

Synne Drechsler  
Hedda Hauso  
Kaja Willums Thiblin Holo  
Nora Krog

# Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA/ Valuation of Selvaag Bolig ASA

AF3015 Bacheloroppgave i Finansiell styring

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2024



Synne Drechsler  
Hedda Hauso  
Kaja Willums Thiblin Holo  
Nora Krog

# **Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA/ Valuation of Selvaag Bolig ASA**

AF3015 Bacheloroppgave i Finansiell styring

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2024

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden





## **Forord**

Det er med sann glede vi presenterer vår bacheloroppgave i finansiell styring. Denne oppgaven baserer seg på temaet verdsettelse, da det berører en rekke aktuelle elementer innenfor fagområdet finansiell styring. Oppgaven har gitt oss muligheten til å anvende teori vi har tilegnet oss gjennom tre år som studenter på NTNU Handelshøyskolen.

Arbeidet med bacheloroppgaven har gitt oss verdifull innsikt i hvordan en verdsettelsesprosess gjennomføres i praksis, hvilket arbeid som ligger bak, og dens nytte for interessenter. Videre har vi fått en dypere forståelse for kompleksiteten rundt slike prosesser, at det innebærer alt fra analyse av makroøkonomiske forhold til gjennomgang av årsrapporter. Dette har sammen illustrert relevansen og viktigheten rundt en grundig forståelse av et selskaps økonomiske stilling, samt deres posisjon i forhold til konkurrenter og resten av markedet, i tillegg til prognoser av fremtidsutsikter. Sammen benyttes disse forholdene til å komme frem til en selskapsverdi dypt forankret i teori.

Til slutt ønsker vi å takke vår veileder Hans Marius Eikseth for hans støtte og veiledning gjennom skriveprosessen. Vi er stolte av resultatet dette arbeidet har ført til, og som forfattere står vi ansvarlige for oppgavens innhold.

## Sammendrag

Formålet med oppgaven er å gjennomføre en verdsettelse for å kunne besvare problemstillingen: *Hva er Selvaag Bolig ASA verdt per 31.12.2023?*

Gjennom oppgaven har vi utført en selskaps- og bransjebeskrivelse som har gitt oss en grundigere forståelse for selskapet i tillegg til deres konkurrenter. Videre har vi gjennomført en strategisk analyse for å fastsette selskapets styrker, svakheter og fortrinn. For å komme frem til dette benyttet vi en PESTEL-analyse og Porters bransjeanalyse, som belyser eksterne faktorer, mens vi benyttet VRIO-rammeverket for å sette lys på interne faktorer. Samlet sett anser vi Selvaag Bolig ASAs lange fartstid i markedet, brede tilbud innen ulike boligkonsepter og endringsvillighet på grunn av nye krav for bærekraftsrapportering som sterke sider ved deres drift. På den andre siden ser vi at endringsprosessen vil kreve tunge og kostbare investeringer, som kan gi negative virkninger i fremtiden.

Regnskapsanalysen etterfulgte den strategiske analysen. Resultatene fortalte oss at selskapets finansielle stilling generelt var god med høy lønnsomhet, også sammenliknet med konkurrentene. I fremtiden vil det være viktig å se på variabler som høyere rente og økte materialkostnader som kan påvirke lønnsomheten. Videre la den strategiske analysen og regnskapsanalysen grunnlaget for å estimere fremtidige kontantstrømmer.

For å estimere kontantstrømmer 5 år frem i tid, samt et terminalledd, har vi benyttet oss av regnskapstall for de siste 5 årene. For å kunne beregne selskapsverdien og følgelig aksjekursen neddiskonterte vi disse kontantstrømmene ved hjelp av avkastningskravet til total kapitalen, WACC. Ved beregningen av WACC kom vi frem til et avkastningskrav på 6,62%. Den fundamentale verdsettelsen endte med et kursmål på 26 kroner. For å få en bedre oversikt over kursen med hensyn på markedet benyttet vi oss av en markedsbasert verdsettelse. Dette ga oss en aksjekurs på 36 kroner.

Avslutningsvis valgte vi å vektlegge den fundamentale verdsettelsen tyngst, med 60%, mens den markedsbaserte verdsettelsen ble verdsatt med 40%. Med denne kombinasjonen endte vi på en aksjekurs på 30 kroner. Dette tilsvarer en estimert markedsverdi på egenkapitalen på 2,81 milliarder kroner. Sammenliknet med faktisk aksjekurs den 31.12.2023 på 33,1 kroner, er dette en nedside på 9,37%.

## Abstract

The purpose of this thesis is to conduct a valuation of Selvaag Bolig ASA to answer the research question: *What is Selvaag Bolig ASA worth as of 31.12.2023?*

The thesis began by providing a company- and industry description to provide a deeper understanding of the company and its competitors. A strategic analysis followed this to determine their strengths, weaknesses, and advantages. To understand the external factors, we performed a PESTEL analysis and an analysis of Porter's five forces. To gather an understanding of the internal factors, we used the VRIO framework. Overall, we consider Selvaag Bolig ASA's long experience in the market, a broad range of different housing concepts, and ability to adapt new reporting requirements as strengths within their operations. On the other hand, we believe that the change process will require significant investments, which may have negative effects in the future.

Following the strategic analysis, we performed a financial analysis. The results of this analysis taught us that the company's financial health is good, with generally high profitability compared to its competitors. In the future, we believe that variables such as higher interest rates and material costs will affect the profitability. These analyses laid the foundation for predicting future cash flows.

We have used annual reports from the last five years to predict the future cash flows for the next five years, in addition to a terminal value. To discount these cash flows, we determined the weighted average cost of capital, WACC. The calculation of the cost of capital gave us a WACC of 6,62%. The fundamental valuation method resulted in a target price of 26 NOK per share. To gather a better understanding of the price per share, we conducted a market-based valuation. The market-based valuation resulted in a target price of 36 NOK per share.

Finally, we chose to combine the two valuation methods. Since the majority of this thesis is based on the fundamental valuation method, we chose to emphasize this method with 60% and the market-based valuation with 40%. This resulted in a target price of 30 NOK per share, which equates to a market value of 2,81 billion NOK. Compared to the actual price per share as of 31.12.2023, of 33,1 NOK, our estimates suggest a downside of 9,37%.

# Innholdsfortegnelse

<b>1 Innledning</b>	8
1.1 Motivasjon	8
1.2 Problemstilling	9
1.3 Avgrensning	9
1.4 Oppbygging	9
<b>2 Selskaps- og bransjebeskrivelse</b>	10
2.1 Om Selvaag Bolig	10
2.1.1 Aksjeutvikling og aksjonærer	10
2.2 Eiendomsbransjen	12
2.3 Konkurrenter	13
<b>3 Strategisk analyse</b>	16
3.1 Ekstern analyse	16
3.1.1 Porters bransjeanalyse	16
3.1.1.6 Oppsummering	21
3.1.2.7 Oppsummering	26
3.2 Intern analyse	26
3.2.1 Omdømme	27
3.2.2 Prosjekter	28
3.2.3 Bærekraft	29
3.3 SWOT	31
<b>4 Regnskapsanalyse</b>	32
4.1 Introduksjon	32
4.2 Lønnsomhet	32
4.2.1 Egenkapitalrentabilitet	33
4.2.2 Totalkapitalrentabilitet	34
4.2.3 Driftsmargin	35
4.3 Likviditet	36
4.3.1 Rentedekningsgrad	36
4.3.2 Likviditetsgrad 1	37
4.4 Finansiering	39
4.4.1 Finansieringsgrad 1	39
4.5 Soliditet	40
4.5.2 Egenkapitalandel	40
4.5.3 Gjeldsgrad	41

4.5 Diskusjon av nøkkeltall	42
<b>5 Prognose av fremtidige kontantstrømmer</b>	<b>44</b>
5.1 Driftsinntekter	44
5.2 Driftskostnader	45
5.3 Arbeidskapital	46
5.4 Avskrivninger og nedskrivninger	48
5.5 Investeringsaktiviteter	49
5.6 Skatt	50
5.7 Frie kontantstrømmer	50
<b>6 Avkastningskrav</b>	<b>52</b>
6.1 Risikofri rente	52
6.2 Markedets risikopremie	54
6.3 Beta	55
6.4 Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM)	57
6.5 Gjeldskostnad	57
6.6 Egenkapitalandel og gjeldsandel	58
6.7 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)	58
6.8 Terminalledd	58
<b>7 Sammensetning av fundamental verdsettelse</b>	<b>60</b>
<b>8 Markedsbasert verdsettelse</b>	<b>61</b>
8.1 P/E - Price / Earnings	61
8.2 P/B - Price / Book	63
8.3 EV/EBITDA	64
8.4 Oppsummering	64
<b>9 Sensitivitetsanalyse og diskusjon</b>	<b>66</b>
9.1 WACC og vekstfaktor	66
9.2 Risikofri rente og beta	67
<b>10 Konklusjon</b>	<b>69</b>
<b>11 Kritikk</b>	<b>70</b>
<b>Referanseliste</b>	<b>72</b>
<b>Referanser til regnskap</b>	<b>76</b>

## Tabelloversikt

Tabell 1: Aksjonærer i Selvaag Bolig ASA per 31.12.2023	11
Tabell 2: VRIO-analyse	31
Tabell 3: SWOT	31
Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet	33
Tabell 5: Sammenligning av egenkapitalrentabilitet	33
Tabell 6: Totalkapitalrentabilitet	34
Tabell 7: Sammenligning totalkapitalrentabilitet	35
Tabell 8: Driftsmargin	35
Tabell 9: Sammenligning av driftsmargin	36
Tabell 10: Rentedeckningsgrad	37
Tabell 11: Sammenligning av rentedeckningsgrad	37
Tabell 12: Likviditetsgrad 1	38
Tabell 13: Sammenligning av likviditetsgrad 1	38
Tabell 14: Finansieringsgrad 1	39
Tabell 15: Sammenligning av finansieringsgrad 1	39
Tabell 16: Egenkapitalandel	40
Tabell 17: Sammenligning av egenkapitalandel	41
Tabell 18: Gjeldsgrad	42
Tabell 19: Sammenligning av gjeldsgrad	42
Tabell 20: Driftsinntekter Selvaag Bolig 2019-2023	44
Tabell 21: Prosentvis endring i driftsinntekter	45
Tabell 22: Estimerte driftsinntekter Selvaag Bolig	45
Tabell 23: Driftskostnader Selvaag bolig 2019-2023	45
Tabell 24: Estimerte driftskostnader Selvaag Bolig	46
Tabell 25: Arbeidskapital Selvaag Bolig 2019-2023	46
Tabell 26: Estimert arbeidskapital Selvaag Bolig	47
Tabell 27: Justert estimat for arbeidskapital Selvaag Bolig 1	47
Tabell 28: Justert estimat for arbeidskapital Selvaag Bolig 2	47
Tabell 29: Avskrivninger Selvaag Bolig 2013-2023	48
Tabell 30: Estimert for kontantstrømseffekt av avskrivninger Selvaag Bolig	49
Tabell 31: Investeringsaktivitet Selvaag Bolig 2019-2023	49
Tabell 32: Estimert for investeringsaktiviteter Selvaag Bolig	49
Tabell 33: Estimert for frie kontantstrømmer	50
Tabell 34: Estimert for frie kontantstrømmer med justert arbeidskapital	51
Tabell 35: Rente på 5-årige statsobligasjoner fra Norges Bank	53
Tabell 36: Kursmål fundamental verdsettelse	60
Tabell 37: Estimert P/E	62
Tabell 38: Estimert P/E justert for utstikkere	62
Tabell 39: Estimert P/B	63
Tabell 40: Estimert P/B justert for utstikkere	63
Tabell 41: Estimert EV/EBITDA	64
Tabell 42: Oppsummering markedsbaserte verdsettelse	65
Tabell 43: Oppsummering markedsbasert verdsettelse justert for utstikkere	65
Tabell 44: Sensitivitetsanalyse WACC og vekstfaktor	67
Tabell 45: Sensitivitetsanalyse beta og risikofri rente	68

## Figuroversikt

Figur 1: Selvaag Bolig ASA sin aksjeutvikling sammenliknet med Oslo Børs hovedindeks (Yahoo Finance, 2024).

11

Figur 2: Befolkningsvekst 1741-2021 (SSB, 2022)

24

Figur 3: Mål på risikofri rente (PwC, 2023)

53

# 1 Innledning

## 1.1 Motivasjon

Eiendomsmarkedet er et svært spennende marked med betydelig påvirkning på samfunnet når det kommer til utvikling av nærmiljø, større byer og det er med på å definere bomiljøer.

Under koronapandemien holdt boligmarkedet seg relativt stabilt, noe som forsterker viktigheten til dette markedet. Med et marked preget av endring i demografiske trender, økt urbanisering og endringer i makroøkonomien er det svært spennende å ta et dypdykk i hvordan en av Norges største boligutviklere håndterer disse endringene.

Gjennom denne bacheloroppgaven vil vi utføre en verdsettelse av Selvaag Bolig ASA. Per 31.12.2023 er Selvaag Bolig ASA det eneste børsnoterte eiendomsutviklingselskapet som kun opererer på privatmarkedet med utbygging av privatboliger. Selskapet ble opprettet av Olav Selvaag i 1948, en målbevisst mann som kom til å endre perspektivet på boligbygging i Norge (Selvaag Bolig, 2024). Gjennom årene etter opprettelsen har de blitt et av Norges største utbyggere av private boliger, og har også utviklet prosjektporteføljen sin utover de norske landegrensene til Stockholm. I tillegg til utbygging av boliger vektlegger selskapet å være frempå når det kommer til bærekraft, noe som er et svært viktig tema i dag og vil bli enda viktigere i fremtiden.

Ønsket om å verdsette Selvaag Bolig ASA kommer av at de er en svært viktig aktør i privatmarkedet, som har vist seg å være en stabil og troverdig utbygger. De opererer i tillegg i et svært spennende marked, som i de siste årene har vært preget av store endringer i makroforhold som inflasjon, rente og kjøpekraft hos befolkningen. På bakgrunn av dette ønsker vi å bli enda bedre kjent med Selvaag Bolig som selskap, og markedet Selvaag Bolig ASA opererer i.



## 1.2 Problemstilling

I denne oppgaven skal vi verdsette det børsnoterte selskapet Selvaag Bolig ASA, heretter omtalt som Selvaag Bolig. Vi har valgt følgende problemstilling for avhandlingen:

*Hva er Selvaag Bolig ASA verdt per 31.12.2023?*

## 1.3 Avgrensning

På bakgrunn av oppgavens omfang begrenser vi oss til regnskapstall for de fem siste årene 2018-2023. Dette er også en naturlig avgrensning i henhold til publiserte rapporter i skrivende stund.

Videre er oppgaven begrenset til å fokusere på de tre viktigste konkurrentene i boligutbyggermarkedet Selvaag Bolig befinner seg i. Vi har valgt å begrense oss til OBOS konsernet, Veidekke ASA og JM AB som vil bli gjennomgående omtalt i oppgaven. Konkurrentene er heretter omtalt som OBOS, Veidekke og JM.

## 1.4 Oppbygging

Vi vil starte med å foreta en selskaps- og bransjebeskrivelse som beskriver Selvaag Bolig som virksomhet, bransjen selskapet opptrer i og viktige konkurrenter. Dette danner grunnlaget for en strategisk analyse, som er delt opp i en intern- og ekstern analyse.

Den innledende fremstillingen av Selvaag Bolig som selskap og deres nåværende stilling i markedet, danner til sammen grunnlaget for regnskapsanalysen. I løpet av dette kapittelet skal vi kartlegge selskapets økonomiske stilling og deres utvikling i løpet av de siste fem årene.

Neste del består av prognoser av fremtidige kontantstrømmer og bestemmelse av avkastningskrav, før vi sammenstiller funnene våre i en fundamental- og markedsbasert verdsettelse.

Siste del av oppgaven består av sensitivitetsanalyse og påfølgende diskusjon, før vi avslutter med kritikk og konklusjon.

## 2 Selskaps- og bransjebeskrivelse

### 2.1 Om Selvaag Bolig

Selvaag Bolig er et boligutviklingsselskap som jobber med hele verdikjeden, fra boliger i utviklingsfasen til nøkkelferdige produkter. Selskapet driver med utbygging i de største byene i Norge, med prosjekter i Stor-Oslo, Trondheim, Bergen og Stavanger, samt noen prosjekter i Stockholm (Selvaag Bolig, 2024). I etterkrigstiden var det stor etterspørsel etter boliger i Norge og Olav Selvaag mente datidens byggekrav var for strenge, og derfor førte til dyre boliger med lang prosjekttid. Ønsket om å bygge billigere boliger med mindre sløsing av materialer resulterte i et prøvehus på Ekeberg i Oslo. Prosjektet er et av de best dokumenterte boligprosjektene i Norge som førte til en revolusjonerende endring i regelverket. Dette omhandlet utbygging av nybygg i Norge som omtrent tredoblet boligutbyggingen i landet (Selvaag Bolig, 2024). Selvaag Bolig ble notert på Oslo Børs den 14 juni 2012, med ticker SBO. Selskapet er privateid der Selvaag AS har aksjemajoritet med 53.52% av aksjene (Selvaag Bolig ASA, 2024).

“Det startet med en visjonær mann som hadde ideer som brøt med normene” (Selvaag, 2024).

I løpet av 75 år har Selvaag Bolig bygget mer enn 60 000 boliger, har i dag flere titalls pågående byggeprosjekter, og over 100 000 nordmenn bor i dag i Selvaag-boliger (Selvaag Bolig, 2024). Prosjektene omfatter i hovedsak utbygging av leiligheter, men også andre boligtyper. Selskapet utvikler boliger i privatmarkedet og er derfor avhengig av etterspørsel hos privatpersoner. Det er ingen tvil om at Selvaag Bolig blir påvirket av faktorer som boligpris, renter, kjøpekraft og inflasjon, disse faktorene vil bli nærmere diskutert i senere kapitler. I 2023 solgte Selvaag Bolig 359 enheter, startet konstruksjonen på 275 enheter, samt at de leverte 655 enheter. Til sammen ble årets salgsinntekter på 2 108 000 000 kroner (Selvaag Bolig ASA, 2024).

#### 2.1.1 Aksjeutvikling og aksjonærer

Da Selvaag Bolig ble notert på Oslo Børs den 14. juni 2012 var aksjen priset til 20 kroner, med en samlet verdi på 1 875 313 790 kroner (Selvaag Bolig ASA, 2012). Siden børsnoteringen har det ikke vært noen endring i antall aksjer, hvor det totale antallet aksjer

tilsvarende per 31.12.2023 på 93 765 688, likt som i 2012. Det er en aksjeklasse som vil si at alle aksjene har like rettigheter. Siden børsnoteringen har selskapets markedsverdi økt til 3 103 644 273 kr, med en økning i aksjekurs på 53,90%. Til sammenlikning har hovedindeksen på Oslo Børs steget med 111,47 % per 31.12.2023 siden børsnoteringen av Selvaag Bolig.

Utviklingen av Selvaag Bolig siden børsnoteringen sammenliknet med hovedindeksen på Oslo Børs er illustrert i figuren nedenfor. Figuren viser oss store svingninger i aksjekursen til Selvaag Bolig sammenliknet med Oslo Børs. Et tydelig fall i kursen ser vi etter 2021 og videre inn i 2022 og 2023, med en periode preget av store usikkerheter, høy inflasjon og høy rente.



Figur 1: Selvaag Bolig ASA sin aksjeutvikling sammenliknet med Oslo Børs hovedindeks (Yahoo Finance, 2024).

Selvaag AS har vært hovedaksjonær i Selvaag Bolig siden børsnoteringen. De to nest største aksjonærene er Pareto Invest Norge AS og Verdipapirfondet Alferd Berg Gamba som samlet sitter på 8,5% av aksjene til Selvaag Bolig. De ti største aksjonærene i Selvaag Bolig per 31.12.2023 er fordelt slik:

Name	Number of shares	Capital
SELVAAG AS	50 180 087	53,5%
PARETO INVEST NORGE AS	4 680 572	5,0%
VERDIPAPIRFONDET ALFERD BERG GAMBA	3 266 051	3,5%
The Northern Trust Comp, London Br	2 186 000	2,3%
JPMorgan Chase Bank, N.A., London	1 912 218	2,0%
EGD CAPITAL AS	1 704 752	1,8%
SANDEN EQUITY AS	1 600 000	1,7%
HAUSTA INVESTOR AS	1 600 000	1,7%
MUSTAD INDUSTRIER AS	1 067 454	1,1%
PERESTROIKA AS	1 066 619	1,1%

Tabell 1: Aksjonærer i Selvaag Bolig ASA per 31.12.2023

## 2.2 Eiendomsbransjen

Eiendomsbransjen er et bredt begrep som omfatter både næringseiendom, boligutbygging og formålsbygging (Ringen-Vatnedal, u.d). Næringseiendom omfatter den delen av bransjen som i hovedsak investerer i næringsbygg til utleie, men også kan ha næringseiendom til salgs. Formålsbygging er delen av bransjen som bygger til spesifikke formål med et langsiktig perspektiv, i denne bransjen er ikke finansiell avkastning i fokus, ettersom investeringen er til et brukerperspektiv som er en del av et større tjenesteperspektiv. Boligutbyggingen er delen av bransjen som investerer i tomter som utvikles til boligprosjekter for salg (Ringen-Vatnedal, u.d).

Selvaag Bolig opererer i markedet for boligutbygging. De er en del av verdikjeden hele veien fra kjøp av tomt til salg av en ferdig bolig. I 2023 eier 76,3% av den norske befolkningen egen bolig (SSB, 2024). I vårt naboland Sverige eide kun 62,1% av befolkningen egen bolig i 2022 (SCB, 2023). Dette gapet sier noe om kulturen i landene for kjøp av bolig. I Norge er andelen høy, og fokus på å eie er stort. Det er og har derfor vært stort potensial i markedet for boligbyggere.

Trendene for oppstart og salg av nye boliger har over tid vært stadig økende, men de siste årene har vi sett en nedgang i oppstart og salg av boligprosjekter. Dette kommer av flere årsaker, hvor blant annet dyre materialkostnader, rentehevinger og fallende etterspørsel preger markedet (Orge, 2024). Den stadige økningen av renten ses på som den avgjørende faktoren for mange boligkjøpere og for utbyggerne.

Ser man tilbake på utviklingen av styringsrenten de siste tiårene er ikke dagens rente unormalt høy (SSB, 2024). Til tross for dette opplever likevel samfunnet renten i dag som særlig høy, ettersom vi i en lang periode før dette har hatt en lav og stabil rente som gjør at økningene vi har opplevd i det siste oppleves som dramatisk.

Per 15.11.2023 var igangsettingen av nye boliger ned med 42% for 2023, sammenlignet med samme periode i 2022. Per boligtype var nedgangen for eneboliger på 19%, småhus var ned 30%, mens leiligheter var hele 55% ned (Boligprodusentene, 2023). De store forskjellene i nedgang forteller oss noe om hvilken del av markedet som rammest hardest av rentehevinger og prisøkninger. Kundegruppen som velger å bygge enebolig er ofte en eldre gruppe, som

forventes å ha mer stabil og robust økonomi. For denne gruppen er ikke kostnadsøkningen like utslagsgivende. Leilighetskjøpere er i større grad unge kjøpere som kjøper første eller andre bolig, her kan lav egenkapital og mindre stabil økonomi gjøre at kostnadsøkninger blir utslagsgivende. Statistikk fra SSB viser at i aldersgruppen 40-49 år bor 56,8% i enebolig, mens i aldersgruppen 20-29 år bor 38% i enebolig (SSB, 2024).

Som vi senere skal se på er brorparten av Selvaag Boligs prosjekter leiligheter. Det kan spekuleres i hvordan den store nedgangen i salg og igangsetting vil ramme Selvaag Bolig. Selskapet har selv kommentert dette i kvartalsrapporten for 4. kvartal 2023, og adresserer problemet, men beskriver seg som en organisasjon som er godt rustet og vil ivareta sin markedsposisjon (Selvaag Bolig, 2024, s. 10).

## 2.3 Konkurrenter

Markedet for boligutbygging er et komplekst marked som består av mange konkurrenter, både børsnoterte og mindre selskaper. Markedet er kompleks fordi aktørene på markedet ofte skiller seg fra hverandre på ulike punkter, hvorav noen tilbyr et bredt spekter av tjenester innenfor boligutbygging og relaterte tjenester, mens andre aktører opererer innenfor et spesifikt område. På bakgrunn av dette, kan det være vanskelig å trekke frem konkurrenter til Selvaag Bolig. Vi har valgt å legge vekt på at konkurrentene skal tilby det samme sluttproduktet, altså i hovedsak leiligheter på privatmarkedet, og at konkurrentene skal opptre i samme området geografisk sett. Vi har derfor plukket ut tre konkurrenter som begrenser seg til Selvaag Boligs marked; OBOS, Veidekke og JM.

Valget av disse konkurrentene gir oss en fordel hvor vi kan sammenligne selskapene på bakgrunn av sluttproduktet de tilbyr, og områdene de opererer i. I tillegg er alle selskapene relativt store, som gjør det enkelt å finne tilgjengelig informasjon som vi vil benytte i senere kapitler. På den andre siden ser vi at konkurrentene vi har plukket ut skiller seg fra hverandre i måten selskapene er bygd opp. Forretningsmodellene skiller seg fra hverandre hvor Selvaag Bolig er med i hele verdikjeden fra kjøp av tomt til salg av ferdig leilighet, mens Veidekke tar på seg oppdrag hvor de ikke nødvendigvis eier tomtene de bygger på. Disse forskjellene gjør at andre konkurrenter kunne vært relevante. For eksempel kunne det vært relevant å inkludere en konkurrent som Systemhus, som bygger på samme forretningsmodell som Selvaag Bolig.

På den andre siden tilbyr Systemhus i hovedsak eneboliger og hytter som sluttprodukt, som etter vår begrensning utelukker selskapet som konkurrent for Selvaag Bolig.

Videre er det relevant å beskrive de utvalgte konkurrentene nærmere.

## **OBOS**

OBOS startet i 1929 og er i dag Norges største boligbyggelag som driver utvikling, produksjon og salg av eiendom og bolig. I tillegg driver de virksomhet innenfor bank, forsikring, eiendomsmegling, forvaltning, rådgivning og digitale tjenester. Boligutvikling er et hovedområde i OBOS-konsernet som til sammen består av åtte selskaper fordelt i Norge og Sverige, herunder OBOS Block Watne i Norge og OBOS Nya Hem i Sverige (OBOS, 2024). Virksomhetens hovedformål bygger på deres forretningsmodell der alle kan tegne seg som andelseiere, med mål om å skaffe boliger til medlemmene (OBOS, 2024).

OBOS er per dags dato ikke et børsnotert selskap på Oslo Børs, men antas likevel å være en viktig konkurrent for Selvaag Bolig på grunn av deres størrelse og innflytelseskraft. I 2021 kjøpte OBOS seg inn i Solon Eiendom Holding sammen med svenske SBB (Solgård, 2022). Solon Eiendom var tidligere å anse som en sterk konkurrent av Selvaag Bolig, ettersom virksomheten var den eneste rene privatboligutbyggeren på Oslo Børs i tillegg til Selvaag Bolig.

I senere kapitler vil vi benytte tall som inkluderer hele OBOS konsernet - OBOS BBL, datterselskaper og investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter (OBOS, 2023, s. 21).

## **Veidekke**

Veidekke ble etablert i 1936 og bygger i dag veier, tunneler, broer og bygg i hele Skandinavia. Innenfor Veidekke Bygg utvikler virksomheten boligbygg, næringsbygg, skoler og helsehus med tyngdepunkt i og omkring de store norske byene. Veidekke er en av Norges største boligbyggere som spesialiserer seg på blokk og småhusbebyggelse (Veidekke.no, u.å.). Veidekke ble notert på Oslo Børs i 1986 (Veidekke.no, u.å.).

Til tross for at Veidekke er en mer kompleks virksomhet som tilbyr flere tjenester enn Selvaag Bolig, anser vi Veidekke som en konkurrent. Selskapene er begge notert på Oslo

Børs, i tillegg til at virksomhetene spesialisere seg på utbygging av private leiligheter innenfor boligutbygging.

## **JM**

JM ble etablert av John Mattson i Sverige i 1945 og har i dag omtrent 2200 ansatte. Virksomheten opererer i det norske, svenske og finske markedet, hvor de fokuserer på produksjon av nye hjem i attraktive områder med fokus på å utvide storbyområder og utbygging i universitetsbyer (JM, 2024). Organisasjonen er delt opp i seks segmenter som opererer i de ulike markedene (Sverige, Norge, Finland), samt segmentene JM Property Development og JM Construction (JM, 2024). Virksomheten ble børsnotert i 1982 (JM, 2024).

JM ansees å være en viktig konkurrent for Selvaag Bolig ettersom begge virksomhetene opererer i samme marked og de tilbyr det samme sluttproduktet. Videre bygger selskapene på den samme forretningsmodellen, som gjør JM til en relevant konkurrent.

## 3 Strategisk analyse

For å få et dypere innblikk i Selvaag Boligs konkurranseevne i boligutbyggerbransjen, vil vi foreta en strategisk analyse av selskapet. Dette vil gi oss en forståelse av hvilke mål det er realistisk at Selvaag Bolig setter seg, og hvordan de bør gå frem for å nå målene (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 18). Den strategiske analysen består av en ekstern- og intern analyse, hvor vi kartlegger muligheter og trusler i omgivelsene, og hvilke styrker Selvaag Bolig har for å utnytte muligheter og møte trusler (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 18). Vi vil oppsummere den strategiske analysen i en *SWOT-tabell*.

### 3.1 Ekstern analyse

For å få bedre innsikt i Selvaag Bolig sin posisjon i markedet vil vi gjennomføre to ulike eksterne analyser. Vi fokuserer på *Porters bransjeanalyse* og *PESTEL-analyse*.

Bransjeanalysen til Porter sier noe om hvilke fordeler og ulemper Selvaag Bolig har i bransjen de opererer i, og PESTEL-analysen identifiserer makroforhold som bedriften må tilpasse seg etter (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 18)

#### 3.1.1 Porters bransjeanalyse

Porters bransjeanalyse brukes for å vurdere hvor attraktiv en bedrift er i sin bransje og hvilke fordeler bedriften har sammenlignet med konkurrentene i samme bransje (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 79). Analysen tar for seg fem ulike konkurransekrefter, hvor det handler om å plassere seg strategisk i forhold til disse. På denne måten vil bedriften kunne oppnå ulike fordeler.

#### **Trussel fra nyetableringer**

Det første punktet innenfor bransjeanalysen er trussel for nyetableringer. Det handler om hvor enkelt det er for konkurrenter å etablere seg i det samme markedet som Selvaag Bolig befinner seg i (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 87). Som oftest foreligger det flere inngangsbarrierer for å etablere seg i en ny bransje. Å etablere seg som boligutbygger i



dagens markeder krever først og fremst stor kapital, dette gjør det vanskelig for eventuelle nye konkurrenter å komme til på markedet.

Videre er dette en bransje som er strengt regulert med lover og regler fra myndighetene. Eksempelvis er Plan- og Bygningsloven en lov alle, både private og offentlige utbyggere, må forholde seg til. I tillegg er det mye papirarbeid og flere søknadsprosesser som må gjennomføres før bedrifter kan begynne på selve utbyggingen. Det vil derfor kreve mye av eventuelle nye konkurrenter å få alt dette på plass for å etablere seg i boligbransjen. Dette kan også skape forsinkelser i prosjektene og bidra til at kostnadene øker.

Som nevnt i innledningen fokuserer Selvaag Bolig på boligbygging i de største byene i Norge. SSBs tall fra 2022 viser at gjennomsnittlig kvadratmeterpris inkludert tomt, er vesentlig høyere i Oslo og Viken sammenlignet med for eksempel Innlandet som har lavest pris (SSB, 2022). Forskjellen for en boligutbygger som opererer i Oslo og Innlandet er tomten, resten vil være likt. Dette tyder på at tomteprisene er mye høyere i Oslo, noe som skaper høyere etableringsbarrierer for bedrifter som vil etablere seg på samme marked som Selvaag Bolig.

Totalt sett vil de høye etableringskostnadene og den regulerte bransjen skape høye etableringsbarrierer for nye konkurrenter. Selvaag Bolig er et selskap som ble etablert i etterkrigstiden og har i løpet av sine 75 år som selskap bygget mer enn 60 000 boliger. Med denne bakgrunnen sitter de på erfaringer og verdifull kunnskap som vil være en stor fordel sammenlignet med nyetablerte bedrifter i samme marked. De vil også ha opparbeidet seg gode ressurser i form av arbeidskraft med erfaring, i tillegg vil de ha avtaler med leverandører som er en fordel.

### **Kundens forhandlingsmakt**

Kundens forhandlingsmakt handler om hvor mye makt kunden har over forholdet mellom seg selv og leverandøren av varen eller tjenesten (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 92). Dersom kunden har stor forhandlingsmakt, vil dette føre til lavere pris eller bedre kvalitet. Jo mer konsentrert bransjen er, jo større er kundenes forhandlingsmakt (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s.

92). Forhandlingsmakten handler om hvor stor byttekostnaden er, og om hvor enkelt det er for kunden å bytte ut Selvaag Bolig som leverandør. For at kundene skal ha noen form for forhandlingsmakt, handler det om forholdet mellom tilbud og etterspørsel på markedet. Dersom etterspørselen er lavere enn tilbudet, vil kundene ha større forhandlingsmakt enn om tilbudet er lavere enn etterspørselen. For Selvaag Bolig handler det også om hvor mange kunder de har. Er de avhengig av å skaffe seg nye kunder eller har de mange kunder å støtte seg på?

Kundene til Selvaag Bolig er i hovedsak privatpersoner som skal kjøpe bolig. Dersom det er mange ledige boliger i markedet, vil kundenes makt være høyere enn når det er få ledige boliger. I startfasen, når kunder begynner å se etter ulike tilbud for boliger, vil byttekostnadene av å bytte leverandør være lave. Kunder kan innhente uforpliktende tilbud fra flere leverandører, og for kundene er det da lett å bytte fra den ene til den andre leverandøren alt etter hva som passer kunden best.

Etter hvert som kunder inngår avtaler med Selvaag Bolig om kjøp av nybygget bolig, vil byttekostnadene for å bytte bolig være høye. Her kan kundene komme med ulike tilvalg til boligen de kjøper, og de vil etter hvert måtte begynne å betale. Dette fører til at kundene ikke vil bytte ut Selvaag Bolig som leverandør.

### **Leverandørens forhandlingskraft**

Leverandørens forhandlingskraft er det motsatte av kundenes forhandlingsmakt, og sier noe om leverandørens evne til å påvirke pris og avtalebetingelser (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 89). Dersom Selvaag Bolig er spesielt avhengig av spesifikke leverandører, blir forhandlingsmakten til leverandøren styrket. Når Selvaag Bolig starter nye prosjekt henter de inn anbud når de skal velge leverandør av entreprenørtjenester. Dette gjør at leverandøren har makt ved at de kan sende ut et tilbud på anbudet fra Selvaag Bolig. Samtidig vil leverandøren måtte sikre seg at de er den billigste og beste leverandøren slik at de vinner anbudet. Dette gjør at Selvaag Bolig ikke er avhengig av spesifikke leverandører, noe som fører til at leverandører ikke har så høy forhandlingsmakt.

Entreprenører og leverandører av materialer er viktig for å realisere byggeprosjektet. I tillegg er den riktige arbeidskraften viktig for å oppnå ønsket kvalitet på ferdig produkt. Det at Selvaag Bolig er et selskap som har drevet i mange år kan også styrke Selvaag Bolig sin forhandlingskraft og redusere leverandørenes forhandlingskraft. Selvaag Bolig kan inngå avtaler med ulike leverandører for å kunne diskutere pris og vilkår og siden de ønsker være en så stor kunde, blir byttekostnaden for leverandørene stor dersom Selvaag Bolig bytter leverandør (Selvaag Bolig ASA, 2024, s. 10).

Selvaag Bolig har ikke egne entreprenører, de benytter utenforstående fra selskapet. Siden Selvaag Bolig har en sterk posisjon i markedet er de en ettertraktet samarbeidspartner for leverandører. De er en trygg kunde for leverandører, i tillegg er de en stor kunde som gjerne kjøper i store kvantum. Dette fører til at leverandører ønsker å inngå gode avtaler med Selvaag Bolig, noe som kan styrke forhandlingskraften Selvaag Bolig har overfor leverandører.

### **Trusler fra substitutter**

Trusler fra substitutter vil si om det er andre leverandører i markedet som kan tilfredsstille den samme etterspørselen som Selvaag Bolig, bare på en annen måte. Dette er med på å sette et tak på prisen som bedriftene i bransjen kan ta (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 88).

Eksempelvis vil boligutleiere være en trussel fra en substitutt for Selvaag Bolig. På den andre siden kan disse boligutleierne også bli samarbeidspartner for Selvaag Bolig, da de kan inngå avtaler om oppkjøp av flere boliger som disse selskapene vil leie ut. Boligutleiere tilfredsstiller etterspørselen etter et sted å bo for de samme kundene. Tall fra SSB viser at 76,3% av Norges befolkning eier sin egen bolig i 2023 (SSB, 2024). Dette viser at selv om boligutleiere kan tilfredsstille etterspørselen etter et sted å bo, vil nok de fleste likevel strebe etter å eie sin egen bolig. Derfor vil selskap som Selvaag Bolig for mange være førstevalget fremfor substitutter og trusselen fra substitutter kan anses å være lav. På den andre siden har dagens samfunnssituasjon med inflasjon og rentehevinger gjort at flere leier bolig fremfor å kjøpe. Til tross for at de fleste nordmenn streber etter å kjøpe bolig, er mange i en økonomisk situasjon der de ikke har mulighet til det. Dette gjør at det er vanskelig å definere om trusselen fra substitutter er lav eller høy.

Et annet substitutt til Selvaag Bolig kan være alternative investeringsmuligheter. Det er mange potensielle kunder som kjøper en ekstra bolig for å investere penger, og for å drive med utleie av en bolig nr. 2. Sparing i fond og aksjer kan være et substitutt til Selvaag Bolig som en investeringsmulighet. Ifølge Danske Bank, har både investeringer i eiendom i Norge og på Oslo Børs hatt god avkastning de siste årene. Fra 1994 til 2022 har investeringer i eiendom hatt en avkastning på 6,6% per år (Johansen, 2022). Investeringer på Oslo Børs har hatt en avkastning på 9,6% per år (Johansen, 2022). Videre vil potensielle kunder ta stilling til investeringens likviditet, beste investeringsmulighet i forhold til størrelse på kapital og spredning av risiko. Det er altså flere faktorer som har betydning for hvilken investering som passer den enkelte kunde, og som avgjør om de velger å bruke Selvaag Bolig som investeringsmulighet eller ikke.

### **Rivalisering blant konkurrenter**

Rivalisering blant konkurrenter handler om hvor stor konkurransen fra konkurrenter, som leverer det samme produktet til markedet er. Det handler om bedriftenes ulike styrker og svakheter i forhold til konkurrentene (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 86). Jo færre konkurrenter Selvaag Bolig har, desto større markedsrett får de, og jo lettere kan de inngå bedre avtaler med leverandører og sikre seg gode kunder. Ved høy rivalisering blir bedriftens evne til å oppnå maksimal verdiskaping svekket fordi konkurransen gir prispress (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 86).

Tidligere har vi nevnt OBOS, JM og Veidekke som store konkurrenter til Selvaag Bolig. Dette er konkurrenter som også er godt etablert i markedet. Her bør Selvaag Bolig posisjonere seg med moderne løsninger, god kundeservice og bærekraft for å prøve å differensiere seg fra konkurrentene.

Ifølge Selvaag Boligs nettside har de flere tiltak rettet mot å være et bærekraftig selskap. De har retningslinjer som påser at de alltid skal strebe etter å velge miljøvennlige løsninger som bidrar til å redusere klimautslippene i en byggeprosess. I tillegg påser de at de følger byggeforskrifter og europeisk regelverk ved valg av materialer og energieffektivitet i

boligene. Videre stiller Selvaag Bolig også krav til leverandører om at de skal følge gjeldende lover og forskrifter i henhold til selskapets retningslinjer om miljø. Dette er aspekt som eventuelle kunder blir mer og mer opptatt av, og dette kan være avgjørende moment som kunder legger vekt på ved valg av leverandør av bolig.

Videre vil prisen på bolig i forhold til sammenlignbare boliger hos andre leverandører være avgjørende for kunder når de velger å inngå avtaler.

### 3.1.1.6 Oppsummering

Oppsummert fra Porters bransjeanalyse, ser vi at Selvaag Bolig er svært godt stilt i bransjen sin. De er godt posisjonert og etablert i bransjen, noe som gjør at de har et konkurransefortrinn. På grunn av inflasjon og rentehevinger, er det trolig flere som må leie bolig fremfor å eie bolig i dagens marked. Dette gjør at trusselen for substitutter er vanskelig å definere ettersom folk flest streber etter å eie egen bolig. Selvaag Bolig viser også at det er fremoverrettet og tar innovasjoner og nye reguleringer på alvor. Framover vil det være spesielt fokus på bærekraft og det vil komme nye lover og regler som Selvaag Bolig må innrette seg etter. Ved å allerede ha innført flere bærekraftige tiltak viser de at de tar dette på alvor og prøver å være tidlig ute for å møte eksterne faktorer som omfatter driften deres.

### 3.1.2 PESTEL

En PESTEL-analyse gjennomføres for å identifisere makroforhold som påvirker bedriften. Formålet med analysen er å få en oversikt over hvilke makrofaktorer som påvirker Selvaag Bolig i størst grad på både kort og lang sikt (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 77). Dette vil hjelpe bedriften med å analysere markedet, redusere risikoen og se muligheter i markedet, samtidig kan bedriften forberede seg på eventuelle svingninger i markedet. PESTEL er en forkortelse for seks ulike drivkrefter som blir analysert. Dette er politiske-, økonomiske-, sosiale-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske faktorer (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 76).

## **Politiske faktorer**

Boligbransjen som Selvaag Bolig befinner seg i, er strengt regulert av lover og regler fra myndighetene, eksempelvis Plan- og Bygningsloven. I tillegg forholder Selvaag Bolig seg til byggeforskrifter og Europeiske regelverk som sikrer at de holder seg innenfor miljøkravene. Dette betyr at de politiske faktorene har mye å si for hvordan Selvaag Bolig kan opptre i markedet.

I tillegg jobbes det med en ny småhusplan i Oslo. Planen er under revisjon, og startet opp i 2021 (Oslo kommune, u.å.). Formålet med planen er å skjerme småhusområdet og grøntarealet i Oslo. I tillegg skal reguleringen verne om de grønne verdiene når det senere skal bygges i disse områdene. Den nye planen vil gjøre det vanskeligere for Selvaag Bolig å starte opp prosjekter i tiden fremover. Lang saksbehandlingstid vil også føre til at prosjekter tar lengre tid og økte kostnader.

Videre er Selvaag Bolig, gjennom Åpenhetsloven, forpliktet til å sikre anstendige arbeidsvilkår for de involverte og fremme menneskerettigheter (Selvaag, u.å.). I denne sammenheng er FNs bærekraftsmål en god kilde for arbeidet for bærekraftig utvikling og samfunnsansvar.

Selvaag Boligs virksomhet har hovedsakelig Norge som marked og bruker primært norske leverandører. Dette gjør at de bare trenger å forholde seg til den norske politikken og norske lover og reguleringer som stort er sett stabile for bransjen. Ifølge nettsiden til Selvaag AS anser de anstendige arbeidsvilkår i deres leverandørkjeder som den mest sentrale risikoen i forhold til Åpenhetsloven (Selvaag, u.å.).

## **Økonomiske faktorer**

De økonomiske drivkreftene er med å påvirke hvordan økonomiske svingninger, inflasjon og rentenivå i markedet har innflytelse på Selvaag Bolig. For tiden er økonomien i Norge preget av høy inflasjon og renteøkninger, som fører til at befolkningen i Norge får redusert kjøpekraft. At befolkningen i Norge har lavere kjøpekraft får igjen betydning for Selvaag Bolig, og kjøp og salg av boliger.

Den økte renten fører først og fremst til at kunder kan bli engstelige for om de klarer å håndtere lån som de må ta opp for kjøp av bolig. Den siste tiden har vært preget av flere renteøkninger, og det skaper usikkerhet rundt den personlige økonomien.

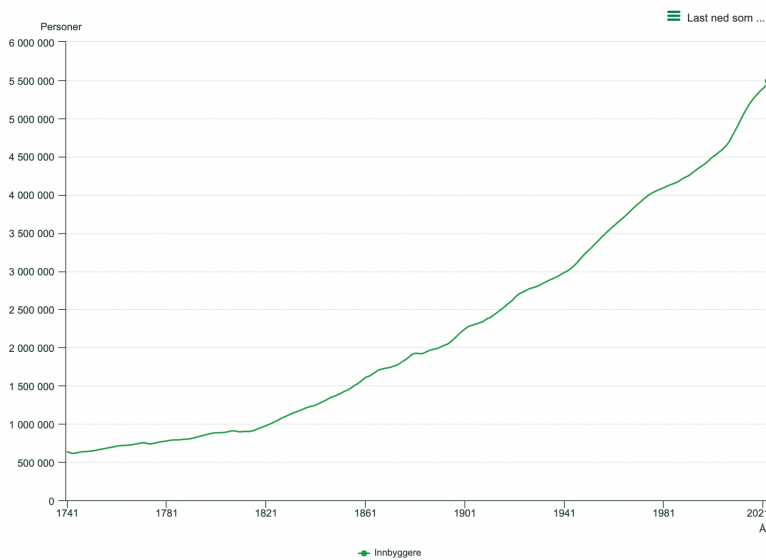
Den økte renten og inflasjonen gir også betydning for Selvaag Bolig. De vil merke økte kostnader noe som igjen fører til at de må øke prisene på sine produkter for å fortsette å ha en lønnsom drift.

Ifølge SSB økte prisene på boliger i første kvartal 2023 sammenlignet med første kvartal i 2022 med 5,6% (Holtung, 2023). Totalt sett for hele året gikk boligprisene ned med 0,5% i 2023 (Medby, 2024). Videre, ifølge SSB, økte byggekostnadsindeksen med 3,4% fra desember 2022 til desember 2023 (SSB, 2024). Dette fører til at Selvaag Bolig har høyere kostnader per bolig, men de får solgt boligene til lavere pris i 2023 sammenlignet med 2022.

### **Sosiale faktorer**

Sosiale faktorer inkluderer befolkningsvekst, kundeferd og demografi, og hvordan disse faktorene påvirker bransjen Selvaag Bolig befinner seg i. Endringer i demografi og hvor kunder ønsker å bosette seg vil påvirke de sosiale faktorene til Selvaag Bolig. Dersom mange av kundene heller ønsker å bosette seg utenfor de større byene som Selvaag Bolig har etablert seg i, vil dette føre til at de mister kunder. Alternativt kan de prøve å møte etterspørselen i markedet og etablere seg på mindre plasser.

Ifølge SSB ser vi at fra 1741 og frem til 2021 har befolkningsveksten vært stigende (SSB, u.å.). Det er grunn til å tro at denne stigningen fortsetter i årene fremover. Av grafen under fra SSB ser vi også at det fortsatt er Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim som er de største byene hvor folk ønsker å bosette seg (SSB, u.å.). Dette er en positiv utvikling for Selvaag Bolig. Det tyder på at etterspørselen etter boliger i byene hvor Selvaag Bolig ønsker å posisjonere seg og ønsker å bygge boliger, kommer til å være økende også i årene fremover.



Figur 2: Befolkningsvekst 1741-2021 (SSB, 2022)

## Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer blir mer og mer brukt for ulike bedrifter, og det er viktig for selskapene å finne ut hvordan de kan utnytte de teknologiske hjelpemidlene for å kunne være konkurransedyktige. Det gjøres stadig nye teknologiske fremskritt i byggebransjen. Dette gjelder både i ulike system for bedriften, fremskritt innen byggemateriale og ikke minst smarte løsninger i boliger som vil øke kvaliteten på sluttproduktet til Selvaag Bolig. Det er svært viktig at Selvaag Bolig opprettholder standarden og følger med på den teknologiske utviklingen for å være konkurransedyktig i markedet.

Et teknologisk fremskritt Selvaag Bolig har gjort, er at de har begynt å ha virtuelle visninger. De hadde satt opp et visningssenter, og ved hjelp av VR-briller kunne potensielle kunder gå rundt i en 4-roms toppleilighet med takterrasse (Selvaag Bolig, u.å.). På denne måten får kunder en bedre visningsopplevelse av leiligheter som ikke er ferdig bygget ennå. Dette kan være med på å avgjøre om kunder velger Selvaag Bolig fremfor andre boliger fordi de får et klarere bilde av hvordan leiligheten blir når den er ferdig.



## **Miljømessige faktorer**

Ifølge Energy Agency er bygging og drift av bygg skyldig i 39% av de globale karbonutslippene i 2018 (Selvaag Bolig, u.å.). Boligbransjen er derfor sterkt preget av reguleringer fra myndighetene i henhold til klima og miljø. Det vil også komme omfattende nye krav og reguleringer innenfor bærekraftsrapportering som Selvaag Bolig må forholde seg til. At Selvaag Bolig tar de miljømessige aspektene på alvor vil også være noe kunder og andre interessenter setter pris på og tar bevisste valg rundt. Det er også miljømessige løsninger innad i leiligheten som Selvaag Bolig bør innføre. Dette gjør at kunder kan bo så miljøvennlig som mulig, noe flere og flere er bevisste på at de ønsker å gjøre.

Selvaag Bolig viser gjennom rapporter at de tar klima og miljø på alvor. De har blant annet retningslinjer som fastslår at de alltid skal søke etter miljøvennlige løsninger for å redusere klimautslippene både i byggeprosessen og i levetiden av boligen (Selvaag Bolig, u.å.). Selskapet skal gå ut fra norske byggeforskrifter og Europeisk regelverk ved valg av materiale.

I 2021 innførte Selvaag Bolig nytt krav til alle store prosjekter. Kravene gikk ut på at prosjektene skal ha en miljøplan. I denne miljøplanen skal det defineres et overordnet miljømål som skal belyse prosjektets miljøavtrykk. Kartlegging av løsninger for energieffektive bygg, materialvalg, avfallshåndtering og samspill med omgivelsene blir inkludert (Selvaag Bolig, u.å.). I tillegg til å stille krav til eget selskap, stiller de også krav til leverandører om at de skal forholde seg til Selvaag Boligs gjeldende lover og forskrifter i forhold til selskapets retningslinjer.

## **Juridiske faktorer**

Juridiske bestemmelser handler om lover og forskrifter som kan bestemme over utviklingen til Selvaag Bolig. Som tidligere nevnt er boligbyggebransjen strengt regulert av Plan- og Bygningsloven. I tillegg er det særegne reguleringer for hver enkel kommune i Norge, som eksempelvis småhusplanen som skal innføres i Oslo kommune. Dette fører til at det er mye som må være godkjent og i orden før Selvaag Bolig kan starte nye prosjekt.

Videre er det også flere miljøreguleringer som Selvaag Bolig må forholde seg til. Dette er tidligere mer utdypet under “miljømessige faktorer”. Selvaag Bolig går frem som et godt eksempel og tar det miljømessige aspektet ved utbygging av boliger på alvor. De har innført miljøkrav til alle store prosjekter, samt at de stiller krav til leverandører de bruker.

### 3.1.2.7 Oppsummering

Det er flere eksterne faktorer i samfunnet som påvirker Selvaag Bolig og som de må innrette seg etter. Stort sett er Selvaag Bolig godt rustet til å møte de ulike faktorene. Per dags dato er den mest omfattende eksterne faktoren for Selvaag Bolig den nye småhusplanen som skal innføres i Oslo-området. Dette kan legge en begrensning for Selvaag Boligs oppstart av nye prosjekter i Oslo-området, i tillegg kan saksbehandlingstiden bli noe lenger og skape forsinkelser. Videre er den økonomiske situasjonen i samfunnet noe som kan skape usikkerhet for deres egen økonomiske situasjon. Dette påvirker også kundens økonomiske situasjon, og om de har mulighet til å investere i bolig nå. I tillegg vil det også i nær fremtid komme flere reguleringer innenfor bærekraftsrapportering som også påvirker Selvaag Bolig i stor grad. Alt i alt er Selvaag Bolig godt rustet til å møte og håndtere de eksterne faktorene i samfunnet.

## 3.2 Intern analyse

Den interne analysen trekker frem svake og sterke sider ved bedriftens egne ressurser, forutsetninger og løsninger. For å fremme dette, har vi valgt å bygge den interne analysen på *VRIO-analysen*. VRIO står for fire indikatorer som til sammen definerer selskapets interne konkurransekraft. *Value*, vil si i hvilken grad ressursen skaper verdi for kunden, *Rare* vurderer om ressursen er tilgjengelig for alle konkurrenter eller om den er sjelden, *Imitability* avgjør om ressursen er enkel å kopiere eller erstattes av andre ressurser, og *Organization* bestemmer om selskapet har evnen og kompetansen til å utnytte ressursen fullt ut (Fjelstad & Lunnan, 2023, s. 64).

Vi har valgt å begrense den interne analysen ved å trekke frem tre ulike elementer vi anser som mulige konkurransefortrinn for Selvaag Bolig. Disse elementene er omdømme, prosjekter og bærekraft, som vi skal benytte som grunnlag for den interne analysen.

### 3.2.1 Omdømme

Som et anerkjent selskap kan man diskutere om Selvaag Bolig har et konkurransefortrinn som kommer fra deres omdømme. Som aktør i boligbyggebransjen har Selvaag Bolig en historie på over 75 år (Selvaag Bolig, 2024). På disse årene har Selvaag Bolig blitt kjent som en troverdig aktør for kunder og leverandører. Selvaag Bolig som ikke har egne entreprenører, men leier disse inn ved igangsetting av nye prosjekter, kan utnytte sin troverdighet som en stabil arbeidsgiver til å få de beste entreprenørene til å jobbe på sine prosjekter. Dette vil videre føre til bedre kvalitet på utbyggingen av boligene og deres innhold, som igjen fører til høyere kundetilfredshet. Et slikt omdømme vil også føre til at selskapet tiltrekker seg de beste talentene, og at Selvaag Bolig derfor får de ansatte som er best egnet for deres drift. Å ha engasjerte talenter på laget vil uten tvil videreutvikle selskapet og bidra til styrket konkurranseevne.

Selvaag Bolig har blitt en kjent merkevare for nordmenn og dette kan være en av grunnene til at selskapet har holdt seg i så mange år. Et sterkt omdømme kan bidra til å differensiere Selvaag Bolig fra sine konkurrenter, og derfor være et alternativ kundene vil velge siden de stoler på selskapet. Som en etablert aktør er det lettere å stå i kriser. Det er verdt å merke seg at det var et tydelig fall i utbyggingen av boliger og derfor også selskapets aksjekurs under covid-19 pandemien. I tillegg har tiden etter pandemien har vært preget av høy inflasjon og rentehevinger. Dette er faktorer som for mindre selskaper ofte kan lede til konkurs, men hvor Selvaag Bolig har det ikke nådd dette punktet. Per dags dato har Selvaag Bolig hele 27 aktive prosjekter i Norge og Sverige (Selvaag Bolig, 2024).

Selvaag Boligs lange fartstid i markedet har formet det stabile og gode omdømme de har i dag. Dette er definitivt en sterk verdi for deres kunder, noe som er godt innarbeidet i organisasjonen og en ressurs som kan antas å være vanskelig for konkurrentene å kopiere. På

den andre siden er ikke et godt omdømme sjelden, ettersom det finnes andre konkurrenter med et godt omdømme.

### 3.2.2 Prosjekter

Selvaag Boligs bredde og variasjon i prosjekter er viktig for deres verdiskapning og videre utvikling. Bredden i prosjekter gir lavere risiko, ettersom de har "flere ben å stå på". Et klart overtall av boligene Selvaag Bolig leverer er leiligheter, men flere av prosjektene deres inneholder også rekkehus (Selvaag Bolig, u.å.). På denne måten møter de behovene til flere segmenter. Kunden som ønsker å bo i en 3-roms leilighet er ofte ikke den samme som ønsker å bo i et rekkehus.

Selskapet differensierer seg fra sine konkurrenter ved å tilby ulike konsepter innenfor leilighets-kategorien. De har for eksempel lansert Selvaag Pluss og Selvaag City. Plussboligene er et konsept som skal gi boligkjøperen flere fasiliteter i bygget, deriblant treningsrom, selskapslokale og storkjøkken. Fasilitetene beskrives som elementer som skal gjøre livet til innbyggerne lettere, og som skal gi en type "hotell-følelse" i hjemmet (Selvaag Bolig, u.å.). Tjenesten ligger i et høyere prissegment, som gjør at de retter seg mot en gruppe som har ønsket og økonomien til å betale for disse tjenestene. Selvaag City er et kompakt boligkonsept som bygger på Selvaag Pluss, men som har flere små leiligheter med lavere enhetspris som tilrettelegger for en annen målgruppe enn for Plussboligene (Selvaag Bolig ASA, 2024, s. 5). I løpet av 2023 har Selvaag Bolig skilt ut driften av selskapets Plussboliger i et eget selskap, noe som forsterker omfanget av satsingen på disse prosjektene (Selvaag Bolig ASA, 2024, s. 10).

Selvaag Bolig har prosjekter i over 10 forskjellige norske byer, i tillegg til at de også har noen prosjekter i Sverige. Differensiering i lokasjoner er i seg selv nyttig for å nå et større marked, men det bygger også bredere kunnskap og større kjennskap til flere områder, som kan skape muligheter i fremtiden. En differensiert portefølje skaper også større tillit hos kunden.

En av fordelene ved prosjektene til Selvaag Bolig som gjør at produktene deres er attraktive for mange er at prosjektene er store, noe som gir økt innflytelse. Flere av prosjektene er for eksempel bygget på arealer som tidligere har vært industriområder, men som gjøres om til boliger (Selvaag Bolig, u.å.). Områdene er store på areal, og det bygges mange boliger på dem, når en og samme utbygger har kontroll over så store områder kan utbyggeren tilrettelegge som de ønsker. For Selvaag Bolig har dette gått ut på å tilrettelegge for gode boforhold, med blant annet lite trafikk, store parker og uteområder. Dette er goder som kundegruppen ofte foretrekker, og som de ikke kan få hos mindre tilbydere, som ofte setter opp et fåtall frittstående bygg.

Selvaag Boligs prosjekter er verdifulle for kunden og godt organisert i selskapet, noe som synliggjøres ved at Selvaag Bolig i løpet av 2023 har skilt ut driften av Plussboligene i et eget datterselskap. Konseptene Selvaag Pluss og Selvaag City kan argumenteres for å være vanskelig å kopiere, spesielt i sammenligning med konkurrentene, hvor ingen av dem har liknende løsninger. Til tross for dette, er det ikke umulig å kopiere produktkonseptene, men at Selvaag Bolig allerede har utviklet konseptene kan det være et konkurransefortrinn sett opp imot konkurrentene.

### 3.2.3 Bærekraft

Bærekraft i dag handler om mer enn å redusere virksomhetens negative fotavtrykk (Stenvold & Stephansen, 2023, s. 291). Virksomheter kan ikke kun forholde seg til bærekraft som et verdifullt element for omdømme, ettersom nye regelverk for bærekraftsrapportering nå stiller strenge krav til norske foretak i de kommende årene. For Selvaag Bolig er det lovpålagt å rapportere etter rapporteringsstandarden *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS) fra virksomhetsåret 2025, men selskapet ønsker å starte tilpasningen allerede i 2024 (Selvaag Bolig ASA, 2024, s. 15).

I løpet av 2023 har selskapet jobbet aktivt med å imøtekomme nye forventninger til bærekraftsrapportering. Dette omfatter systematisering av data, implementering av KPIer og å sikre at ansatte og selskaper i leverandørkjeden etterlever målene som er satt. De nye

lovkravene stiller blant annet forventninger til å utforme et klimaregnskap hvor det er behov for standardiserte måleparametere. Utfordringen blir dermed å samle inn data til helt nye måleparametere, noe som er en krevende oppgave for Selvaag Bolig. I tilknytning til dette arbeidet har Selvaag Bolig i 2023 tatt i bruk et digitalt system som muliggjør enklere innhenting, kvalitetssikring og tilgjengeliggjøring av data. I tillegg kan systemet brukes til å vurdere hvordan leverandører og samarbeidspartnere håndterer sosiale forhold i sine virksomheter og leverandørkjeder (Selvaag Bolig ASA, 2024, s. 18). Selvaag Bolig rapporterer selv at investeringen i det nye datasystemet har bedret datakvaliteten betydelig.

Som en del av tilpasningen til nye rapporteringskrav har Selvaag Bolig i løpet av 2023 utviklet en preanalyse som er et miljøstyringsverktøy for sikre god miljøledelse på alle byggeprosjekter. Tidligere har selskapet benyttet BREEAM NOR-preanalyse som miljøstyringsverktøy, men har byttet ut dette med en preanalyse som i større grad tilfredsstillende Selvaag Boligs spesifikke behov, samtidig som preanalysen skal kunne brukes i sammenheng med de kommende rapporteringskravene. Den nye preanalysen vil bli tatt i bruk i løpet av 2024, og dermed erstatte BREEAM NOR-preanalyse (Selvaag Bolig ASA, 2024, s. 22).

Investeringene og tilpasningene Selvaag Bolig har lagt ned i løpet av 2023 viser at selskapet jobber aktivt med å tilpasse seg et samfunn i endring, hvor økt fokus på bærekraft og nye rapporteringskrav står sentralt. Endringene Selvaag Bolig har gjort synliggjør at bærekraft som ressurs er verdifullt for selskapet og at organisasjonen som sådan har kompetansen som kreves for å tilpasse seg omgivelser i endring. Til tross for dette er ikke bærekraft som ressurs sjelden, samtidig som det er enkelt for andre konkurrenter å kopiere det Selvaag Bolig gjør. Konkurrentene på markedet må på lik linje med Selvaag Bolig tilpasse seg de nye rapporteringskravene for å overleve i markedet. Det vil si at det kan være vanskelig å oppnå et konkurransefortrinn, men det er avgjørende å henge med på endringene for å opprettholde posisjonen sin i markedet.

For å oppsummere argumentasjonen, har vi samlet konklusjonene i tabellen nedenfor.

Ressurs	Valuable	Rare	Imitability	Organization
Omdømme	Ja	Nei	Ja	Ja
Prosjekter	Ja	Nei	Ja/Nei	Ja
Bærekraft	Ja	Nei	Nei	Ja

Tabell 2: VRIO-analyse

### 3.3 SWOT

En SWOT-analyse er en effektiv analyse som hjelper oss å få oversikt over Selvaag Bolig sine styrker, svakheter, muligheter og trusler (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 18). I SWOT-analysen har vi oppsummert funnene våre fra den strategiske analysen. Styrkene og svakhetene er Selvaag Bolig sine interne faktorer, og mulighetene og truslene er de eksterne faktorene. Denne analysen brukes ofte for å analysere hvilke faktorer Selvaag Bolig bør benytte seg av for å nå målene sine.

<p><b>Styrker</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Omdømme</li> <li>- Stor bredde i type prosjekt og beliggenhet av prosjekt</li> <li>- “Stordriftsfordeler” i form av areal-tunge prosjekter</li> <li>- Håndtering av endringsprosesser i forbindelse med krav om bærekraftsrapportering</li> </ul>	<p><b>Svakheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Store kostnader knyttet til krav om bærekraftsrapportering</li> <li>- Tunge investeringer gjør selskapet sårbare for lavkonjunktur i markedet</li> </ul>
<p><b>Muligheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Godt etablert i markedet</li> <li>- Ettertraktet samarbeidspartner for leverandører</li> <li>- Teknologisk fremoverrettet</li> <li>- Tar bærekraft på alvor</li> </ul>	<p><b>Trusler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nye reguleringer i markedet</li> <li>- Økte kostnader</li> <li>- Svingninger i etterspørselen</li> </ul>

Tabell 3: SWOT

## 4 Regnskapsanalyse

### 4.1 Introduksjon

Regnskapsanalysen har som formål å kartlegge den økonomiske stillingen og utviklingen Selvaag Bolig har hatt i løpet av de siste fem årene. Gjennom en slik analyse kan man kartlegge gjentakende trender, unormale aktiviteter og få en generell oversikt over driften til selskapet. Disse resultatene kan vi videre ta med oss til senere kapitler for estimerer om fremtidig utvikling. Analysen vil føre til en god oversikt over selskapets reaksjon og påvirkning av ulike konjunktursituasjoner og makroforhold, men det er viktig å merke seg at historiske tall aldri er en garanti for fremtiden.

Gjennom regnskapsanalysen vil vi se på fire overordnede forhold, nemlig lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet.

For å hente historiske data vil vi benytte årsrapporter for de siste 5 årene, 2018-2023. I etterkant av analysen vil vi sitte igjen med et oversiktlig bilde over selskapets stilling og deres finansielle situasjon. Vi vil også være kjent med aktiviteter forbundet med deres dagligdagse drift, samt kjenne til spesielle forhold i de enkelte årene. Intervallet på 5 år blir ansett som langt nok til å gi representative data for utviklingen i selskapet, mens vi i tillegg anser det som kort nok for å forutsette at selskapets struktur gjennom det gitte tidsintervallet samsvarer med strukturen i dag.

### 4.2 Lønnsomhet

Lønnsomhet, som også betegnes som rentabilitet, er en bedrifts evne til å tjene penger (Berg, 2021, s. 123). Lønnsomhetsanalysen forklarer en bedrifts evne til å skape overskudd, og er viktig for bedrifters overlevelse, men også for verdsettelsen av en bedrift. For børsnoterte selskaper er dette særlig viktig, da det viser deres evne til å betale utbytte, noe som er viktig for mange aksjonærer. Lønnsomhet kan beregnes med utgangspunkt i resultat alene, og som en kombinasjon av resultat og balanse (Berg, 2021, s. 125).



#### 4.2.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er avkastningen på kapitalen som eierne i bedriften har skutt inn. Ettersom bedriftsøkonomiens kjerne er å skape verdi for eierne, er dette et viktig nøkkeltall i beregningen av lønnsomhet. Det er ønskelig at egenkapitalrentabiliteten er høyere enn totalrentabiliteten ettersom eierne tar større risiko enn långiverne, og dette er en risiko de ønsker å få betalt for (Berg, 2021, s. 132). Egenkapitalrentabiliteten beregnes etter skatt fordi det på siste linje er dette eierne sitter igjen med, men sammenligner man ulike bedrifter innad i et konsern, eller bedrifter på tvers av landegrenser er det mer hensiktsmessig å beregne før skatt (Berg, 2021, s. 132).

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{ordinært resultat før/etter skatt}}{\text{gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Tall i tusen

<b>Egenkapitalrentabilitet</b>					
År	2023	2022	2021	2020	2019
Ordinært resultat før skatt	319 477	425 115	645 331	1 653 470	853 969
Ordinært resultat etter skatt	244 677	338 853	504 905	1 523 572	654 515
Egenkapital	2 306 964	2 345 883	2 468 841	2 437 815	3 382 084
Gjennomsnittlig egenkapital	2 326 424	2 407 362	2 453 328	2 909 950	3 249 110
<b>Egenkapitalrentabilitet før skatt</b>	<b>13,7%</b>	<b>17,7%</b>	<b>26,3%</b>	<b>56,8%</b>	<b>26,3%</b>
<b>Egenkapitalrentabilitet etter skatt</b>	<b>10,5%</b>	<b>14,1%</b>	<b>20,6%</b>	<b>52,4%</b>	<b>20,1%</b>

Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet

Av tabellen ser vi at utviklingen av nøkkeltallet er synkende fra 2021, eierne får altså en lavere avkastning sammenliknet med året før på sine investeringer i selskapet. I 2020 var nøkkeltallet unormalt høyt, dette skyldes salget av betydelige deler av utviklingstomter til Urban Properties (Selvaag Bolig ASA, 2020, s. 87). Sett i betraktning er utviklingen av egenkapitalrentabiliteten negativ de siste årene.

<b>Sammenligning av egenkapitalrentabilitet før skatt</b>					
År	2023	2022	2021	2020	2019
Selvaag Bolig ASA	13,7%	17,7%	26,3%	56,8%	26,3%
JM AB	7,3%	22,6%	26,3%	26,3%	27,3%
OBOS konsernet	1,9%	4,6%	14,3%	11,7%	15,4%
Veidekke ASA	47,6%	50,4%	46,9%	35,2%	14,2%

Tabell 5: Sammenligning av egenkapitalrentabilitet

Sett i lys av bransjen og utvalgte konkurrenter ser vi generelt større svingninger og negativ utvikling de senere årene med unntak av Veidekke ASA. Den negative utviklingen kan forklares av økte kostnader forbundet med gjeld, og at det derfor går med mer til betjening av gjeldskostnader.

#### 4.2.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten forteller oss hvor mye avkastning man får for hver krone som er investert i bedriften, uavhengig av hvor finansieringen kommer fra (Berg, 2021, s. 130).

Nøkkeltallet gir oss et helhetlig bilde på lønnsomheten til en bedrift, da det også tar hensyn til gjeld, noe man ikke gjør i egenkapitalrentabiliteten. Gjennomsnittlig totalkapitalrentabilitet for norske bedrifter er på ca. 10%, men dette er noe som også kan variere fra bransje til bransje (Berg, 2021, s. 130). Hva som er en bra totalkapitalrentabilitet, ses dermed best i forhold til andre bedrifter innenfor samme bransje.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{ordinært resultat før skatt} + \text{finanskostnader})}{\text{gjennomsnittlig egenkapital og gjeld}}$$

*Tall i tusen*

<b>Totalkapitalrentabilitet</b>					
<b>År</b>	<b>2023</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>
Ordinært resultat før skatt	319 477	425 115	645 331	1 653 470	853 969
Finanskostnader	11 199	12 654	13 685	11 648	27 480
Totalkapital	4 754 411	5 949 559	5 781 958	5 970 802	6 912 432
Gjennomsnittlig totalkapital	5 351 985	5 865 759	5 876 380	6 441 617	6 701 781
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>11,2%</b>	<b>25,8%</b>	<b>13,2%</b>

Tabell 6: Totalkapitalrentabilitet

Slik vi så på egenkapitalrentabiliteten har også totalkapitalrentabiliteten vært synkende siden 2021. Det betyr at bedriftens lønnsomhet har gått ned, en årsak til dette kan være rentehevingen vi har hatt de seneste årene. Også her skiller 2020 tallet seg ut grunnet salg av tomt. I 2022 og 2023 ser vi da at totalkapitalrentabiliteten har vært lavere enn nevnt gjennomsnitt for norske bedrifter som er på 10%.

<b>Sammenligning av total kapitalrentabilitet</b>					
<b>År</b>	<b>2023</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>
Selvaag Bolig ASA	6,18 %	7,46 %	11,21 %	25,85 %	13,15 %
JM AB	4,66 %	12,24 %	13,23 %	12,27 %	11,94 %
OBOS konsernet	1,16 %	3,10 %	13,20 %	14,80 %	19,70 %
Veidekke ASA	8,66 %	8,89 %	8,23 %	6,54 %	3,04 %

Tabell 7: Sammenligning total kapitalrentabilitet

Av konkurrentene vi sammenligner med er Veidekke den eneste som har hatt en stigende og deretter stabil total kapitalrentabilitet, mens vi for de andre selskapene ser en nedgang, slik vi også ser hos Selvaag Bolig.

#### 4.2.3 Driftsmargin

Driftsmarginen er forholdet mellom driftsinntekter og driftskostnader, og forteller oss hvor mye vi sitter igjen med etter å ha benyttet ressursene som behøves for å oppnå en gitt driftsinntekt (Berg, 2021, s. 127). Driftsmarginen er pengene vi sitter igjen med for å betale for eksempel finanskostnader og fremtidige investeringer. Driftsmarginen viser bedriftens evne til å kontrollere egne kostnader, et mål på denne prestasjonen er ofte tidligere resultater eller konkurrerende bedrifter (Berg, 2021, s. 127).

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

Tall i tusen

<b>Driftsmargin</b>					
<b>År</b>	<b>2023</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>
Driftsinntekt	3 254 651	2 896 379	3 402 746	2 697 950	3 368 838
Driftsresultat	300 898	422 385	648 325	1 643 805	864 707
<b>Driftsmargin i prosent</b>	<b>9,25%</b>	<b>14,6%</b>	<b>19,1%</b>	<b>60,9%</b>	<b>25,7%</b>

Tabell 8: Driftsmargin

Tabellen viser en generell negativ utvikling, hvor 2020 skiller seg ut på grunn av salg av tomt som fører til et vesentlig bedre driftsresultat. Nedgangen i driftsresultat og driftsmargin kan forklares av økte materialkostnader og andre driftskostnader som et resultat av økt inflasjon. Generelt har Selvaag Bolig en høy driftsmargin, men det er vesentlig å sammenlikne med bransjen når man ønsker å fastsette mål og vurdere hvorvidt nøkkeltallet er godt.

<b>Sammenligning av driftsmargin</b>					
<b>År</b>	<b>2023</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>
Selvaag Bolig ASA	9,2%	14,6%	19,1%	60,9%	25,7%
JM AB	5,3%	12,6%	15,2%	13,2%	12,8%
OBOS konsernet	7,2%	11,9%	39,3%	22,3%	26,7%
Veidekke ASA	3,3%	3,9%	3,6%	3,2%	1,6%

Tabell 9: Sammenligning av driftsmargin

Når vi sammenlikner selskapene ser vi at Selvaag Bolig generelt har en høyere driftsmargin enn konkurrentene sine. Årsaken til en svært høy driftsmargin i 2020 kommer av den samme årsaken som økning i total kapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet, nemlig salg av tomt til Urban Property. OBOS har en liknende økning i driftsmargin i 2021 som skyldes salg av tilknyttede virksomheter (OBOS, 2021, s. 107).

### 4.3 Likviditet

Likviditet er en bedrifts betalingsevne, altså deres evne til å innfri økonomiske forpliktelser (Berg, 2021, s. 123). Likviditet ligger tett knyttet til kontantstrøm, og forteller oss noe om bedriftens kortsiktige risiko. Den kortsiktige risikoen avhenger av hvor likvide midler virksomheten har tilgjengelig, hvorav omløpsmidler anses som de mest likvide midlene. Analyse av likviditet forteller oss noe om hvilke pengestrømmer som kan forventes, slik at bedriften kan forutse kommende inn- og utbetalinger, og dermed planlegge for behov av kapitaltilførsel (Berg, 2021, s.136).

#### 4.3.1 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden forteller oss i hvor stor grad selskapets overskudd er i stand til å betale rentekostnader. Det forteller oss også hvor mye av resultatet som går til rentekostnadene (Boye et al., 2021, s. 129). Hvis en bedrifts rentedekningsgrad er lik 1 betyr det at bedriftens resultat er lik 0.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnad}}{\text{Rentekostnad}}$$

Tall i tusen

<b>Rentedekningsgrad</b>					
År	2023	2022	2021	2020	2019
Ordinært resultat før skatt	319 477	425 115	645 331	1 653 470	853 969
Rentekostnad	11 199	12 654	13 685	11 648	27 480
<b>Rentedekningsgrad</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>48</b>	<b>143</b>	<b>32</b>

Tabell 10: Rentedekningsgrad

Selvaag Boligs rentedekningsgrad er tilfredsstillende, den er høy, og de har gode marginer for dekning av rentekostnader. Som sett for andre nøkkeltall skiller 2020 seg ut da resultat for skatt var unormalt høyt grunnet salg av tomt. Resterende år er rentedekningsgraden stabil, foruten om et mindre avvik i 2021.

<b>Sammenligning av rentedekningsgrad</b>					
År	2023	2022	2021	2020	2019
Selvaag Bolig ASA	30	35	48	143	32
JM AB	6	19	26	20	19
OBOS konsernet	2	4	13	10	9
Veidekke ASA	14	18	16	14	12

Tabell 11: Sammenligning av rentedekningsgrad

Sammenlignet med Selvaags Bolig konkurrenter har de en veldig høy rentedekningsgrad. Det er variasjon mellom de forskjellige konkurrentene, men Selvaag Bolig skiller seg især ut. Grunnen til dette er at Selvaag Bolig har lave finanskostnader i forhold til resultat før skatt. Alle konkurrentene har høyere resultat før skatt, men til sammenligning også høyere finanskostnader, dette forklares naturlig gjennom gjeldsandel, da Selvaag Bolig har en lavere gjeldsandel enn de fleste andre. I 2023 har OBOS har en rentedekningsgrad på 2, hvilket betyr at de bare har muligheten til å dekke finanskostnadene sine to ganger, dette er på grensen til hva som er anbefalt da minstekravet ligger på 2-3.

#### 4.3.2 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 forteller oss om bedriftens evne til å betale regningene sine etter hvert som de forfaller. Likviditetsgrad 1 forteller mye av det samme som arbeidskapitalen, men ettersom det er et forholdstall og ikke kronebeløp, er det lettere å benytte likviditetsgrad 1 i sammenligninger (Berg, 2021, s.137). Det er ikke noe fasit på hva som er et godt nivå for

likviditetsgrad 1, men den bør være større enn 1 for å vise evnen til å betjene den kortsiktige gjelden med omløpsmidlene.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{omløpsmidler}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

Tall i tusen

<b>Likviditetsgrad 1</b>					
År	2023	2022	2021	2020	2019
Omløpsmidler	3 551 171	4 978 007	4 734 211	4 945 128	5 812 792
Kortsiktig gjeld	1 240 009	1 799 126	2 194 922	2 296 237	2 313 858
<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>2,86</b>	<b>2,77</b>	<b>2,16</b>	<b>2,15</b>	<b>2,51</b>

Tabell 12: Likviditetsgrad 1

Generelt sett er likviditetsgrad 1 stabil for Selvaag Bolig. I alle årene har likviditetsgrad 1 vært over 2, det vil si at det er over dobbelt så mye omløpsmidler sammenliknet med den kortsiktige gjelden. Årsaken til en såpass høy likviditetsgrad skyldes at selskapet har høye verdier i omløpsmidlene liggende i varelageret, blant annet tomter for videresalg og utvikling (Selvaag Bolig ASA, 2022, s. 91).

<b>Sammenligning av likviditetsgrad 1</b>					
År	2023	2022	2021	2020	2019
Selvaag Bolig ASA	2,86	2,77	2,16	2,15	2,51
JM AB	3,19	3,56	3,39	3,39	2,97
OBOS konsernet	0,83	0,92	0,75	0,68	0,72
Veidekke ASA	0,86	0,87	0,99	0,95	0,62

Tabell 13: Sammenligning av likviditetsgrad 1

Ved sammenlikning av likviditetsgrad 1 for Selvaag Bolig og konkurrentene ser vi at Selvaag Bolig ligger under JM AB for nøkkeltallet. Dette skyldes i hovedsak at JM har en høyere andel omløpsmidler som kommer av store balanseverdier i utviklingstomter. Videre ser vi at OBOS og Veidekke ligger på et betydelig lavere nivå med likviditetsgrad 1 under 1, som vil si at de ikke har evne til å betjene den kortsiktige gjelden i sin helhet ved hjelp av omløpsmidlene. For OBOS skyldes dette forholdet at den kortsiktige gjelden er svært høy og at de klassifiserer investeringstomter som anleggsmidler og ikke omløpsmidler som Selvaag Bolig gjør (OBOS, 2022, s. 44). For Veidekke kommer dette av at driften deres i hovedsak ikke baseres på å eie tomt for utvikling og videresalg (Veidekke, 2022, s.34). Selvaag Bolig kan derfor sies å være mer likvide enn disse konkurrentene.

## 4.4 Finansiering

Finansiering handler om å hente inn kapital til anlegg, drift eller prosjekter som en virksomhet ønsker å gjennomføre (Torgersen, 2018). Nøkkeltallet finansieringsgrad 1 sier noe om hvor sunn en virksomhet er, herunder hvordan bedriften har skaffet kapital og forholdet mellom kortsiktig og langsiktig gjeld.

### 4.4.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 sier noe om hvordan bedriften har finansiert sine langsiktige investeringer (Berg, 2021, s. 139). Målet er at finansieringsgrad 1 er mindre enn 1. Dette viser at anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Dersom forholdstallet er over 1 innebærer dette at anleggsmidlene også er finansiert av kortsiktig gjeld. Langsiktig kapital er summen av langsiktig gjeld og egenkapital.

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

*Tall i tusen*

<b>Finansieringsgrad 1</b>					
År	2023	2022	2021	2020	2019
Anleggsmidler	1 203 240	971 552	1 047 747	1 025 674	1 099 640
Langsiktig gjeld	1 207 438	1 804 550	1 118 195	1 236 750	1 216 490
Egenkapital	2 306 964	2 345 883	2 468 841	2 437 815	3 382 084
<b>Finansieringsgrad 1</b>	<b>0,34</b>	<b>0,23</b>	<b>0,29</b>	<b>0,28</b>	<b>0,24</b>

Tabell 14: Finansieringsgrad 1

Finansieringsgraden til Selvaag Bolig er å anse som relativt stabil. Ettersom nøkkeltallet er under 1, kan vi se at anleggsmidlene i sin helhet er finansiert ved hjelp av langsiktig kapital. Derfor kan Selvaag Bolig også benytte langsiktig kapital til finansiering av omløpsmidler, noe som er positivt for selskapet.

<b>Sammenligning av finansieringsgrad 1</b>					
År	2023	2022	2021	2020	2019
Selvaag Bolig ASA	0,34	0,23	0,29	0,28	0,24
JM AB	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
OBOS konsernet	1,10	1,04	1,13	1,20	1,16
Veidekke ASA	1,34	1,31	1,03	1,09	0,72

Tabell 15: Sammenligning av finansieringsgrad 1

Selvaag Bolig ligger på et lavere nivå for nøkkeltallet sammenliknet med OBOS og Veidekke, som har verdier i flere år over 1. Dette vil si at de i tillegg til den langsiktige kapitalen, også benytter kortsiktig kapital til å finansiere anleggsmidlene. JM har på den andre siden et enda lavere nøkkeltall enn Selvaag Bolig, egenkapitalen deres er omtrent 24 ganger større enn anleggsmidlene i 2023. I hovedsak omfatter anleggsmidlene til JM maskiner, mens verdier som tomter, som har svært høye balanseverdier, ansees som omløpsmiddel da de er under utvikling for videresalg. Dette fører derfor til lavere verdier for finansieringsgrad 1 for både Selvaag Bolig og JM.

## 4.5 Soliditet

Soliditet handler om en bedrifts evne til å tåle tap, og handler i motsetning til likviditet om langsiktig risiko. God soliditet for en bedrift betyr at de overlever mindre lønnsomme tider, og evner å gå med underskudd. Egenkapitalen er den viktigste faktoren i en bedrifts soliditet, ettersom underskudd føres mot egenkapitalen, hvis egenkapitalen er tapt, er bedriften i praksis konkurs (Berg, 2021, s.139).

### 4.5.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen forteller oss hvor mye av totalkapitalen som er egenkapital. Høy egenkapitalandel er lik god soliditet (Berg, 2021, s.139). Egenkapitalen består av både innskutt og opptjent egenkapital. Bedrifter som i gode tider putter overskudd i driften tilbake i egenkapitalen er bedre rustet for å møte tøffere økonomiske perioder.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Egenkapital} + \text{gjeld}}$$

*Tall i tusen*

<b>Egenkapitalandel</b>					
<b>År</b>	<b>2023</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>
Egenkapital	2 306 964	2 345 883	2 468 841	2 437 815	3 382 084
Gjeld	2 447 447	3 603 676	3 313 117	3 532 987	3 530 348
Totalkapital	4 754 411	5 949 559	5 781 958	5 970 802	6 912 432
<b>Egenkapitalandel</b>	<b>48,5%</b>	<b>39,4%</b>	<b>42,7%</b>	<b>40,8%</b>	<b>48,9%</b>

Tabell 16: Egenkapitalandel



Gjennom de siste fem årene har Selvaag Bolig hatt en svært stabil egenkapitalandel med en verdi på mellom 40% og 50%. Gjennomsnittlig har norske bedrifter en egenkapitalandel på mellom 30 og 35 prosent (Berg, 2021, s.139). Selvaag Bolig har altså en svært god evne til å tåle underskudd i dårligere tider.

<b>Sammenligning av egenkapitalandel</b>					
<b>År</b>	<b>2023</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>
Selvaag Bolig ASA	48,5%	39,4%	42,7%	40,8%	48,9%
JM AB	49,6%	52,6%	50,0%	46,9%	41,6%
OBOS konsernet	27,9%	30,4%	31,1%	29,7%	28,6%
Veidekke ASA	17,0%	16,9%	16,5%	16,4%	20,1%

Tabell 17: Sammenligning av egenkapitalandel

Alle selskapene har en stabil egenkapitalandel fra 2019 til 2023, men i forskjellige deler av skalaen. Både JM og Selvaag Bolig har egenkapitalandeler på 40-50%, mens Veidekke ligger i den nedre delen av skalaen på 16-20%. Det er ingen universelle krav til egenkapital, foruten at den skal være “forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet” (Aksjeloven, 2013, §3-4). Med andre ord er det opp til aksjonærer og styret å sette krav til egenkapital. Vi kommer derfor ikke til å ta stilling til hva som er bra egenkapitalandel, men ser det som positivt at alle selskapene har stabil egenkapitalandel, da dette tyder på at selskapene har andelen under kontroll. Egenkapitalandelen er derfor å anse som tilfredsstillende.

#### 4.5.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad går hånd i hånd med egenkapitalandel, men forteller oss i stedet hvor mye av totalkapitalen som er gjeld. Hvis egenkapitalandelen er 40% vil gjeldsgraden være 60%. Dvs. at når en av disse endrer seg, vil den andre endre seg med like mye i motsatt retning. For at selskapet skal ha best mulig soliditet, altså at de er godt rustet i dårlige perioder, er det ønskelig at selskapet skal ha høyest mulig egenkapitalandel og lavest mulig gjeldsgrad.

$$Gjeldsgrad = \frac{Langsiktig\ gjeld + kortsiktig\ gjeld}{Egenkapital + gjeld}$$

Tall i tusen

<b>Gjeldsgrad</b>					
År	2023	2022	2021	2020	2019
Gjeld	2 447 447	3 603 676	3 313 117	3 532 987	3 530 348
Egenkapital	2 306 964	2 345 883	2 468 841	2 437 815	3 382 084
Totalkapital	4 754 411	5 949 559	5 781 958	5 970 802	6 912 432
<b>Gjeldsgrad</b>	<b>51,5%</b>	<b>60,6%</b>	<b>57,3%</b>	<b>59,2%</b>	<b>51,1%</b>

Tabell 18: Gjeldsgrad

Naturlig nok er gjeldsgraden høyere enn egenkapitalandelen for Selvaag Bolig. Ettersom vi konkluderte med at egenkapitalandelen er tilfredsstillende, vil følgelig også gjeldsgraden være tilfredsstillende. Hadde gjeldsgraden vært svært høy ville dette ført med seg høyere risiko for konkurs, ettersom egenkapitalen benyttes for å dekke underskudd. På den andre siden har gjeld som finansieringsmiddel andre fordeler, som eksempelvis skattefordeler, som gjør det ønskelig å ikke kun ha egenkapital som finansiering.

<b>Sammenligning av gjeldsgrad</b>					
År	2023	2022	2021	2020	2019
Selvaag Bolig ASA	51,5%	60,6%	57,3%	59,2%	51,1%
JM AB	50,4%	47,4%	50,0%	53,1%	58,4%
OBOS konsernet	72,1%	69,6%	68,9%	70,3%	28,6%
Veidekke ASA	83,0%	83,1%	83,5%	83,6%	79,9%

Tabell 19: Sammenligning av gjeldsgrad

I sammenheng med egenkapitalandelen, er gjeldsgraden tilfredsstillende for alle selskapene. Selvaag Bolig og JM holder seg på et relativt likt nivå fra 2019 til 2023, hvorimot OBOS og Veidekke ligger litt over.

## 4.5 Diskusjon av nøkkeltall

Generelt sett er lønnsomheten til Selvaag Bolig å anse som god. Nøkkeltallene viser at selskapet ligger på et høyere nivå sammenlignet med konkurrentene. Likevel opplever selskapene store svingninger og lønnsomheten har en svak negativ trend. Den negative trenden skyldes nedgang i ordinært resultat før og etter skatt. Dette kan være et resultat av økte materialkostnader forbundet med driften samt høyere rente. Dette kan være variabler det er verdt å følge med på i fremtiden, da rentenivåene fortsatt er høye. Selskapet har altså god avkastning på egenkapitalen og totalkapitalen.

Likviditeten er også å anse som svært god. Forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld har en økende trend og selskapet har derfor en god evne til å betjene sin kortsiktige gjeld. En av årsakene til at likviditeten er såpass god skyldes at verdier som tomter blir ansett som omløpsmidler. Tomtene har som formål å utvikles til boligformål og deretter selges, dette fører til at begrepet omløpsmidler og deres løpetid på under 12 måneder blir skjønnsvurdert da et boligprosjekt ofte tar over 12 måneder å gjennomføre (Berg, 2021, s. 49). Sammenliknet med konkurrentene viser Selvaag Bolig til gode resultater for nøkkeltallet og er generelt i en sterk posisjon når det kommer til likviditeten.

Selvaag Bolig har en svært stabil finansieringsgrad med et nøkkeltall på under 1 i alle årene som viser til at anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Dette kan knyttes opp mot at tradisjonelle anleggsmidler har blitt klassifisert som omløpsmidler, og at formålet er videreutvikling og salg. Dette fører altså til at selskapet har en lavere andel anleggsmidler som igjen fører til en lavere finansieringsgrad.

Soliditeten er gjennomgående stabil, noe som kommer frem av nøkkeltallene. Generelt kan vi se at Selvaag Bolig har god evne til å tåle tap. Dette reflekteres i egenkapitalandelen. Ut fra bransjestandarder har alle selskapene tilfredsstillende egenkapitalandel og gjeldsgrad, men det er viktig å være klar over at det ligger mer bak avgjørelsen om forhold mellom egenkapital og gjeld enn kun tallene. Det er ulike årsaker til hvorfor en ønsker en viss mengde egenkapital og en viss mengde gjeld, da dette fører med seg ulike fordeler som evne til å tåle konkurs og skattefordeler.

## 5 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Foregående kapitler har beskrevet Selvaag Boligs styrker, svakheter, muligheter og trusler gjennom intern og ekstern analyse. Analysen har vist at Selvaag Bolig har en solid posisjon i markedet, hvor et godt omdømme er en av deres sterkeste kvaliteter. Videre viser det seg at nye reguleringskrav innen bærekraft kan være en utfordrende faktor for selskapet, som sammen med den ustabile økonomiske situasjonen på makronivå, gjør at selskapet må gjennom en endringsprosess. Fra regnskapsanalysen ser vi at Selvaag Bolig er et gjennomgående lønnsomt og solid selskap. Dette er et stabilt og godt utgangspunkt for videre drift, hvor vi i dette kapitlet skal prognostisere fremtidige kontantstrømmer. Vi legger til grunn foregående analyser når vi estimerer fremtidige kontantstrømmer.

### 5.1 Driftsinntekter

Høyere priser, høye renter og høy inflasjon fører til at folk får dårligere råd. Dette vil generelt føre til at folk har lavere interesse i å kjøpe ny bolig. Det er forventet at rentene skal reduseres i løpet av de neste årene, men fortsatt være på et høyere nivå enn det har vært de siste 10 årene. I motsetning til dette tror vi likevel inntektene til Selvaag Bolig vil holde seg på et stabilt nivå de neste fem årene, på lik linje som de siste fem årene. Dette kommer av at det trolig vil være høyere etterspørsel etter nybyggene som Selvaag Bolig leverer grunnet kvaliteten på nybygg sammenliknet med eldre bygg, noe som igjen skyldes blant annet energikarakter og kvalitet. I en tid med høye energipriser vil sannsynligvis flere kjøpere være ute etter energismarte boliger med lavere kostnader forbundet med strøm, varme og vedlikehold. I tillegg er bærekraft en viktig faktor for Selvaag Bolig i utviklingen av deres prosjekter, og med tilbud som grønne lån fra bankene vil dette også virke positivt for salget til selskapet. På bakgrunn av dette estimerer vi at økningen i inntektene vil øke på samme nivå som de siste fem årene.

<i>År</i>	<i>2023</i>	<i>2022</i>	<i>2021</i>	<i>2020</i>	<i>2019</i>
Inntekt	3 186 235	2 830 818	3 341 513	2 643 756	3 282 480
Andre driftsinntekter	68 416	65 561	61 233	54 194	86 358
Driftsinntekter	3 254 651	2 896 379	3 402 746	2 697 950	3 368 838

Tabell 20: Driftsinntekter Selvaag Bolig 2019-2023

År	2023	2022	2021	2020	2019	Gjennomsnittlig økning
Inntekt	12,56%	-15,28%	26,39%	-19,46%	1,78%	1,20%
Andre driftsinntekter	4,35%	7,07%	12,99%	-37,24%	15,81%	0,59%
Driftsinntekter	12,37%	-14,88%	26,12%	-19,91%	0,80%	0,90%

Tabell 21: Prosentvis endring i driftsinntekter

År	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Inntekt	3 224 395	3 263 013	3 302 093	3 341 641	3 381 662
Andre driftsinntekter	68 823	69 232	69 644	70 059	70 475
Driftsinntekter	3 293 218	3 332 245	3 371 737	3 411 699	3 452 137

Tabell 22: Estimerte driftsinntekter Selvaag Bolig

Basert på estimatene ser vi en svak økning i inntekter de neste fem årene. En svakhet med denne beregningen er at de siste fem årene er preget av pandemi og høy inflasjon. Dette gjør at årene ikke behøver å være representative for de neste fem årene. Ettersom det er vanskelig å estimere forventet økning velger vi å gå videre med disse inntektene, selv om vi er klar over at økningen mellom årene sannsynligvis burde være høyere enn 1,2%.

## 5.2 Driftskostnader

Selvaag Boligs driftskostnader består av prosjekterelaterte kostnader, administrative kostnader og andre driftskostnader. Hovedandelen kostnader er prosjekterelaterte kostnader som først og fremst består av byggekostnader fra overleverte boliger og kostnader fra prosjekter som ikke kvalifiserer for aktivering som varelager (Selvaag Bolig ASA, 2023, s. 2).

År	2023	2022	2021	2020	2019
Driftsinntekter	3 254 651	2 896 379	3 402 746	2 697 950	3 368 838
Prosjekterelaterte kostnader	2 677 166	2 313 735	2 617 422	1 967 586	2 279 485
Administrative kostnader	145 318	139 035	136 160	149 849	132 213
Andre driftskostnader	108 686	97 233	100 264	141 909	141 909
Driftsrelaterte kostnader	2 931 170	2 550 003	2 853 846	2 259 344	2 553 607
Andel av driftsinntekter	90,1%	88,0%	83,9%	83,7%	75,8%
Gjennomsnittlig andel	84,3%				
Korrelasjon	0,77				

Tabell 23: Driftskostnader Selvaag bolig 2019-2023

Som vi kan se av tabellen følger utviklingen i driftsrelaterte kostnader, utviklingen til driftsinntektene fra 2019 til 2023. Når driftsinntektene øker, øker også driftskostnadene, og motsatt. Med dette som grunnlag, antar vi at driftskostnadene utvikler seg i takt med

driftskostnadene. Videre antar vi at driftskostnadene kommer til å øke grunnet nye krav til bærekraft, høye renter og høye energipriser.

For å bekrefte at vi kan benytte driftsinntekter som sammenligningsgrunnlag for estimeringen av fremtidige driftskostnader, har vi sett på korrelasjonen mellom disse. En korrelasjon på 0,77 er å anse som en sterk positiv korrelasjon, som vil si at driftsinntekter og driftskostnader utvikler seg i samme retning. Når driftsinntekter øker, øker også kostnadene, og motsatt.

År	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Driftsinntekter	3 293 218	3 332 245	3 371 737	3 411 699	3 452 137
Driftsrelaterte kostnader	2 776 280	2 809 181	2 842 474	2 876 163	2 910 254

Tabell 24: Estimerte driftskostnader Selvaag Bolig

### 5.3 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen beskriver forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Selvaag Bolig har en positiv arbeidskapital, som betyr at de har lav kortsiktig gjeld i forhold til omløpsmidler, og at noe av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld. Hvis arbeidskapitalen er negativ, er anleggsmidler finansiert med kortsiktig gjeld. Dette er en lite gunstig situasjon for selskapet, da kortsiktig gjeld ikke er en stabil finansiering over lengre tid.

Selvaag Bolig har svingninger i arbeidskapitalen, dette kan ha skyld i at de driver prosjektbasert virksomhet og at omløpsmidlene varierer i takt med oppstart og avslutning av prosjekter, svingningene er likevel ikke veldig store. Gjennomsnittlig er endringen negativ over tid, og vi forventer at den kommer til å gå gradvis ned over tid.

År	2023	2022	2021	2020	2019
Arbeidskapital	2 311 162	3 178 881	2 539 289	2 648 891	3 498 934
Endring	-867 719	639 592	-109 602	-850 043	-317 301
Endring i %	-27,3 %	25,2 %	-4,1 %	-24,3 %	-8,3 %
Gjennomsnittlig endring	-7,8 %				

Tabell 25: Arbeidskapital Selvaag Bolig 2019-2023

<i>Tall i tusen</i>					
<b>År</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Arbeidskapital	2 131 561	1 965 918	1 813 146	1 672 246	1 542 296
Kontantstrømeffekt	-179 601	-165 644	-152 772	-140 900	-129 950

Tabell 26: Estimert arbeidskapital Selvaag Bolig

Når vi regner utviklingen over tid, ser vi på årlig endring. I de 5 forgående årene har endringen vært utelukkende negativ for utenom 2022 hvor den økte sterkt. Denne økningen gjør at når vi regner gjennomsnittet av årene er nedgangen totalt sett ikke veldig sterk, men tilstedeværende. Vi bruker gjennomsnittet, som er på -7,8%, til å prognostisere fremtidig endring. Dette er ikke et feilfritt estimat, men det er en prognose på hvor vi tror Selvaag Bolig kommer til å være om 5 år. På bakgrunn av historikken kan man se for seg at vi kommer til å se økninger noen år og nedgang andre, men på sikt antar vi at det vil være en nedgang. Arbeidskapitalen påvirkes av flere faktorer og endringer der strategi og prosjektaktivitet trolig vil spille inn.

Vi anser det som hensiktsmessig å vurdere om endringen i arbeidskapitalen behøver å være på et såpass høyt nivå. Dette kommer av at kontantstrømeffekten blir veldig stor. For oversikten sin skyld vil vi se på arbeidskapitalen og deres tilhørende kontantstrømeffekt for henholdsvis 0% og -2% endring.

<i>Tall i tusen</i>					
<b>År</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Arbeidskapital	2 311 162	2 311 162	2 311 162	2 311 162	2 311 162
Kontantstrømeffekt (0%)	0	0	0	0	0

Tabell 27: Justert estimat for arbeidskapital Selvaag Bolig 1

Naturligvis har en endring i arbeidskapitalen på 0% ingen kontantstrømeffekt. Basert på de tidligere årene anser vi at det er usannsynlig at endringen i arbeidskapitalen er på 0%. Dette kommer av at de har store verdier i omløpsmidlene på grunn av pågående prosjekter som vi kommenterte i regnskapsanalysen. Med dette som grunnlag ser vi på en endring på -2%.

<i>Tall i tusen</i>					
<b>År</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Arbeidskapital	2 264 939	2 219 640	2 175 247	2 131 742	2 089 107
Kontantstrømeffekt (-2%)	-46 223	-45 299	-44 393	-43 505	-42 635

Tabell 28: Justert estimat for arbeidskapital Selvaag Bolig 2

Siden gjennomsnittet forteller oss at det har vært en negativ utvikling for arbeidskapitalen de siste fem årene, mener vi det er naturlig å anta at det vil være en negativ utvikling de neste fem årene også. Vi mener dog at det er mer naturlig at denne er på et lavere nivå, altså -2% istedenfor -7,8%, da en høyere frekvens på endringen av arbeidskapitalen vil føre til en raskere tømning av arbeidskapitalen. At arbeidskapitalen vil bli tømt i selskapet er meget usannsynlig da de er svært avhengig av verdiene i omløpsmidlene sine. På sikt mener vi derfor at endringen i arbeidskapitalen ikke vil være negativ, men at dette skjer på et tidspunkt etter de neste fem årene.

#### 5.4 Avskrivninger og nedskrivninger

Avskrivninger gir en skattemessig reduksjon for bedriften, noe som fører til at de er inkludert i resultatregnskapet. Dette er grunnen til at vi inkluderer avskrivninger i kontantstrømmen selv om det ikke er et direkte beløp som går inn eller ut av kontoen. Vi har valgt å beregne andelen avskrivningene utgjør av driftsinntektene. For Selvaag Bolig utgjør avskrivningene en svært liten del av driftsinntektene for alle årene fra 2019 til 2023. Grunnen til at avskrivningene er en så liten post, er fordi Selvaag Boligs anleggsmidler bare utgjør 25% av bedriftens totale eiendeler. Avskrivningene ligger også på et nokså stabilt nivå.

For å estimere de fremtidige kontantstrømmene, har vi valgt å se på gjennomsnittlig endring i avskrivninger fra 2013-2023. Bakgrunnen for dette er at det er store svingninger i avskrivningene, som gjør det hensiktsmessig å se på en lengre tidshorison. Dette gir oss en gjennomsnittlig endring på 10,9%. Av tabellen ser vi to store utstikkere, 2017 og 2019. Ved å ta ut disse utstikkerne, og sette de til 0 blir den gjennomsnittlige endringen på -4%. Ettersom det er svært store svingninger i avskrivninger de siste 10 årene velger vi å gjennomføre en skjønsmessig vurdering og setter endringen for de neste 5 årene på -5%. Dette kommer i hovedsak av gjennomsnittet uten utstikkere på -4% og at avskrivningene de siste to årene var på henholdsvis -5,4% og -5%.

År	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Avskrivninger	9 231	9 717	10 272	9 803	12 748	3 707	4 084	20 061	24 085	21 205	22 089
Endring	-486	-555	469	-2945	9041	-377	-15977	-4024	2880	-884	228
Endring i %	-5,00%	-5,40%	4,78%	-23,10%	243,89%	-9,23%	-79,64%	-16,71%	13,58%	-4,00%	1,04%
Gjennomsnittlig endring	10,9%										
Skjønsmessig vurdering endring	-5%										

Tabell 29: Avskrivninger Selvaag Bolig 2013-2023



Vi ser av tabellen at det vil være en svak nedgang i avskrivninger i årene fremover. Vi mener dette samsvarer med Selvaag Bolig sin drift de neste fem årene.

<i>Tall i tusen</i>					
<b>År</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Kontantstrømeffekt	8 769	8 331	7 914	7 519	7 143

Tabell 30: Estimat for kontantstrømeffekt av avskrivninger Selvaag Bolig

## 5.5 Investeringsaktiviteter

For å beregne hvordan investeringsaktiviteten vil utvikle seg over de neste fem årene tar vi utgangspunkt i driftsinntektene. Vi mener at dette nødvendigvis ikke er det beste målet for å beregne endring i investeringsaktiviteter, men at en bedrift med høyere inntekter og bedre likviditet trolig vil ha en høyere investeringsaktivitet. Vi setter dette som forutsetning for denne beregningen, i tillegg ser vi at beregningen viser en svært sterk korrelasjon mellom de to målene. På bakgrunn av dette kommer vi frem til at investeringsaktivitetene har en gjennomsnittlig andel på 5,81% av driftsinntektene.

<i>Tall i tusen</i>					
<b>År</b>	<b>2023</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>
Driftsinntekter	3 254 651	2 896 379	3 402 746	2 697 950	3 368 838
Investeringsaktiviteter	-45 251	239 822	167 129	413 846	64 128
Andel av driftsinntekter	-1,39%	8,28%	4,91%	15,34%	1,90%
Gjennomsnittlig andel	5,81%				
Korrelasjon	-0,80				

Tabell 31: Investeringsaktivitet Selvaag Bolig 2019-2023

<i>Tall i tusen</i>					
<b>År</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Driftsinntekter	3 293 218	3 332 245	3 371 737	3 411 699	3 452 137
Investeringsaktiviteter	191 297	193 564	195 858	198 180	200 529

Tabell 32: Estimat for investeringsaktiviteter Selvaag Bolig

Basert på en økning på 5,81% de neste fem årene får vi en solid økning i investeringsaktiviteter som vi vil ta videre med oss inn i prognosen av frie kontantstrømmer.

## 5.6 Skatt

Når vi beregner skatten har vi tatt utgangspunkt i EBIT (Earnings before interest and tax), og lagt til grunn en skattesats på 22%. Skattesatsen kan komme til å endre seg, men ettersom dette er politisk anliggende, kan det ikke predikeres. Vi har derfor valgt å legge 22% til grunn for beregningen også de kommende 5 årene.

Går man inn i årsregnskapene til Selvaag Bolig ser man at de ikke alltid har en stabil skattesats på 22%. Dette skyldes forskjellige typer fradrag, skattepliktige inntekter som ikke inngår i driften, samt inndelinger i betalbar og utsatt skatt. Dette er faktorer som endrer seg fra år til år, og som ikke kan sees på som spesielt stabile. Faktorene gir Selvaag Bolig et mer nøyaktig skattemessig resultat, men gjør det vanskeligere for oss å predikere skatt. Vi kommer derfor til å benytte oss av den nominelle skattesatsen på 22%, og ikke den effektive, da denne ikke vil være mulig å beregne med god nøyaktighet.

## 5.7 Frie kontantstrømmer

Når vi setter sammen alle prognosene våre, får vi følgende prognose på kontantstrøm de neste 5 årene:

<i>Tall i tusen</i>					
<i>År</i>	<i>2024E</i>	<i>2025E</i>	<i>2026E</i>	<i>2027E</i>	<i>2028E</i>
Driftsinntekter	3 293 218	3 332 245	3 371 737	3 411 699	3 452 137
- Driftskostnader	-2 776 280	-2 809 181	-2 842 474	-2 876 163	-2 910 254
<b>= EBITDA</b>	<b>516 938</b>	<b>523 064</b>	<b>529 263</b>	<b>535 536</b>	<b>541 884</b>
- Avskrivninger	-8 769	-8 331	-7 914	-7 519	-7 143
<b>= EBIT</b>	<b>508 169</b>	<b>514 733</b>	<b>521 349</b>	<b>528 017</b>	<b>534 741</b>
- Skattekostnad (22%)	-111 797	-113 241	-114 697	-116 164	-117 643
<b>= EBI</b>	<b>396 372</b>	<b>401 492</b>	<b>406 652</b>	<b>411 854</b>	<b>417 098</b>
- Investeringsaktiviteter	-191 297	-193 564	-195 858	-198 180	-200 529
+/- Endring arbeidskapital (-7,8%)	-179 601	-165 644	-152 772	-140 900	-129 950
+ Avskrivninger og nedskrivninger	8 769	8 331	7 914	7 519	7 143
<b>= Frie kontantstrømmer</b>	<b>34 243</b>	<b>50 615</b>	<b>65 936</b>	<b>80 293</b>	<b>93 762</b>

Tabell 33: Estimert for frie kontantstrømmer

Prognosen viser at den frie kontantstrømmen stiger over tid, og at den i løpet av de neste 5 årene skal tredoble seg. Dette skyldes at endringen i arbeidskapital fra år til år utgjør en forholdsvis større forskjell enn de andre variablene. Dersom vi ser på EBITDA, EBIT og EBI har disse en lavere relativ økning i perioden. Vi ser derfor på en alternativ beregning av de frie kontantstrømmene med en endring i arbeidskapitalen på -2%.

Tall i tusen

År	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Driftsinntekter	3 293 218	3 332 245	3 371 737	3 411 699	3 452 137
- Driftskostnader	-2 776 280	-2 809 181	-2 842 474	-2 876 163	-2 910 254
<b>= EBITDA</b>	<b>516 938</b>	<b>523 064</b>	<b>529 263</b>	<b>535 536</b>	<b>541 884</b>
- Avskrivninger	-8 769	-8 331	-7 914	-7 519	-7 143
<b>= EBIT</b>	<b>508 169</b>	<b>514 733</b>	<b>521 349</b>	<b>528 017</b>	<b>534 741</b>
- Skattekostnad (22%)	-111 797	-113 241	-114 697	-116 164	-117 643
<b>= EBI</b>	<b>396 372</b>	<b>401 492</b>	<b>406 652</b>	<b>411 854</b>	<b>417 098</b>
- Investeringsaktiviteter	-191 297	-193 564	-195 858	-198 180	-200 529
+/- Endring arbeidskapital (-2%)	-46 223	-45 299	-44 393	-43 505	-42 635
+ Avskrivninger og nedskrivning	8 769	8 331	7 914	7 519	7 143
<b>= Frie kontantstrømmer</b>	<b>167 620</b>	<b>170 960</b>	<b>174 315</b>	<b>177 688</b>	<b>181 077</b>

Tabell 34: Estimert for frie kontantstrømmer med justert arbeidskapital

Ved å sammenlikne disse beregningene for frie kontantstrømmer ser vi at økningen fra år til år de neste fem årene er vesentlig lavere dersom vi regner med en endring i arbeidskapitalen på -2%. Vi vil benytte oss av denne kontantstrømmen fremover da vi mener denne er representativ for selskapet og hva vi antar selskapets drift vil representere i årene fremover, basert på regnskapsanalysen og beregninger i dette kapitlet.

## 6 Avkastningskrav

Når man gjennomfører en verdsettelse av en aksje, ses det på hvilken lønnsomhet investeringen i aksjen kan gi, og for å vurdere dette må det settes et avkastningskrav. Avkastningskravet defineres som alternativkostnaden ved en annen investering med lik risiko (Boye et al., 2021, s.204). Avkastningskravet brukes også til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til dagens verdi, slik at man får en pekepinn på hva disse er verdt i dagens verdi. For å gjøre dette, og få en realistisk verdi, er det viktig at avkastningskravet tar høyde for en rekke faktorer. Dette gjøres ved å bruke formelen for WACC (Weighted Average Cost of Capital), som er formelen for å regne ut avkastningskravet til totalkapitalen. Formelen ser slik ut:

$$WACC = (1 - t)r_D * \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

$t$  : Nominell skattesats

$r_D$  : Gjeldskostnad

$r_E$  : Avkastningskrav til egenkapital (CAPM)

$D$  : Markedsverdi av gjeld

$E$  : Markedsverdi av egenkapital

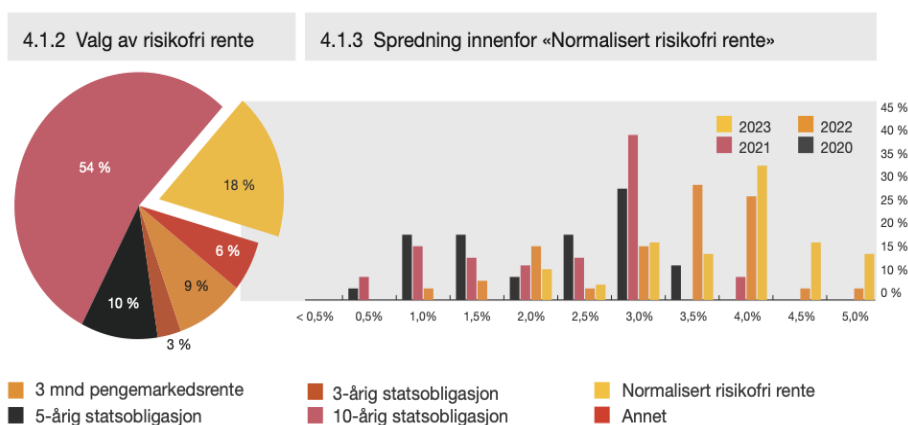
$V$ :  $D+E$ , total markedsverdi av gjeld og egenkapital

For å regne ut WACC må vi også finne CAPM, som er selskapets avkastningskrav til egenkapitalen. Denne krever at man kommer med et estimat for aksjens risikofrie rente, markedets risikopremie, og aksjens beta.

### 6.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den renten som har minst risiko for investorer. Denne renten viser til den minste avkastningen en investor kan oppnå uten å påta seg noe form for risiko. For å beregne den risikofrie renten blir ofte renten på statsobligasjoner og lån utstedt av land benyttet (Aevi Eiendom, u.å.). Denne renten er en viktig faktor som eksempelvis brukes i prisingen av finansielle instrumenter.

De 13 siste årene har PwC, i samarbeid med Foreningen for finansfag Norge (FFN), gjennomført en undersøkelse om risikopremien på det norske markedet. Denne undersøkelsen baserer seg på svar fra FFNs medlemmer, og har fått svar fra 146 av FFNs ca. 1000 medlemmer (PwC, 2023, s. 3). Et av spørsmålene var om hva som bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper. I undersøkelsen fra 2023 mener 54% av respondentene at en 10-årig statsobligasjon bør benyttes, i 2022 mente 50% av 10-årig statsobligasjon burde benyttes (PwC, 2023, s. 7).



Figur 3: Mål på risikofri rente (PwC, 2023)

En annen teori for å beregne risikofri rente er å bruke samme løpetid for obligasjonene og de forventede kontantstrømmene (Boye et al., 2021, s.220). Gjennom hele vår verdsettelse av Selvaag Bolig har vi benyttet fem år som utgangspunkt for å predikere kontantstrømmene de neste fem årene. I undersøkelsen fra PwC svarer 10% at de benytter 5-årig statsobligasjon (PwC, 2023, s. 7). Vi velger å bruke 5-årig statsobligasjon som utgangspunkt for risikofri rente, til tross for at dette ikke er det mest vanlige ifølge tallene fra PwC.

Måned	År	
	2022	2023
1	1,733	2,863
2	2,015	3,133
3	2,241	3,037
4	2,665	3,068
5	2,681	3,294
6	3,003	3,577
7	2,789	3,885
8	3,011	4,020
9	3,328	4,029
10	3,524	4,032
11	3,273	3,733
12	2,956	3,293
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>2,768</b>	<b>3,497</b>

Tabell 35: Rente på 5-årige statsobligasjoner fra Norges Bank

I tabellen ovenfor har vi hentet tallene for 5-årige statsobligasjoner fra Norges Bank. Vi hentet ut de månedlige tallene for årene 2022 og 2023 for å få en mer detaljert oversikt over utviklingen. Vi ser av tabellen at det er en stigende utvikling i omtrent hele 2022 med en liten nedgang i juli og desember. I 2023 er utviklingen stigende fra januar til oktober, før den avtar i november og desember (Norges Bank, 2023). En regel for hvilken dag rente skal hentes fra, er å ta utgangspunkt i renten på verdsettelsestidspunktet (Boye et al., 2021, s.220). Vår oppgave er å verdsette Selvaag Bolig per 31.12.2023. Siden vi ikke har renter på statsobligasjoner lenger enn til 29.12.2023, velger vi å bruke denne renten på 3,3%.

## 6.2 Markedets risikopremie

For å kunne beregne avkastningskravet på egenkapitalen og følgelig avkastningskravet til totalkapitalen, trenger vi å estimere markedets risikopremie. Markedets risikopremie kan defineres som “Den risikokompensasjonen man får når man investerer i markedsporteføljen, det vil si en portefølje som er en miniutgave av Oslo Børs, er lik forskjellen mellom avkastningen for porteføljen og den risikofrie renten.” (Boye et al., 2021, s.218). Det er altså differansen mellom porteføljen og den risikofrie renten vi anser som risikopremien for markedet.

$$\text{Avkastningen på egenkapitalen: } r_E = R_f + \beta * (E(R_m) - R_f)$$

$$\text{Markedets risikopremie} = (E(R_m) - R_f)$$

Mange investorer ønsker å være risikoaverse. Dette innebærer at de ønsker høy avkastning på prosjekter med høy risiko. Følgelig må dette avkastningskravet være over den risikofrie renten for at man skal tjene noe på å sette midlene sine i denne investeringen, sammenliknet med en risikofri alternativ plassering. Nivået på risikopremien vil naturligvis variere basert på faktorene risikopremien påvirkes av. I en situasjon med høy rente vil investorer tørre å investere i mer risikable prosjekter og risikopremien vil dermed bli mindre. Differansen mellom avkastningskravet i markedsporteføljen og den risikofrie renten blir altså redusert. Følgelig vil lavere renter føre med seg en større differanse mellom avkastningskravet til markedsporteføljen og den risikofrie renten.

Det kan være vanskelig å avgjøre hva markedets risikopremie er på i dag, siden markedet er preget av uryddige makroøkonomiske forhold i kombinasjon med hyppige rentehevinger de siste par årene. På tross av dette vurderer undersøkelsen av PwC og FFN “Risikopremien i det norske markedet” at markedets risikopremie forblir uendret på 5%, med en median på 5% (PwC, 2023). Vi vil derfor i denne oppgaven benytte oss av 5% som markedets risikopremie.

### 6.3 Beta

Risikopremien for en aksje er markedets risikopremie multiplisert med den markedsrelaterte risikoen for aksjen, også kjent som beta,  $\beta$  (Boye et al., 2021, s.219). Den markedsrelaterte risikoen for aksjen dreier seg om en risiko investoren ikke kan redusere eller kvitte seg med selv om man diversifiserer sin egen portefølje. Formel for beta er slik:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians mellom aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians til markedsportefølje}}$$

I utgangspunktet beregnes betaen basert på avkastningstall for markedet og for aksjen man ønsker å undersøke, der det er vanlig å benytte seg av månedlige avkastningstall fra de siste 5 årene (Boye et al., 2021, s.222). I visse tilfeller kan man benytte seg av kortere tidsintervall for beregning, vi vil i denne sammenhengen benytte oss av data fra de siste fem årene.

Det er normalt at betaen svinger rundt 1, der det i praksis er normalen at de fleste selskaper har en betaverdi på mellom 0,7 og 1,3 (Boye et al., 2021, s.223). I noen få tilfeller finner man beta under 0,5 og over 2, men dette er ikke normalt. Ettersom betaen forteller oss hvordan aksjen beveger seg i forhold til markedet, og at markedsporteføljen gir oss et gjennomsnitt av betaen til alle aksjene i markedet, har markedsporteføljen følgelig en beta på 1. Ved en beta over 1 for aksjen betyr dette at aksjen svinger mer enn markedet, mens en beta under 1 forteller oss at aksjen svinger mindre enn markedet. En beta på omtrent 1 ser vi av formelen impliserer at kovariansen mellom aksjen og markedsporteføljen er omtrent lik variansen til markedsporteføljen.

For å kunne beregne betaen til aksjen må vi i første omgang definere hva markedsporteføljen aksjen skal sammenliknes med er. Som fortalt tidligere er en markedsportefølje en

sammensetning av ulike aksjer i et marked, som forteller oss noe om svingningene i dette markedet. Siden Selvaag Bolig er et norsk børsnotert selskap som i hovedsak opererer i Norge, vil det følgelig være naturlig å se på en markedsindeks som innehar liknende selskaper. På bakgrunn av dette er det naturlig å bruke Oslo Børs som markedsportefølje i denne sammenhengen.

Dataene for å beregne betaen til Selvaag Bolig henter vi fra Yahoo Finance. I denne databasen finner vi data på utviklingen for både Selvaag Bolig, samt Oslo Børs. Vi laster denne dataen ned og importerer den til Excel for å beregne kovarians mellom Selvaag Bolig sin aksje og Oslo Børs, i tillegg til variansen til Oslo Børs. På bakgrunn av disse tallene får vi til slutt beregnet betaen.

$$\beta = \frac{0,00207712}{0,00212347} = 0,978$$

En beta på 0,978 forteller oss at Selvaag Bolig har lavere utslag enn markedet når markedsporteføljen beveger seg, men at det likevel er relativt små forskjeller. Aksjen vil altså i stor grad variere med markedet generelt.

For å teste om betaen vi har beregnet kan ansees som reell, vil vi også beregne beta for de siste 10 årene. Dermed vil vi få flere observasjoner, som vil skape et mer tydelig bilde på aksjens beta, vi henter altså månedlige observasjoner fra 31.12.2013 til 31.12.2023, som omfatter mesteparten av Selvaag Bolig sin tid på Oslo Børs.

Fordelen med å utvide tidshorisonten for utregningen av beta er at vi får flere observasjoner å beregne betaen fra, som i teorien kan gi en bedre og mer presis beta. På den andre siden er det ikke utenkelig at Selvaag Bolig har utviklet seg som selskap etter børsnoteringen, og at gamle datapunkter ikke er representative for dagens og fremtidens drift. Gjennom denne beregningen får vi en beta på 0,875. Vi ser derfor at det over en lengre tidshorisont er å anse at Selvaag Bolig har lavere svingninger enn markedet. Sammenliknet med avkastningskravet for de siste 5 årene varierer Selvaag Bolig enda mindre enn markedet.

For å konkludere vil vi fastslå at Selvaag Bolig har en beta liggende svært nær 1, og derfor i stor grad beveger seg med markedet. Ettersom vår verdsettelse har som utgangspunkt å se på



data fra de siste fem årene, velger vi å benytte oss av betaen beregnet på de siste fem årene på 0,978. Det er viktig å merke seg at historiske data aldri er en garanti for hva som vil skje i fremtiden, men at det kan gi en god indikasjon, og det er derfor vi benytter disse målene. Videre er det ofte relevant å sammenlikne seg med sammenliknbare selskapet for å redusere risikoen for usikkerheten tilknyttet estimatet (Boye et al., 2021, s. 223). Da Selvaag Bolig er det eneste børsnoterte selskapet som driver med utvikling av privatboliger, blir dette punktet svært vanskelig og vi velger derfor å beholde betaen som er beregnet på månedlige tall fra de siste fem årene.

#### 6.4 Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM)

Når en har funnet aksjens beta ( $\beta$ ) og markedets risikopremie ( $E(R_m) - R_f$ ), kan en bruke CAPM (Capital Asset Pricing Model), også kjent som kapitalverdimodellen, for å finne avkastningskravet til egenkapitalen (Boye et al., 2021, s.218).

$$r_E = R_f + \beta * (E(R_m) - R_f)$$

Innsatt med verdiene vi har funnet får vi et avkastningskrav på egenkapitalen på 8,18%:

$$r_E = 3,3\% + 0,978*5\%$$
$$r_E = 8,18\%$$

#### 6.5 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden er et ledd som behøves for å regne ut WACC. Gjeldskostnaden er selskapets effektive rente på lån. Etter flere år med økende renter kommer det nå signaler om at økningen vil stagnere og at vi fremover vil ligge på et mer stabilt rentenivå. Vi baserer oss derfor på kostnaden for 2023.

For å beregne gjeldskostnaden for 2023 benytter vi et vektet gjennomsnitt for gjeldskostnaden og tilhørende lånskategori, tomtelån eller byggelån. I Selvaag Bolig sin årsrapport for 2023 fremkommer det at den gjennomsnittlige rentekostnaden for tomtelån var på 7,5% i 2023 og på 6,1% for byggelån (Selvaag Bolig ASA, 2024). Det er verdt å merke seg at de oppgitte rentesatsene er nominelle, og at vi i utgangspunktet ønsker å benytte den

effektive rentesatsen for beregning av gjeldskostnaden. Siden Selvaag Bolig selv oppgir i sin årsrapport at forskjellen mellom nominell og effektiv rentesats ansees å være uvesentlig, vil vi videre benytte den nominelle rentesatsen (Selvaag Bolig ASA, 2024). Etter beregning av gjeldskostnad ved å vekte rentesatsene mot tilhørende lånskategori kommer vi frem til en gjeldskostnad på 6,6%.

## 6.6 Egenkapitalandel og gjeldsandel

Vi beregnet både egenkapitalandelen og gjeldsgrad i regnskapsanalysen, og kom fram til at egenkapitalandelen i 2023 var 48,5%, og gjeldsandelen var 51,5 %.

## 6.7 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

Vi har nå beregnet alle faktorene for å kunne regne ut WACC. Vi har regnet oss frem til at avkastningen for egenkapitalen er 8,18%, dette må vi multiplisere med egenkapitalandelen på 48,5%. For å finne gjeldskostnaden tar vi utgangspunkt i Selvaag Boligs gjennomsnittlige rentekostnad for 2023 på 6,6%, denne gjeldskostnaden multipliserer vi med gjeldsandelen på 51,5%. Siden selskapene får fradrag for finanskostnader, må vi multiplisere dette leddet med 1 minus skattesats.

$$WACC = 48,5\% * 8,18\% + 51,5\% * 6,6\% * (1-22\%) = 6,62\%$$

Ifølge våre beregninger får vi et avkastningskrav på 6,62%. Dette vil vi benytte for videre beregning av terminalledd.

## 6.8 Terminalledd

Basert på tidligere beregninger i dette kapitlet vil vi nå estimere frie kontantstrømmer i fremtiden. Vi vil basere oss på kontantstrømmen vi kom frem til i 2028 fra kapittel 5.7 Frie Kontantstrømmer. Med utgangspunkt i denne kontantstrømmen antar vi at kontantstrømmene vil vokse jevnt ut i det uendelige. Etter å ha gjennomgått strategisk analyse, regnskapsanalyse, analyse av kontantstrømmer samt selskaps- og bransjebeskrivelser mener vi dette er sannsynlig. Dette kommer av at privat eiendom er en stabil bransje som opplever

en stabil vekst. I tillegg vil det alltid være behov for eiendom, enten det er primærboliger for nyetablerere eller familier, eller sekundærboliger for utleie for mer etablerte private aktører. Vi forutsetter derfor at markedet vil fortsette å vokse stabilt.

På bakgrunn av foregående kapitler og nødvendige forutsetninger vil vi benytte Gordons Formel for utregning av Terminalleddet. Formelen vil gi oss et estimat på hva verdien av fremtidige kontantstrømmer vil være basert på en verdi man antar at verdien vil stige kontinuerlig i det uendelige fra (Boye, 2021, s. 41). Nevneren i formelen ( $r - g$ ) forteller oss noe om den forventede veksten til Selvaag Bolig korrigert for faktorer som eksempelvis inflasjon. Vi ønsker å basere  $r$  på estimatet for avkastningskravet i dette kapitlet, og for å estimere  $g$  vil vi basere dette på Norges Banks inflasjonsmål på 2% (Norges Bank, 2024). Dette kommer av at vi tror inflasjonsbildet vil endre seg og stabilisere seg på lang sikt. Vi har en høy inflasjon i dagens situasjon, men med tiltak som høyere renter og lavere statlig forbruk tror vi dette vil være med på å dempe inflasjonen. Vi setter derfor  $g$  på et moderat nivå, på 2%.

$$\text{Terminalverdi} = CF / (r - g)$$

CF = Estimert fri kontantstrøm i 2028

$r$  = WACC

$g$  = Vekstfaktor

Dette gir oss følgende terminalverdi:

$$181\,077 / (6,62\% - 2\%) = 3\,919\,416$$

## 7 Sammensetning av fundamental verdsettelse

Videre har vi valgt å se på de frie kontantstrømmene for å fullføre den fundamentale verdsettelsen. Vi ser på de frie kontantstrømmene de neste fem årene for å regne oss frem til et kursmål på Selvaag Bolig. Vi har funnet nåverdien av selskapets egenkapital ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer og legge til terminalleddet. Deretter trekker vi fra rentebærende gjeld for å komme frem til markedsverdien. Denne markedsverdien av egenkapitalen dividerer vi på antall utestående aksjer for å finne hva som bør være pris per aksje. Videre gjør vi en vurdering av analysen om aksjen er over- eller undervurdert i forhold til dagens markedspris.

	<i>tall i tusen</i>					
<b>År</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Fremtidige frie kontantstrømmer	252 449	167 620	170 960	174 315	177 688	181 077
Terminalledd						3 919 416
WACC	6,62%					
Vekstfaktor (g)	2%					
Nåverdi	3 817 664					
Rentebærende gjeld	1 410 312					
Verdi egenkapital	2 407 352					
Antall utestående aksjer	93 766					
<b>Kursmål (NOK/Aksje)</b>	<b>26</b>					

Tabell 36: Kursmål fundamental verdsettelse

Vi kommer frem til en aksjekurs på 26 kroner, dette er en nedgang på 21,45% fra aksjekursen per 31.12.2023 på 33,1 kroner. Det er viktig å merke seg at det er flere svakheter ved beregningene gjennomført så langt som har resultert i dette svaret. Blant annet baseres dette på offentlig informasjon, som er kjent for markedet og derfor burde være priset inn. Videre er blant annet rentenivået usikkert, og Selvaag Bolig har en relativt høy gjeldsgrad dersom vi sammenlikner med de utvalgte konkurrentene i denne oppgaven. Basert på disse beregningene mener vi at aksjen er overpriset og vi vil utfordre denne påstanden i den markedsbaserte verdsettelsen.

## 8 Markedsbasert verdsettelse

Formålet med en markedsbasert verdsettelse er å sammenligne Selvaag Bolig mot liknende selskaper. For å få en god og representativ sammenlikning vil vi benytte oss av konkurrentene vi har sett på i tidligere kapitler. Gjennom den markedsbaserte verdsettelsen vil vi se på følgende multipler: P/E, P/B og EV/EBITDA. Gjennom denne verdsettelsen vil vi kunne se hvordan Selvaag Bolig sine forholdstall er sammenliknet med resten av bransjen, og det vil kunne si noe om de er overpriset eller underpriset. Ettersom vi ønsker å verdsette Selvaag Bolig per 31.12.2023 vil vi bygge den markedsbaserte verdsettelsen på selskapenes aksjekurs og verdier på tidspunktet nærmest denne dagen, altså 29.12.2023.

Som sagt vil vi benytte oss av konkurrentene fra tidligere kapitler, JM og Veidekke. OBOS blir utelatt da de ikke er børsnotert. En utfordring med en slik analyse er at ingen av konkurrentene er fullstendig sammenlignbar med Selvaag Bolig, som skyldes forskjeller innen drift og struktur mellom selskapene. Selskapene er altså ikke direkte sammenlignbare. I tillegg er dette selskaper med forskjellig alder og naturligvis i forskjellige stadier når det kommer til utvikling. Disse forholdene, i tillegg til at det er få selskaper som sammenlignes, vil trolig føre til en mangelfull analyse, selv om det er nøye utvalgte selskaper til sammenlikning.

### 8.1 P/E - Price / Earnings

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Price-to-earnings sier noe om hvor mye markedet er villig til å betale for en enhet inntjening til selskapet (Furuseth, 2023). Ved å bruke denne multippelen kan vi sammenligne Selvaag Bolig med selskapene innenfor samme bransje. En høy P/E multiplenum forteller oss at investorer forventer at veksten i fremtiden vil være høy, og at de forventer stor inntjening (Zakamulin, 2019). På den andre siden vil en lav P/E multiplenum fortelle oss at aksjen er underpriset (Zakamulin, 2019). Dette kan komme av at aksjekursen faller, men inntjeningen forblir på et stabilt nivå. Det er vanskelig å fastslå hva som betegnes som et godt tall for P/E nøkkeltallet. For å kunne si noe om Selvaag Boligs nøkkeltall for P/E, må vi sammenligne

med selskapene innenfor samme bransje. Siden nøkkeltallet bestemmes av resultat etter skatt i nevner, er det naturlig at det varierer over tid.

*Priser i lokal valuta*

	<i>Akjekurs</i>	<i>Antall aksjer utstedt</i>	<i>Børsverdi</i>	<i>Resultat etter skatt</i>	<i>P/E</i>
Selvaag Bolig ASA	33,1	93 765 688	3 103 644 273	318 477 000	10
JM AB	177,5	64 504 840	11 449 609 100	433 000 000	26
Veidekke ASA	102,2	134 956 267	13 792 530 487	1 151 000 000	12

Gjennomsnittlig P/E	16
Estimert pris Selvaag Bolig	55

*Tabell 37: Estimert P/E*

Vi ser at det er store forskjeller i P/E for de ulike selskapene. Særlig skiller JM seg ut fra de andre med en P/E på 26, mot en P/E på 10 for Selvaag Bolig. Dette trekker den gjennomsnittlige P/E opp, og derfor også den estimerte prisen på Selvaag Bolig.

*Priser i lokal valuta*

	<i>Akjekurs</i>	<i>Antall aksjer utstedt</i>	<i>Børsverdi</i>	<i>Resultat etter skatt</i>	<i>P/E</i>
Selvaag Bolig ASA	33,1	93 765 688	3 103 644 273	318 477 000	10
Veidekke ASA	102,2	134 956 267	13 792 530 487	1 151 000 000	12

Gjennomsnittlig P/E	11
Estimert pris Selvaag Bolig	37

*Tabell 38: Estimert P/E justert for utstikkere*

Vi kan derfor se på en alternativ beregning der JM er trukket ut av likningen. Ulempen med denne beregningen er at vi kun sammenlikner Selvaag Bolig mot et annet selskap. Dette blir derfor trolig ikke et representativt utvalg for bransjen, men vi ser likevel at den gjennomsnittlige P/E reduseres og økningen i estimert pris for Selvaag Bolig er lavere enn i den første beregningen. Basert på dette ser vi at den estimerte prisen for Selvaag Bolig er høyere sammenlignet med den opprinnelige aksjekursen, dette tyder altså på at aksjen er undervurdert.

## 8.2 P/B - Price / Book

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Bokført verdi per aksje}}$$

Price to book “viser aksjekursen i forhold til de bokførte verdiene av eiendelene i et selskap” (Furuseth, 2023). Vi benytter dette målet til å si noe om hvor godt markedet priser et selskap i sammenliknet med deres bokførte verdier. Dersom man har en høy P/B indikerer dette at markedet verdsetter selskapet høyere enn dens bokførte verdier, mens en lav P/B forteller oss at selskapet kan være undervurdert i forhold til de bokførte verdiene.

*Priser i lokal valuta*

	<i>Akjekurs</i>	<i>Antall aksjer utstedt</i>	<i>Selskapets markedsverdi</i>	<i>Bokført EK</i>	<i>Bokført EK per aksje</i>	<i>P/B</i>
Selvaag Bolig ASA	33,1	93 765 688	3 103 644 273	2 306 964 000	25	1,35
JM AB	177,5	64 504 840	11 449 609 100	8 332 000 000	129	1,37
Veidekke ASA	102,2	134 956 267	13 792 530 487	3 099 000 000	23	4,45
Gjennomsnittlig P/B	2,39					
Estimert pris Selvaag Bolig	59					

*Tabell 39: Estimert P/B*

Utrekning av multipliseringen P/B viser at Veidekke har en svært høy P/B ratio sammenliknet med Selvaag Bolig og JM. Denne utstikkeren vil derfor føre til at gjennomsnittlig P/B blir unaturlig høy når vi skal estimere pris for Selvaag Bolig.

*Priser i lokal valuta*

	<i>Akjekurs</i>	<i>Antall aksjer utstedt</i>	<i>Selskapets markedsverdi</i>	<i>Bokført EK</i>	<i>Bokført EK per aksje</i>	<i>P/B</i>
Selvaag Bolig ASA	33,1	93 765 688	3 103 644 273	2 306 964 000	25	1,35
JM AB	177,5	64 504 840	11 449 609 100	8 332 000 000	129	1,37
Gjennomsnittlig P/B	1,36					
Estimert pris Selvaag Bolig	33					

*Tabell 40: Estimert P/B justert for utstikkere*

Som under P/E ratio, velger vi derfor også å korrigere for utstikkeren, Veidekke, og bare sammenligne med JM. Vi er klar over at det er et tynt grunnlag for sammenlikning med resten av bransjen. Vi mener likevel at det gir et bedre grunnlag for estimert pris på Selvaag Bolig å bare sammenligne med JM. Basert på dette ser vi også at den estimerte prisen for Selvaag Bolig økes sammenliknet med aksjekursen på tidspunktet, som igjen tyder på at aksjen er undervurdert.

### 8.3 EV/EBITDA

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Selskapets markedsverdi} + \text{Rentebærende gjeld} - \text{Kontantbeholdning}}{\text{Driftsresultat før av- og nedskrivning}}$$

EV/EBITDA er kjent som Enterprise Multiple eller selskapsverdi på norsk. Dette nøkkeltallet forteller oss noe om hvor stor verdien av et selskap er (Zakamulin, 2020). Her vil en høy multiplenummer bety at et selskap er overpriset i forhold til sine konkurrenter. En lav multiplenummer vil derfor bety at selskapet er underpriset i bransjen de befinner seg i. En tommelfingerregel for denne multiplenummeren er at den bør være under 7,5, det er likevel viktig å huske på at denne standarden ikke passer for alle, det viktigste er å sammenligne med andre selskaper innenfor samme bransje (Zakamulin, 2020).

*Priser i lokal valuta*

	<i>Selskapets markedsverdi</i>	<i>Rentebærende gjeld</i>	<i>Kontantbeholdning</i>	<i>EBITDA</i>	<i>EV/EBITDA</i>
Selvaag Bolig ASA	3 103 644 273	1 005 602 000	266 522 000	451 680 000	8,51
JM AB	11 449 609 100	16 040 000 000	1 673 000 000	2 764 000 000	9,34
Veidekke ASA	13 792 530 487	315 000 000	2 063 000 000	2 454 000 000	4,78

Gjennomsnittlig EV/EBITDA	8
Estimert pris Selvaag Bolig	36

Tabell 41: Estimert EV/EBITDA

Basert på beregningene ser vi at Selvaag Bolig og JM ligger nært hverandre for multiplenummeren. Veidekke har noe lavere verdi. Dette fører med seg en estimert pris for aksjen til Selvaag Bolig på 36 kroner. Vi ser også i denne multiplenummeren at aksjen er undervurdert.

### 8.4 Oppsummering

Gjennom kapitlet har vi sett at det er svært stor spredning mellom multiplenummerne for de ulike selskapene. Ved å beregne et gjennomsnitt der alle multiplenummerne veier like tungt for de estimerte prisene får vi en kurs på 50 kroner som resultat. Dette tilsvarer en økning i aksjekursen på hele 51%. Som vi har argumentert for tidligere gir dette et upresist bilde av aksjekursen og vi velger derfor å se på den estimerte prisen justert for utstikkere.



<b>Multipel</b>	<b>Estimert pris</b>
P/E	55
P/B	59
EV/EBITDA	36
Gjennomsnitt	50

Tabell 42: Oppsummering markedsbaserte verdsettelse

Når vi justerer for utstikkere på multiplene P/E og P/B får vi et mye lavere gjennomsnitt. Her har vi igjen vektet alle multiplene likt. Den nye kursen er nå på 36 kroner. Dette tilsvarer en økning i aksjekurs på 8,7%.

<b>Multipel</b>	<b>Estimert pris justert for utstikkere</b>
P/E	37
P/B	33
EV/EBITDA	36
Gjennomsnitt	36

Tabell 43: Oppsummering markedsbasert verdsettelse justert for utstikkere

Konklusjonen blir derfor at den markedsbaserte verdsettelsen setter et kursmål på 36 kroner. Dette er en økning på 8,7% fra kursen per 31.12.2023.

## 9 Sensitivitetsanalyse og diskusjon

Fra fundamentale verdsettelsen kom vi frem til en estimert aksjekurs på 26 kroner, noe som tilsvarte en nedgang på 21,45% fra faktisk aksjekurs den 31.12.2023. På den andre siden fikk vi en estimert aksjekurs på 36 kroner, med justerte verdier, fra den markedsbaserte verdsettelsen tilsvarende en økning på 8,7% fra faktisk aksjekurs. Dette illustrerer den store påvirkningen våre estimer har hatt, samt effekten av et avkastningskrav på 6,62% og et inflasjonsmål på 2%. Vi har gjennom oppgaven vært tydelig på at det foreligger svakheter og usikkerheter ved oppgaven, og for å se nærmere på disse vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Denne analysen vil gjøre det mulig å se hvordan verdien vil endres ved å forandre utvalgte variabler. For dette kapittelet har vi valgt å se på variablene WACC, vekstfaktor, risikofri rente og beta.

### 9.1 WACC og vekstfaktor

Både WACC og vekstfaktor har en direkte påvirkning på Selvaag Bolig sin aksjekurs. Ettersom man benytter WACC som avkastningskrav og neddiskonterer fremtidige kontantstrømmer med denne, vil en høyere WACC føre til en lavere nåverdi, mens en lavere WACC vil føre til en høyere nåverdi. Følgelig vil en høyere risiko føre til et høyere avkastningskrav. Vi vet av formelen til terminalverdien at et høyere avkastningskrav vil redusere terminalverdien, da nevneren vil øke. På bakgrunn av dette forventer vi at aksjekursen vil reduseres når vi øker WACC og at aksjekursen vil øke når WACC reduseres.

På den andre siden har vekstfaktoren en motsatt effekt. Vekstfaktoren har et negativt fortegn i formelen for terminalleddet, så en økning i variabelen vil redusere terminalleddet og følgelig aksjekursen. Hvilken vekstfaktor man velger seg sier noe om hvordan man tror kontantstrømmene vil øke i prosent hvert år inn i det uendelige. Gjennom denne oppgaven har vi sett på kontantstrømmer fem år frem i tid, for å så beregne terminalleddet. Dette betyr at terminalleddet utgjør en svært stor del av hva aksjekursen vil ende på. Derfor vil vekstfaktoren ha en særlig stor påvirkning i denne sammenhengen. Når vi videre skal se på sensitivitetsanalysen for WACC og vekstfaktoren må vi merke oss en ting. Vekstfaktoren kan ikke være større enn WACC. Om den er det vil vi ende med en negativ nevner i terminalleddet, som videre vil gjøre hele leddet negativt. De to variablene kan heller ikke

være like da nevneren vil bli 0. Om nevneren ender på dette vil det ikke være mulig å beregne aksjekursen. En forutsetning for denne sensitivitetsanalysen er derfor at WACC er større enn vekstfaktoren. Da vi har valgt en vekstfaktor på 2% ønsker vi å se på noen verdier rundt dette tallet i analysen.

		<b>Vekstfaktor</b>				
		1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
<b>WACC</b>	5,40%	34	36	39	43	47
	5,80%	29	31	34	37	40
	6,20%	26	28	29	32	34
	6,62%	23	24	26	27	29
	7,00%	20	21	23	24	26
	7,40%	18	19	20	21	23

Tabell 44: Sensitivitetsanalyse WACC og vekstfaktor

Av tabellen ser vi at aksjekursen reduseres betraktelig når WACC økes. Ved å holde vekstfaktoren konstant på 2%, men øke WACC til 7,40% fra 6,62%, går kursen fra 26 kroner til 20 kroner. Vi ser en motsatt effekt for vekstfaktoren, der en økning i vekstfaktor fra 2% til 2,5% med en konstant WACC på 6,62% fører til en økning i aksjekurs på 3 kroner, fra 26 kroner til 29 kroner.

## 9.2 Risikofri rente og beta

Risikofri rente og beta vil ha noe mer indirekte utslag på aksjeprisen. Både den risikofrie renten og betaen er med på å påvirke egenkapitalkravet som videre påvirker det totale avkastningskravet. Formelen til egenkapitalkravet viser at en økning i den risikofrie renten og betaen vil gi et positivt utslag på egenkapitalkravet, noe som igjen gir et positivt utslag på WACC. Siden WACC er vårt avkastningskrav, vil dette igjen føre en lavere aksjekurs fordi det involveres mer risiko.

Vi ser på den risikofrie renten fordi det i det siste har vært mye usikkerhet rundt hva renten vil være i fremtiden. Beta har mer usikkerhet knyttet til konkurrenter i samme bransje. Det er også risiko knyttet til utregningen av beta fordi vi bare benytter tall for de siste fem årene,

noe som fører til at tallene fra tidligere år ikke blir tatt hensyn til. I tillegg reflekterer betaen markedets risiko.

Selvaag Bolig har en egenkapitalandel på 48,5%, dette er en relativt stor egenkapital andel. Høy egenkapitalandel gjør at det samlede avkastningskravet blir mer påvirket av egenkapitalkravet enn det hadde blitt om man hadde lav egenkapitalandel. Vi ser derfor store svingninger i aksjekursen når vi endrer risikofri rente og beta.

Både økning i risikofri rente og beta reduserer aksjekursen. Økningen i den risikofrie renta forklares av at det blir mer attraktivt å investere risikofritt, og investorene er ikke villig til å betale den samme prisen for en risikabel aksje. Betaen er et mål for aksjens markedsrisiko, en økning i beta tilsier at aksjen har mer markedsrisiko. Økning i risiko resulterer i lavere aksjekurs fordi investorene ønsker å få bedre betalt for å pådra seg mer risiko.

		<b>Risikofri rente</b>				
		2,75%	3%	3,29%	3,50%	3,75%
<b>Beta</b>	0,25	55	52	49	47	45
	0,5	43	41	38	37	35
	0,75	34	32	31	30	29
	0,978	28	27	26	25	24
	1,25	23	22	21	20	20
	1,5	19	18	18	17	16

Tabell 45: Sensitivitetsanalyse beta og risikofri rente

Tabellen viser at økning i både beta og risikofri rente reduserer aksjekursen. Vi ser også at selv om endringen i beta og risikofri rente ikke er så stor har dette stor påvirkning på aksjekursen, dette skyldes som tidligere nevnt at Selvaag Bolig har stor egenkapitalandel og at avkastningskravet på egenkapitalen derfor spiller mye inn på aksjekursen.

# 10 Konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å verdsette Selvaag Bolig ASA per 31.12.2023 gjennom en fundamental verdsettelse.

Grunnlaget for oppgaven startet i en strategisk analyse av selskapet og bransjen de opererer i. Gjennom denne analysen har vi identifisert Selvaag Bolig sine styrker, svakheter, fortrinn og utfordringer. Disse funnene har vi benyttet videre i prognoser om fremtidige kontantstrømmer og fremtidig vekst. Kontantstrømmene har lagt grunnlaget for å gjennomføre en fundamental verdsettelse av selskapet og videre gitt oss et kursmål. For å utfordre funnene i den fundamentale verdsettelsen har vi gjennomført en markedsbasert verdsettelse ved utregning av multipler.

Den fundamentale verdsettelsen resulterte i en aksjekurs på 26 kroner, tilsvarende en markedsverdi på egenkapitalen på 2,81 milliarder kroner. Sammenliknet med faktisk aksjekurs den 31.12.2023 på 33,1 kroner, tilsvarer dette en reduksjon på 21,45%.

Den markedsbaserte verdsettelsen resulterte i en aksjekurs på 36 kroner. Sammenliknet med faktisk aksjekurs den 31.12.2023 på 33,1 kroner, tilsvarer dette en økning på 8,7%.

Hovedvekten av oppgaven er lagt i den fundamentale verdsettelsen, der vi har benyttet teori og kompetanse for å sette et solid grunnlag for utarbeidelse av kontantstrømmer og videre aksjekurs. Følgelig vil vi vektlegge den fundamentale verdsettelsen tyngst. På den andre siden har den fundamentale verdsettelsen preg av våre antakelser og tilgjengelig offentlig informasjon, der den markedsbaserte verdsettelsen gir oss en sterk sammenligning med resten av bransjen og er fri for våre antakelser. Med dette som grunnlag vektlegger vi den fundamentale verdsettelsen med 60% og den markedsbaserte verdsettelsen med 40%. På denne måten fanger vi opp våre antakelser og kunnskap vi har fått ved gjennomgang av årsrapporter og kvartalsrapporter til Selvaag Bolig, mens vi likevel får frem sammenligningen med markedet.

Den vektete aksjekursen med denne oppgaven som grunnlag blir derfor 30 kroner. Dette tilsvarer en nedgang fra faktisk aksjekurs den 31.12.2023 på 9,37%. Vi vil derfor konkludere med en anbefaling om å selge.

## 11 Kritikk

Vi har i denne oppgaven gjennomført en verdsettelse av Selvaag Bolig ASA med utgangspunkt i årsrapporter fra selskapet. I tillegg til årsrapportene har vi anvendt kunnskap og teori fra andre fag i studieløpet. Til tross for gode teoretiske forkunnskaper har vi, måtte foretatt forskjellige skjønsmessige vurderinger og valg gjennom oppgaven. Siden vi er studenter under utdanning har vi begrenset evne til å gjøre antakelser, men vi har prøvd så godt vi kan å begrunne disse valgene og antakelsene vi har tatt med bakgrunn i tall og kunnskaper.

Det var utfordrende å velge ut konkurrenter for sammenligning til Selvaag Bolig. Vi hadde vansker med å finne konkurrenter med identisk drift som også var børsnotert. Dette resulterte i at vi valgte tre ulike konkurrenter, hvorav en er notert på svensk børs. Disse tre konkurrentene driver med bygging av boliger som Selvaag Bolig, men det er også vesentlige forskjeller i andre driftsområder utover boligutvikling som konkurrentene driver med. Dette førte til at vi måtte bruke en skjønsmessig vurdering for å bestemme om dette var gode konkurrenter til sammenligning på de ulike analysene vi har gjennomført.

En annen kritikk kan rettes mot valget vårt av avkastningskrav. Vi valgte å ta utgangspunkt i rapporten fra PwC i samarbeid med Foreningen for finansfag Norge. Mesteparten av respondentene fra FFNs medlemmer svarte at en 10-årig statsobligasjon bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen. Vi har likevel valgt å benytte 5-årig statsobligasjon med utgangspunkt i at dette er samme løpetid for obligasjonene og de forventede kontantstrømmene. Dette vil ha gitt utslag på avkastningskravet vi har benyttet videre i oppgaven.

Den fundamentale verdsettelsen kan også kritiseres. Den baserer seg bare på den offentlige informasjonen som er tilgjengelig i tillegg til våre antakelser. Den sier heller ikke noe om sammenligning med resten av konkurrentene som den markedsbaserte verdsettelsen gjør. Vi har derfor valgt å vektlegge den fundamentale verdsettelsen med 60% og den markedsbaserte verdsettelsen med 40%.

Et siste moment som er viktig å dra frem i kritikken, er usikkerheten rundt estimeringsperioden for videre vekst i Selvaag Bolig. Det er ikke helt ideelt å benytte

historisk utvikling når vi skal estimere fremtidig vekst. Hovedgrunnen er at historisk utvikling egentlig ikke kan si så mye om fremtidig vekst, og at en periode på fem år er en kort periode. Den historiske utviklingen tar heller ikke hensyn til makroforhold som påvirker Selvaag Bolig sin fremtidige vekst. Dette fører også til at mye av verdsettelsen kommer av terminalleddet, noe som gjør at denne beregningen får stor betydning for verdsettelsen. På grunn av dagens usikkerhet i verdensøkonomien og makroforholdene er en stabil vekst vanskelig å estimere med de forutsetningene vi har.

# Referanseliste

Aevi Eiendom (u.å). *Risikofrirente*.

<https://www.aevieiendom.no/ressurser/fagbegreper/risikofri-rente>

Aksjeloven. (2013). *Lov om aksjeselskaper (LOV-1997-06-13-44)*. Lovdata.

<https://lovdata.no/lov/1997-06-13-44/§3-4>

Berg, T. (2021). *Grunnleggende økonomistyring* (3. utgave). Cappelen Damm Akademisk.

Boligprodusentene.no (2023, 15. november). *Nyboligsalget er under finanskrisenivå*.

<https://www.boligprodusentene.no/artikkelarkiv/nyboligsalget-er-under-finanskriseniva/>

Boye, K., Koekebakker, S., Krakstad, S. O. & Oust, A. (2021). *Finansielle emner* (15. utgave). Cappelen Damm Akademisk.

DN.no. (2022, 04. juli). *SBB selger Solon Eiendom-aksjer til OBOS for over 800 mill*.

<https://www.dn.no/market/sbb/solon-eiendom/eiendom/sbb-selger-solon-eiendom-aksjer-til-obos-for-over-800-mill/2-1-1239839>

Fjeldstad, Ø., D. & Lunnan, R. (2023). *Strategi* (3. utgave). Fagbokforlaget.

Furuseth, T. (2023). *Hva er egentlig P/E-multippel?*. DNB.

<https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/bors-og-marked/hva-er-egentlig-pe-multippel>

Holtung, A. (2023, 2. juni). *Nye boliger 5,6 prosent dyrere*. SSB.

<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/boligpriser-og-boligprisindekser/statistikk/prisindeks-for-nye-boliger/artikler/nyboligprisene-opp-3-7-prosent-copy>

JM. (2024). *Our Organization*.

<https://www.jm.se/en/about-us/operations/organization/>



JM. (2024). *Siden 1945 har historie blitt skrevet i våre hus.*

<https://www.jm.no/om-oss/virksomheten/historien/>

Johansen, A. (2022). *Investere i aksjer eller sekundærbolig - hva lønner seg?*

<https://danskebank.no/nyheter/makronytt/investere-i-aksjer-eller-sekundaerbolig>

Medby, P. (2024, 12. januar). *Boligprisene ned 0,5 prosent i 2023.* SSB.

<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/boligpriser-og-boligprisindekser/statistikk/prisindeks-for-brukte-boliger/artikler/boligprisene-ned-0-5-prosent-i-2023>

Mjelde, K., N. (2022, 1. juni). *Midlertidig byggeforbud vedtatt i småhusområdene: - Helt nødvendig, sier PBE.* Dagens Næringsliv.

<https://www.dn.no/eiendom/smahusplanen/byggesaksbehandling/oslo-byrad/midlertidig-byggeforbud-vedtatt-i-smahusomradene-helt-nodvendig-sier-pbe/2-1-1228254>

Norges Bank. (2023). *Statslån - Generiske renter.*

<https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=3Y&frequency=B&startdate=2023-02-28&stopdate=2023-12-31>

OBOS. (2024). *Konsernet.*

<https://www.obos.no/dette-er-obos/konsernet/>

OBOS. (2024). *Virksomheten.*

<https://www.obos.no/bedrift/ir/arsrapport-2022/arsberetning-2022/virksomheten/>

Orge, M. (2024, 23. januar). *Nyboligsalget: - Aldri målt svakere.*

<https://e24.no/norsk-oekonomi/i/BWOqvw/nyboligsalget-aldri-maalt-svakere>

Oslo kommune (u.å.) *Revisjon av småhusplanen.*

<https://www.oslo.kommune.no/slik-bygger-vi-oslo/revisjon-av-smahusplanen/#gref>

PwC. (2023). *Risikopremien i det norske markedet 2023*.

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2023.pdf>

Ringen-Vatnedalen, Ø. (u.å.). *Navigering i eiendomsnæringen*.

<https://eiendomsfag.no/navigering-i-eiendomsnaeringen/>

SCB. (2023, 19. april). *Hushållens boende 2022*.

<https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/hushallens-ekonomi/inkomster-och-inkomstfordelning/hushallens-boende/pong/statistiknyhet/hushallens-boende-2022/>

Selvaag Bolig. (2024). *Bærekraft*.

<https://www.selvaagbolig.no/om-oss/barekraft/>

Selvaag Bolig. (u.å.). *Klima og miljø*.

<https://www.selvaagbolig.no/om-oss/barekraft/klima-og-miljo/>

Selvaag Bolig. (u.å.). *Plussbolig*.

<https://www.selvaagbolig.no/plussbolig/>

Selvaag Bolig ASA. (2024, 13. februar). *Q4 2023 Rapport for fjerde kvartal*.

<https://storage.mfn.se/c63d5bfb-b14b-4f86-a0af-3f44f67639f1/rapport-4-kvartal-2023.pdf>

Selvaag Bolig. (u.å.). *Salgssuksess på Lørenporten*

[https://www.selvaagbolig.no/magasinet/loren/salgssuksess\\_lorenporten/](https://www.selvaagbolig.no/magasinet/loren/salgssuksess_lorenporten/)

Selvaag. (u.å.). *Vår historie*.

<https://selvaag.no/var-historie/>

Selvaag Bolig. (u.å.). *Åpenhetsloven*.

<https://selvaag.no/apenhetsloven-1/>

- SSB. (u.å.). *Befolkningen - hvor mange bor det i Norge?*  
<https://www.ssb.no/befolkning/faktaside/befolkningen>
- SSB. (2024, 24. januar). *Boforhold, registerbasert.*  
<https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/bolig-og-boforhold/statistikk/boforhold-registerbasert>
- SSB. (2024, 13. februar). *Byggekostnadsindeks for bustader.*  
<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/byggekostnadsindekser/statistikk/byggekostnadsindeks-for-bustader>
- SSB. (2022). *Prisindeks for nye boliger.*  
<https://www.ssb.no/statbank/table/13500/tableViewLayout1/>
- SSB (2024, 1. mars). *Renter i banker og kredittforetak.*  
<https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/finansinstitusjoner-og-andre-finansielle-foretak/statistikk/renter-i-banker-og-kredittforetak>
- Stenvold, T.D., Stephansen, S.W. (2023). *Regnskapsorganisering: forretningsforståelse, risikovurdering og regnskapsførers rolle.* Fagbokforlaget 2023.
- Torgersen, O. (2018, 26. april). Finansiering. I *NDLA*.  
<https://ndla.no/nb/subject:1:792414c5-896f-470a-9558-6101d7266237/topic:1:04afff6e-bea4-48b3-82fa-a4f7b21527aa/topic:1:461389e9-2cc3-4874-99d1-b5469823f088/resource:1:116001>
- Veidekke (u.å.). *Bygg.*  
<https://www.veidekke.no/tjenester/bygg/>
- Veidekke (u.å.). *Historien vår.*  
<https://www.veidekke.no/om-veidekke/historien-var/>
- Yahoo Finance. (2024). *Oslo Børs Benchmark Index\_GI (OSEBX.OL).*  
<https://yhoo.it/3U9crMz>

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

Zakamulin, D. (2019). *Hvordan bruke P/E ratio*. (Nordnet).  
<https://www.nordnet.no/blogg/hvordan-bruke-p-e-ratio/>

## **Referanser til regnskap**

JM AB. *Rapporter og presentasjoner 2018-2023*.  
<https://www.jm.se/en/about-us/investors/reports--presentations/>

OBOS BBL. *Rapporter og presentasjoner 2018-2023*.  
<https://www.obos.no/bedrift/ir/rapporter-og-presentasjoner2/>

Selvaag Bolig ASA. *Rapporter og presentasjoner 2018-2023*.  
<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>

Veidekke ASA. *Rapporter og presentasjoner 2018-2023*.  
<https://www.veidekke.no/investor/rapporter-og-presentasjoner/>

