at selskapet kan foreta ekstra investeringer til denne avkastningen, gir ikke denne formelen en realistisk terminalverdi. Ved å ta utgangspunkt i størrelser vi allerede har diskutert kan vi anvende Gordons formel med tallene for residuall resultat, vekstraten, og avkastningskrav, og dermed diskontere dette. Formelen for dette vil se slik ut:

$$\frac{RI_{T+1}}{k - g} \quad (15)$$

Og følgelig vil hele formelen kunne fremstilles slik:

$$P_0 = B_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RI_t}{(1+k)^t} + \frac{RI_{T+1}}{k-g} \cdot \frac{1}{(1+k)^3} \quad (16)$$

For å kunne anvende formlene må vi finne de manglende tallene for bokført verdi på egenkapitalen og residuall resultat. Utviklingen i egenkapitalen for de neste årene er basert på utbyttegraden, hvor vi antar at egenkapitalen vil øke med verdien av tilbakeholdt resultat. Dersom utbyttegraden synker i de kommende årene vil verdien av den bokførte egenkapitalen stige, og følgelig stiger kapitalkostnaden.

Tabell 23: Residuall resultat 2023-2025

	2023	2024	2025
<b>Bokført EK IB</b>	2,995	3,244	3,474
<b>Resultat etter skatt</b>	1,246	1,150	1,223
<b>Kapitalkostnad</b>	220	238	255
<b>Residuall resultat</b>	1,025	912	968

Basert på disse tallene kan vi regne ut nåverdien av kommende års residuale resultat og terminalverdien, for deretter å summere disse og den bokførte verdien av egenkapitalen for å verdsette selskapet.

Tabell 24: Verdsettelse etter superprofittmetoden

	2023	2024	2025	Terminalverdi	WACC	Terminalvekst
Residualt resultat	1,025	912	968		7.35%	1 %
NPV	955	791	782	12,442		
$B_0$	2,995					
Sum	17,966					
Justert for MM	17,966,379,290					
Antall aksjer utstedt	134,956,267					
Pris per aksje	133.1					
Markedspris per 31.12.2022	96.8					
Markedspris per 22.02.2022	109.0					

Ved bruk av superprofittmetoden ser vi at selskapet verdsettes i underkant av 20% høyere enn ved bruk av utbyttemetoden med de samme tallene for vekst og utbyttegrad. Dette skyldes at metoden i mindre grad blir påvirket av utbyttegraden til selskapet, da den eneste påvirkningen dette har ved bruk av superprofittmetoden er at egenkapitalen stiger og kapitalkostnaden blir større. Ved bruk av denne metoden ser vi på differansen mellom kapitalkostnaden og resultatet etter skatt, og ettersom kapitalkostnaden er et produkt av tilbakeholdt kapital multiplisert med avkastningskravet gir dette en redusert effekt på det residuale resultatet sammenlignet med utbyttet som ble anvendt i utbyttemetoden. På grunn av selskapets lave bokførte egenkapital sammenlignet med resultatet de produserer, er det residuale resultatet relativt sett høyere enn utbyttet ved 80% utbyttegrad.

Begge verdsettelsesmetodene som er brukt har sine styrker og svakheter, og variablene for utbyttegrad, avkastningskrav, og terminalvekst er viktige for å tilegne selskapet riktig verdi. Dersom vi ser på en lik vektning av modellene som anvender 80% utbyttegrad i begge metodene gir dette en antatt verdsettelse til selskapet lik 16 560mm, som tilsvarer en aksjepris på 122,7 kr. En verdsettelse basert på to enkle modeller uten noen form for spredning i estimat er dog ikke anbefalt å verdsette et selskap på, da det aktuelle selskapets omgivelser er dynamiske. Vi kan dermed utvide analysen ved hjelp av sensitivitetsanalyser som vi ser på i neste kapittel.

---

## 8 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse ser på hvor sensitiv verdivurderingen til selskapet er basert på en endring i gitte variabler, som i dette tilfellet vil være vekstraten og avkastningskravet. Spredningen i verdiene for disse variablene er +/- 0,5 og 1% fra det vi antok som avkastningskravet og terminalveksten, hhv. 7,25% og 1% for sensitivitetsanalysen til verdsettelsen basert på utbyttemetoden. For verdsettelsen basert på superprofittmetoden vil sensitivitetsanalysen se på de samme verdiene for avvik, men avkastningskravet tar utgangspunkt i avkastningskravet for egenkapitalen på 7,35% basert på grunnlaget beskrevet tidligere.

Tabell 25: Sensitivitetsanalyse utbyttemetoden med endring i vekst og avkastningskrav

		G →				
WACC ↓		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
	6.25%	114.3	123.1	133.6	146.3	162.0
	6.75%	105.9	113.3	122.0	132.4	145.0
	7.25%	98.6	104.9	112.3	120.9	131.2
	7.75%	92.2	97.7	104.0	111.3	119.8
	8.25%	86.7	91.4	96.8	103.1	110.3

Tabell 25 viser sensitivitetsanalysen til utbyttemetoden gitt utbyttegrad på 80%. Vi ser at den midterste cellen gir lik verdsettelse som verdsettelsesmodellen i forrige kapittel, da denne anvender det samme avkastningskravet og terminalveksten. Videre ser vi spredningen i tilfeller med nullvekst og vekst opp mot 2% årlig, og varierende avkastningskrav.

Dersom vekstraten dobles fra 1% til 2% og avkastningskravet er uendret øker aksjeprisen til 131,2 kr, som tilsvarer omtrent 17% økning. Dersom avkastningskravet synker med 1% fra 7,25% til 6,25% og vekstraten er uendret øker aksjeprisen til 133,6 kr, som tilsvarer omtrent 19% økning. Verdsettelsen av Veidekke er dermed noe mer sensitivt for en endring i avkastningskravet sammenlignet med en tilsvarende endring i vekstraten til selskapet.

Tabell 26: Sensitivitetsanalyse superprofittmetoden med endring i vekst og avkastningskrav

		G →				
WACC ↓		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
	6.35%	135.2	143.7	153.8	166.0	181.1
	6.85%	126.9	134.1	142.6	152.6	164.7
	7.35%	119.8	126.0	133.1	141.5	151.4
	7.85%	113.6	118.9	125.0	132.1	140.4
	8.35%	108.1	112.8	118.1	124.1	131.2

---

Tabell 26 viser sensitivitetsanalysen til superprofittmetoden gitt utbyttegrad på 80%. Vi ser at den midterste cellen gir lik verdsettelse som verdsettelsesmodellen i forrige kapittel, da denne anvender det samme avkastningskravet og terminalveksten. Dersom vekstraten dobles fra 1% til 2% og avkastningskravet er uendret øker aksjeprisen til 151,4 kr, som tilsvarer omtrent 14% økning. Dersom avkastningskravet synker med 1% fra 7,25% til 6,25% og vekstraten er uendret øker aksjeprisen til 153,8 kr, som tilsvarer omtrent 16% økning. Verdsettelsen av selskapet basert på superprofittmetoden er dermed i likhet med utbyttemetoden noe mer sensitivt for en endring i avkastningskravet sammenlignet med en tilsvarende endring i vekstraten til selskapet.

På bakgrunn av begge sensitivitetsanalysene ser vi at de overlapper mellom omtrent 110 kr og opp til omtrent 160 kr. Dette intervallet er svært bredt, og viser hvor sensitiv verdien til selskapet er som følge av en relativt liten endring i avkastningskravet og vekstraten gitt våre antakelser angående utbyttegraden og det residuale resultatet.

Vi kan også se på sensitiviteten til modellene dersom vi anvender tre variabler. I sensitivitetsanalysen til både utbyttemetoden og superprofittmetoden vil dette være avkastningskravet og vekstraten som sees over, men vi kan i tillegg anvende utbyttegraden. Denne matrisen blir dermed tredimensjonal som gjør at den ikke enkelt kan fremstilles i dette dokumentet, men vi kan anvende grunnleggende statistikk som gjennomsnitt og standardavvik for å se spredningen på gjennomsnittlig verdi. I denne tredimensjonale sensitivitetsanalysen brukes like begrensninger for WACC og G som over, i tillegg til å variere utbyttegraden mellom 70 og 90%. Bakgrunnen for intervallet til utbyttegraden er selskapets mål om 70%, og gjennomsnittet de siste 3 år på hele 95%. Til tross for at den gjennomsnittlige utbyttegraden de siste årene har vært på 95%, ser vi ikke på dette som en realistisk gjennomsnittlig utbyttegrad i fremtiden, og intervallet begrenses dermed til 90%.

Dersom vi ser på utbyttemetoden gir denne tredimensjonale sensitivitetsanalysen en gjennomsnittlig verdi per aksje på 116,6 kr, med et standardavvik på 21,5 kr. Det tilsvarende konfidensintervallet er da mellom 95,1 kr og 138,1 kr, som er lavere spredning enn den todimensjonale sensitivitetsanalysen uttrykte fra høyeste til laveste verdi. Noe som her er verd å merke er at sannsynligheten for de ulike utbyttegradene er ansett som lik, med andre ord vektet alle verdivurderingene til selskapet likt. I realiteten er det relativt lite sannsynlig at selskapet har en utbyttegrad tilsvarende 90% av resultatet når målet deres er 70%. Dersom utbyttegraden minker og er nærmere 70% enn 90%, er det også sannsynlig at vekstraten øker, som kompensere for det direkte verditapet ved lavere utbyttegrad.

Dersom vi ser på selskapets aksjepris per 31.12.2022, 96,8 kr, er dette i konfidensintervallets nedre halvdel. Gitt forutsetningene uttrykt i modellene kan dette tyde på en svak underprising av selskapet. Ser vi på aksjeprisen den dagen kvartalsrapporten for 4. kvartal 2022 ble offentliggjort, 8. februar, endte kursen den dagen på 109 kr, som er tilnærmet likt gjennomsnittet i den tredimensjonale sensitivitetsanalysen på 116,6 kr, gitt standardavviket.

---

Som uttrykt i forrige kapittel vil også superprofittmodellen gi et noe ulikt resultat avhengig av utbyttegraden, da en økning i selskapets egenkapital øker kapitalkostnaden. Vi kan dermed anvende like forutsetninger for utbyttegrad mellom 70 og 90% for å se spredningen på verdivurderingen. Den tredimensjonale sensitivitetsanalysen til den resultatbaserte verdsettelsen ga gjennomsnittspris på 134,9 kr, som er vesentlig over tilsvarende gjennomsnitt for utbyttemetoden. Derimot er standardavviket på denne modellen mindre, på 17,3, som gir et smalere konfidensintervall mellom 117,6 og 152,2. Ser vi på denne modellens 2 standardavviks konfidensintervall, kan vi se at markedsprisen på verdsettelsestidspunktet, 31.12.2022, er lavere enn dette intervallet, noe som tyder på et relativt sikkert grunnlag for underprising gitt antakelsene for utbyttegrad, vekst, og avkastningskrav.

Basert på sensitivitetsanalysene kan det dermed se ut som grunnlaget for å påstå en underprising i markedet på verdsettelsestidspunktet er relativt sterkt. Ser man derimot på utviklingen i aksjekursen til og med dagen kvartalsrapporten med tallene for 2022 ble publisert, er det trolig ikke grunnlag for den samme påstanden, og Veidekkes markedsverdi antas å være tilnærmet lik vår utregnede verdi. Dersom de tredimensjonale sensitivitetsanalysene vektet likt ender gjennomsnittlig verdi per aksje for selskapet på 125 kr per aksje, med standardavvik på 20 kr. Sett i sammenheng med den like vektingen av modellene i forrige kapittel er dette et ganske likt anslag for Veidekkes verdi på verdsettelsestidspunktet.

---

## 9 Markedsbasert verdsettelse

Verdsettelse av selskaper kan også bli foretatt ved bruk av andre metoder enn kun diskonterte kontantstrømmer. Det er vanlig å bruke sammenligning av det aktuelle selskapet med øvrige selskaper, noe som kan være tidsbesparende gitt at man finner gode selskaper og sammenligne med. Da sammenlignes forholdstall mellom bedriftens verdsettelse, med for eksempel inntekter eller bokverdi av egenkapital opp mot lignende bedrifters tilsvarende forholdstall. Fordelen med denne metoden er at verdsettelsen får en mer subjektiv tilnærming. På den andre siden har denne verdsettelsesmetoden noen svakheter som kan påvirke forholdstallene uten at det er tydelig i sammenligningen, som vil diskuteres under de aktuelle forholdstallene. Denne analysen baserer seg på forholdstallene for aksjepris og bokført verdi av egenkapital ( $P/B$ ), aksjepris og resultat etter skatt ( $P/E$ ), og selskapsverdi og driftsresultat før av- og nedskrivning ( $EV/EBITDA$ ).

I sammenligningene ser vi på de 4 offentlige selskapene vi anser som mest like til Veidekke. Dette innebærer omtrentlig selskapsstørrelse, aktivitetsområder, og marked, hvor alle selskapene opererer i flere nordiske land og innen både bygg og infrastruktur. Ettersom selskapene er notert i Norge og Sverige rapporteres regnskapstallene i ulike valutaer. I sammenligningene under er alle tall i lokale valuta, som innebærer svenske kroner for Skanska, Peab, og NCC, og norske kroner for AF Gruppen og Veidekke. Vi poengterer at den komparative verdsettelsen er komplementerende til den fundamentale verdsettelsen og burde sees på i en helhetlig sammenheng.

### 9.1 $P/B$ - Price/Book

Ved å sammenligne ulike selskaper basert på deres  $P/B$ -verdi kan man avgjøre om en aksje er over- eller underpriset basert på den bokførte egenkapitalen til selskapet. Metoden viser til hvordan selskapets markedsverdi er i forhold til egenkapitalen. Hvis aksjens verdi er proporsjonal med den bokførte egenkapitalen vil  $P/B$  tilsvare et tall på 1. Hvis verdien overstiger dette tallet kan det tyde på at aksjen er overpriset, og tall lavere enn 1 kan tyde på underprising (Zakamulin, 2019a). En utfordring ved å bruke denne metoden er hvordan forholdstallet endrer seg basert på et selskaps finansiering, og eventuelt ulike regnskapsmessige prinsipper, noe som igjen kan gi feilaktige inntrykk av verdsettelsen til selskapet. Et selskap med lav egenkapitalandel og tilsvarende markedsverdi som et selskap med høyere egenkapitalandel vil ha en høyere  $P/B$  multiplikator, selv om dette ikke nødvendigvis gir et uttrykk for om det aktuelle selskapet er overvurdert.

$$P/B = \frac{\text{Selskapets markedsverdi}}{\text{Bokført egenkapital}} \quad (17)$$



Tabell 27: P/B multiplikator (kurser i lokal valuta)

	Aksjekurs 31.12.2022	Antall aksjer utstedt 31.12.2022	Børsverdi 31.12.2022	Bokført EK Per 31.12.2022	P/B
AF Gruppen	144.0	107,702,000	15,509,088,000	2,575,000,000	6.02
Skanska AB	166.0	411,131,141	68,247,769,406	55,111,000,000	1.24
Peab AB	59.7	287,500,000	17,149,375,000	13,786,000,000	1.24
NCC AB	98.0	97,600,000	9,564,800,000	7,183,000,000	1.33
Veidekke	96.8	134,956,267	13,063,766,646	2,973,000,000	4.39
Avg u/ Veidekke	2.46				
Median u/ Veidekke	1.29				
Pris Avg	54.2				
Pris Median	28.4				

Det øvrige markedet, og typisk de svenske selskapene, har vesentlig lavere P/B verdi enn Veidekke og AF Gruppen. Ettersom P/B er et mål på selskapets markedsverdi relativt til verdien på den bokførte egenkapitalen, tyder dette på at Veidekke har relativt høy markedsverdi i forhold til selskapets egenkapital som tilhører aksjonærene sammenlignet med resten av bransjen. Dette skyldes i hovedsak to faktorer, finansieringen til selskapet og selskapets markedsverdi. Finansieringen av selskapet beskriver sammensetningen av egenkapital og gjeld. I Veidekke sitt tilfelle er finansieringen i stor grad gjeld, som vises gjennom høy gjeldsgrad fra regnskapsanalysen. Markedsverdien for selskapet er hovedsakelig basert på resultatet selskapet produserer, samt forventninger til fremtidig kontantstrøm og utbytte. Selskapet har relativt lav egenkapital og produserer et relativt høyt resultat. Av den grunn er selskapets markedsverdi, i forhold til den bokførte egenkapitalen, høyt sammenlignet med gjennomsnittet og medianen til de øvrige selskapene. En verdivurdering av Veidekke basert på dette forholdstallet viser dermed en vesentlig lavere verdi enn selskapets faktiske markedsverdi den 31.12.2022.

## 9.2 P/E - Price/Earnings

P/E er en vidt brukt multiplikator som viser til forholdet mellom markedsverdien til aksjen og resultat per aksje. Ved å se på multippelen kan man få et inntrykk av forventet inntjening og veksten til selskapet. Hvis multippelen er høy kan det tyde på en overprising, og motsatt (Zakamulin, 2019b). Verdien til Veidekke basert på P/E er nærmere markedsprisen enn ved bruk av P/B som sett i tabell 28, men vi ser fortsatt en tendens til at den antatte aksjekursen er lavere enn den

---

faktiske markedsprisen.

$$P/E = \frac{\text{Selskapets markedsverdi}}{\text{Resultat etter skatt}} \quad (18)$$

Tabell 28: P/E multiplikator (kurser i lokal valuta)

	Aksjekurs 31.12.2022	Antall aksjer utstedt 31.12.2022	Børsverdi 31.12.2022	Resultat etter skatt	P/E
AF Gruppen	144.0	107,702,000	15,509,088,000	1,151,000,000	13.47
Skanska AB	166.0	411,131,141	68,247,769,406	8,284,000,000	8.24
Peab AB	59.7	287,500,000	17,149,375,000	1,831,000,000	9.37
NCC AB	98.0	97,600,000	9,564,800,000	1,069,000,000	8.95
Veidekke	96.8	134,956,267	13,063,766,646	1,159,000,000	11.27
Avg u/ Veidekke	10.0				
Median u/ Veidekke	9.16				
Pris Avg	85.94				
Pris Median	78.64				

Den generelle regelen for P/E er at det skal tilsvare 1 dividert på avkastningskravet. Ser vi på Veidekke er 1 dividert på avkastningskravet lik 13,8, og P/E lik 11,27 som sett i tabell 28. P/E er større enn 1 dividert på avkastningskravet kun dersom tilbakeholdt overskudd investeres til en avkastning som er høyere enn avkastningskravet (Gjesdal og Johnsen, 2011). I Veidekkes tilfelle ser vi at det motsatte er tilfellet, hvor P/E er lavere. Det ble nevnt i diskusjonen angående terminalveksten til selskapet at det antakelig ikke kunne gjennomføre svært lønnsomme investeringer med tilbakeholdt kapital, som også ser ut til å være markedets konsensus.

### 9.3 EV/EBITDA

Enterprise Value dividert på Earnings before Tax, Interest, Depreciation and Amortization er et tall som måler forholdet til selskapsverdien og driftsresultat før av- og nedskrivning. Selskapsverdien regnes ut ved bruk av selskapets markedsverdi + markedsverdien av selskapets rentebærende gjeld - kontanter og kontantekvivalenter ved periodens slutt (Zakamulin, 2020). Dermed vil dette tallet variere med flere faktorer, hvor likviditeten til bedriften og gjeldsgraden spiller en stor rolle. I forhold til P/B og P/E er en fordel med dette forholdstallet en bedre sammenligning med tanke på

finansieringsstruktur og større fokus på underliggende forhold i driften. Ved denne modellen er en stor svakhet at det ikke er tatt høyde for risiko og investeringsbehov. Eksempler på hvordan dette kan se ut i praksis er om selskapet benytter en stor andel av deres kontantbeholdning eller tar opp ny gjeld, hvor ingen av disse poengene nødvendigvis endrer markedets syn og verdivurdering av selskapet eller selskapets driftsresultat før av- og nedskrivninger.

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Selskapets markedsverdi} + \text{Rentebærende gjeld} - \text{Likvide midler}}{\text{Driftsresultat før av- og nedskrivning}} \quad (19)$$

Tabell 29: EV/EBITDA multiplikator (kurser i lokal valuta, tall i millioner)

	Selskapets markedsverdi	Rentebærende gjeld	Cash and cash equivalents	EV	EBITDA	EV / EBITDA
AF Gruppen	15,509	329	765	15,073	1,937	7.78
Skanska AB	68,248	12,130	10,014	70,364	10,599	6.64
Peab AB	17,149	6,899	1,506	22,542	3,906	5.77
NCC AB	9,565	4,435	928	13,072	2,589	5.05
Veidekke	13,064	402	2,714	10,752	2,446	4.40
Avg u/ Veidekke	6.31					
Median u/ Veidekke	6.20					
Pris Avg	131.32					
Pris Median	129.50					

Ut fra tabellen ser vi at Veidekke har en lavere EV/EBITDA verdi enn det øvrige markedet, og ved bruk av både det gjennomsnittlige og median forholdstallet vil aksjekursen verdsettes høyere enn markedsprisen. En viktig grunn til at veidekke har et lavt forholdstall er den store beholdningen av likvide midler ved periodens slutt, og følgelig blir selskapsverdien (EV) lavere enn markedsverdien. Derimot er ikke dette tilfellet til alle de tre svenske selskapene, som har høyere verdi på gjelden enn kontantbeholdningen.

## 9.4 Oppsummering - Markedsbasert verdsettelse

Basert på forholdstallene til de ulike selskapene kan vi se klare forskjeller, hvor de tre svenske selskapene generelt har relativt like verdier, og Veidekke og AF Gruppen avviker noe fra de andre.

---

Veidekke har relativt høye verdier for forholdstallene P/B og P/E, som til noen grad kan skyldes en lavere egenkapitalandel enn de svenske selskapene av grunner nevnt i avsnittene over. Basert på EV/EBITDA er Veidekke det selskapet med laveste verdi på forholdstallet, noe som indikerer relativt lav selskapsverdi i forhold til driftsresultatet før av- og nedskrivninger. Dette tallet kan variere avhengig av selskapets rentebærende gjeld og likvide midler ved periodens slutt.

Tabell 30: Oppsummering multiplikatorer

	<b>P/B</b>	<b>P/E</b>	<b>EV/EBITDA</b>
<b>AF Gruppen</b>	6.0	13.5	7.8
<b>Skanska AB</b>	1.2	8.2	6.6
<b>Peab AB</b>	1.2	9.4	5.8
<b>NCC AB</b>	1.3	8.9	5.0
<b>Veidekke</b>	4.4	11.3	4.4

---

## 10 Kritikk

Gjennom samtlige kapitler i oppgaven har det blitt nevnt potensielle usikkerhetsmomenter som påvirker verdsettelsen. Blant disse er de faktorene med mest direkte påvirkning på verdsettelsen avkastningskravet, terminalveksten, og utbyttegraden. Kritikken av antakelsene og valgene for disse variablene vil oppsummeres under.

Ved utregning av avkastningskrav for videre verdsettelse er det knyttet usikkerhet til noen antakelser og valg gjennom oppgaven. Eksempler her er matematisk utregning av beta, bruk av historisk risikopremie for markedsporteføljen, og bruk av netto driftskapital til å regne ut totalavkastningskravet. Matematisk utregning av beta baserer seg på historisk data, og er ikke nødvendigvis en indikasjon på fremtidig utvikling. Det samme kan uttrykkes om bruk av historisk risikopremie, som ser på den gjennomsnittlige årlige avkastningen til den valgte markedsporteføljen. Bruk av netto driftskapital er et valg som ble tatt på bakgrunn av selskapets balanse og den store andelen ikke-rentebærende gjeld. Resultatet av dette var et totalavkastningskrav som var nært avkastningskravet til egenkapitalen.

Veidekkes terminalvekst ble diskutert ved flere anledninger, blant annet ved estimeringen for fremtidig resultat, og i forbindelse med utbyttegraden som ble brukt for begge verdsettelsesmetodene. Det faktum at verdsettelsene og de tilhørende sensitivitetsanalysene har vekstrater som ikke varierer med utbyttegraden kan være kritikkverdige. Sensitivitetsanalysene ser på like intervaller for vekstraten uavhengig av utbyttegraden, som til noen grad kompenserer for dette.

Utbyttegraden har også blitt nevnt som en viktig variabel for begge verdsettelsesmetodene som ble presentert, men endringen i verdsettelsen basert på superprofitmetoden er minimal. Endringen i verdsettelsen basert på utbyttemetoden er ganske vesentlig, og selv om selskapet har et mål på 70% utbyttegrad, og sensitivitetsanalysen ser på endringen mellom 70 og 90%, vil sannsynligheten for de ulike gradene også være vesentlig å se på for å minke konfidensintervallet for verdsettelsen. Innvirkningene de ulike utbyttegradene har på selskapet, som for eksempel økt terminalvekst, er også noe som kunne vært nærmere undersøkt, men trolig vanskelig å estimere. En mulighet kunne vært å se på utviklingen mellom årene gitt utbyttegraden i tidligere år, men på samme måte som kritikken knyttet til beta og markedspremie ville også dette hatt grunnlag i fortiden og ikke nødvendigvis utviklingen i fremtiden.

Konklusjonen for dette kapitlet er at det er knyttet usikkerhet til de fleste aspekter ved verdsettelse av Veidekke. Primært går dette på estimering av faktorer med direkte innvirkning på verdsettelsen.

---

## 11 Konklusjon

Basert på den kvalitative analysen av Veidekke og entreprenørbransjen ser vi en relativt jevn vekst, hvor de store aktørene ikke har vesentlige endringer i markedsandel de kommende årene.

For selve verdsettelsen ser vi i hovedsak på to tidspunkt, verdsettelsestidspunktet 31.12.2022, og markedets reaksjon til Veidekkes regnskapstall for 2022, 08.02.2023, hvor aksjekursen var hhv. 96,8 kr og 109 kr. Dersom vi ser på 31.12.2022, ga verdsettelsesmodellene og deres sensitivitetsanalyser gjennomsnittlige verdier vesentlig over denne kursen, hvor aksjekursen i markedet befant seg såvidt innenfor ett standardavviks konfidensintervall basert på utbyttemetoden. Aksjekursen var dermed under nedre grense i sensitivitetsanalysen til superprofittmetodens to standardavviks konfidensintervall, og dersom man ser på begge modellene, påstår vi at selskapets faktiske verdi var over markedsverdien på dette tidspunktet.

Ser vi dermed på verdsettelsen presentert i denne oppgaven og aksjekursen 08.02.2023, kan vi ikke lenger påstå en underprising i markedet, selv om verdsettelsene som ble presentert av modellene var noe høyere enn markedsprisen. Utbyttemetodens tredimensjonale sensitivitetsanalyse ga gjennomsnittspris på 116,6 kr, som er i underkant av 7% høyere enn aksjekursen i markedet på det aktuelle tidspunktet. Superprofittmetodens tredimensjonale sensitivitetsanalyse ga en høyere verdsettelse på nesten 135 kr, men med ett standardavviks konfidensintervall som går ned mot utbyttemetodens gjennomsnittlige verdi, og utbyttemetodens konfidensintervall som inneholder verdier vesentlig under markedsverdien på tidspunktet, antas dette å være for svakt grunnlag for å påstå underprising.

Ser vi på verdsettelse av selskapet basert på nøkkeltall som P/B, P/E, og EV/EBITDA, kan vi se varierende resultater mellom metodene. Dette kan i stor grad begrunnes i de balanseførte verdiene hos de aktuelle selskapene, som varierer en god del. Dersom vi forholder oss til gjennomsnittverdiene for nøkkeltallene, verdsettes Veidekke til mellom 54 og 131 kr, og ved bruk av medianverdiene øker dette intervallet mellom 28 og 130 kr. Verdsettelsen basert på sammenligninger av nøkkeltall er dermed svært varierende, og er i liten grad til å stole på.

For å svare på problemstillingen introdusert i oppgavens innledning, anses Veidekke å være verdt 125 kr per aksje per 31.12.2022. På bakgrunn av sikkerheten i estimatene anses Veidekke å ha vært underpriset på dette tidspunktet, og en anbefaling basert på analysen ville vært å kjøpe aksjer i selskapet. Ser vi på selskapets markedsverdi per 08.02.2023, var aksjekursen i markedet fortsatt lavere enn resultatet fra analysen, men med for lav sikkerhet til å påstå en underprising. Anbefalingen på dette tidspunktet ville vært å holde på eventuelle eide aksjer i selskapet, men ikke nødvendigvis kjøpe flere.

---

## 12 Referanseliste

- Accounting Tools** (2023) *Liquidity ratio analysis*. Tilgjengelig fra: <https://www.accountingtools.com/articles/liquidity-ratio-analysis.html> (Hentet: 09.04.2023)
- Anskaffelser.no** (2022a) *Anbudskonkurranse-åpen og begrenset*. Tilgjengelig fra: <https://anskaffelser.no/avtaler-og-regelverk/anskaffelsesprosedyrer/anbudskonkurranse-apen-og-begrenset> (Hentet: 07.02.23)
- Anskaffelser.no** (2022b) *Konkurranse med forhandlinger*. Tilgjengelig fra: <https://anskaffelser.no/avtaler-og-regelverk/anskaffelsesprosedyrer/konkurranse-med-forhandlinger> (Hentet: 07.02.23)
- Anskaffelser.no** (2022c) *Terskelverdier for offentlige anskaffelser*. Tilgjengelig fra: <https://anskaffelser.no/avtaler-og-regelverk/terskelverdier-offentlige-anskaffelser> (Hentet: 07.02.23)
- Birken, E.G.** (2021) *Understanding return on assets*. Tilgjengelig fra: <https://www.forbes.com/advisor/investing/roa-return-on-assets/> (Hentet: 09.04.2023)
- BNL** (2021) *Byggenæringens fremtidsbarometer 2021*. Tilgjengelig fra: <https://www.bnl.no/siteassets/dokumenter/presentasjoner/byggenaringens-fremtidsbarometer-2021.pdf> (Hentet: 05.02.23)
- BNL** (2022a) *Byggenæringen med Ukraina-møte med næringsministeren*. Tilgjengelig fra: <https://www.bnl.no/artikler/2022/byggenaringen-med-ukraina-mote-med-naringsministeren/> (Hentet 02.02.23)
- BNL** (2022b) *Digital strategi for byggenæringen*. Tilgjengelig fra: <https://www.bnl.no/politikk/digitalisering/> (Hentet: 02.02.23)
- BNL** (u.å.) *Om byggenæringen*. Tilgjengelig fra: <https://www.bnl.no/om-oss/om-byggenaringen/> (Hentet: 06.02.23)
- Boye, K., Koekebakker, S., Krakstad, S., Oust, A.** (2021) *Finansielle emner*. 15.utg. Oslo: Cappelen Damm Akademiske.
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F.** (2020) *Principles of Corporate Finance*. 13.utg. New York: McGraw-Hill Education.
- Bygg** (2021) *Veidekke: over halvparten av storkontrakter til utenlandske entreprenører*. Tilgjengelig fra: <https://www.bygg.no/veidekke-over-halvparten-av-storkontrakter-til-utenlandske-entreprenorer/1469797/> (Hentet: 04.02.23)
- Bygg** (2022) *Venter svakere vekst i bygg og anlegg*. Tilgjengelig fra: <https://www.bygg.no/venter-svakere-vekst-i-bygg-og-anlegg/1493834/> (Hentet: 06.02.23)

- 
- Cambridge Dictionary.** (2023) *Profitability*. Tilgjengelig fra: <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/profitability> (Hentet: 09.04.2023)
- EBA** (u.å.a) *Kompetansepolitikk*. Tilgjengelig fra: <https://www.eba.no/kompetanse-og-rekruttering/kompetansepolitikk/> (Hentet: 02.02.23)
- EBA** (u.å.b) *Offentlige anskaffelser*. Tilgjengelig fra: <https://www.eba.no/bygg/offentlige-anskaffelser/> (Hentet: 01.02.23)
- Erichsen, M., Solberg, F., og Stiklestad, T.,** (2018) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. 2. Utg. Bergen: Fagbokforlaget.
- Euronext** (2023) *Veidekke*. Hentet fra Euronext, Live Markets: <https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0005806802-XOSL#chart> (Hentet: 07.03.23)
- Finstad, Ø. og Berglihn, H.** (2023) *Denne bransjen har jojo-priser og er lokomotiv på konkurser: -helt uansvarlig å drive virksomhet*. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/bygg-og-anlegg/byggevarer/nye-boliger/enoktiltak/denne-bransjen-har-jojo-priser-og-er-lokomotiv-pa-konkurser-helt-uansvarlig-a-drive-virksomhet/2-1-1393386> (Hentet: 23.02.23)
- Gjesdal, F. og Johnsen, T.** (2011). *Notat: Verdssettelsesteori*. Upublisert: lånt av veileder Frode Kjærland
- Gravseth, H. M.** (2022) *Talet på meldte arbeidsskadar i bygg og anlegg auka i 2021*. Tilgjengelig fra: <https://stami.no/talet-pa-arbeidsskadar-i-bygg-og-anlegg-auka-i-2021/> (Hentet: 08.02.23)
- Håkansson, H. og Ingemansson, M.** (2012) *Konkurransen som hinder for innovasjon og teknisk fornyelse i byggenæringen*. Magma, 15, 52-61.
- Kristoffersen, T.** (2019) *Årsregnskapet*. 6. utg. Bergen: Fagbokforlaget.
- Langseth, H.** (u.å.) *Offentlige anbudsregler*. Tilgjengelig fra: <https://www.anbudsjuristen.no/aktuelt/offentlige-anbudsregler/> (Hentet: 02.02.23)
- Norges Bank** (2014) *Svakheter ved Nibor*, (Memo 2/2014). Oslo: Norges Bank. Tilgjengelig fra: [https://www.norges-bank.no/contentassets/ee670310ac004e68bcf0855521296dab/nbmemo\\_2\\_2014.pdf?v=03/09/2017123538&ft=.pdf](https://www.norges-bank.no/contentassets/ee670310ac004e68bcf0855521296dab/nbmemo_2_2014.pdf?v=03/09/2017123538&ft=.pdf), (Hentet: 23.02.2023).
- Norges Bank** (2023a) *Kurser og Renter – Statsgjeld*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/statsgjeld-lan/?tab=security&id=NO0012460023> (Hentet: 10.02.2023).
- Norges Bank** (2023b) *Styringsrenten*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/> (Hentet: 12.02.2023).
- Okstad, T.** (2021) *Miljøasfalt - fra utvikling til implementering*. Tilgjengelig
-



- 
- fra: <https://www.norskasfaltforening.no/resources/files/faggrupper/nabin/2021/21.4-Miljoasfalt-fra-utvikling-til-implementering--Trine-Okstad.pdf> (Hentet: 12.02.23)
- Oust, A.** (2022) *Spaltist: Hvorfor gjør ikke politikerne noe med de høye boligprisene?* Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/eiendom/eiendom/boligpriser/leie/spaltist-hvorfor-gjor-ikke-politikerne-noe-med-de-hoye-boligprisene/2-1-1245492> (Hentet: 01.02.23)
- PWC** (2022) *Risikopremien i det norske markedet.* Tilgjengelig fra: [urlhttps://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf](https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf), (Hentet: 10.02.2023).
- Regjeringen** (2013) *Konkurranse som virkemiddel i den økonomiske politikken.* Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/konkurransopolitikk/konkurranse-og-regulering/konkurranse-som-virkemiddel-i-den-okonom/id445797/> (Hentet: 01.02.23)
- Regjeringen** (2022a) *Skattesatser 2022.* Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatte-og-avgifter/skattesatser-2022/id2873852/>, (Hentet: 23.02.2023)
- Regjeringen** (2022b) *Nå kommer Norgesmodellen med nye seriositetskrav i bygg, anlegg og renhold.* Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/na-kommer-norgesmodellen-med-nye-seriositetskrav-i-bygg-anlegg-og-renhold/id2945873/?expand=factbox2945903> (Hentet: 01.02.23)
- Skanska** (2022) *Skanska i Norge. Skanska.* Tilgjengelig fra: <https://www.skanska.no/hvem-vi-er/skanska-i-norge/>
- SSB** (2022a) *Renter i banker og kredittforetak.* Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/10701/tableViewLayout1/> (Hentet: 12.02.2023).
- SSB** (2022b) *Høy inflasjon sender norsk økonomi inn i en lavkonjunktur.* Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/statistikk/konjunkturtendensene/artikler/hoy-inflasjon-sender-norsk-okonomi-inn-i-en-lavkonjunktur> (Hentet: 02.02.23)
- Tekna** (2022) *Nyskaping og innovasjon innen bygg og anlegg.* Tilgjengelig fra: <https://www.tekna.no/fag-og-nettverk/bygg-og-anlegg/byggbloggen/nyskaping-og-innovasjon-innen-bygg-og-anlegg/> (Hentet: 02.02.23)
- Veidekke** (2021) *Markedsoppdatering Høsten 2021.* Oslo: Veidekke ASA. Tilgjengelig fra: <https://mb.cision.com/Public/17348/3435952/9080a2504f5fa305.pdf>, (Hentet: 24.02.2023).
- Veidekke** (2022a) *2021 Års- og bærekraftsrapport.* Sted: Oslo. Tilgjengelig fra: <https://mb.cision.com/Main/17348/3533337/1554568.pdf> (Hentet: 12.02.2023).
-

---

**Veidekke** (2022b) *Lavtemperaturasfalt*. Tilgjengelig fra: <https://www.veidekke.no/tjenester/asfalt/lavtemperaturasfalt/> (Hentet: 02.02.23)

**Veidekke** (2022c): *Utbytte*. Tilgjengelig fra: <https://www.veidekke.no/investor/utbytte/>

**Veidekke** (2022d) *Veidekkes markedsdata*. Veidekke. <https://www.veidekke.no/investor/markedsanalyse-bygg-og-anlegg/>

**Veidekke** (2022e) *Års- og bærekraftrapport 2021*. Veidekke. <https://mb.cision.com/Main/17348/3533337/1554568.pdf>

**Veidekke** (2023a): *Hvorfor jobbe i Veidekke?* Tilgjengelig fra: <https://www.veidekke.no/jobb-og-karriere/hvorfor-jobbe-i-veidekke/> (Hentet: 17.02.23)

**Veidekke** (2023b) *Miljøasfalt*. Tilgjengelig fra: <https://www.veidekke.no/tjenester/asfalt/miljoasfalt/> (Hentet: 17.02.23)

**Veidekke** (2023c) *Prosjekter*. Tilgjengelig fra: <https://www.veidekke.no/prosjekter/> (Hentet: 17.02.23)

**Visma** (u.å.) *Driftsmargin i prosent*. Tilgjengelig fra: [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-operating-margin.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-operating-margin.htm) (Hentet: 09.04.2023)

**Zakamulin, D.** (2019a) *P/B Ratio*. Tilgjengelig fra: <https://www.nordnet.no/blogg/p-b-ratio/> (Hentet: 03.03.23)

**Zakamulin, D.** (2019b) *P/E Ratio*. Tilgjengelig fra: <https://www.nordnet.no/blogg/hvordan-bruke-p-e-ratio/> (Hentet 03.03.23)

**Zakamulin, D.** (2020) *Enterprise value og EV/EBITDA*. Tilgjengelig fra: <https://www.nordnet.no/blogg/enterprise-value-og-ev-ebitda/> (Hentet: 03.03.23)

## Referanser til regnskap

**AF Gruppen ASA** *Kvartals- og årsrapporter 2019-2022*. AF Gruppen ASA. Tilgjengelig fra: <https://afgruppen.no/investor/finansielle-rapporter/>

**NCC AB** *Kvartals- og årsrapporter 2019-2022*. NCC AB. Tilgjengelig fra: <https://www.ncc.com/investor-relations/reports-and-publications/>

**PEAB AB** *Kvartals- og årsrapporter 2019-2022*. PEAB AB. Tilgjengelig fra: <https://www.peab.com/financial-info/financial-reports/>

**Skanska AB** *Kvartals- og årsrapporter 2019-2022*. Skanska AB. Tilgjengelig fra: <https://group.skanska.com/investors/reports-publications/>

---

**Veidekke ASA** *Kvartals- og årsrapporter 2019-2022. Veidekke ASA.* Tilgjengelig fra: <https://www.veidekke.no/investor/rapporter-og-presentasjoner/>

