

Verdsettelse av Veidekke ASA

Valuation of Veidekke ASA

HANDELSHØYSKOLEN VED UIS

June 16, 2014

Skrevet av: Kristine Berg



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Økonomi og administrasjon
-Anvendt Finans

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Finans og regnskap

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Verdsettelse av Veidekke ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Veidekke ASA

FORFATTER(E)

Studentnummer:

204020
.....
.....

Navn:

Kristine Berg
.....
.....

VEILEDER:

Marius Sikveland

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2014

Underskrift administrasjon:.....

Sammen drag

Aksjeprisen i Veidekke ASA beløp seg på 48,80 NOK ved utgangen av 2013, men hva var egentlig verdien av denne? I forsøk på å finne et fornuftig estimat for verdien av Veidekke aksjen og følgelig egenkapitalen i Veidekke pr. 31.12.13, har jeg tatt i bruk ulike analyser og verdsettelsesteknikker. Med disse har jeg fått et overblikk over selskapets finansielle-, strategiske- og markedsposisjon. Dette utgjorde tilsammen et grunnlag for estimering av fremtidsverdier. Blant annet ut ifra fremtidsverdiene har jeg fått estimert verdien av selskapet og vurdert estimatet mot verdiestimat beregnet basert på multipler. På grunnlag av den estimerte verdien av Veidekke har jeg vurdert hvorvidt markedet har over- eller underpriset aksjen.

Jeg starter med å presentere Veidekke og bransjene for virksomheten Veidekke er en del av. Deretter gjennomgår jeg teori omkring verdsettelse, hovedsakelig med utgangspunkt i de teknikker som vil bli tatt i bruk i denne utredningen. Metoder vedrørende informasjonsinnsamling blir også gjennomgått, etterfulgt av analyser verdsettelsen bygger på.

Relevant for denne oppgaven er også reduksjonen i selskapsskattesatsen med virkning fra 01.01.2014. Etersom verdsettelse krever bruk av historiske data og fremtidige estimat, har det vært nødvendig å ta hensyn til at denne på et tidspunkt endrer seg. I dette tilfellet mellom historisk tid og fremtid. Jeg avslutter med å undersøke om redusert skattesats gir store utslag på selskapets verdi. Dette presenteres i en kort sensitivitetsanalyse. Jeg slutter meg så til konklusjonen om at Veidekke aksjen er undervurdert av markedet ved utgangen av 2013.

Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	6
1.1	PROBLEMSTILLING	6
1.2	AVGRENSNINGER	7
2	MÅLSKAPET, VEIDEKKE ASA	7
3	BRANSJE FOR VEIDEKKE VIRKSOMHET	9
3.1	ENTREPRENØR	9
3.2	EIENDOM	9
3.3	INDUSTRI	10
3.4	VEIDEKKE STØRSTE KONKURRENTER	10
4	VERDSETTELSESTEORI	10
4.1	KONTANTSTRØMBASERTE METODER	13
4.1.1	<i>Gjennomsnittlig vektet kapitalkostnad, k_T (WACC)</i>	14
4.1.2	<i>Justert nåverdi-modell (APV)</i>	17
4.2	RELATIV VERDSETTELSE	18
4.2.1	<i>Komparativ verdsettelse</i>	19
4.2.2	<i>Verdsettelse basert på multipler</i>	19
4.2.2.1	Inntjeningsmultipler (Earnings Multiples)	19
4.2.2.2	Inntekts multipler	23
4.2.2.3	Sektor spesifikke multipler	23
4.2.3	<i>Potensielle problemer som kan oppstå i forbindelse med relativ verdsettelse</i>	24
5	AVKASTNINGSKRAV	24
5.1	RISIKOFRI RENTE	26
5.2	MARKEDSPREMIE	26
5.3	ESTIMERING AV BETA	27
6	METODE	30
6.1	FORSKNINGSDESIGN	30
6.2	INNSAMLING AV DATA	31
6.3	ANALYSE AV DATA	32
7	STRATEGISK ANALYSE	32
7.1	EKSTERN STRATEGISK ANALYSE	33
7.1.1	<i>PESTEL-analyse</i>	33
	Politisk (P):	33
	Økonomisk (E):	34
	Sosiale faktorer (S):	34
	Teknologiske faktorer (T):	34
	Miljøfaktorer (E):	35
	Juridiske-/lovmessige faktorer (L):	36
7.1.2	<i>Porters konkurransekrefter</i>	36
7.1.2.1	Potensielle inntrengere i markedet	37

7.1.2.2	Substitutter.....	39
7.1.2.3	Forhandlingsmakten til kundene.....	40
7.1.2.4	Forhandlingsmakten til leverandørene	41
7.1.2.5	Konkurrerende rivaler	42
7.2	INTERN STRATEGISK ANALYSE.....	45
7.2.1	<i>Nødvendige kapabiliteter</i>	46
7.2.1.1	Nødvendige ressurser.....	47
7.2.1.2	Nødvendig kompetanse.....	47
7.2.2	<i>Kapabiliteter for konkurransefortrinn</i>	47
7.2.2.1	Unike ressurser.....	47
7.2.2.2	Kjernekompetanse	48
7.3	OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE UTFØRT I EN SWOT ANALYSE	48
8	REGNSKAPSANALYSE	50
8.1	VERDIDRIVERE.....	53
8.1.1	<i>Vekst</i>	54
8.1.1.1	Omsetningsvekst	54
8.1.1.2	Resultatvekst	56
8.1.1.3	Resultatmargin	56
8.1.1.4	Totalkapital pr. 31.12	57
8.1.2	<i>Lønnsomhet</i>	58
8.1.2.1	Egenkapitalrentabilitet (EKR).....	58
8.1.2.2	Totalkapitalrentabilitet (TKR)	60
8.1.2.3	Avkastning på sysselsatt kapital (ASK)	61
8.1.2.4	Avkastning på investert kapital (AIK).....	62
8.1.2.5	Driftsmargin.....	63
8.2	LIKVIDITET	64
8.2.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	64
8.2.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	65
8.3	SOLIDITET.....	66
8.3.1	<i>Egenkapitalandel</i>	66
8.3.2	<i>Rentedekningsgrad</i>	67
8.3.3	<i>Gjeldsgrad</i>	68
9	FASTSETTELSE AV AVKASTNINGSKRAV.....	68
9.1	RISIKOFRI RENTE	69
9.2	MARKEDSPREMIE.....	69
9.3	ESTIMERING AV BETA.....	70
9.4	AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN.....	74
9.5	AVKASTNINGSKRAVET TIL TOTALKAPITALEN	74
10	ESTIMERING AV FREMTIDSVERDIER OG FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER	75
	<i>Justering av overskudd</i>	77
11	VERDSETTELSE.....	78
11.1	KONTANTSTRØMBASERT VERDSETTELSE	78
11.1.1	<i>k_T (WACC)</i>	78
11.2	RELATIV VERDSETTELSE.....	78
11.2.1	<i>Komparativ verdsettelse</i>	79
11.2.2	<i>Verdsettelse basert på multipler</i>	79
11.2.2.1	PE rate	79
11.2.2.2	EV til EBITDA.....	79

11.2.2.3	Pris-til-bokført verdi (PBV).....	80
11.2.2.4	Pris-til-salg multiappel.....	81
12	SENSITIVITETSANALYSE	81
13	KONKLUSJON	82

Forord

En verdsettelsesoppgave krever at man bruker elementer fra både regnskap, økonomi, finans og strategi. Dermed får man praktisere et bredt spekter av det man har lært tidligere i studiet, både i form av repetisjon og til videreutvikling av kunnskap innenfor disse temaene. Det har derfor vært en spennende og lærerik erfaring å skrive denne masteroppgaven.

Mye verdsettelsesteori er publisert på engelsk, og det å skrive verdsettelses oppgave på norsk har derfor vært lærerikt også når det kommer til språk og bruken av finansielle begrep. Jeg vil påstå at denne erfaringen har utviklet fagspråket mitt til å bli mer anvendelig, samtidig som jeg har fått bedre forståelse for uttrykk jeg tidligere bare kjente til. Dette skal det bli fint å ta med seg videre på veien.

Med det ønsker jeg å rette en stor takk til veileder, Marius Sikveland for riktig god veiledning underveis. Ønsker også å takke min familie for god motivasjon og støtte.

Stavanger, 16. juni 2014

Kristine Berg

1 Innledning

Å skrive en verdsettelses oppgave er både interessant, nyttig og lærerikt. Det dekker flere nyttige fagområder, er nært knyttet til virkeligheten og det er spennende å se hva man kommer frem til. Valget av foretak å verdsette falt på Veidekke ASA (Veidekke). Dette er velegnet ettersom det er notert på Oslo Børs og har hatt noe lunde jevne kontantstrømmer de siste årene samt gav en ekstra utfordring ved at det har flere divisjoner å ta hensyn til.

Verdsettelsesprinsippet innebærer, ifølge Copeland, Koller og Murrin (1994), at man kan bruke markedspriser til å fastslå verdien av en investeringsmulighet. Når verdien av fordelene overstiger verdien av kostnadene knyttet til investeringen, vil investeringen øke selskapets markedsverdi. På samme måte vil verdien av selskapsaksjene være av betydning for aksjeinvestorer. Investorer ser på aksjer i et selskap som en investeringsmulighet og verdien av selskapet vil derfor være av interesse for dem. Verdien i et selskap kan ofte avvike fra markedsprisen, og en verdsettelse av foretakene som det er aktuelt å investere i, er derfor utbredt blant investorer.

I utredningen fremover vil jeg starte med å presentere Veidekke og bransjene for virksomheten Veidekke er en del av. Deretter vil jeg gjennomgå verdsettelsesteorien som vil bli tatt i bruk og metoder vedrørende informasjonsinnsamling. Dette etterfølges av analyser verdsettelsen vil bygge på, samt utførelse av verdsettelsen. Til slutt analyserer jeg dette i en sensitivitetsanalyse og gir noen refleksjoner rundt konklusjonen jeg har sluttet meg til.

1.1 Problemstilling

Verdsette Veidekke ASA og studere nærmere følgene av at selskapsskatten ble redusert fra 28 % til 27 % med virkning fra 01.01.2014. Hvor forskjellig blir verdien om det ikke blir tatt høyde for den reduserte satsen? Hva betyr dette for selskapet? Hvordan ta hensyn til dette i verdsettelsesmetodene?

Verdsettelse av et selskap er nyttig for å finne ut om markedet over- eller undervurderer selskapets verdi. Markedsverdien, den prisen selskapets aksjer kan handles for på børs, kan være en annen enn den beregnede verdien som fastsettes ved hjelp av verdsettelsesmetoder. En av mange påvirkningsfaktorer for verdien er selskapsskattesatsen. Denne ble redusert fra 28 % til 27 % pr. 01.01.2014. (www.skatt.no) Det er dermed interessant å se nærmere på hvilken påvirkning dette har for verdien av et selskap. Jeg vil derfor sammenligne den nye

beregnete verdien mot den verdien selskapet ville hatt dersom skattesatsen ikke hadde blitt redusert.

1.2 Avgrensninger

Det er mye usikkerhet knyttet til verdsettelse. Denne kan stamme fra teknikkbruken, eller fra objektet som blir verdsatt. Grad av usikkerhet er her ikke målbar.

Det er viktig å ha tilgjengelig relevant informasjon ved verdivurdering av et selskap. Eksempelvis kan det å kjøpe eierandel i et foretak sammenlignes med å kjøpe retten til en usikker kontantstrøm hvor informasjonen er et kritisk element. (Jon Lundesgaard, 2012) Ideelt sett har man all eksisterende informasjon om bedriften tilgjengelig og benytter det som er relevant for formålet. Hvor mye mer relevant informasjon det finnes enn den offentlig tilgjengelige informasjonen er uvisst. Det er det mest sannsynlig kun de som besitter denne informasjonen som vet. Mine analyser er dermed basert på offentlig tilgjengelig informasjon selv om annen mer relevant informasjon muligens kan eksistere. Dette medfører spesielt en svakhet i forbindelse med intern analyse av bedriften, og generelt usikkerhet i henhold til beregnede estimat. Til dette har jeg i hovedsak benyttet foretakets finansielle-, virksomhets- og konjunkturrapporter, samt relevante medieoppslag.

Det kan også være en avgrensning at skattesatser og rentesatser gjeldende i Norge blir benyttet til beregninger selv om noen datterselskap ikke er norske, men er etablert og drives i Danmark og Sverige. Nødvendige korrigeringer vedrørende valuta, regnskapsprinsipp og avgifter er korrigert for i finansielle rapporter, men andre rapporter benyttes i tillegg. Markedsutsiktene er også ulike mellom landene, men jeg har i oppgaven forutsatt at markedet er det samme uavhengig av land, selv om det kan foreligge noen forskjeller her. (Konjunkturrapport 2013, Veidekke.no) Forskjellene antas her å være uvesentlige når landene blir sett under ett i stedet for hver for seg.

2 Målselskapet, Veidekke ASA

Veidekke er opprinnelig et helnorsk entreprenør- og eiendomsutviklingsselskap, nå et av de ledende i Skandinavia. Ikke bare har bedriftens størrelse ekspandert etter oppstarten i 1936, men også dens virksomhetsområder. I dag består virksomheten av



områdene entreprenør, eiendom og industri. (www.veidekke.no) Entreprenør divisjonen i form av bygg- og anleggsvirksomhet, eiendom divisjonen utvikler og selger boliger, mens divisjon for industrivirksomheten innebærer, i hovedsak, arbeid med veivedlikehold, asfalt, pukk og grus.

Veidekke ble børsnotert i 1986 (Veidekke årsrapport 2012). Selskapet har siden oppstart alltid hatt overskudd, og klarte seg imponerende nok gjennom finanskrisen med overskudd.

Organisasjonen har flere mindre enheter som til sammen utgjør en større enhet, konsernet Veidekke ASA. Dette består av til sammen rundt 50 operative datterselskaper eid av Veidekke ASA direkte og indirekte (Finansiell rapport 2013).

Tidligere konsernsjef Terje R. Venold omtaler Veidekke ASA i virksomhetens årsrapport 2012 som «en av Skandinavias største, mest solide og samfunnsansvarlige entreprenør og eiendomsutvikler». Et raskt overblikk over hjemmesiden til Veidekke forsterker denne omtalen, spesielt når det kommer til samfunnsansvar. Når det gjelder posisjon som entreprenør og eiendomsutvikler avhenger dette noe mer av hva man kan se hos konkurrentene. Dette kommer jeg forøvrig tilbake til og undersøker nærmere i strategisk analyse.

Veidekkes overordnede mål er knyttet til HMS og økonomi, men Veidekke er også svært opptatt av å ha en god bedriftskultur og jobber aktivt for å bevare denne. Bedriftskulturen i Veidekke er sterk og inkluderende. Dette vises godt ved at store andeler ansatte er medeiere, samt gjennom selskapets utdannings- og opplæringsprogram. Verdiene selskapet legger til grunn for sin virksomhet er: «Profesjonell, redelig, entusiastisk og grensesprengende». (Veidekke.no) Disse er felles verdier de ansatte skal ha i arbeidssammenheng slik at de sammen fremmer bedriftens verdier og ansikt utad. En ting som går igjen i bedriftens egne omtaler er viktigheten av gode medarbeidere. Med dette kan det hevdes at medarbeiderne er Veidekkes største og beste ressurs. Veidekke fokuserer stort på både å ta vare på og utvikle sin menneskelige ressurs. (Jacobsen og Thorsvik, 2009), (www.veidekke.no)

3 Bransje for Veidekkes virksomhet

Veidekkes virksomhet strekker seg over tre divisjoner, entreprenør, eiendom og industri. Ved første øyekast kan dette se ut til å kunne samles under begrepet produksjon. Ser man nærmere på hver enkel divisjon, kommer det frem at dette ikke er tilfellet.

3.1 Entreprenør

I hovedsak utgjør denne delen av virksomheten bygg- og anleggsvirksomhet både hva angår utførelse og prosjektering. Prosjektene kan bestå av oppdrag som gjelder bygging av boliger, skoler, næringsbygg og andre offentlige bygg, arbeid med veier, jernbane, vannkraft, vindkraft og industriprosjekter. Det er mange konkurrenter i bransjen som entreprenør, men som både prosjektleder og entreprenør er det i hovedsak de største entreprenørene det konkurreres mot. Når en entreprenør også er prosjektleder, har entreprenøren en såkalt totalentreprise, ansvar for prosjektering og utførelse(veidekke.no) Her kan entreprenører i noen tilfeller oppleve det hensiktsmessig å samarbeide med en eller flere av sine konkurrenter for å kunne ta del i store ønskelige prosjekter enten under konkurrentens ledelse eller egen. Det er da snakk om et kompromiss for å kunne delta i det hele tatt kontra å stå på sidelinjen og se andre konkurrenter samarbeide om det samme. I entreprenørbransjen og for Veidekke er det viktig å ha et godt samspill med kunder og leverandører, samt fokus på HMS. Ingen prosjekter er like, men både når det gjelder prosess, produkt og kostnader er forventninger fra kundene ofte svært høye. Dette er i ulikt omfang avhengig av om kunden er privat eller offentlig. Det er derfor avgjørende med et godt samspill med kundene. Sluttproduktet som leveres til kundene avhenger også i stor grad av kvalitet fra leverandørene. Et godt samarbeid med leverandørene er derfor hensiktsmessig slik at Veidekke kan være trygge på at de tilbyr og leverer det beste til kundene. Å utvikle seg sammen med leverandører er derfor hovedstrategien for Veidekke innenfor deres leveranseområder.(Veidekke.no)

3.2 Eiendom

Her utøves eiendomsutvikling av bolig- og næringseiendommer hvor Veidekke Eiendom er en av Norges største. Fokuset Veidekke Eiendom har innen bolig omhandler utvikling av gode boligprosjekter, skaffe gode tomteområder, markedsføre og selge boliger. Samarbeidet med entreprenørvirksomheten i konsernet er her nært knyttet. Innen næring er det derimot brukerne det er et nært samarbeid med. Dette for å utvikle best mulig tilpassede lokaler.

3.3 Industri

Veidekke Industri består av virksomhet innen forretningsområdene asfalt, pukk og grus, samt veivedlikehold. Hele 60 % av divisjonen industri består av asfaltvirksomhet. Her er Veidekke ledende i Norge, og leverer asfalt i hele landet. Innen pukk- og grusvirksomheten har Veidekke Industri en strategi om å sikre langsiktig ressurstilgang og vekst. De har i denne sammenheng kjøpt opp en rekke mindre slike selskap de siste årene. Veivedlikehold består av arbeid fordelt på driftsoppgaver og vedlikeholdsoppgaver. Oppgavene spesifiseres og beskrives i kontrakter kalt driftskontrakter som inngås med Statens Vegvesen.

3.4 Veidekkes største konkurrenter

De største konkurrentene for Veidekke, basert på et overordnet blikk over divisjonene, er å finne innen entreprenør og eiendomsutvikling. Disse er i hovedsak NCC, AF Gruppen, Peab og Skanska. Dette antas på bakgrunn av en rekke omtaler i media. Reinertsen omtales også som en av de største konkurrentene, men er spesialisert på offshore entreprenørskap, og blir derfor sett bort fra her. Peab AB blir sett bort fra fordi det hovedsakelig er et entreprenørselskap, og Skanska fordi det driver i et betydelig mye større geografisk marked. Dermed kan NCC og AF Gruppen bli sett på som de mest lignende konkurrentene til Veidekke. I tillegg til de nordiske konkurrentene i markedet kan det også etableres store konkurrenter som opprinnelig har sin virksomhet utenfor Norden. «Flere verdensomspennende konsern velger å etablere seg med egne norske selskaper». (www.jernbaneverket.no) Veidekkes virksomhet utøves i flere marked, og for hvert virksomhetsområde er det flere aktører å konkurrere med om markedsandelene. Markedsposisjonen til Veidekke vil bli belyst i den strategiske analysen.

4 Verdsettelsesteori

En verdivurdering innebærer å vurdere den virkelige, eller relativt virkelige verdien av en investering i blant annet håndfaste ting, prosjekter, eller som jeg vil gå mer innpå her, foretak. Det er i litteraturen mye uenighet angående verdsettelse og bruken av teknikker. Et poeng er det i verste fall enighet om, og det er at prisen ikke kan bli satt kun ved bruk av argumentet om at det vil finnes en investor villig til å betale denne prisen. (Damodaran, 2008)

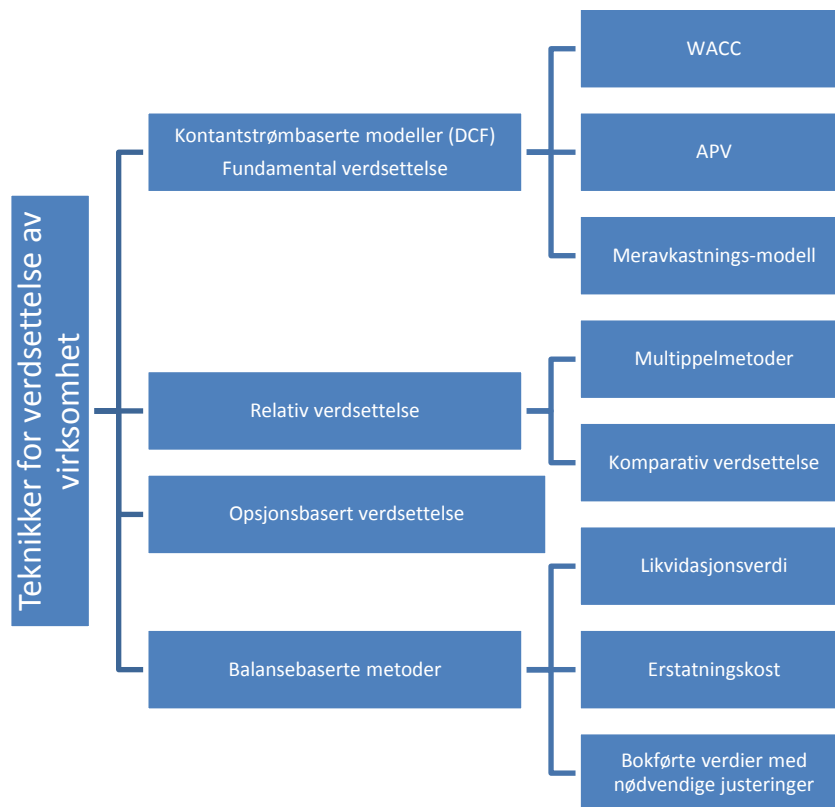
Verdien av et selskap spiller en viktig rolle på mange finansielle områder og er av interesse for flere parter. Både for nåværende og potensielle eiere, men også for «långivere, kunder, leverandører, ansatte og andre med langsiktige relasjoner til foretaket». (Lundesgaard, 2012, s.43) For et foretak kan det være aktuelt å foreta en verdivurdering blant annet i forbindelse med oppkjøp, fisjoner, fusjoner, børsnoteringer (IPO-er), men ikke minst for den strategiske planleggingen og beslutningsformål. Finansielle muligheter er en viktig faktor for selskapsverdien. Finansiering er ofte en sentral kilde til og forutsetning for verdiskaping, og kan være viktig for en investerings kapitalkostnad. (Titman & Martin, 2014)

For investorer er derimot hensikten å finne arbitrasjemuligheter i underprisede selskap for å investere i aksjer i disse. Eventuelt overprisede aksjer for så å selge disse, gitt at investoren allerede besitter slike aksjer. Det finnes mange investorer, og markedet kan korrigere seg fort når noen har oppdaget under- eller overprising. På en side har vi markedsprisen på selskapets aksje, den prisen markedet er villige til å betale for en aksje. På en annen side har man selskapets «virkelige» verdi basert på dets markedsposisjon, historiske data og fremtidsestimater. For børsnoterte selskap er markedsprisen lett identifiserbar. Da er prisen det aksjen handles for. Det er slike foretak det kan være mest aktuelt for en investor å verdsette.

Metodene man kan benytte til å verdsette et foretak er mange. I hovedsak skilles det mellom fire former for verdsettelsesteknikker:

- Fundamental verdsettelse med kontantstrømbaserte metoder
- Relativ verdsettelse
- Balansebaserte metoder

- Opsjonsbaserte metoder



Figur 4-1: Oversikt over de primære teknikkene for verdsettelse av foretak. Eget oppsett basert på større figurer av Titman & Martin, 2014 og Damodaran, 2008.

Det er også mulig å kombinere ulike metoder. Generelt med kontantstrøm basert metode kan man finne virksomhetsverdi ved å legge diskonterte kontantstrømmer sammen med en terminalverdi. Denne illustrerer forventede kontantstrømmer i all evighet etter budsjetteringsperioden. Det er to hovedmåter å estimere terminalverdien på. Enten kan man benytte diskontert kontantstrømmodellen, Gordon Growth, eller man kan benytte multiplmetoden. En hybridversjon til verdsettelse av et foretak kan også anvendes ved at terminalverdien beregnes med multiplmetoden, mens diskontert kontantstrøm metoden benyttes til å estimere de fremtidige kontantstrømmene. (Titman & Martin, 2014)

I det følgende vil jeg gjennomgå kontantstrømbasert verdsettelse og relativ verdsettelse. Jeg vil holde fokuset på vurdering av selskapsverdi men nevne at verdivurdering av egenkapitalen kan være vel så nyttig.

4.1 Kontantstrømbaserte metoder

Ved bruk av kontantstrømbaserte metoder vurderer man verdien av et selskap til den samme som nåverdien av selskapets forventede kontantstrømmer diskontert med en passende diskonteringsrente. (Copeland, Koller & Murrin, 1994) Kontantstrøm baserte metoder bygger på en strategisk analyse og en regnskapsanalyse av selskapet som skal verdsettes. Metodene tar sikte på estimering av fremtidige kontantstrømmer med utgangspunkt i disse analysene. Hele denne prosessen betegnes gjerne som en fundamental analyse, og verdsettelse gjennom fundamental analyse kan dermed betegnes fundamental verdsettelse. (Damodaran, 2008) I hovedsak kan man dele inn i to teknikker når det gjelder verdsettelse av virksomheter: Gjennomsnittlig vektet kapitalkostnad, (Weighted Average Cost of Capital, WACC) og justert nåverdi (Adjusted Present Value, APV). I enkelte tilfeller kan det også være hensiktsmessig å vurdere verdien av egenkapitalen i stedet for hele foretaket. Da er meravkastningsmodellen et godt alternativ fra denne gruppen verdsettelsesmetoder. (Titman & Martin, 2014) Skillet mellom de kontantstrømbaserte metodene knyttes til hvilke modeller eller teknikker som anvendes i forbindelse med å beregne avkastningskravet for diskontering av kontantstrømmer.

For å sette verdi på et foretak er man avhengig av å få hentet inn mye informasjon. Når kontantstrømbaserte metoder blir tatt i bruk, har man behov for informasjon for å kunne estimere;

- Selskapets fremtidige kontantstrømmer
- Finne risikoen forbundet med de fremtidige kontantstrømmene
- Sette en passende diskonteringsrate
- Identifisere sammenlignbare selskap og eventuelle synergier i foretaket man verdsetter.

Begrensninger i forbindelse med kontantstrømbaserte metoder:

Det er mest aktuelt å benytte kontantstrømbaserte metoder ved verdivurdering av selskap som har positive kontantstrømmer og disse kan estimeres for fremtiden med noenlunde sikkerhet samt at det er mulig å finne en anvendbar diskonteringsrente. Når det ikke er perfekt tilrettelagt for kontantstrømbaserte metoder, kan det være hensiktsmessig å utvide rammeverket for verdsettelsen. En slik utviding går ut på å tilpasse modellen til å gjelde for selskap som varierer på et eller annet vis og dermed ikke er ideale for rammeverket. Man vil

underveis møte på bestemte utfordringer i forbindelse med tilpassing av modellen. (Damodaran,2008)

Med de samme forutsetningene lagt til grunn for verdsettelsen vil veid kapitalkostnad og justert nåverdi modell gi nokså lignende verdier av selskapet.

4.1.1 Gjennomsnittlig vektet kapitalkostnad, k_T (WACC)

Med denne metoden kan man finne verdien av et selskap ved å diskontere selskapets frie kontantstrøm med dets gjennomsnittlig vektete kapitalkostnad (k_T), «weighted average cost of capital» (WACC). Et foretaks gjennomsnittlig vektete kapitalkostnad, veid kapitalkostnad, er den diskonteringsrenten man, ifølge Titman og Martin (2014), bør benytte til verdsettelse av et selskap. Her blir kapitalstrukturen i selskapet tatt hensyn til og vektlagt. Modellen gir derfor et godt sammenligningsgrunnlag til for eksempel en konkurrentanalyse. Veid kapitalkostnad kan betraktes som en alternativkostnad til kapitalen i selskapet. Alternativkostnaden utgjør da den forventede avkastningen selskapets investorer går glipp av, som alternative investeringsmuligheter med samme risiko ville gitt. Komponentene en veid kapitalkostnad består av, er avkastningskravet til egenkapitalen (k_E) og avkastningskravet til gjelden (k_G), vektet med de respektive andelene disse utgjør. Det vil si at egenkapitalkravet multipliseres med egenkapitalandelen og gjeldskravet med andelen rentebærende gjeld. (Titman & Martin, 2014) Dette kan uttrykkes slik:

$$k_T = \left[\frac{E}{V}\right] * k_E + \left[\frac{G}{V}\right] * k_G (1-S)$$

Hvor E = Egenkapital, G = Rentebærende gjeld, V = E + G, S= Skattesats

Dersom det er ønskelig å ta hensyn til eierskapsstrukturen i tillegg, kan egenkapitalkravet også fordeles mellom prioriterte aksjer i selskapet og ordinære aksjer i selskapet for så å fordele egenkapitalandelen etter omfanget i disse for en mer detaljert vekting. I det følgende vil det bli sett bort fra prioriterte aksjer.

Egenkapitalkravet fra kapitalverdimodellen kan videre settes inn i formelen for veid egenkapital slik at uttrykket blir som følger:

$$k_T = \left[\frac{E}{V}\right] * [R_f + \beta_E * MP] + \left[\frac{G}{V}\right] * k_G (1-S)$$

(Tolkning basert på Johnsen (1997), Titman og Martin (2014))

Det kan være fristende å si at V er totalkapitalen, men slik jeg ser det kan det være noe misvisende da totalkapitalen også består av ikke-rentebærende gjeld. Ettersom summen av egenkapital og rentebærende gjeld ikke helt utgjør totalkapitalen, vil jeg nevne at egenkapital og gjeldsandelene ikke er helt de samme her som de rapporterte andelen av disse. De bør derfor regnes ut til dette formålet. Kapitalkostnadene er også basert på andre verdier for gjeld og egenkapital da disse optimalt sett baseres på markedsverdier av egenkapitalen og gjelden.

Verdsettelse med gjennomsnittlig vektet kapitalkostnad-metoden kan grovt sett utføres i tre steg:

1. Estimer beløp og tidspunkt for fremtidige kontantstrømmer.
2. Estimer en passende diskonteringsrate i henhold til risikoen.
3. Diskonter kontantstrømmene. Verdien av selskapet estimeres til nåverdien av de diskonterte kontantstrømmene.

(Titman & Martin, 2014)

Generelt kan verdien av selskapet uttrykkes som nåverdien av forventet fri kontantstrøm til selskapet, FCFF:

$$\text{Verdien i selskapet} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + kT)^t}$$

For verdsettelse av selskap med enten veldig høy eller lav finansiell innflytelse (leverage) eller med endring i finansieringsstrukturen er dette den beste modellen å forholde seg til.

Problemer knyttet til verdsettelse med den generelle modellen basert på fri kontantstrøm til selskapet, i stedet for til egenkapitalen, har følgende tre svakheter:

- Fri kontantstrøm til egenkapitalen er mer intuitiv enn den til selskapet. Dette fordi fri kontantstrøm til egenkapitalen kan betraktes som en ekte kontantstrøm, mens fri kontantstrøm til selskapet uttrykker selskapets kontantstrøm dersom det var fri for gjeld. Det er likevel knyttet en fordel til at kontantstrømmen til selskapet uttrykkes før gjeld. De gjeldsrelaterte kontantstrømmene vurderes da ikke eksplisitt. Det er da kun i

forbindelse med beregning av kapitalkostnaden man har behov for informasjon omkring gjeldsrenter.

- Det kan by på problemer dersom det fokuseres på kontantstrøm før gjeld da disse ikke reflekterer nødvendige reinvesteringer.
- Fordi man bruker gjeldsrenten i kapitalkostnaden for å få med effekten av gjeldsfinansiering kreves det at forutsetninger blir tatt som ikke nødvendigvis virker helt riktige.

For et stabilt voksende selskap kan verdien av selskapet beregnes ved å diskontere selskapets forventede kontantstrøm neste år med differansen mellom veid kapitalkostnad og vekstraten. Dette illustrerer at kapitalkostnaden burde reflektere stabil vekst i selskapet. For å holde antagelsen om stabil vekst konsistent må da nødvendig reinvestering reflekteres i kontantstrømmene. En reinvesteringsrente ved stabil vekst kan uttrykkes som forholdet mellom vekstraten og avkastningen fra kapitalen:

$$\text{Reinvesteringsrente i stabil vekst} = \frac{\text{Vekstrate}}{\text{Kapitalavkastning}}$$

Det er her viktig at vekstraten er mindre eller den samme som økonomiens vekstrate og uttrykt sammenstilt med kapitalkostnaden. Begge enten i reelle eller nominelle verdier. Ved forutsetning om konstant vekst er modellen noe forenklet og av dette, følger det også noen begrensninger. Modellen er sensitiv til fastsettelsen av forventet vekstrate og forutsetningene tilknyttet denne. Modellen er også sensitiv til forutsetninger knyttet til investeringer i driftsmidler (CAPEX) relativt til avskrivninger.

Relativt unge selskap derimot, har ofte en høyere vekst i starten før den avtar og blir noe mer stabil. I slike tilfeller kan man benytte en egen metode med bruk av veid kapitalkostnad for både høy vekst og stabil vekst for å finne selskapets verdi.

I tillegg til at veid kapitalkostnad ofte brukes som diskonteringsrente ved verdsettelse av selskap, har den flere bruksområder for organisasjonen. Den kan benyttes som et grunnlag for vurdering av mulige investeringer, til å vurdere selskapets egen ytelse, eller verdsette andre selskap for vurdering av alternative oppkjøp. Veid kapitalkostnad er gunstig i forbindelse med verdsettelse fordi det ofte er kontantstrømmene til totalkapitalen man vil budsjettere. (Titman & Martin, 2014)

4.1.2 Justert nåverdi-modell (APV)

Verdien av et selskap med gjeldsfinansiering kan med APV modellen beregnes ved at man først finner selskapsverdien forutsatt at det ikke har gjeldsfinansiering, og deretter legger til nettoeffekten av gjeldsfinansieringen. Med justert nåverdi modell separerer man altså effekten av gjeldsfinansiering inn i ulike komponenter og kan benytte ulik diskonteringsrente for hver komponent.

Tre steg for å estimere verdien med justert nåverdi-modell:

1. Estimer selskapets verdi med forutsetning om at det ikke har gjeldsfinansiering.
2. Regn ut nåverdien av skattefordel generert ved lån av et gitt pengebeløp.
3. Kalkuler effekten av å låne dette beløpet ut ifra sannsynligheten for at selskapet går konkurs og en forventet kostnad ved konkurs.

Verdivurdering av selskapet med forutsetning om at det ikke har gjeld

Dette innebærer å verdsette selskapet som om det ikke har gjeld. Selskapets forventede frie kontantstrømmer diskonteres med et avkastningskrav til egenkapitalen uten gjeldsfinansiering, altså hvor avkastningskravet er estimert med en beta for selskapet uten gjeldsfinansiering. Med antagelsen om at kontantstrømmene har en konstant vekst i all evighet er verdien av selskapet uten gjeldsfinansiering følgende:

$$\text{Verdien av selskapet uten gjeldsfinansiering} = E(\text{FCFF}_1) / (k_e^U - g)$$

hvor $E(\text{FCFF}_1)$ er forventet etter-skatt operasjonell kontantstrøm til selskapet, k_e^U er egenkapitalkravet ved antagelse om at selskapet ikke har gjeld, og g er vekstraten for forventet vekst.

Utregning av forventet skattefordel fra lånefinansiering

Verdien av gjelden holdes til et fast beløp og skattefordel (eller kostnad) kan dermed regnes ut fra dette faste beløpet. Forventet skattefordel fra lånefinansiering beregnes altså fra et gitt gjeldsnivå. Dersom selskapet har en marginal skattesats (S) forventet konstant over tid, er skattefordelen for all fremtid:

$$\text{Verdi av skattefordel} = (S * k_G * G) / k_G = S * G$$

Formelen må modifiseres dersom man skal beregne skattefordel i situasjoner hvor skatteraten varierer over tid.

Estimering av forventet kostnad ved konkurs og konkurssannsynlighet

Gjeldsnivået i selskapet har en effekt på sannsynligheten for at selskapet går konkurs. Dette har igjen effekt på forventet konkurskostnad. Økt sannsynlighet vil gi økte forventede kostnader ved konkurs. Nåverdien av forventet kostnad ved konkurssituasjon kan man beregne ved å multiplisere nåverdien av faktiske konkurskostnader med selskapets sannsynlighet for konkurs. Sannsynligheten for konkurs kan estimeres indirekte ved hjelp av risikoklassifisering (rating) eller med statistisk metode.

Når et selskap endrer kapitalstrukturen, vil forventet skattefordel og konkurskostnader endres. Det er derfor viktig at begge disse komponentene er med i utregningen av selskapets verdi. Si at verdi av selskapet uten gjeld er V^U , da kan følgende formel benyttes til justert nåverdi:

$$\text{Selskapsverdi} = V^U + \text{nåverdi av skattefordel} - \text{forventede konkurskostnader}$$

Justert nåverdi-modell kan også benyttes til å estimere den optimale gjeldsrenten og gjeldsnivået for selskapet. Optimal gjeldsrente er den renten som er gitt på optimalt gjeldsnivå. Det optimale gjeldsnivået er det som maksimerer selskapets verdi.

I motsetning til teknikken med bruk av gjennomsnittlig veid kapitalkostnad, separeres effekten på verdien av gjeldsfinansiering fra verdien av selskapets økonomiske ressurser når justert nåverdimodell blir tatt i bruk. (Damodaran 2012)

4.2 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse i foretakssammenheng er basert på å verdsette et selskap med utgangspunkt i markedspriser på lignende selskap. I relativ verdsettelse kan man skille mellom metodene multipl- og komparativ verdsettelse, men det mest vanlige er å kombinere disse og gjøre en komparativ verdsettelse med bruk av multipler. Dette krever at man standardiserer priser om til multipler av salg, bokførte verdier eller overskudd. Det krever også at de lignende selskapene i bransjen er sammenlignbare eller at det er mulig å

gjøre verdiene/prisene på disse om til sammenlignbare verdier. Ulik risiko, vekst-potensiale og kontantstrømmer kan kontrolleres for slik at verdiene av eller prisene på de lignende selskapene kan sammenlignes.

4.2.1 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse omhandler å vurdere selskapets verdi basert på sammenlignbare selskap. Dersom det ikke finnes perfekt sammenlignbare selskap, må man kontrollere for forskjeller, eksplisitt eller implisitt mellom selskapene når det gjelder vekst, risiko, og størrelsen på kontantstrømmer.

4.2.2 Verdsettelse basert på multipler

Verdsettelse basert på multipler er kort sagt standardisering av priser ved en omgjøring til multipler. Det kan deles inn i ulike grupper med multipler ut ifra hva de er basert på. I hovedsak er dette inntjeningsmultipler, pris-til-bokført verdi multipler, inntektsmultipler og sektorspesifikke multipler.

4.2.2.1 Inntjeningsmultipler (Earnings Multiples)

Inntjeningsbaserte multipler kan benyttes på flere måter. De kan sammenlignes mellom grupper av sammenlignbare selskap, sektorer eller marked. En viktig forutsetning for bruk av inntjeningsbaserte multipler er at fundamentale forskjeller mellom selskap (og eventuelt land eller tidsperspektiv) må betraktes og eventuelt kontrolleres for dersom multiplene skal kunne sammenlignes mellom selskapene. En bør merke seg før bruk av inntjeningsbaserte multipler at disse bør vurderes høyere for selskap med mye vekst, lav risiko og høy utdelingsrate, enn andre selskap som ellers har de samme fundamentale verdiene. Inntjeningsbaserte multipler kan ses på som en funksjon av vekst i driftsinntekter, reinvestering og risiko, og er de mest vanlige målene å bruke innenfor relativ verdsettelse.

4.2.2.1.1 PE Rate

PE raten er et forholdstall basert på egenkapitalstørrelser, og omtales som den multippelen som er både mest brukt og misbrukt. Den er enkel å bruke, men grunnlaget kan bergenes på mange ulike måter med forskjellige forutsetninger, og det er derfor også lett å bruke denne feil. PE raten uttrykkes som følger:

$$\text{PE rate} = \frac{\text{Markedspris pr. aksje}}{\text{Resultat pr. aksje}}$$

Hvor markedspris pr. aksje utgjør verdien av egenkapital pr. aksje, og resultat pr. aksje måles på grunnlag av resultat til egenkapital. Resultatbegrepet kan her variere mye. Ved sammenligning av PE raten mellom ulike selskap må det derfor undersøkes om resultat pr. aksje er beregnet med grunnlag i samme resultatbegrep. Dette kan være utfordrende. Resultatbegrepene kan eksempelvis være nåværende-, fremtidig-, utvannet-, eller primært resultat pr. aksje. PE raten regnes først ut for hvert av de sammenlignbare selskapene. Et gjennomsnitt av disse selskaperes PE rate vil være et estimat for PE raten i industrien:

$$\text{Industriens PE rate} = \frac{\text{PE rate selskap 1} + \text{PE rate selskap 2} + \dots + \text{PE rate selskap n}}{n}$$

Estimert verdi av aksjene i selskapet finner man så ved å multiplisere selskapets resultat pr. aksje med industriens PE rate angitt ved følgende formel:

$$\text{Selskapets estimerte aksjeverdi} = \text{Resultat pr. aksje} * \text{industriens PE rate}$$

Flere varianter av PE raten er PEG raten og relativ PE rate. Den kan også beregnes med et perspektiv på diskonterte kontantstrømmer. Jeg finner det ikke relevant å presentere detaljene omkring denne varianten her.

PEG raten er som PE raten en egenkapitalmultipl. Den gjør det mulig å sammenligne PE raten med forventet vekstrente i resultat pr. aksje. Slik kan over eller undervurderte aksjer oppdages.

$$\text{PEG rate} = \frac{\text{PE rate}}{\text{Forventet vekstrate}}$$

Relativ PE rate derimot, kan benyttes til å måle et selskaps PE rate relativt til gjennomsnittlig PE rate i markedet. Denne kan uttrykkes slik:

$$\text{Relativ PE rate} = \frac{\text{Nåværende PE rate i selskapet}}{\text{Nåværende PE rate i markedet}}$$

Relativ PE rate brukes noe sjelden i forhold til PE rate og PEG rate som er de mest anvendte variantene. (Damaodaran, 2012)

4.2.2.1.2 Enterprisevalue(EV) to EBITDA

Denne multippelen er selskapsbasert og relevant å beregne for selskap med store investeringer i anleggsmidler og betydelig mye avskrivninger. (Titman & Martin, 2014) Faktorer som påvirker om multippelen burde være høy eller lav for selskapet er i hovedsak dets skatterate, avskrivninger og nedskrivninger, behov for reinvesteringer, kapitalkostnad og forventet vekst. Multippelen uttrykkes som følger:

Enterprise-verdi(EV) til resultat før avskrivninger og nedskrivninger: $(\frac{EV}{EBITDA})$

Hvor enterprise-verdien, EV, er selskapets virksomhetsverdi i markedet sett bort fra kontanter. Man ser her bort fra kontanter for å unngå overvurdering av multippelen ettersom renteinntektene fra kontanter ikke er medregnet i EBITDA. EV kan beregnes slik:

$$EV = \text{pris pr. aksje} * \text{antall aksjer utestående} + \text{rentebærende gjeld} - \text{kontanter}$$

EBITDA er resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger.

Det kan her nevnes at forskjellen mellom «depreciation» og «amortization» er knyttet til hva som avskrives eller nedskrives, håndfaste eller ikke håndfaste midler, ikke om det er avskrivning eller nedskrivning.

Verdsettelse av et selskap med enterprise-verdi til «EBITDA» multippelen utføres på følgende måte:

$$\text{Estimert verdi pr. aksje} = EBITDA_{\text{selskap}} * (\frac{EV}{EBITDA})_{\text{industri}}$$

Hvor $EBITDA_{\text{selskap}}$ er selskapets resultat før renter, skatt, avskrivning og nedskrivninger, mens $(\frac{EV}{EBITDA})_{\text{industri}}$ utgjør industriens virksomhetsverdi til EBITDA multippel. (Titman & Martin, 2014)

Fordi EBITDA er et mål på overskudd før gjeld, er denne multippelen lett å sammenligne med andre selskap med ulik finansieringsstruktur. Det er heller ingen grunn til å bekymre seg for mulige målefeil grunnet avvikende avskrivningsmetoder i de ulike selskapene når grunnlaget er «EBITDA», resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger. En fordel

med denne multippelen fremfor P/E multippelen er at flere selskap er «kvalifisert» til å kunne benytte denne da færre selskap har negativ EBITDA enn negativt resultat pr. andel. På en annen side egner denne multippelen seg dårlig for holdingselskap da disse vil bli undervurdert fordi verdien i minoritetene blir holdt utenfor.

4.2.2.1.3 Pris-til- bokført verdi multipler (PBV)

Bokførte verdier gir relativt stabile mål på verdier som kan sammenlignes med markedspriser. Multipler basert på forhold mellom pris og bokførte verdier er spesielt av interesse for investorer. Dette fordi overvurdering eller undervurdering av aksjene kan identifiseres gjennom disse forholdstallene.

Pris-til-bokført verdi raten, PBV, kan regnes ut basert på verdier pr. aksje eller for hele egenkapitalen i selskapet.

$$PBV = \frac{\text{Pris pr. aksje}}{\text{Bokført verdi av egenkapital pr. aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{Bokført verdi av egenkapitalen}}$$

Verdien av egenkapital pr. aksje må bestemmes med forsiktighet, hvis ikke kan inkonsistens bli et problem.

Pris-til-bokført verdi raten kan sammenlignes mellom lignende selskap gitt at disse forholder seg til samme regnskapsstandard. For å beregne et selskaps PBV kreves det at det har positiv egenkapital. Det har de fleste selskap, og dermed er det få selskap denne multippelen ikke er egnet for. Den gir likevel lite mening å beregne for service og teknologiselskap som ikke har betydelige håndfaste eiendeler.

Bokførte verdier oppdateres ikke like ofte som markedsverdier. Vær konsistent og bruk samme form for mål på bokført egenkapital for alle selskap som skal kunne sammenlignes. For utestående opsjoner må markedsverdier estimeres for ledelses opsjoner og konvergerings-opsjoner og legges til markedsverdien av egenkapitalen før utregning av PBV.

Andre multipler basert på bokførte verdier og markedsverdiforhold er:

- Markeds verdi-til-bokført verdi rate = $\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Markedsverdi av gjeld}}{\text{Bokført verdi av egenkapital} + \text{Bokført verdi av gjeld}}$

- Tobin's Q = $\frac{\text{Markedsverdien av selskapets eiendeler}}{\text{Erstatningskost for disse eiendelene}}$

4.2.2.2 *Inntekts multipler*

Inntektsmultipler er ofte brukt til verdivurdering av relativt nye selskap med negative overskudd. Verdien av egenkapitalen eller forretningen relativt til de genererte inntektene måles med en inntektsmultipl. I hovedsak kan man benytte to former for inntektsmultipler, pris-til-salg rate som er den mest populære, eller markedsverdi-til-salg rate kjent som den mest robuste av disse.

$$\text{Pris-til-salg rate} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{Inntekter}}$$

Pris-til-salg raten kan være problematisk å sammenligne mellom selskap med ulik grad av gjeldsfinansiering.

$$\text{Markedsverdi-til-salg rate} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen} + \text{Markedsverdi av gjelden} - \text{Kontanter}}{\text{Inntekter}}$$

Selskap med høye inntektsmultipler kan betraktes som dyre selskap, mens lave inntektsmultipler indikerer at selskapet kan betraktes som billig.

Flere fordeler med inntektsmultipler gjør at disse er attraktive å benytte. Blant annet anvendbarheten ettersom inntektsmultipler kan beregnes og gi mening for de fleste selskap. Inntekter er relativt vanskelig å manipulere, og dermed er muligheten for målefeil redusert. I tillegg er de mindre sensitive for økonomiske svingninger i økonomien enn for eksempel resultatet er. Det må likevel tas i betraktning at selskap med negativt resultat og negative bokførte verdier kan føre til misledende verdsettelse som ikke kan sammenlignes mellom selskap.

4.2.2.3 *Sektor spesifikke multipler*

Sektorspesifikke multipler kan benyttes til å standardisere verdien av et selskap. Bruken av sektorspesifikke multipler har de siste årene økt betraktelig. De kan benyttes til å knytte

selskapsverdi til detaljer ved drift og ytelse i selskapet. Noen ganger benyttes sektorspesifikke multipler utelukkende fordi andre multipler ikke er mulige å beregne. Det er ikke foretrukket å velge slike multipler av den grunn. De bør benyttes når de passer best. Eksempelvis for oljeselskap, selskap med netthandel, eller innen elektrisitet.

Sektorspesifikke multipler bør benyttes med varsomhet. Det er vanskelig å kontrollere for forskjeller mellom selskap når man benytter sektorspesifikke multipler, og de kan åpne for at en hel sektor betraktes som overpriset.

4.2.3 Potensielle problemer som kan oppstå i forbindelse med relativ verdsettelse

Det er lett å misbruke eller manipulere multipler, spesielt når man benytter sammenlignbare selskap. En fordomsfull analytiker kan eksempelvis velge en gruppe sammenlignbare selskap til å bekrefte sine fordommer om et selskaps verdi. Eksempelvis kan gjennomsnittlig PE rate merkbart endres ved å ta bort noen av selskapene fra sammenligningsgruppen.

Multipler basert på sammenlignbare selskap kan inkludere over- eller undervurdering av markedet angående verdien av disse selskapene.

5 Avkastningskrav

Avkastningskravet for en aksje er sentralt både for selskapets ledelse og egenkapitalinvestorene i forbindelse med estimering av foretakets fremtidige kontantstrømmer. (Damodaran, 2008) Det er i den sammenheng vanlig å benytte avkastningskravet som diskonteringsrate. På grunn av risiko knyttet til markedet og selskapet det vurderes investert i, forventer investor mer avkastning enn ved en risikofri investering. Meravkastningen skal kompensere for risikoen ved investering i aksjen. Investorenes avkastningskrav består derfor av risikofri rente og meravkastningen knyttet til investeringen. I verdsettelseslitteraturen vedrørende foretak er det vanlig å dele inn i en markedsrisiko og en bedriftsspesifikk risiko. Den bedriftsspesifikke risikoen antas det at ikke påvirker avkastningskravet. Den er diversifiserbar. Det forventes at investorer diversifiserer, og dermed kompenseres det ikke for denne risikoen. Risikotillegget over den risikofrie renten er altså knyttet til risikoen i markedet. Dette er markedsporteføljens risiko, markedspremien (MP) justert for investeringens betarisiko. Denne utgjør markedsrisikoen for investeringen i

forhold til risikoen i markedsporteføljen. Beregning av avkastningskravet med parameterne beskrevet gjøres med kapitalverdimodellen (KVM). Den er mye brukt innen verdsettelse til tross for de mange antagelser den bygger på. Følgende formel utledes gjennom kapitalverdimodellen:

$$K = R_f + \beta * MP$$

hvor K =avkastningskravet. Avkastningskravet kan være til egenkapitalen, da betegnet som R_E , til gjelden betegnet R_G , eller til totalkapitalen betegnet R_T . Forskjellen mellom disse avgjøres ut ifra hvilken beta som benyttes til utregningen av avkastningskravet. egenkapitalbeta (β_E) benyttes til egenkapitalkravet, gjeldsbeta (β_G) til gjeldskravet, og forretningsbeta (β_T) til totalkapitalkravet. (Thore Johnsen, 1997)

Gjeldsbeta for et normalt selskap kan forventes å være såpass liten at den med rimelighet kan settes til null. Avkastningskravet for selskapets rentebærende gjeld blir da den samme som risikofri rente dersom man benytter kapitalverdimodellen. Denne uttrykker kreditorenes forventede avkastning på gjelden:

$$R_G = R_f + \beta_G * MP = R_f$$

Normalt legges det i tillegg til et forventet tapstillegg TP slik at $R_G = R_f + TP$. (Thore Johnsen, 1997) Gjeldskravet kan eventuelt fastsettes på grunnlag av selskapets rating

Avkastningskravet kan også beregnes med arbitrasjeprismodeller eller multifaktormodell. Da benyttes denne formelen: $K = R_f + \sum_{j=1}^{j=n} \beta_j * MP_j$

Den mest anvendte faktormodellen for kalkulering av avkastningskravet for egenkapitalen er «Fama-French three-factor model». Modellen baserer seg på tre ulike former for risikopremie. (Titman & Martin, 2014) Jeg kommer til å benytte kapitalverdimodellen til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen, og holder meg til å nevne at denne faktormodellen er et godt alternativ.

Fastsettelse av avkastningskravet er preget av usikkerhet. Det kan derfor være gunstig å beregne avkastningskravet ved bruk av flere metoder og kontrollere at disse ikke gir mer avvikende avkastningskrav enn forventet.

Gjeld og egenkapital er begge mulige finansieringskilder for et selskaps eiendeler. Effekten av gjeldsfinansiering kan være positiv, negativ eller nøytral basert på finansieringsstrukturen ellers i selskapet. Disse effektene er skattemessige og fanges opp i diskonteringsraten når vi bruker avkastningskravmodeller. Dette fordi de diskonterte kontantstrømmene beregnes før gjeldseffekten. Benytter man derimot justert nåverdi modellen (APV), separeres effekten av gjeldsfinansieringen fra eiendelenes verdi. Dersom man er konsistent i antagelsene om risiko og kontantstrømmer, skal disse modellene gi samme verdiestimat. (Damodaran, 2008)

5.1 Risikofri rente

En alternativ plassering til en aksjeinvestering kan være statsobligasjoner. Forventet avkastning vil her være lavere enn for investeringer i aksjer. Til gjengjeld er risikoen knyttet til disse minimert, og forventet avkastning er stort sett den faktiske avkastningen. Den risikofrie renten kan derfor settes lik renten for statsobligasjoner. I forbindelse med denne fastsettelsen må det velges tidsperspektiv. I hovedsak er kapitalverdimodellen basert på at denne skal være en 1-års statsrente. Ved en langsiktig investering kan det likevel argumenteres for å sette risikofri rente til en statsrente med lengre horisont for å få med inflasjonen for budsjetteringsperioden. Det kan likevel være et problem med lang statsrente at de ofte overvurderer fremtidig inflasjon i forhold til en 1-års rente. (Thore Johnsen, 1997)

5.2 Markedspremie

Differansen mellom forventet avkastning i det totale aksjemarkedet, R_M , og den risikofrie renten R_f utgjør investeringens/selskapets markedspremie. Forventet avkastning i det totale aksjemarkedet baseres på historisk avkastning i markedet. For aksjer notert på Oslo Børs vil det si Oslo Børs aksjeindeksen. Et gjennomsnitt av historisk avkastning for denne indeksen utgjør den forventede avkastningen i markedet. Dette kan beregnes som et aritmetisk- eller et geometrisk gjennomsnitt. Aritmetisk gjennomsnitt av indeksens historiske avkastning uttrykker forventet årlig avkastning. Ettersom avkastningskravet benyttes til å diskontere verdiene av forventede fremtidige kontantstrømmer er det rimelig å anta at et aritmetisk gjennomsnitt i markedspremien gir et godt grunnlag for beregning av avkastningskravet. (Johnsen, 1997) Grunnet en rentes-rente-effekt vil aritmetisk gjennomsnitt alltid være høyere enn samme periodes geometriske gjennomsnitt. Forskjellen mellom disse vil være større jo større variasjonen er i årlig avkastning. (www.regjeringen.no) Med en aritmetisk avkastning representeres årlig forventet avkastning, mens det med en geometrisk avkastning uttrykkes årlig representativ avkastning. En forutsetning ved bruk av geometrisk avkastning er derfor at

verdiene man diskonterer er representative verdier for fremtidige kontantstrømmer. Representative kontantstrømmer er verdien av de mest sannsynlige kontantstrømmene. Geometrisk avkastning oppfattes best egnet til bruk når tidsperspektivet er kortsiktig. (Johnsen, 1997) Dette kan bekreftes gjennom følgende uttale fra Finansdepartementet: «I kvartals- og årsrapporter er det mest vanlig å rapportere avkastning over tid som et geometrisk gjennomsnitt». (www.regjeringen.no) Geometrisk gjennomsnitt kan gi et godt mål for forventet avkastning i markedet og gi et godt utgangspunkt for fremtidige kontantstrømmer dersom det forventes omtrent samme inntjenings-trend som det har vært i perioden det historiske gjennomsnittet er beregnet for. (Titman & Martin, 2014)

Når n er totalt antall år og i representerer hvert år i stigende rekkefølge fra eldste (i_1) til nyeste (i_n), kan disse gjennomsnittene regnes ut på følgende måter:

$$\text{Aritmetisk gjennomsnitt: } R_A = \frac{1}{n} * \sum_{i=1}^n R_i$$

$$\text{Geometrisk gjennomsnitt: } R_G = [(1+R_{i1}) * (1+R_{i2}) * \dots * (1+R_{in})]^{(1/n)} = (\text{indeks}_{in} / \text{indeks}_{i1})^{1/n}$$

Dersom risikofri rente er basert på en før skatt statsrente, må denne justeres for beskatning av renteinstrumenter før den trekkes fra markedsrisikoen slik at markedsrisikopremien øker med den skatten. Skattejustert markedsrisikopremie blir da: $R_M^s = R_M - R_f (1 - S)$. Skattejusteringen er basert på en forutsetning om at «børsnoterte selskap i snitt vil oppnå en avkastning som tilsvare aksjonærenes avkastningskrav». (Boye & Dahl, 1997, s.6)

5.3 Estimering av beta

Kort fortalt måler foretaksbetaen den markedsrelaterte risikoen knyttet til selskapet. Denne varierer fra aksje til aksje. Bedriftsspesifikke forhold vil kunne gi kursutslag som avviker noe fra endringen i indeksen, og ved å korrigere for dette kan man si at den bedriftsspesifikke risikoen er tatt bort. Dette er forutsatt at investorene i kapitalen diversifiserer sin portefølje. Dermed bør ikke denne formen for risiko kompenseres for. Den markedsrelaterte risikoen derimot blir det forventet kompensasjon for. Risikotillegget består derfor av forventet avkastning for markedsporteføljen. Beta-verdien utgjør matematisk det relative forholdet mellom risikoen i markedet selskapet opererer i og risikoen i den tilhørende markedsporteføljen. Den måler hvor variabel selskapets avkastning er i forhold til indeksen (Boye & Dahl, 1997) En høy beta indikerer derfor at selskapet har høy sensitivitet til

markedsituasjoner som eksempelvis sykler. De mest utbredte metoder å estimere betaverdien på er i følge Damodaran (2012):

- Beregning ved *regresjon* mellom selskapet og markedsindeksens historiske avkastning
- Å basere utregningen på *bedriftens fundament*. Tre variabler her: Type virksomhet, grad av operasjonell gjeld og grad av finansiell gjeld. Herunder «bottom-Up beta»
- *Regnskapsmessig overskudd* i stedet for aksjepriser

Den av disse metodene for betaberegning omtalt som den mest nøyaktige, spesielt for selskap som opererer i flere bransjer, er beregning av «bottom-up» beta. Dette fordi man her kan gjøre noen nyttige justeringer for å tilpasse betaberegningen for målselskapet alt etter behov. Man kan her ta hensyn til endringer i finansieringsstruktur, redusere standardavviket og beregne bransjespesifikke betaer for selskapet. (Damodaran, 2008) Metoden følger også verdsettelsesprinsippet om at man kan vurdere verdien av investeringsmuligheter basert på markedspriser. (Berk, Marzo, & Harford, 2012) Av dette følger det at selskapsbeta kan settes basert på betaverdien i sammenlignbare selskap. Damodaran (2012) beskriver følgende 5-steps prosess for «bottom-up beta» til selskap med flere virksomhetsområder:

1. Identifisere virksomhetsområdene i bedriften.
2. Finne sammenlignbare selskap i hvert virksomhetsområde, og beregne gjennomsnittsbeta for hver bransje (β_{bransje}) ut i fra de sammenlignbare selskaperes regresjonsbeta. For analyseperiode på 5 år anbefales det å benytte månedlige observasjoner av aksjen og markedsporteføljens historiske avkastning i regresjonen. (Thore Johnsen, 1997, s.49)

Jo flere selskapsbeta med i gjennomsnittsberegningene, jo mer kan standardfeilen her reduseres. Er det få selskap i en bransje bør derfor disse velges nøye.

3. Gjør om beta for hvert virksomhetsområde til beta uten hensyn til finansiell risiko, «unlevered beta». Dette for å gjøre beta sammenlignbar med hensyn på at forskjellige selskap som oftest har ulik finansieringsstruktur, og at finansieringsstrukturen i et selskap kan ha endret seg den siste tiden. Følgende formel benyttes for å ta bort finansiell risiko fra bransjebeta:

$$\beta_{\text{bransje}}^U = \beta_{\text{bransje}} / [1 + (1 - S_{\text{bransje}})(G/E)_{\text{bransje}}]$$

β_{bransje}^U er «unlevered beta» i bransjen. β_{bransje} bransjens beta inklusive finansiell risiko, «levered beta». S_{bransje} står for gjennomsnittlig effektiv skatterate for de

sammenlignbare selskapene i bransjen. $(G/E)_{\text{Bransje}}$ indikerer den gjennomsnittlige gjeldsgraden til de sammenlignbare selskapene i bransjen.

4. Estimer målselskapets beta uten finansiell risiko. Dette ved å ta et vektet gjennomsnitt av virksomhetens bransjebetaer uten finansiell risiko hvor hver virksomhet er vektet etter proporsjonene. Dersom disse verdiene ikke er tilgjengelige kan driftsinntekter eller omsetning benyttes til vektingen. Det vektete gjennomsnittet kalles da «bottom-up unlevered beta» uten finansiell risiko.

$$B_{\text{foretak}}^U = \sum_{i=1}^{ik} (\beta_{\text{bransje}}^U \cdot \text{bransjens vektning}_i)$$

Hvor k er antall virksomhetsområder og i indikerer et virksomhetsområde.

5. Finn nåværende markedsverdier av selskapets gjeld (G) og egenkapital (E)
Markedsverdi av egenkapital kan settes til produktet av selskapets aksjepris og antall utestående aksjer dersom bedriften ikke har «warrants» eller opsjoner til ledelsen. Dette må i så tilfelle legges til. Markedsverdi av gjelden kan identifiseres som verdien av selskapets utestående obligasjoner. De fleste selskap har lite eller ingen gjeld som utestående obligasjoner, og man kan da beregne om resten av gjelden til en tilsvarende obligasjonsverdi for å estimere gjeldens markedsverdi. (Damodaran, 2008, s.219)
Teknisk sett bør man gjøre dette, men ettersom de fleste selskapers gjeld sjelden handles på børs kan det likevel være hensiktsmessig og bruke bokført verdi av rentebærende gjeld. (Titman & Martin, 2011)

En foretaksbeta (B_{foretak}) med hensyn til finansiell risiko kan nå beregnes. Denne kalles en «bottom-up beta» og kan regnes ut slik:

$$B_{\text{foretak}} = \beta_{\text{foretak}}^U [1 + (1-S)(G/E)_{\text{foretak}}]$$

Hvor S er målselskapets skatterate, β_{foretak}^U er målselskapets «bottom-up unlevered beta» og $(G/E)_{\text{foretak}}$ er gjeldsgraden i målselskapet, også kalt «gearing».

Med denne metoden for fastsetting av beta kan det også justeres for beholdning av likvide midler, og kostnadsstruktur. Dersom det er benyttet brutto gjeldsgrad i forbindelse med beregning av beta hvor finansiell risiko er tatt ut, bør det justeres for likvide midler. Dette ved å sette beta for andel likvide midler til null. Justering for kostnadsstruktur er knyttet til driftsmessig risiko, forholdet mellom faste- og variable kostnader (FK/VK), og kan gjøres som følger:

$$B_{\text{foretak}} = \beta_{\text{bransjer}}^U / (1 + (FK/VK)_{\text{bransjer}}) \quad \text{deretter} \quad \beta_{\text{foretak}}^U = B_{\text{foretak}} (1 + (FK/VK)_{\text{foretak}})$$

Man kan så sette inn denne β_{foretak}^U i formelen i steg nr. 5 for å komme frem til en foretaksbeta med hensyn til både finansiell risiko og driftsrisiko.

Metoden for beregning av «bottom-up beta» er i beskrivelsen her forutsatt at selskapets gjeld er risikofri og dermed en gjelds-beta på null. Risikoen vil for det meste være bransjespesifikk, og i realiteten belastes normalt den konjunkturelle forretningsrisikoen egenkapitalen. Et selskap med forventede kreditortap må ha et tillegg over risikofri rente i lånerenten og eventuelt en likviditetspremie. For disse blir det nødvendig med en betakompensasjon som reflekteres i gjeldsbetaen. (Johnsen, 1997)

6 Metode

Sentralt angående metode for innhenting av informasjon er valg av vitenskapsteoretisk ståsted. Til verdivurderingen samler jeg ikke inn data på grunnlag av hypoteser eller teorier som skal testes, men samler inn informasjon som skal tolkes. Det vitenskapsteoretiske ståstedet jeg velger er derfor induktiv forskning. Dette vil være utgangspunktet og påvirke de andre metodevalgene som foretas. Andre viktige metodevalg er valg av forskningsdesign, metoder for datainnsamling og analysemetoder. (Busch, 2013)

6.1 Forskningsdesign

Hva og hvor mye man har behov for å undersøke i forbindelse med forskningen styrer hvilke former for informasjon man bør innhente og hvordan dette bør gjøres. I en verdsettelsesoppgave er det behov for informasjon fra mange ulike kilder, både når det gjelder kvalitative og kvantitative data. Til dette benytter jeg ekstensivt design. Hovedsakelig fordi kvantitative data egner seg godt til ekstensive design.

Når det gjelder tidsperspektiv har jeg valgt og Verdssette Veidekke pr. 31.12.13. Jeg vil både estimere flere år fremover i tid og som et grunnlag til estimatene analysere historiske data flere år tilbake i tid. Hvor mange år det her er snakk om blir presentert for det aktuelle tema da dette vil variere noe.

I forbindelse med verdivurderingen vil det gjøres målrettede undersøkelser med teoretiske utgangspunkt. Et fenomen i organisasjonen skal studeres, nemlig verdien. Til dette vil jeg påstå at utredningens hoved-design som bør benyttes er casestudie. (Busch, 2013)

6.2 Innsamling av data

Når man skal verdsette et selskap er det behov for både kvalitative og kvantitative data. Blant annet bygger verdsettelse ofte på strategisk og finansiell analyse. Dette kan derfor betraktes som en form for dokument-studie. (Bush, 2013) Hvilke dokument som benyttes er viktige valg, og kildekritikk sammen med teoretisk innsikt preger disse valgene. Hva man har behov bestemmes således ut ifra hvilken informasjon som skal til for at en tilfredsstillende analyse skal kunne gjennomføres.

I forbindelse med innsamling av data skilles det i hovedsak mellom primær- og sekundærdata. Disse kan også kombineres. Det er mest gunstig å undersøke om det finnes tilstrekkelig med sekundærdata før man eventuelt går i gang med innsamling av primærdata da dette er svært tidskrevende og kan være kostbart. Sekundærdata er allerede innsamlet av andre. Dette kan ofte være tilstrekkelig, men man bør være obs på at disse kan være innsamlet til et svært ulikt formål og at relevansen ved disse kan være mindre enn man tror ved første øyekast. Det er derfor viktig å være kritisk ved valg av kilder. Sekundærdata kan være interne data generert av selskapet eller eksterne data innhentet av kilder utenfor selskapet. (Malhotra, 2010)

Dataene jeg har benyttet er innhentet i form av sekundærdata, tidligere innsamlet av andre. Disse er offentlig tilgjengelige og både innsamlet av selskapet og andre kilder. Mye relevant informasjon i forbindelse med både verdsettelse generelt og Veidekke var og er offentlig tilgjengelig. For behovet av kvantitative data vurderer jeg dette tilstrekkelig, men for kvalitative data vil det til tider kunne være en svakhet knyttet til påliteligheten ved informasjonen jeg presenterer. Intern del av strategisk analyse blir her noe svak, og kunne vært styrket ved å samle inn data til dette ved eksempelvis intervju av ansatte. Dette ville gitt gode primærdata til intern strategisk analyse. Angående framtidsutsikter kan det også tenkes at noen sitter på informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig, men svært relevant i forbindelse med fremtidsregnskap og budsjettering. Hvor mye og hvilken informasjon dette kan dreie seg om er uvisst og ikke målbart.

Når det gjelder operasjonalisering av variabler knytter det seg her til omgruppering av regnskapsinformasjon til analyseformål samt ulike justeringer for å gjøre variabler sammenlignbare mellom selskap med ulik struktur. Dette blir gjort i den grad det er mulig å gjennomføre gitt de dataene som er tilgjengelige for offentligheten. Kildene jeg har benyttet

til innhenting av informasjon er hovedsakelig fagbøker og rapporter, men også artikler og medieoppslag.

6.3 Analyse av data

Jeg gjennomfører i løpet av denne utredningen analyse av data hovedsakelig for å danne grunnlag til å kunne verdsette Veidekke. Det er i denne sammenheng av interesse å danne forståelse for ulike aspekter ved selskapet og faktorer som kan påvirke selskapet. Til dette utfører jeg en strategisk analyse og en regnskapsanalyse.

Ved estimering av fri kontantstrøm til selskapet legges det til grunn en skattesats på 28 % for 2013 og tidligere, mens 27 % legges til grunn for fremtidige kontantstrømmer. Dette for å sammenstille skattesatsene med deres gjeldende periode. Dette kan likevel være gjenstand for målefeil ettersom historiske verdier da blir vurdert og i de fleste tilfeller benyttet til estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene. Jeg ser det likevel mer nødvendig å sette disse til gjeldende periode for og i størst mulig grad kunne basere estimeringen på virkelige verdier.

7 Strategisk analyse

Formålet med en strategisk analyse i forbindelse med verdivurdering av et foretak, er å danne grunnlag for estimering av dets fremtidige kontantstrømmer. En strategisk analyse av målselskapet vil gjøre det mulig å kartlegge selskapets posisjon både på et makro- og mikronivå. Dette danner så et grunnlag for selskapets fremtidige vekst-potensiale, og benyttes til estimering av de fremtidige kontantstrømmene. (Copeland, Koller & Murrin, 1994) Analysen her vil i stor grad bygge på antagelser på grunnlag av rapporter utgitt av Veidekke.

Ved analyse på makronivå fokuseres det på markedets omgivelser. Endringer i markedet kan virke inn på bedriften og dens framtidsutsikter. Dermed er det her hensiktsmessig å utføre en ekstern strategisk analyse som belyser omgivelsene i virksomhetens marked. I tillegg er det nyttig og ha oversikt over selskapets strategiske kapabiliteter. Til dette er en intern strategisk analyse et godt verktøy. Denne gjøres på mikronivå, og vil også være relevant for vurderinger knyttet til bedriftens fremtid. En intern strategisk analyse er godt egnet til å kartlegge selskapets ressurser eller ressursbaserte kapabiliteter. Sammen vil den interne og eksterne

analysen kunne kartlegge selskapets styrker, svakheter, muligheter, og trusler. En analyse av disse faktorene utgjør en SWOT- analyse.

Analysen er kun til nytte hvis faktorene er sett i sammenheng med konkurrenter. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008) Viktigheten av dette kommer frem i en annonse for markedsanalyse hvor det blant annet står at: «*Fremtiden til din virksomhet er ikke bare avhengig av din egen evne, men også av dine konkurrenters adferd i det marked du opererer i.*» (www.experian.no)

7.1 Ekstern strategisk analyse

Med en ekstern strategisk analyse kan man kartlegge muligheter og trusler i bedriftens omgivelser. (Kotler & Keller, 2009) Omgivelsene rundt Veidekkes organisasjon består av makro-miljøet, Industri/sector, marked og konkurrenter. Dette er suksessfaktorer som kan ha stor påvirkning for inntjeningsmulighetene for Veidekke som bedrift, og derfor er viktige å kartlegge for å kunne ta gode strategiske beslutninger tilpasset egen markedsposisjon. I denne sammenheng utføres det her en PESTEL-analyse som tar for seg makro-miljøet, samt en analyse av Porters 5 konkurransekrefter som tar for seg industri, marked og konkurrenter. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008)

7.1.1 PESTEL-analyse

For å få et overblikk over Veidekkes makro-miljø og hvordan dette kan påvirke selskapet er det her hensiktsmessig og utarbeide en PESTEL-analyse. Dette vil innebære kartlegging av seks viktige faktorer som kan påvirke markedet, reflektere over hvordan markedet kan påvirkes av de enkelte faktorene, og knytte dette til Veidekkes markedsposisjon. Følgende faktorer undersøkes: Politiske-, økonomiske-, sosiale-, teknologiske- og Miljøfaktorer. (Johnson, Scholes, Whittington, 2008)

Politisk (P): Bransjen påvirkes i stor grad av staten. Regjeringen uttaler: «*departementet har det overordnede ansvaret for bolig- og bygningspolitikken, eiendomsforvaltningen i staten og gjennomføring av en rekke byggeprosjekter.*» (www.regjeringen.no) Veidekke utfører store prosjekt for staten, og vil merke det godt dersom de ikke lenger skulle hatt mulighet til dette. Nylig ble det offentliggjort at regjeringen legger til rette for å få raskere i gang boligbygging i Norge. Dette ved å ta bort regler om at utbyggere må søke på nytt i tilfeller der oppstarten er forsinket. (www.vg.no)

Aktuelt i skrivende stund er også satsning på miljøvennlige boliger og bygg. Dette skal foretas gjennom lavere energibruk samt gjenvinning av materialmassen for økt gjenbruk, og kan ses på som en av de politiske påvirkningene for byggenæringen. Det stilles også krav fra Husbanken i henhold til kvalitet og energinivå på boliger som bygges der Husbanken er tilknyttet finansieringen. Disse kravene er strengere enn i byggeteknisk forskrift, og det er her spesielt viktig å vise god byggeskikk. Blant annet kan byggherrer søke Husbanken om tilskudd til utvikling og utførelse av miljøfremmende prosjekter, og enkeltpersoner søke om lån(startlån) i forbindelse med finansiering av bolig. Både det som bygges og finansieres skal tilfredsstillere disse kravene. (www.regjeringen.no, og www.husbanken.no)

Økonomisk (E): En eventuell økonomisk lavkonjunktur i Skandinavia vil kunne medbringe usikkerhet i markedet. Spesielt i boligmarkedet da dette er svært konjunkturfølsomt. For Veidekke vil en økonomisk lavkonjunktur gi økt risiko da underleverandørenes evne til levering og gjennomføring av prosjekter da blir mer usikre. Det ligger en finansiell risiko knyttet til blant annet selskapets rentebærende gjeld. En renteendring vil her være påvirkende faktor. En renteendring er likevel mer kritisk når det gjelder hvordan boligmarkedet påvirkes av denne. (Veidekke kvartalsrapport 1-2014). Viktige faktorer for utviklingen i boligmarkedet er demografi, rentenivået og inntektene til husholdningene. Dette merker Veidekke på aktivitetsnivået og omfanget av prosjekter i denne divisjonen. Dermed ser det ut til at det kan bli en oppbremsing i boligmarkedet i 2014. (Årsrapport 2013, Veidekke ASA)

Sosiale faktorer (S): Befolkningens generelt lengre levetid gir behov for flere gamle hjem. En økende befolkning øker behovet for skoler, kirker og andre offentlige bygg, samt private boliger. Dette kan komme virksomheten i entreprenørbransjen til gode i form av økt etterspørsel i markedet. Veidekke er godt rustet til å ta på seg store- og mellomstore prosjekter som sannsynligvis vil etterspørres. Veidekke tar sikte på å gjenspeile samfunnet mest mulig, og arbeider derfor med å rekruttere kvinner og personer med minoritetsbakgrunn til bransjen. (samfunnsansvarsrapport 2012, veidekke ASA)

Teknologiske faktorer (T): Teknologien utfordrer entreprenørbransjen ved at det kreves stadig mer allsidighet fra entreprenørene. Mye spiller sammen i forbindelse med bygging da både rør og elektronikk som ofte innebygges blir mer avanserte. Det kan av den grunn antas at kompetanseutvikling blir en nødvendighet da markedet later til å forvente dette. Det stilles på grunn av teknologisk utvikling for å fremme miljøvern mer og mer krav til utførelse av

entreprenørarbeid. Dette ser ut til å prege markedet fremover. Svane-merkede boliger, boliger med godt inn klima, lavt energiforbruk, og minst mulig miljø- og helseskadelige stoffer i materialene er et aktuelt eksempel på dette. Veidekke er kvalifisert til å bygge svanemerkede boliger, og har satset stor på svanemerking av boliger de siste årene. Det ligger også til rette for høyere etterspørsel etter slike boliger i fremtiden. (samfunnsansvarsrapport 2012, veidekke ASA) Boligkjøperne tenderer til å ha høyere forventninger til lavt energiforbruk og moderne tekniske løsninger inn i 2014 enn tidligere. Dette i tillegg til de økende offentlige krav som må tilfredsstilles ved oppføring av boliger. Når det gjelder anleggsmarkedet står det også ovenfor en del utfordringer på den teknologiske siden, da kontraktene blir større og større, og mer kompetanse og kapasitet kreves for å kunne gjennomføre disse på best mulig vis. Utfordringene består her i flytting av masse, fundamentering samt tunell- og betongarbeid. Dersom det utvikles løsninger til effektivisering av slikt arbeid i store mengder, vil dette på en side være til hjelp for Veidekke til gjennomføringen, men på en annen side hvis det er teknologier som blir tilgjengelig for konkurrentene vil dette kunne fremme konkurransen og gjerne være en inngangsmulighet til markedet for mindre aktører. (Årsrapport 2013, Veidekke ASA)

Miljøfaktorer (E): Investorene stiller krav til miljø, kunder tenderer til å stille strengere krav til miljø, og ikke minst stat, lover og regler. (veidekke.no) Ved satsing på svane-merking av boliger kan disse kundene tilfredsstilles. Miljøkravene fra andre aktører derimot medfører at det må jobbes med å redusere klimagassutslipp og ivareta miljøet. Dette er også av interesse for bedriften, og jobbes mye med. Fra et samfunnsøkonomisk perspektiv later det til at miljøhensyn øker både tilbud og etterspørsel av miljøvennlige boliger og andre bygninger, og at det dermed gir økt behov for kapasitet eller eventuelt en bedre utnyttelse av kapasiteten i bedriften. Veidekke kan ha et konkurransefortrinn ved allerede å ha innarbeidet rutiner for å ivareta miljøhensyn. Når det gjelder Veidekke industri knyttes det spesielt krav til produksjonen av pukk til asfalt for å ivareta mineralressurser. (NOU 1996: 11) For å redusere forurensing og ta vare på miljøet er Veidekke underlagt Klima- og forurensingsdirektoratet samt kommunale instansers miljørettede forskrifter. (Årsrapport 2013, Veidekke) En av miljøatsingene i Veidekke er produksjon av lavtemperaturasfalt. Dette kom Veidekke godt i gang med i 2013, og kommer til å øke omfanget av slik produksjon fremover. (Veidekke-Samfunnsansvarsrapport 2013)

Juridiske-/lovmessige faktorer (L): Små reguleringer i regnskapet har vist seg å gi store utfall. Disse kan gå både i positiv og negativ retning. Eksempelvis gikk det i positiv retning i 2012 da regnskapet ble omarbeidet for å tilpasses regnskapsstandarden IFRS, og resultat før skatt økte fra 587 MNOK til 698 MNOK. En økning på 111 MNOK. Det er ikke til å se bort ifra at det også vil gi økonomisk virkning at skattesatsen for selskapsskatt er redusert fra 28 % til 27 %. Dette gjelder ikke spesifikt for Veidekke, men ulike selskap vil gjøre ulik nytte av endringen avhengig av sine regnskapsmessige forhold som ligger til grunn for skatteberegningene. For Veidekke som er et relativt stort selskap og opererer med høye tall vil dette kunne utgjøre store beløp.

7.1.2 Porters konkurransekrefter

Porters konkurransekrefter er basert på Michael E. Porter sin artikkel «How competitive forces shape strategy» (1979), og benyttes til å undersøke om industrien er attraktiv for organisasjonen å konkurrere i. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008). Grad av markedsattraktivitet kan kvantifiseres for å kunne sammenlignes med komparative industrier. Dette vil ikke bli gjort her da det i denne sammenheng er utenfor hensikten med analysen.

De fem konkurransekreftene består av (Johnson, Scholes & Whittington, 2008):

1. Potensielle inntrengere i markedet
2. Trusselen om substitutter
3. Forhandlingsmakten til kundene/kundemakt
4. Forhandlingsmakt hos leverandørene/leverandørmakt
5. Konkurrerende rivaler

Ettersom Veidekke har flere virksomhetsområder finner jeg det nødvendig å skille mellom disse i analysen av Porters konkurransekrefter. Selv om virksomhetsområdene skilr noe over i hverandre har de ulike markeds karakteristika og drives i flere bransjer. Med denne fordelingen i analysen vil det også være mulig å komme frem til hvilket marked som er det mest eller minst attraktive for Veidekke og eventuelt hvilken virksomhet det kan være fordelaktig og satse på videre.

7.1.2.1 Potensielle inntrengere i markedet

Graden av potensielle inntrengere i markedet avhenger av de underliggende inngangsbarrierene for utenforstående aktører. Dersom inngangsbarrierene er små, er det lettere for nye aktører å etablere seg i markedet, og dermed vil potensielle inntrengere i markedet skape økt trussel til konkurranse. Dette vil gjøre markedet mindre attraktivt for virksomheten. For nåværende aktører i markedet er det en fordel om inngangsbarrierene er høye slik at de til dels blir beskyttet mot nye etablerere. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008)

Entreprenør: Entreprenørvirksomheten deles inn i bygg og anlegg hvorav bygg utgjør 60 % og anlegg utgjør 40 % av virksomheten innen entreprenørskap.

- **Bygg:** I bygg-delen av entreprenørbransjen er inngangsbarrierene få, og derfor konkurransefremkallende. Den kanskje mest viktige inngangsbarrieren her er formell kompetanse, og den er det mange som har og mange som kan tilegne seg. Strengt krav til utførelse av fagutlærte er innført, og blant annet i forbindelse med forsikringer, videresalg eller lignende forventer også kundene i stor grad dette fra entreprenørene. Gjennom Veidekkeskolen hvor ansatte kan utdanne seg og få fagbrev gjennom bedriften oppnår Veidekke i tillegg til å få flere fagutlærte medarbeidere inn i bedriften at de unngår at disse blir konkurrerende ute i markedet. (Veidekke-Finansiell rapport 2013)
- **Anlegg:** I anleggsbransjen derimot er inngangsbarrierene noe større. Hva angår anleggsdelen av entreprenørsegmentet anses den største inngangsbarrieren for å være behov for investeringer i nødvendige driftsmidler. Det er også viktig å ha kapasitet til store prosjekter da anleggsprosjekter ofte er omfattende. Det er dominert av offentlige samferdselsprosjekter. (Veidekke-Årsrapport 2013) På disse områdene er Veidekke godt rustet til å bli værende i markedet, og har hatt en tendens til å kjøpe opp og integrere mindre inntrengere i markedet i stedet for å utkonkurrere dem. På denne måten blir de enda større og kan ta enda større oppdrag mens konkurrentene for Veidekke blir færre.

Eiendom: Det finnes mange selskap med virksomhet innen eiendom, og det er kontakter og relevant kunnskap som er de mest kritiske faktorene for oppstart i eiendomsbransjen. Virksomhet innen eiendom som inkluderer hele prosessen fra tomt til ferdig produkt på

tomten samt salg av dette, krever det mer for å få til. Det er denne prosessen eiendomsvirksomheten til Veidekke består av. Veidekke har her mange konkurrenter da det finnes konkurrerende bedrifter, både for deler av prosessen, og noen store selskap som også fører opp og selger bygningene selv. Barrierene er store for å kunne etablere en slik bedrift i markedet, men den store faren, er dersom mindre aktører i deler av prosessen ser at disse er komplementære og med fordel kan samarbeide og selge sammen. Disse er derfor potensielt truende i markedet likevel.

Industri: Virksomheten innenfor industri deles inn i asfaltproduksjon og utlegging, produksjon av pukk og grus, samt veivedlikehold. Disse betraktes som egne forretningsområder og blir dermed analysert hver for seg da det kan være nyttig i denne sammenheng.

- *Asfalt:* Inngangsbarrierer i dette forretningsområdet er nødvendigheten av store investeringer i/leasingavtaler av driftsmidler. Strenge regler i forbindelse med innhold i pukk til asfalten kan også bli sett på som en inngangsbarriere for aktører utenfor markedet. (NOU 1996: 11) Asfaltbransjen er preget av strukturelle endringer, flere nå enn tidligere. Dette fordi det generelt er dårlig lønnsomhet i denne bransjen. (Veidekke årsrapport 2013) Jeg velger å betrakte den foreløpig dårlige lønnsomheten i denne bransjen som en ytterligere inngangsbarriere før eventuelle lønnsomhetsforbedringer i denne bransjen finner sted.
- *Pukk og grus:* For å drive denne typen virksomhet kreves det i tillegg til investeringer i driftsmidler og arbeidskraft til håndtering av maskinene, også stor plass til å drive virksomheten på. Dermed er det hovedsakelig avhengig av kapital eller finansiering, formell kompetanse, og stort arbeidsområde. I denne virksomheten har det også forekommet at Veidekke har kjøpt opp flere mindre aktører. Det vil også si at det har vært mulig for mindre aktører å starte opp, men det er usikkert om muligheten for fortsatt drift har vært til stede for disse aktørene alene. Etersom egenprodusert pukk blir benyttet til egen asfaltproduksjon, blir det ikke sett på som truende for Veidekke om flere etablerer seg i dette markedet. Heller en mulighet dersom de nye aktørene kan tilby å levere til samme kvalitet, men billigere enn Veidekke klarer internt.
- *Veivedlikehold:* Her konkurreres det om kontrakter med Statens Veivesen. Det beste anbudet til et prosjekt blir tildelt kontrakt for dette prosjektet. Mange av disse kontraktene vil ikke være aktuelle for mindre aktører, da de har behov for større

kapasitet. På en annen side tildeles kontraktene i noen tilfeller flere aktører som må samarbeide om denne. (www.doffin.no) Dermed er det mulig for mindre aktører å etablere seg i markedet dersom de får ta del i slikt samarbeid. Totalt sett ser det ut til mulighet for inntrengere i markedet, men at disse ikke utgjør en stor trussel for Veidekke.

7.1.2.2 Substitutter

Substitutter er goder i form av produkt eller tjenester som kan erstatte hverandre, og kan derfor være kilde til konkurranse mellom tilbyderne. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008) En industri kan få store begrensninger dersom produktene eller tjenestene i industrien har substitutter. (Copeland, Koller & Murrin, 1994) Når det gjelder substitutter kan det være hensiktsmessig å se entreprenør- og eiendomsvirksomheten under ett da det er en viss tilknytning mellom godene som leveres fra disse divisjonene. Oppføring av bygninger inngår i begge disse virksomhetsområdene og utgjør store deler av sluttproduktene.

Entreprenør og eiendom: Bygninger kan variere på utallige måter både i henhold til materialbruk og bruksrelaterte løsninger. Man kan si at en bygning med en løsning er et substitutt for en bygning med en annen løsning til samme bruksområde. Dermed utgjør konstruksjoner gjerne den mest kritiske faktoren i forhold til substituttene. Dette fordi konstruksjoner er med på å danne beslutningsgrunnlag i kontraktssituasjoner før byggingen i det hele tatt påbegynnes. Det hender også at kundene allerede har konstruert hva de er ute etter og at oppdraget består i selve utførelsen av arbeidet. Her er det bedriftens ressurser som er avgjørende for å kunne få kontrakten. Det kan derfor tenkes at det også finnes substitutter til arbeidskraften og utstyret som benyttes til det praktiske arbeidet. Personer kan erstattes med maskiner, eller andre personer med annen erfaring. Utstyr kan erstattes av mer effektiv eller på annen måte bedre utstyr. Veidekke besitter konkurransedyktige ressurser på begge disse områdene. Dersom konkurrentene eller inntrengere i markedet utarbeider eller skaffer seg bedre utstyr, dyktigere entreprenører, ingeniører eller arkitekter, kan det virke truende for Veidekke på kontrakts-fronten. Det er full konkurranse om å tilby det beste, og få de mest attraktive kontraktene. Veidekke har store ambisjoner om å gjøre nettopp det. Store konkurrenter som NCC, AF Gruppen og Skanska later til å ha ambisjoner om det samme. Erfaring i bransjen kan her være en viktig spillebrikke for Veidekke.

Industri:

- *Asfalt:* Når det gjelder produktet, så kan asfalt erstattes med brostein, belegningsstein, betong, gress, og andre bakkeunderlag. Spesielt har det blitt moderne med belegningsstein, og det kunne redusert omfanget av asfaltering noe. Hovedsakelig er etterspørselen etter belegningsstein hos private husholdninger og utgjør en liten del av markedet. Det har i 2013 vært en økning i etterspørselen av asfalt, grunnet etterslep av vedlikehold på veier, og det kan tyde på en generell økning i dette markedet hvilket er positivt for Veidekkes virksomhet i asfaltbransjen.
- *Pukk og grus:* Ettersom pukk og grus i hovedsak leveres internt i selskapet, kan det antas at det ikke er knyttet trusler om konkurrerende substitutter fra andre leverandører i andre marked. Trusselen måtte i så tilfelle omhandlet hvorvidt det er bruk for pukk og grus i fremtiden. Veidekke har en langsiktig strategi om at pukk og grusvirksomheten skal sikre langsiktig ressurstilgang. (Veidekke årsrapport 2013)
- *Veivedlikehold:* Her kan det komme nye maskiner eller metoder på banen. Veidekke er opptatt av å holde seg oppdatert og tilby det beste arbeidet på best mulig måte. Det kan derfor tenkes at trusselen for Veidekkes markedsposisjon her ligger i om slike maskiner eller metoder blir tilgjengelige hos konkurrenter uten å være tilgjengelige for Veidekke. Foreløpig ser det ikke ut til at noen substitutter truer.

7.1.2.3 Forhandlingsmakten til kundene

En høy forhandlingsmakt hos kundene tyder på at de kan ha lett for å skifte leverandør. Kundene kan da fritt velge den leverandøren med det mest attraktive tilbudet. Konkurransen tenderer i et slikt tilfelle til å være høy, og leverandørene blir meget presset. Dersom kundene har mulighet til å produsere selv, byttekostnadene er lave, eller markedet består av noen få konsentrerte kjøpere, vil kundenes forhandlingsmakt være høy. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008) For Veidekke varierer dette mellom divisjonene.

Entreprenør: Det kan argumenteres for en høy forhandlingsmakt hos kundene da byttekostnadene er lave, og mye kan gjøres selv, dog ikke nødvendigvis med samme kvalitet og sluttprodukt. Likevel er det så mange kjøpere at leverandørene til en viss grad kan avvise urimelige forsøk på forhandlinger uten at det går ut over kapasitetsutnyttelsen. Dette når man ser bort ifra offentlige prosjekt for eksempel i regi av staten. En høy andel av kontraktene hos Veidekke Entreprenør består av totalentrepriser hvor entreprenøren både har ansvaret for prosjekteringen og for utførelsen. Det er noen få andre store entreprenører som alternativt

kunne hatt disse kontraktene. Konkurransen er stor mellom selskapene som er store nok til å kunne gjennomføre hele prosessen. Ettersom disse ikke er mange kan dette likevel virke svekkende for kundenes forhandlingsmakt slik at denne ikke kan bli sett på som veldig truende for Veidekke. Det er i andre prosjekter vanlig at kundene bidrar selv med store deler av byggeprosessen i form av tomter, prosjektering eller lignende. Her skapes det høye forventninger fra kundene, og kundene kan i disse tilfellene sies å være i en større forhandlingsposisjon.

Eiendom: For eiendomsvirksomheten som ofte består i større kontrakter, kan det være vanskelig for kundene å skifte leverandør midt i prosessen. Men kundene har mange alternative måter å få hele prosjektene utført på og kan dele det opp og benytte flere parter. De har dermed til en viss grad forhandlingsmakt her. Mye i eiendomsbransjen dreier seg om egne prosjekter hvor det ferdige sluttproduktet selges. For eksempel boligprosjekter. Det kan da være en stor risiko for bedriften og ikke vite på forhånd om de får solgt boligene. Dermed kan kundenes etterspørsel til dels presse prisene noe ned dersom denne er lav. Veidekke setter ikke i gang med planlagte prosjekter før en viss andel er solgt på forhånd. Trusselen vedrørende denne risikoen kan derfor ses på som noe redusert for Veidekke.

Industri: Kundene har her stor grad av forhandlingsmakt. Hovedsakelig er dette Statens Vegvesen. De legger det meste ut på anbud, og tildeler kontrakt til det beste tilbudet. Dette skaper økt konkurranse i markedet. Veidekke har her fordel med mye erfaring og stor kapasitet. For virksomhetsområdet generelt er det gode utsikter fremover da det i Nasjonal transportplan er gitt signaler om økte bevilgninger til vedlikehold av vei. (Regjeringen.no, NTP, 2014-2023)

7.1.2.4 Forhandlingsmakten til leverandørene

Dersom leverandørene har høy forhandlingsmakt i markedet vil det være til ulempe for de som er avhengig av deres leveranser. De kan da presse prisene opp eller forhandle seg til gode premiss til egen fordel. Slike situasjoner kan være truende i bransjen og det må derfor undersøkes om disse eksisterer. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008) Også når det gjelder leverandørenes forhandlingsmakt kan det antas at entreprenør og eiendomsvirksomhetene kan ses under ett.

Entreprenør og eiendom: Leverandører her er underentreprenører, rådgivere, og leverandører av materialer. Det er mange slike leverandører i markedet, og de anses derfor å ha liten grad av markedsrett. Da forholdet til leverandørene er viktig for Veidekke, spesielt for å sikre kvalitet, vil det å bytte leverandører trolig handle om mer for Veidekke enn hvem som kommer med det beste tilbudet. Altså spiller antagelig også lojalitet inn her. Skulle det skje at leverandørene får stor grad av forhandlingsrett, er Veidekke i en slik situasjon at de alternativt kan gjøre en vertikal integrasjon hvor de kutter ut noen leverandører og utvider egen virksomhet tilpasset behovene.

Industri: Pukk til produksjonen av asfalt produseres internt i Veidekke, og det foreligger derfor ingen truende forhandlingsrett hos leverandører til dette forretningsområdet. Veidekke er derimot svært avhengig av betongleverandører. Veidekke er i god dialog med betongleverandørene da de samarbeider om videreutviklingen av miljø-betong, som har redusert utslipp av CO₂ under produksjonen.(www.veidekke.no) Det kan likevel tenkes at leverandørene kan utnytte det faktum at Veidekke og andre aktører i markedet er avhengig av betong til mange av sine prosjekter, og derfor har noe forhandlingsrett.

7.1.2.5 Konkurrerende rivaler

Graden av konkurrerende rivaler avhenger av de fire andre konkurransekraftene i markedet, potensielle inntrengere, substitutter, samt kunder- og leverandørers forhandlingsrett. Jo flere konkurrerende rivaler, jo vanskeligere kan det være å utnytte mulighetene i markedet. Kraftene som styrer konkurransen i en industri, kan, basert på Porter (1991) illustreres slik:



Figur 7-1: Illustrasjon av Porters konkurransekrefter (Johnson, Scholes & Whittington, 2008, s. 60)

For Veidekke finnes det flere mindre konkurrenter innenfor noen av virksomhetsområdene, spesielt entreprenører. Til å være konkurrerende rivaler er det noen få og store som peker seg ut. De største nåværende konkurrentene er NCC, Skanska og AF Gruppen. Disse er konkurrenter på alle Veidekkes virksomhetsområder. Potensielt kan det også bli flere slike konkurrenter i markedet ettersom flere og flere entreprenører utenfor Skandinavia forsøker å starte virksomhet i Norge, nå også store verdensomspennende konsern. (www.jernbaneverket.no) Jeg vil her avdekke i hvilken grad de ulike virksomhetsområdene har konkurrerende rivaler. Dette uten å kvantifisere graden av konkurrerende rivaler.

Entreprenør:

- *Bygg:* På grunn av lave inngangsbarrierer og utallige substitutter er antallet konkurrerende rivaler for bygg-bransjen høyt. Det antydes også at konkurransen i denne bransjen er høy ettersom kundene antas å ha stor grad av forhandlingsmakt. Leverandørenes forhandlingsmakt derimot er antatt å være lav, og kan ikke bli sett på som en ytterligere kilde til konkurranse i markedet. Entreprenørbransjen er preget av

stor konkurranse på flere nivå. Det dreier seg i stor grad om lokal virksomhet i denne bransjen, og her hevder Veidekke å ha en sterk markedsposisjon de aller fleste steder. (Veidekke-Virksomhetsrapport 2013) Dermed blir utfordringen for Veidekke å holde på markedsposisjonen sin og sørge for at konkurrentene ikke tar over deres markedsandeler.

- *Anlegg*: I denne bransjen er inngangsbarrierene større enn i bygg-bransjen. Kundenes forhandlingsmakt er moderat. Offentlige samferdselsprosjekter preger bransjen, og nivået ventes her å være høyt fremover. Dermed vil konkurransen om disse prosjektene kunne bli noe mindre forutsatt at markedsaktørene dekker sitt kapasitetsnivå til enhver tid. Med et voksende marked er det også mulig for selskapet å vokse med markedet. På grunnlag av dette og liten grad av forhandlingsmakt hos leverandørene, kan det konkluderes med at konkurrerende rivaler i dette markedet i liten grad er truende. Det må dog nevnes at når det antydes muligheter for å vokse i markedet kan dette også ende opp som en hovedstrategi hos konkurrerende rivaler, som igjen kan gi økt konkurranse i markedet dersom dette gjelder flere.

Eiendom: Eiendomsbransjen er preget av store inngangsbarrierer når det gjelder store selskap som gjør hele prosessen fra tomt til nybygg og salg. Mindre barrierer for mindre aktører som gjør en eller flere deler av prosessen. Dette kan eksempelvis være eiendomsmeglere, arkitekter, ingeniører, entreprenører eller andre relevante aktører. Det finnes også mange former for substitutter i eiendomsbransjen. Disse er ofte forbundet med ny teknologi og teknologiske løsninger, men også kostnadsbesparende metoder eller utstyr. Her drar Veidekke nytte av å være et stort selskap og utnytter stordriftsfordeler, men er stadig på utkikk etter enda bedre løsninger, og sørger for å følge med i tiden. De har mye å vinne på å være innovative og løsningsorienterte. Veidekke bidrar aktivt til forskning og utvikling spesielt i henhold til miljøvennlige løsninger. De har blant annet selv utviklet lavtemperaturasfalten nevnt tidligere. (Veidekke-Samfunnsansvarsrapport 2013) Et mindre selskap derimot har muligens ikke kapasitet til og hele tiden følge med på hva som er nytt eller bidra til utvikling da de ofte må bruke all sin kapasitet på å gjøre det de allerede kan. Når det gjelder kundene ble det konkludert med at de har noe forhandlingsmakt, men ikke i stor grad. Leverandørens forhandlingsmakt ble antatt liten hovedsakelig fordi det er mange å velge mellom og at byttekostnadene er små. Oppsummert ser det ut til at konkurransen i markedet er på et middels nivå for eiendomsbransjen.

Industri: I industrivirksomheten tyder det på at inngangsbarrierene er nokså store. Nye inntrengere i markedet blir derfor ikke sett på som en stor trussel her. Det er moderat konkurranse blant nåværende markedsaktører. Substituttene som finnes eller som kan komme ser heller ikke ut til å true Veidekke sin posisjon i markedet. Flere av substituttene til legging av asfalt, som for eksempel å legge brostein, er også en del av Veidekkes virksomheter. Når kundene eksempelvis ønsker brostein i stedet for asfalt trenger det dermed ikke bety at det går utover markedsandelene hos Veidekke industri. Dette er også oppdrag som Veidekke tar. Det blir ikke nødvendigvis flere konkurrenter i markedet å ta hensyn til. Kundens forhandlingsmakt derimot er stor og trigger konkurransen i markedet. Leverandørens forhandlingsmakt er noe truende. Selv om mye leveres internt og Veidekke ikke ser ut til å være veldig avhengig av andre virksomheter for å kunne drive sin virksomhet innenfor industri, er betong en kritisk suksessfaktor for driften her. Totalt sett moderat grad av konkurrerende rivaler.

Konklusjonen fra denne analysen er at Veidekke ikke har virksomhet i noen bransje hvor selskapet ikke er nok konkurransedyktig. Til tross for store konkurrerende rivaler oppfattes både entreprenør-, eiendom- og industribransjen for å være attraktive markeder for Veidekke.

7.2 Intern strategisk analyse

Ressursene innad i en bedrift er viktige, og enda viktigere er selskapets evne til å utnytte ressursene på best mulig måte. Det samme gjelder også for kompetansen bedriften innehar. Ressurser og kompetanse innad i en bedrift utgjør selskapets strategiske kapabiliteter. Disse er nødvendige for at selskapet skal overleve og ha fremgang. De strategiske kapabilitetene kan deles inn i nødvendige kapabiliteter og kapabiliteter for konkurransefortrinn. I en intern strategisk analyse blir selskapets strategiske kapabiliteter/evner analysert. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008) Verdien av strategiske kapabiliteter avhenger av egenskapene de har. Det er derfor av interesse å finne ut om de er verdifulle for kundene, sjeldne, vanskelige å imitere, dynamiske, eller bærekraftige. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008) Analysen belyser bedriftens styrker og svakheter som vil være et grunnlag for SWOT-analysen i den avsluttende delen av hele den strategiske analysen.

Nødvendige kapabiliteter kan være nødvendige ressurser fordelt på håndfaste ressurser og ikke-handfaste ressurser, eller det kan være nødvendig kompetanse. Kapabiliteter for konkurransefortrinn kan være unike ressurser fordelt på håndfaste unike ressurser og ikke-

håndfaste unike ressurser, eller det kan være kjernekompetanser. Dette kan oppsummeres i en matrise. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008)

Tabell 7-1: Strategiske kapabiliteter og konkurransefortrinn. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008)

	Ressurser	Kompetanse
Nødvendige kapabiliteter	<u>Nødvendige ressurser</u> <ul style="list-style-type: none"> • Håndfaste • Ikke-håndfaste 	<u>Nødvendig kompetanse</u>
Kapabiliteter for konkurransefortrinn	<u>Unike ressurser</u> <ul style="list-style-type: none"> • Håndfaste • Ikke håndfaste 	<u>Kjernekompetanse</u>

7.2.1 Nødvendige kapabiliteter

Nødvendige kapabiliteter er kapabiliteter organisasjonen trenger for å kunne konkurrere i et gitt marked.

Fremtredende utfordringer i forbindelse med nødvendige kapabiliteter:

- Kapabilitetene er ikke utelukkende identifiserbare.
- Nødvendige kapabiliteter vil endre seg ved endring i kritiske suksessfaktorer. Kritiske suksessfaktorer er de produktegenskapene/funksjonene spesielt verdifulle for en kundegruppe, og som foretaket derfor må utmerke seg med for å være konkurransedyktige. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008)
- Aktivitet fra konkurrenter eller nye aktører i markedet vil kunne endre på hvilke kapabiliteter som er nødvendige.
- For å opprettholde de nødvendige kapabilitetene for ulike kundegrupper, kan det være nødvendig å inngå premisser. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008)

Nødvendige kapabiliteter består av nødvendige ressurser og nødvendig kompetanse. Disse kan det være nyttig å se nærmere på.

7.2.1.1 Nødvendige ressurser

Dette er ressurser som er nødvendige for å møte kundenes minimumskrav som skal dekkes for å kunne fortsette driften.

- *Håndfaste nødvendige ressurser:* Håndfaste ressurser består av ressurser som er fysiske, finansielle og menneskelige. For Veidekke utgjør dette hovedsakelig eiendommer, maskiner og andre driftsmidler, likvide midler, arbeidskraft og råvarer.
- *Ikke-håndfaste nødvendige ressurser:* Ikke-håndfaste ressurser kan også betegnes intellektuelle. Disse er ikke fysiske. Veidekke har i denne sammenheng nærhet til kunder og leverandører, de ansatte har god og relevant kunnskap i forbindelse med sine oppgaver, og bedriften har mye og god erfaring innenfor sine virksomhetsområder. (Veidekke finansiell rapport 2013) Dette utpeker seg som nødvendige ikke-håndfaste ressurser for Veidekke.

7.2.1.2 Nødvendig kompetanse

Med nødvendig kompetanse menes de aktiviteter og prosesser som er nødvendige for å kunne møte minimumskravet hos kundene slik at det er mulig med fortsatt drift. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008) I Veidekke sin virksomhet ser det ut til at god planlegging, gode rutiner, og miljøhensyn er de nødvendige kompetansene bedriften bør ha for å imøtekomme minste-kravene fra kunder.

7.2.2 Kapabiliteter for konkurransefortrinn

En virksomhet har konkurransefortrinn når den besitter kapabiliteter utover de nødvendige kapabilitetene. Konkurransefortrinn i en bedrift kan bestå av bedriftens unike ressurser og kjernekapabiliteter. Disse er ofte vanskelige for konkurrentene å få tak i eller imitere. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008)

7.2.2.1 Unike ressurser

Unike ressurser er ressurser i organisasjonen som er kilde til konkurransefortrinn i markedet. Disse kan være håndfaste eller ikke-håndfaste. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008)

- *Håndfaste unike ressurser:* Veidekke har og planlegger å opprettholde langsiktig tilgang på pukk og grus.

- *Ikke-håndfaste unike ressurser:* Hos Veidekke utgjør ikke-håndfaste ressurser for det meste varemerke, goodwill, teknologi for produksjon av lavtemperaturasfalt, fleksibilitet i forhold til å flytte arbeidskraften etter behov og markedets etterspørsel, samt allsidig kompetanse.

7.2.2.2 Kjernekompetanse

Med kjernekompetanse menes bedriftens ferdigheter og evner til å gjennom organisasjonens aktiviteter og prosesser utnytte ressursene for å oppnå konkurransefortrinn konkurrentene ikke kan skaffe seg eller imitere. (Johnson, Scholes & Whittington, 2008) Den gode kulturen i bedriften, Veidekke-kulturen, kan betraktes som kjernekompetanse i Veidekke. Asfaltproduksjonene i Veidekke har som først i verden utviklet og tatt i bruk ny teknologi for produksjon av lavtemperaturasfalt, og fått i gang produksjon av denne ved flere av sine fabrikker. Det er mye mer miljøvennlig å produsere lavtemperaturasfalt i forhold til vanlig asfaltproduksjon. Det er derfor sannsynlig at lavtemperaturasfalten kan erstatte vanlig asfalt mye fremover. (Veidekke-Samfunnsansvarsrapport 2013)

7.3 Oppsummering av strategisk analyse utført i en SWOT analyse

Analysen av selskapets strategiske kapabiliteter og bransjen det har virksomhet i kan sammenstilles i en SWOT-analyse hvor man setter opp en matrise over bedriftens styrker (S), svakheter (W), muligheter (O), og trusler (T). (Johnson, Scholes, Whittington, 2008) SWOT-analysen for Veidekke som her er utført oppsummeres i matrisen under:

Tabell 7-2: SWOT-analyse av Veidekke, presentert i en matrise.

	Interne faktorer:	Eksterne faktorer:
<p>Fordeler:</p> <p><i>Strategi</i></p> <p>Bruk styrker til å utnytte muligheter.</p>	<p>Styrker (S=> Strengths)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Takler svingninger • Gode kunde- og leverandør relasjoner • Godt etablert i markedet • Erfaring og innsikt i markedene • Kunnskap og kompetanse • Ny teknologisk metode for produksjon av lavtemperaturasfalt • Kapasitet til store prosjekt 	<p>Muligheter (O=> Opportunities)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Vokse med markedet, der det er voksende • Oppkjøp av underleverandører og/eller mindre konkurrenter • Stordriftsfordeler med mulighet for reduserte produksjonskostnader • Dersom omstruktureringen i asfaltbransjen blir fordelaktig • Økende behov for offentlige bygg
<p>Ulemper:</p> <p><i>Strategi</i></p> <p>Reduser svakheter for å unngå trusler.</p>	<p>Svakheter (W => Weaknesses)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dårlig lønnsomhet i asfaltbransjen • Svært avhengig av statlige prosjekter • Svært avhengig av betong fra leverandører 	<p>Trusler (T=> Threats)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Store konsern utenfor Skandinavia • Store veletablerte aktører i markedet • Dersom det blir Skandinavisk lavkonjunktur • Dårlig lønnsomhet i asfaltbransjen • Mangel på entreprenører • Markedets økte forventninger til kompetanse og allsidighet • Høy risiko forbundet med boligprosjekter

8 Regnskapsanalyse

Analyse av regnskapet innebærer å beregne ulike nøkkeltall basert på regnskapet for å analysere disse. Overordnet består et selskaps regnskap av registrering, måling og kommunikasjon av dets finansielle informasjon (Fladstad & Tofteland, 2006). Informasjonen er nyttig for ulike interessenter og til ulike formål, spesielt i forbindelse med beslutning og kontroll. Ulike interessenter har behov for forskjellig vinkling eller presentasjon av denne informasjonen, og vi skiller derfor mellom årsregnskapet og det finansielle regnskapet. Det finansielle regnskapet består av fire deler: Resultatregnskap, balanse, egenkapitaloppstilling og kontantstrømoppstilling. Regnskapet utarbeides først etter gjeldende lover og regler, deretter kan det omgjøres til finansielt regnskap for analyseformål. Det foretas i den sammenheng en omgruppering og justering av målefeil for balansen og resultatoppstillingen. (Titman & Martin, 2014)

Omgruppering av resultatoppstillingen innebærer at finanspostene splittes opp i finansinntekter og -kostnader slik at det kan beregnes resultat før finanskostnader. Dermed er det tilrettelagt for å få en oversikt over resultatfordelingen. Det vil si hvordan den samlede verdiskapningen på totalkapitalen i selskapet blir fordelt mellom kreditorer, skattemyndighetene og eierne. I tillegg trekkes ekstraordinære poster ifra selskapets normale verdiskapning som analysegrunnlag. Disse er spesifisert i notene i selskapets finansielle rapporter. (Fladstad & Tofteland, 2006) De ekstraordinære postene som her trekkes fra er Veidekkes nedskrivninger, salgsgevinster, reklassifisering og omarbeiding av regnskapspost grunnet endret pensjonsordning og iht. ny standard. Omgruppert resultatoppstilling er presentert i tabell 8-1. Fratrekk av ekstraordinære poster utføres i forbindelse med fremtidsregnskapet. Se vedlegg 1. for spesifisering av disse.

Tabell 8-1: Resultatoppstilling, Veidekke, 2009-2013, omgruppert for analyseformål.

Resultatregnskap Veidekke, MNOK, omgruppert	2013	2012	2011	2010	2009
Driftsinntekter	21 780,90	19 839,00	17 727,30	15 744,90	15 923,40
Driftskostnader	-20 833,30	-18 924,10	-16 999,70	-14 960,70	-14 994,90
nedskrivning anleggsmidler	-11,30	-2,70	-5,10	-13,50	-
avskrivninger	-309,80	-302,50	-322,20	-348,50	-335,60
Resultat fra investering i TKS og FKS	65,20	35,20	229,20	21,90	46,70
Finansinntekter	80,80	82,70	149,60	66,60	65,80
Resultat før finanskostnader	772,50	727,60	779,10	510,70	705,40
Finanskostnader	-54,2	-29,4	-31,4	-28,7	-77
Resultat før skatt (EBT)	718,3	698,2	747,7	482	628,4
Finansinntekter	80,8	82,7	149,6	66,6	65,8
Finanskostnader	-54,2	-29,4	-31,4	-28,7	-77
Resultat før renter og skatt (EBIT)	691,7	644,9	629,5	444,1	639,6

For at balansen skal samsvare med kapitalstørrelser som er relevant for analyseformål er det som nevnt også hensiktsmessig å omgruppere balanseinformasjonen. Dette kommer av at det i hovedsak kan trekkes et skille på eiendelssiden i balansen mellom de driftsrelaterte og driftsfremmende (finansielle) eiendelene i selskapet. Balansens aktivaside (eiendeler) som opprinnelig er fordelt mellom anleggsmidler og omløpsmidler, fordeles i omgruppert balanse inn i driftseiendeler og finansielle eiendeler. Passivasiden derimot er opprinnelig fordelt på egenkapital, langsiktig gjeld og kortsiktig gjeld. Denne omgrupperes til fordelingen egenkapital, driftsgjeld og finansiell gjeld. (Fladstad & Tofteland, 2006) En oversikt følger i figuren under:



Figur 8-1: Oversikt over hovedforskjellene mellom omgruppert- og opprinnelig balanseoppstilling. Egen kreasjon med bakgrunn i Fladstad og Tofteland, (2006).

Se vedlegg 3. for den omgrupperte balanseoppstillingen til Veidekke 2009-2013.

Det kan også være hensiktsmessig å omgruppere informasjonen gitt i kontantstrømoppstillingen slik at denne tilpasses analyseformål. Dette for blant annet å få frem selskapets evner til å møte avdragsforpliktelsene sine med midler generert gjennom de operasjonelle aktivitetene uten at den finansielle fleksibiliteten reduseres. Omgruppering av kontantstrømoppstilling innebærer å presentere hver for seg, kontantstrøm til egenkapital og rentebærende gjeld, kontantstrøm til egenkapital, og netto kontantstrøm i perioden. (Fladstad & Tofteland, 2006) Selskapets evner til å møte sine avdragsforpliktelser er å finne informasjon om i dets finansielle rapport. Jeg velger å ta utgangspunkt i historiske kontantstrømoppstillinger presentert i Veidekkes finansielle rapporter, men finner det ikke nødvendig å omgruppere disse. Mitt grunnlag for budsjetteringen av de fremtidige kontantstrømmene blir da finansrapporter, konjunkturrapporter, resultatregnskap og balanse med tilhørende noter.

For å kunne fange opp eventuelle trender i utviklingen, setter jeg tidsperspektivet for regnskapsanalysen til de fem siste regnskapsår, 2009-2013. Jeg setter også opp et «trailing» regnskap basert på de siste fire tilgjengelige kvartalsrapporter da dette kan variere mye fra det siste årsregnskapet. Med «trailingoppstillingen» vil jeg kunne få nyttig informasjon til estimering av kontantstrømmer, men finner det ikke hensiktsmessig å beregne nøkkeltall og sammenligne dette med konkurrentene. Sammenligning av denne regnskapsoppstillingen mot 2013 regnskapet betraktes tilstrekkelig, og vil bli utført og presentert underveis ved utarbeidelsen av fremtidsregnskap i kapittel 9. I forbindelse med undersøkning etter trender, bør historiske tall fra 2009 bli vurdert med varsomhet da følgene fra finanskrisen i 2008 trolig viser mest igjen dette året. Jeg tar likevel med 2009 for å illustrere hvordan de ulike selskapene ble påvirket økonomisk og hvor raskt de har taklet dette. Noen forholdstall vises likevel fra 2010-2013. Her er regnskapstall fra 2009 med i beregningene for 2010.

Man kan ved hjelp av en regnskapsanalyse analysere selskapets økonomiske situasjon, ytelse og evne til verdiskaping. En regnskapsanalyse sammen med strategisk analyse er et godt utgangspunkt for fremtidsregnskapet og estimering av fremtidige kontantstrømmer. (Dahl, 1997) Verdidrivere, likviditet og soliditet blir her analysert på konsernnivå og sammenlignet med konsernets største konkurrenter. Omsetning blir i tillegg analysert per virksomhetsområde i Veidekke ettersom omsetning i forbindelse med de fremtidige

kontantstrømmene blir budsjettert per virksomhetsområde og deretter slått sammen til fremtidige konsoliderte kontantstrømmer i foretaket.

Selskapene jeg vurderer det aktuelt å sammenligne Veidekke med er NCC og AF Gruppen. Disse kan betraktes som Veidekkes største konkurrenter sett i sammenheng med virksomhetsområder og geografisk område med virksomhet. I forbindelse med sammenligningen blir det ikke fordelt mellom divisjoner per selskap. Konkurrentene og Veidekkes fordeling mellom virksomhetsområde er sannsynligvis ulike, og sammenligningen kan derfor sies å ha svekket pålitelighet på noen områder. Det vil også være noe målefeil i rentabilitet grunnet valuta i SEK for NCC, mens Veidekke og AF Gruppen har rapportert rentabiliteter på grunnlag av regnskapstall i NOK. Der hvor beløpene er oppgitt i kroner i stedet for prosent, eller prosenttall er regnet ut basert på beløp i kroner er valuta tatt hensyn til og omregnet fra SEK til NOK for NCC. Dette gjelder de aller fleste variablene som blir analysert her.

Jeg forutsetter under sammenligning av konkurrentene at nøkkeltallene hentet fra de respektive selskapers finansielle rapporter er sammenlignbare og bygger på regnskap fornuftig omgruppert til analyseformål. Ved sammenligningen er det av interesse å fremme analysens pålitelighet og i størst mulig grad unngå målefeil som kan oppstå dersom ulike selskap benytter ulike regnskapsprinsipper. Her benyttes derfor som utgangspunkt rapporterte tall fra de respektive selskapers årsrapporter, beregnet i henhold til IFRS. Studier viser at verdirelevansen av balansen øker etter IFRS, mens resultatets verdirelevans her blir noe svekket. (Beisland og Knivsflå, 2011). De finansielle rapportene det er hentet nøkkeltall fra består også av definisjoner på de ulike nøkkeltallene. Kontroll i forhold til relevans er utført ved å sammenligne definisjonene fra de enkelte rapporter slik at misforståelser angående innhold i nøkkeltallene i all hovedsak er unngått og nødvendige justeringer er oppdaget og utført.

8.1 Verdidrivere

Verdidriverne i et selskap kan betraktes som de underliggende faktorene for kontantstrømmene. Disse er hovedsakelig vekst og lønnsomhet. Selskapets endring i omsetning, overskudd og kapital er viktige verdidrivere i forbindelse med å skape gode resultatet. Derimot med ulike rentabilitetsmål og mål på avkastning, kan man forklare selskapets lønnsomhet, evnen til å generere overskudd. (Copeland, Koller & Murrin, 1994)

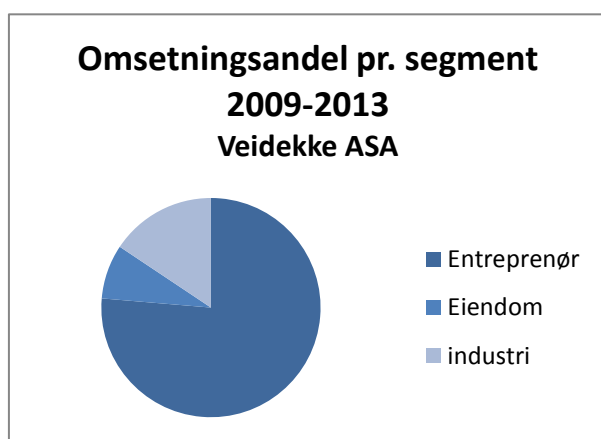
8.1.1 Vekst

Analyse av historiske vekstvariabler i selskapene kan gi en indikasjon på trender og selskapets vekstpotensial for fremtiden. Vekst i omsetning, -resultat, -total kapital vil sammen med driftsmargin analyseres her til dette formål.

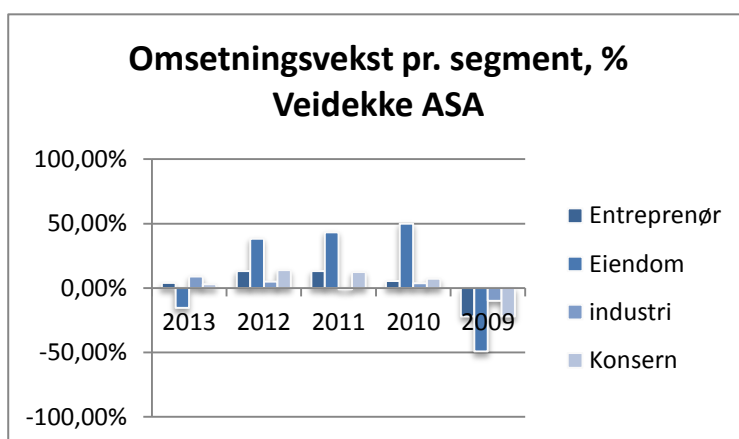
8.1.1.1 Omsetningsvekst

De fremtidige kontantstrømmene påvirkes ulikt fra de forskjellige virksomhetsområdene i Veidekke. I tillegg har ulike divisjoner ofte ulik risiko og dermed forskjellige avkastningskrav. I slike tilfeller bør verdsettelse av et konsern utarbeides for hver divisjon og deretter kan nåverdien av divisjonenes diskonterte kontantstrømmer summeres til verdi av konsernet (Boye og Dahl, 1997). Omfanget av omsetning har stor påvirkning for fremtidige kontantstrømmer. Jeg vil derfor starte med å betrakte omsetning for hver av divisjonene, entreprenør, eiendom og industri hver for seg.

Utviklingen i omsetningen har de siste 5 årene variert en god del mellom segmentene i Veidekke. Figurene under fremstiller veksten i omsetningen og andel av omsetning fra 2009 til 2013 i Veidekke pr. segment og totalt for konsernet. Her kommer det frem i hvilken grad de ulike virksomhetsområdene har bidratt til den totale omsetningsveksten for det enkelte år.



Figur 8-3: Andel av konsernets omsetning, 2009-2013 per segment

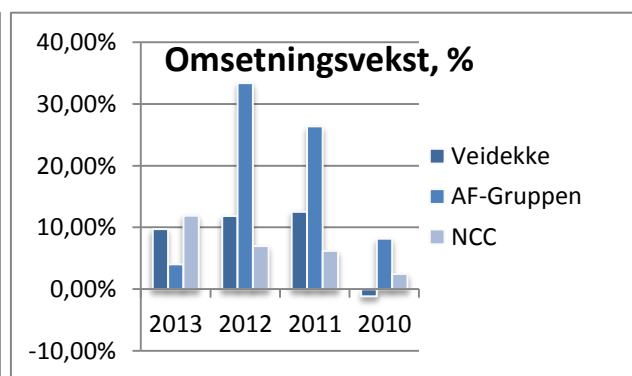
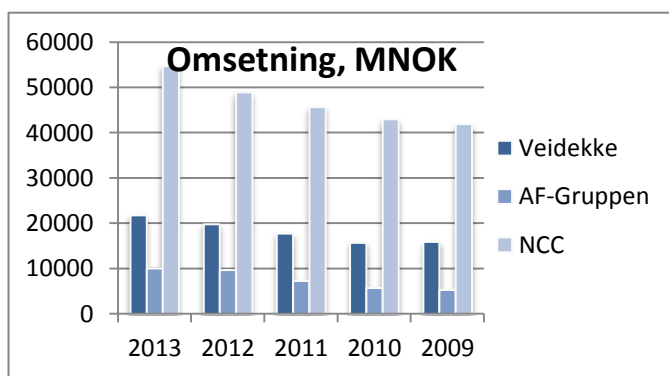


Figur 8-2: Omsetningsvekst pr. segment i Veidekke og for konsernet, 2009-2013

Den største delen av omsetningen i Veidekke kommer fra entreprenørvirksomheten. Dermed bør konjunkturutsiktene for entreprenørvirksomheten legges mest vekt på ved estimeringen av fremtidig omsetning. Omsetningsveksten i 2009 var negativ for alle divisjoner. Dette virker rimelig grunnet finanskrisen i 2008. Det er typisk for byggebransjen å svinge med konjunkturerne i landet. Det gjelder for så vidt også for eiendomsbransjen. Jeg velger derfor å legge stor vekt på konjunkturrapporter i forbindelse med utarbeidningen av fremtidsregnskapet.

Av figur 8-2 kan man se at eiendomsbransjen har bidratt til å dra veksten i konsernets omsetning kraftig ned fra 2012 til 2013. Det betyr likevel ikke at det er en nedgang i boligmarkedet dog det er nedgang i boligmarkedets vekst. (Norges Bank Pengepolitisk rapport, 4-2013) En kombinasjon av at pågående prosjekt nærmet seg sluttsolgt, og at en større del av aktiviteten foregikk i felles kontrollert virksomhet og dermed ikke gav regnskapsmessig omsetning, er mye av årsaken til nedgangen i omsetningen for 2013. Begge disse situasjonene spesielt i Norge. (Veidekke- Virksomhetsrapport 2013)

Sammenlignet med AF Gruppen og NCC viser figur 8-4 og 8-5 at Veidekke har hatt mest stabil vekst i omsetningen, mens AF Gruppen har hatt den største veksten. Den høyeste omsetningen er det NCC som står for. Dette på grunn av høye markedsandeler. Omsetningen i



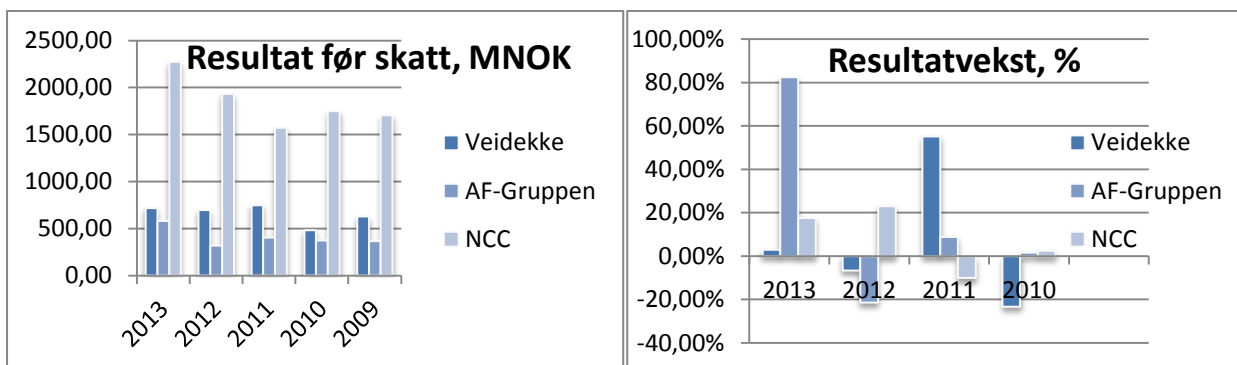
Figur 8-4: Omsetning i Veidekke, Af-Gruppen og NCC, 2009-2013.

Figur 8-5: Endring i omsetning for Veidekke, Af-Gruppen og NCC, 2009-2013.

Veidekke er høyest i 2013, og har heller aldri vært høyere før analyseperioden. Med det hadde Veidekke en rekordhøy omsetning i 2013. (www.tu.no) Dette kan øke interessen for aksjen og bidra til å presse opp prisen på denne etter offentliggjøring av resultatet.

8.1.1.2 Resultatvekst

For at et selskap skal kunne vokse eller være attraktivt å investere i, er overskudd en viktig faktor. Resultatet er et mål på overskuddet generert av selskapet gitt dets ressurser. Dette er det ønskelig å skape høyest mulig, og vanlig å sammenligne med andre selskap. Sammenligning av overskudd mellom ulike selskap er mest nyttig ved å se på resultat før skatt, ettersom ulike skattebetingelser kan ligge til grunn for ulike selskap.



Figur 8-7: Resultat før skatt i Veidekke, AF Gruppen og NCC, MNOK, 2009-2013.

Figur 8-6: Endring i resultat for Veidekke, AF-Gruppen og NCC, 2010-2013.

AF Gruppen hadde i 2013 sitt beste resultat noen sinne. Med en resultatvekst på 82,39 % er ikke dette så rart. Etter en resultatnedgang fra 2011-2012 viste AF Gruppen vilje til å jobbe med lønnsomheten og hadde til dette formål fokus på god drift, nøkkelkunder og langsiktige leverandører. (AF Gruppen - Årsrapport 2013) Det reiser seg i den forbindelse spørsmålet om selskapet kan ha økt sine markedsandeler og i så fall om dette er på bekostning av markedsandelene til Veidekke. Resultatveksten i Veidekke er sannsynligvis noe svak grunnet lavere omsetningsvekst enn fjoråret. Årsaken kan være tapte markedsandeler, men med den høye resultatveksten Veidekke hadde i 2011 er utgangspunktet for ytterligere vekst vanskelig å matche.

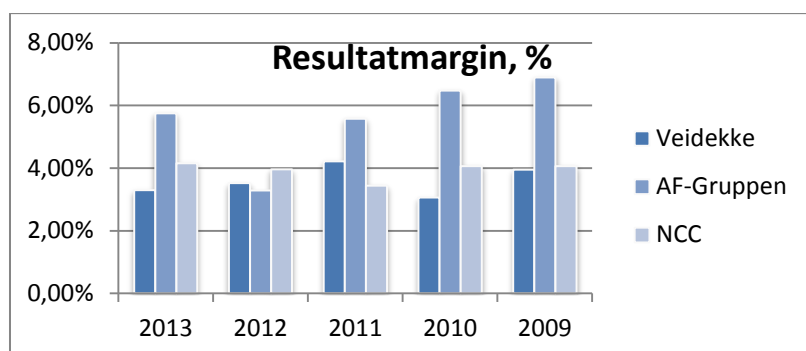
8.1.1.3 Resultatmargin

Med resultatmargin menes den andelen av driftsinntektene som blir til overskudd.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Resultat før skatt (EBT)}}{\text{Omsetning}}$$

Det er derfor av interesse å holde resultatmarginen så høy som mulig. Dette vil på en annen side medføre økt skattebetaling for selskapet. Dermed kan det også tenkes at lønnsomhet også

kan indikeres ved å analysere et selskaps skattebetaling. Figur 8-8 viser resultatmarginene i Veidekke, AF Gruppen og NCC for 2009-2013. Disse er innenfor intervallet 3,06 % - 6,89 %.

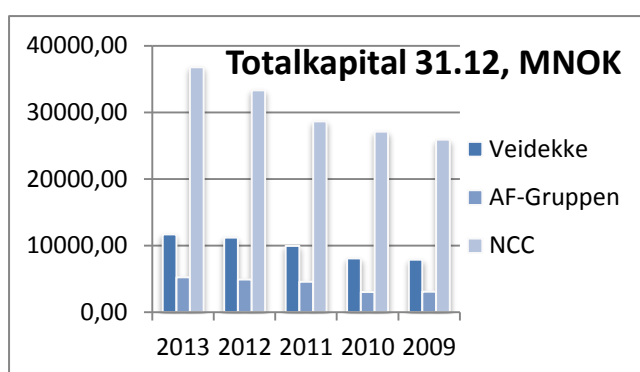


Figur 8-8: Resultatmargin i Veidekke, AF Gruppen og NCC, 2009-2013.

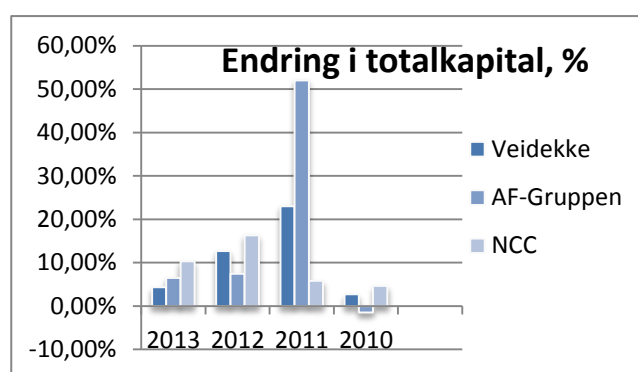
Det er nokså jevn resultatmargin i Veidekke og NCC. Disse tenderer derfor til å ha et resultat som i stor grad følger trenden i omsetningen. AF Gruppen har gjennomsnittlig høyest resultatmarginer, og dette tyder på en bedre evne til å generere overskudd i AF Gruppen enn Veidekke og NCC.

8.1.1.4 Totalkapital pr. 31.12

Totalkapitalen i et selskap fremstiller dets økonomiske ressurser. Disse er nødvendige forutsetninger for å kunne skape vekst. En høy vekst i totalkapitalen kan indikere at store investeringer er gjort av selskapet, eller at driften har vært lønnsom i måleperioden.



Figur 8-10: Totalkapital pr. 31.12 for Veidekke, AF Gruppen og NCC, 2009-2013.



Figur 8-9: Endring i totalkapital pr.31.12 for Veidekke, AF Gruppen og NCC, 2009-2013.

I 2011 er veksten i Veidekkes totalkapital på sitt høyeste for perioden 2010-2013. Dette er hovedsakelig knyttet til investeringer og lønnsomhet fra driften. For AF Gruppen derimot som har den høyeste totalkapitalveksten i perioden, er det oppkjøp av selskap og lønnsom drift som er hovedårsaken til veksten. AF Gruppen er for øvrig et mindre selskap enn Veidekke og

NCC, og har dermed større forutsetninger for at veksten i prosent viser godt igjen. Hadde man sett på beløpene i stedet, kunne et annet selskap sett ut til å ha den høyeste veksten. Det kommer derfor frem her at den prosentvise veksten gir et noe svakt sammenligningsgrunnlag ettersom selskapene er ulike i størrelse og omfang.

Totalkapitalen er, som det kommer frem av teksten over, også et utgangspunkt for størrelsen på bedriftene. Den høye totalkapitalen i NCC indikerer at dette er den desidert største bedriften blant de tre som her sammenlignes. AF Gruppen ser ut til å være den minste av bedriftene, og Veidekke befinner seg mellom disse, men er langt ifra en like stor bedrift som NCC. Dette betyr likevel ikke at NCC er det mest lønnsomme av selskapene. Det er derfor hensiktsmessig å analysere lønnsomheten i selskapene i tillegg.

8.1.2 Lønnsomhet

Når det gjelder lønnsomhet, undersøkes selskapenes underliggende verdiskaping i form av normal verdiskaping. Med dette menes selskapets normalresultat og er resultatet sett bort ifra unormale hendelser som eksempelvis nedskrivning av anleggsmidler eller tap og gevinster ved salg av anleggsmidler. (Fladstad & Tofteland, 2006) Dette refererer seg til det omgrupperte resultatet presentert foran i tabell 8-1.

Nøkkeltall av lønnsomhetsmål for verdiskapingen som her skal sammenlignes mellom selskapene kan deles inn i mål for rentabilitet og avkastning:

Rentabilitet:

- Egenkapitalrentabilitet (EKR)
- Totalkapitalrentabilitet (TKR)

Avkastning:

- Avkastning på sysselsatt kapital (ASK)
- Avkastning på investert kapital (AIK)

8.1.2.1 Egenkapitalrentabilitet (EKR)

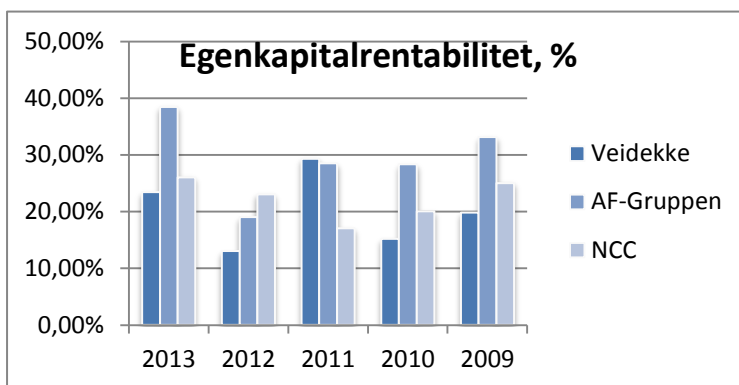
Egenkapitalrentabiliteten kan bli sett på som en form for sammenligning av et selskaps inntekter og investeringer. Den måler selskapets avkastning på investeringer som er gjort, avkastningen på egenkapitalen. Egenkapitalrentabiliteten er et nyttig mål fordi den er relevant

for eierne, egenkapitalinvestorene. Jo høyere egenkapitalrentabiliteten er, jo mer lønnsomme har selskapets investeringer vært og vil sannsynligvis komme dem til gode. Dermed kan man si at egenkapitalrentabiliteten er en regnskapsmessig måling av eiernes avkastning. (Fladstad & Tofteland, 2006) Egenkapitalrentabiliteten består ifølge «DuPont Identity»¹ av totalkapitalrentabiliteten multiplisert med en egenkapitalmultiplikator, hvor totalkapitalrentabiliteten består av netto resultatmargin multiplisert med omløpshastigheten på eiendelene. (Berk & DeMarzo, 2011)

To faktorer er spesielt sentrale i forbindelse med måling av egenkapitalrentabiliteten; kapitalstruktur og avkastning på samlede ressurser i selskapet. En direkte metode for beregning av egenkapitalrentabiliteten kan uttrykkes som følger:

$$\text{EKR} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Hvor årsresultat er årets resultat etter skatt og gjennomsnittlig egenkapital er gjennomsnittet av årets inngående og utgående verdi av egenkapitalen. (Fladstad & Tofteland, 2006)



Figur 8-11: Egenkapitalrentabiliteten for Veidekke, AF Gruppen og NCC, 2009-2013.

For Veidekke er egenkapitalrentabiliteten oppgitt i finansiell rapport basert på segmentregnskapet og ikke justert for å tilpasses IFRS. Jeg har derfor regnet ut egenkapitalrentabiliteten for Veidekke ved hjelp av den omgrupperte resultat- og

¹ DuPont Identity er et uttrykk for dekomponering av egenkapitalrentabiliteten (ROE). Dette er oppkalt etter selskapet som gjorde teknikken kjent. DuPont Identity uttrykkes ved følgende formel: $\text{ROE} = (\text{Net income}/\text{Net sales}) \cdot (\text{Sales}/\text{total equity}) \cdot (\text{Total assets}/\text{total equity})$. "Total equity" kan erstattes med "total assets". (Berk & DeMarzo, 2011)

balanseoppstillingen som forklart ovenfor og satt inn i formelen for EKR for hvert av årene i analyseperioden. Disse er basert på IFRS.

8.1.2.2 Totalkapitalrentabilitet (TKR)

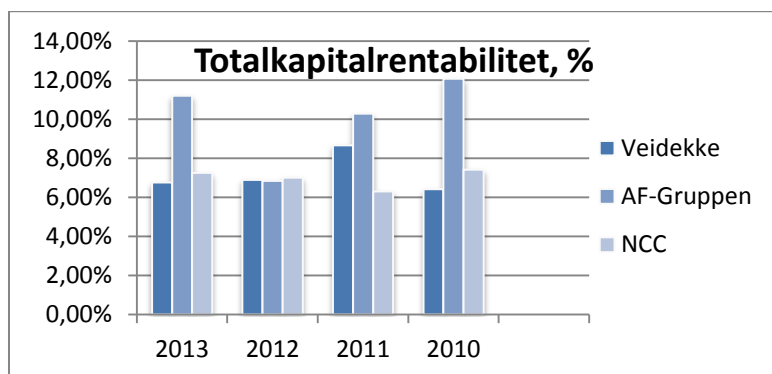
Totalkapitalrentabiliteten er et mål på forvaltningen av et selskaps økonomiske ressurser en bestemt periode, og utgjør avkastning på totalkapitalen i selskapet. Formålet med denne er «å måle avkastning på investert kapital uten hensyn til hvordan de genererte verdiene fordeles mellom kapitalinteressentene». (Fladstad & Toftelad, 2006, s. 199)

Denne uttrykkes som følger:

$$\text{TKR} = \frac{\text{Resultat før finanskostnader}}{\text{gjennomsnittlig totalkapital}}$$

(Fladstad & Toftelad, 2006)

Det kan være en fordel å beregne totalkapitalen før finanskostnader, slik det gjøres her, ettersom skatteraten kan være forskjellig mellom ulike selskap. Eksempelvis vil det være nyttig å betrakte denne for selskap med en annen skattesats og som vurderer oppkjøp.



Figur 8-12: Totalkapitalrentabilitet for Veidekke, AF Gruppen og NCC fra 2010-2013.

Av figur 8-12 ser det ut til at AF Gruppen har den beste evnen til å generere overskudd relativt til kapitalen i selskapet. Veidekke og NCC var sammenlignet nokså jevne på dette punkt i 2013 og 2012, men Veidekke hadde betydelig høyere totalkapitalrentabilitet enn NCC i 2011. Etter 2011 øker totalkapitalrentabiliteten i NCC mens Veidekke sin reduserer til omtrent samme nivå. Det er her forbedringspotensial for Veidekke. Det har vært en økende trend i driftsinntektene og totalkapitalen til Veidekke 2009-2013, mens trenden i resultatet

følger trenden i total kapitalrentabiliteten og driftsmarginen, som jeg forøvrig kommer tilbake til. Dette tyder på at forbedringspotensialet er knyttet til reduksjon av kostnadene, eksempelvis ved effektivisering.

En svakhet ved total kapitalrentabiliteten er at kompensasjon for anvendelse av driftsgjelden klassifiseres ofte som driftskostnad i stedet for finanskostnad. Resultat før finanskostnader undervurderer verdiskapningen på total kapitalen i tilfeller der implisitt rente ikke kostnadsføres som rentekostnad. Man kan korrigere for dette ved korrigerende av kapitalstørrelsen slik at driftsgjelden holdes utenfor beregningen av lønnsomheten. Denne kapitalstørrelsen kalles sysselsatt kapital, og et godt alternativ til total kapitalrentabiliteten er dermed avkastning på sysselsatt kapital. Lønnsomheten av den samlede verdiskapningen foretrekkes målt ved avkastning av sysselsatt kapital fremfor total kapitalrentabilitet når selskapet besitter både rentebærende- og driftsgjeld. (Fladstad & Tofteland, 2006)

8.1.2.3 Avkastning på sysselsatt kapital (ASK)

Avkastning på sysselsatt kapital reflekterer den delen av verdiskapningen etter skatt som tilfaller selskapets eiere og kreditorer. Dette er et mye brukt lønnsomhetsmål. Trolig fordi selskapets finansieringsstruktur ikke påvirker resultatet til sysselsatt kapital (RESK) og at avkastningen til sysselsatt kapital derfor er godt egnet til sammenligning mellom ulike selskap. Følgende uttrykk benyttes her for avkastning på sysselsatt kapital:

$$ASK = \frac{RESK}{\text{gjennomsnittlig sysselsatt kapital}}$$

Hvor RESK uttrykker resultat til sysselsatt kapital, og utgjør:

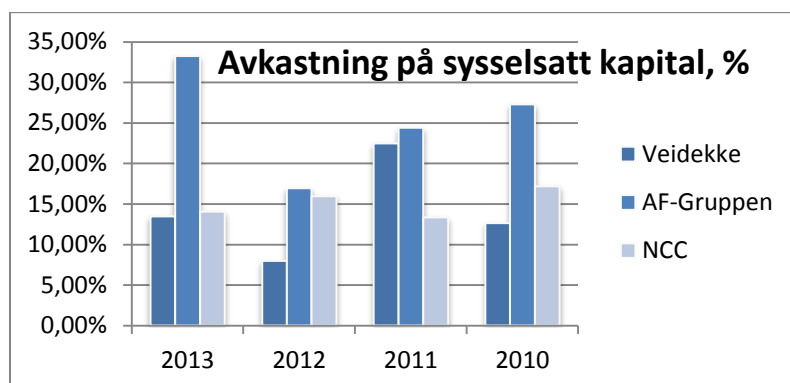
$$\text{Årsresultat} + \text{rentekostnad} - (\text{rentekostnad} * \text{skattesats})$$

(Fladstad & Tofteland, 2006)

Sysselsatt kapital er beregnet med fremgangsmåten vist i tabell 8-2.

Tabell 8-2: Sysselsatt kapital i Veidekke 2009-2013. Tallene er hentet fra den omgrupperte balanseoppstillingen for perioden, vedlegg 3.

Sysselsatt kapital (SSK), Veidekke, MNOK					
	2013	2012	2011	2010	2009
Driftseiendeler	9 576,90	9 830,10	8 854,00	7 035,70	6 761,30
Driftsgjeld	7 724,20	6 929,20	6 825,90	5 472,40	5 531,80
Netto driftseiendeler	1 852,70	2 900,90	2 028,10	1 563,30	1 229,50
Finansielle eiendeler	2 089,50	1 354,90	1 071,20	1 035,60	1 098,90
Sysselsatt kapital	3 942,20	4 255,80	3 099,30	2 598,90	2 328,40
Egenkapital	2 466,40	2 182,70	2 294,40	2 034,70	2 021,70
Finansiell gjeld	1 475,80	2 073,10	804,90	564,20	306,70
Sysselsatt kapital	3 942,20	4 255,80	3 099,30	2 598,90	2 328,40



Figur 8-13: Avkastning på sysselsatt kapital i Veidekke, AF Gruppen og NCC, 2010-2013.

Dersom avkastning på sysselsatt kapital overstiger selskapets kapitalkostnad, har selskapet en effektiv forvaltning av kapitalen. ASK gir altså en indikasjon på hvor effektivt et selskap utnytter sin kapital, og jo høyere ASK er, jo bedre er kostnadseffektiviteten. (www.investopedia.com)

Av figur 8-13 kommer det frem at Veidekke har hatt en nokså skiftende kostnadseffektivitet, mens denne har vært nokså jevn hos NCC. AF Gruppen hadde i 2013 den høyeste avkastningen på sysselsatt kapital, samme år som det hadde rekordhøyt resultat. Dette tyder på at kostnadseffektiviteten er en av de store årsakene til resultatveksten.

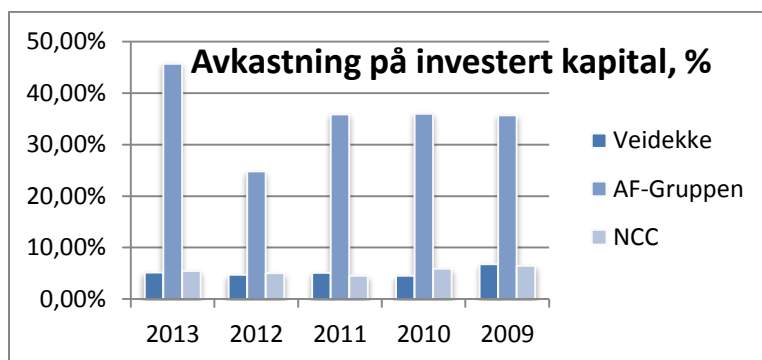
8.1.2.4 Avkastning på investert kapital (AIK)

Man kan måle effektiviteten ved bruken av selskapets investerte kapital ved å finne selskapets avkastning på investert kapital.

Avkastning på investert kapital sammenlignet med vektet kapitalkostnad, kan indikere om, eller i hvilken grad investert kapital er benyttet effektivt. Så lenge AIK overstiger vektet kapitalkostnad kan selskapet øke i verdi dersom det øker veksten. (Copeland, Koller & Murrin, 1994)

$$AIK = \frac{EBIT*(1-S)}{G+E-Kontanter}$$

Hvor EBIT = Driftsresultat, S = Skatterate, G = Bokført gjeld, E = Bokført egenkapital, og kontanter = Bokførte kontanter.



Figur 8-14: Avkastning på investert kapital for Veidekke, AF Gruppen og NCC, 2009-2013.

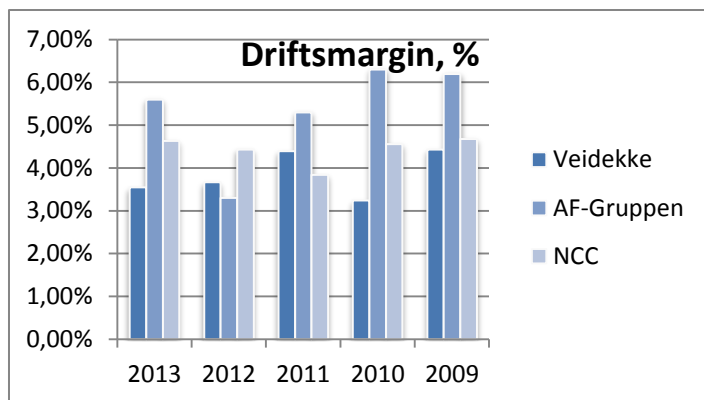
Veidekkes avkastning på investert kapital er lavere enn veid kapitalkostnad 31.12.13. Det kan dermed bety at det ikke er utelukkende vekst som skal til i Veidekke for å øke i verdi. Igjen indikeres det at kostnadseffektiviteten er den som ideelt sett bør øke hos Veidekke. Tiltak er iverksatt til dette formål. (Veidekke-Virksomhetsrapport 2013)

8.1.2.5 Driftsmargin

Selskapets driftsmargin utgjør driftsresultatet relativt til periodens driftsinntekter.

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

Driftsmarginen måler hvor mye som går med på å dekke driftsrelaterte kostnader for hver krone omsatt. (Fladstad & Tofteland, 2006)



Figur 8-15: Driftsmargin i Veidekke, AF Gruppen og NCC, 2009-2013.

Driftsmarginen er relativt lav for alle selskapene. For Veidekke som har en driftsmargin på 3,55 % i 2013 vil det si at det går med omtrent 96-97 øre til dekking av driftskostnader for hver krone omsatt. Totalt sett har AF Gruppen den høyeste driftsmarginen, og kan betraktes som det mest kostnadseffektive selskapet av disse i perioden 2009-2013. Det kan også bekreftes ved å se på figur 8-13 og 8-14 som viser henholdsvis avkastning på sysselsatt kapital og avkastning på investert kapital.

8.2 Likviditet

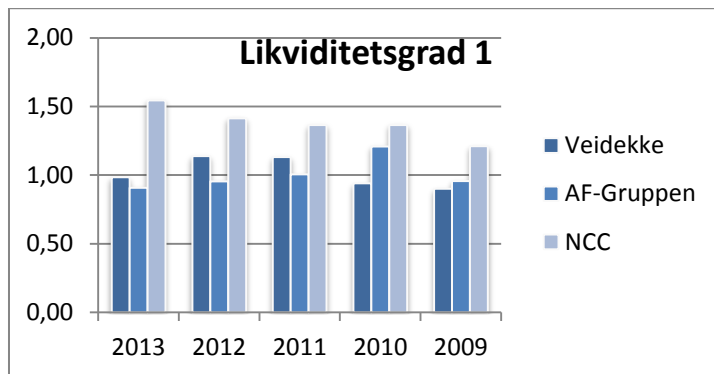
Likviditet uttrykker selskapets betalingsevne, evnen til innfrielse av kortsiktige forpliktelser. Måling av likviditeten i et foretak kan utføres på flere måter avhengig av analyseformål. De mest vanlige likviditetsmålene omtales likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. (Fladstad & Tofteland, 2006) Jo høyere likviditetsgrad i et selskap, jo større er deres evne til å betale for seg. En høy likviditetsgrad indikerer at det er liten sannsynlighet for at selskapet vil mangle kontanter i nærmeste fremtid, og at arbeidskapitalen er tilstrekkelig for å kunne dekke kortsiktige forpliktelser foretaket har. Kreditorer kan dermed danne seg et inntrykk av omfanget risiko i sine fordringer på selskapet. Analytikere derimot kan benytte likviditetsgradene til å se etter trender som kan indikere den fremtidige ytelsen i foretaket. Likviditetsgraden bør ikke være mindre enn 1. (Berk, DeMarzo & Harford, 2012)

8.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er likviditetsmålet best egnet i en normalsituasjon.

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

Denne er mindre egnet til å måle evnen til å innfri kortsiktige forpliktelser umiddelbart, som kan være mer aktuelt i spesialtilfeller. (Fladstad & Tofteland, 2006)



Figur 8-16 Likviditetsgrad 1 for Veidekke, AF Gruppen og NCC, 2009-2013.

Alle selskapene ser ut til å være egnet til å innfri kortsiktige forpliktelser raskt. Veidekke og AF Gruppen har holdt likviditetsgrad nr. 1 på rundt 1 de siste årene, mens NCC har holdt seg godt over 1. Det kan bety at NCC er og har vært best rustet til å tåle et eventuelt tap.

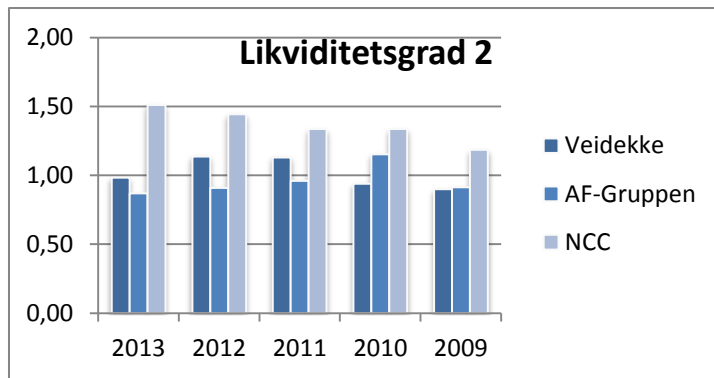
Trekker man ut varebeholdninger fra omløpsmidlene har man målet på likviditetsgrad 2. (Fladstad & Tofteland, 2006)

8.2.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er godt egnet til å måle selskapets likviditet dersom kundefordringene kan betraktes som likvide. Det vil si at de har høy omløpshastighet, og består i liten grad av anleggskontrakter. Med likviditetsgrad 2 betraktes omløpsmidler redusert for varelager i forhold til den kortsiktige gjelden:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{kontanter} + \text{finansielle omløpsmidler} + \text{kundefordringer}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

(Fladstad & Tofteland, 2006)



Figur 8-17: Likviditetsgrad 2 for Veidekke, AF Gruppen og NCC, 2009-2013.

For Veidekke er likviditetsgrad 1 og 2 helt like da det ikke er noe varelager å trekke ut fra omløpsmidlene. Varelageret i Veidekke antas å være spredt hos minoritetene. AF Gruppen og NCC har en ørliten reduksjon i likviditetsgrad 2 i forhold til likviditetsgrad nr. 1. For AF Gruppen innebærer det at likviditetsgraden for det meste er under 1 som den helst ikke bør være.

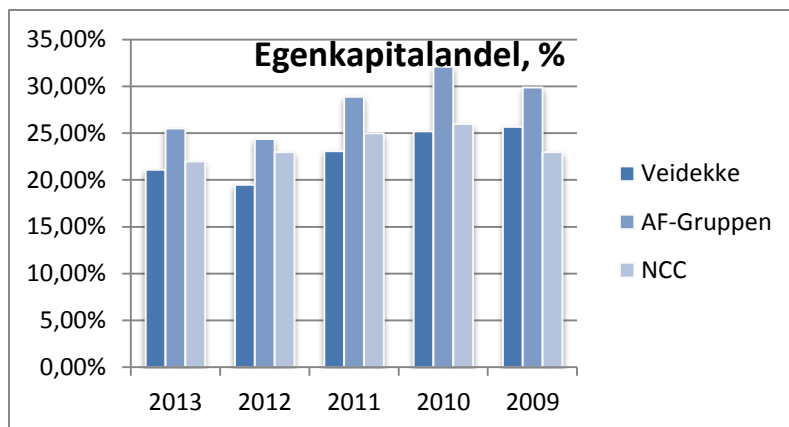
8.3 Soliditet

Soliditet er knyttet til økonomisk risiko i selskapet, og omhandler evnen selskapet har til å tåle tap. Soliditeten i et selskap kan måles med gjeldsgrader, rentedekningsgrader og egenkapitalandel.

8.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen uttrykker hvor stor del av totalkapitalen som består av egenkapital.

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



Figur 8-18: Egenkapitalandel for Veidekke, AF Gruppen og NCC, 2009-2013.

En høy egenkapitalandel indikerer at store deler av eiendelene i selskapet er finansiert med egenkapital, og dermed har liten grad kreditorgjeld. Lav kreditorgjeld kan være med på å redusere risikoen for konkurs. På en annen side er denne ofte rimeligere enn egenkapitalfinansiering ettersom avkastningskravet til eierne ofte er høyere enn renten til kreditorer. (Fladstad & Tofteland, 2006)

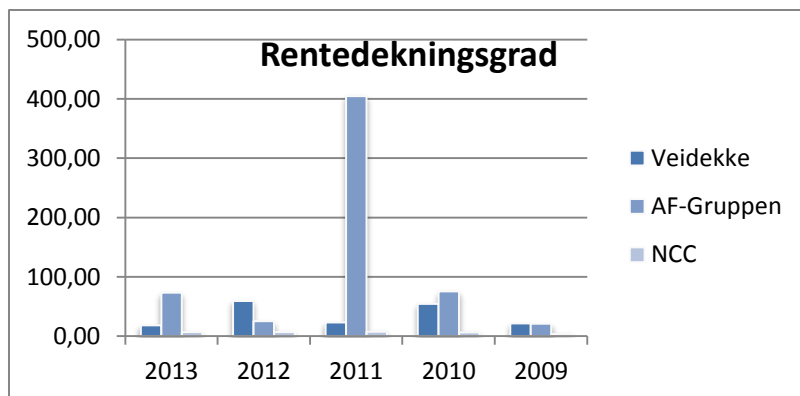
Av grafen i figur 8-18 ser det ut til at trenden følger markedet da selskapenes egenkapitalandel beveger seg noen lunde i takt med hverandre fra år til år. Det indikeres ikke betydelig risiko for konkurs hos noen av selskapene da den laveste egenkapitalandelen i løpet av perioden er Veidekkes egenkapitalandel i 2012 på 19,5 %.

8.3.2 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden i et foretak kan være basert på resultat eller på kontantstrømmer, og uttrykker evnen selskapet har til å dekke renteforpliktelsene sine.

$$\text{Resultatbasert rentedeckningsgrad} = \frac{\text{årsresultat} + \text{skattekostnad} + \text{rentekostnad}}{\text{rentekostnad}}$$

Jo høyere denne er, jo bedre er soliditeten i selskapet. Resultatbasert rentedeckningsgrad uttrykker antall kroner foretaket har tilgjengelig for hver krone med renteforpliktelser det har å innfri. (Fladstad & Tofteland, 2006)



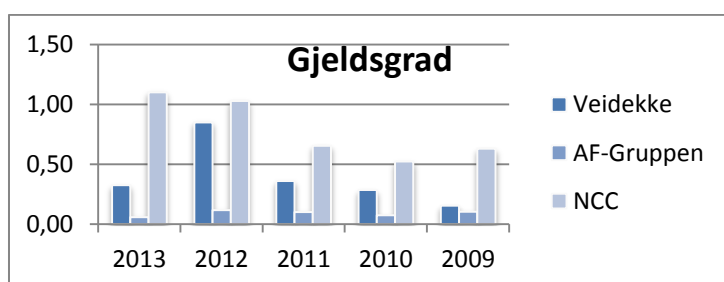
Den høye rentedeckningsgraden i AF Gruppen 2011 skyldes betydelig lavere rentekostnader dette året enn resten av perioden.

8.3.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad, også kalt finansiell gearing, måler graden av rentebærende gjeld i forhold til egenkapital.

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Rentebærende gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Denne kan baseres på bokførte verdier eller markedsverdier. Jeg velger å basere gjeldsgraden på bokførte verdier i denne sammenheng ettersom formålet her er analyse av regnskapet. Egenkapitalverdiene benyttet til kalkuleringen er egenkapital aksjeeierne, altså beløp før minoritetsinteresser.



Figur 8-19: Gjeldsgrad basert på bokførte verdier i Veidekke, AF Gruppen og NCC, 2009-2013.

Gjeldsgraden er generelt høy i NCC, lav hos AF Gruppen og mellomstor hos Veidekke. Det ser ut til at Veidekke i en normalsituasjon holder gjeldsgraden rundt 0,3.

9 Fastsettelse av avkastningskrav

På grunn av risiko knyttet til markedet og selskapet det vurderes investert i, forventer investor mer avkastning enn ved en risikofri investering. Meravkastningen skal kompensere for

risikoen. I litteraturen om dette skilles det mellom en markedsrisiko og en bedrifts- eller bransjerisiko. Den bedriftsspesifikke risikoen bør ikke påvirke avkastningskravet. Den er diversifiserbar. (Thore Johnsen, 1997) Markedsrisikoen derimot består av risikoen som påvirker de fleste eller alle investeringer. Denne risikoen er ikke diversifiserbar, og bør bli tatt hensyn til. I det følgende presenteres det hvordan jeg har kommet frem til et passende avkastningskrav for Veidekke aksjen. Dette ved en gjennomgang av elementene i avkastningskravet hver for seg.

9.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten settes til gjennomsnittet av 10 års statsobligasjoner i perioden 1986-2013. Valget begrunnes med at avkastningskravet skal benyttes til diskontering av kontantstrømmer langt fremover i tid og at lange statsrenter ofte er mer stabile enn korte statsrenter. Dette til tross for at kapitalverdimodellen forutsetter en investeringshorisont på ett år og Thore Johnsen (1997), foreslår en Oslo Børs 3 års indeks statsrente. Valget bør avhenge av inflasjonsforutsetningene i de budsjetterte kontantstrømmene, og på grunnlag av dette velges statsrente-basisen på en 10 års horisont. Årsgjennomsnittet for daglige noteringer i 2013 er på 2,58 %. Dette er historisk lavt med unntak av fjorårets rente som var historiens laveste. Det historiske gjennomsnittet kom på 6,66 % og settes til risikofri rente før skatt. Skatteraten settes til 27 % som er gjeldende skatterate for selskapsskatt fra 01.01.14. Det kan argumenteres for at 28 % burde vært benyttet i stedet ettersom den var gjeldende på samme tid som de historiske dataene her hentet fra. Likevel virker det mer hensiktsmessig å bruke den renten som gjelder den tiden fremtidige kontantstrømmer skal diskonteres for. Jeg betrakter det her mer viktig å sammenstille skatteraten med de fremtidige kontantstrømmene og benytter 27 % til skattejustering. Risikofri rente etter skatt settes derfor til 4,86 %.

9.2 Markedspremie

Markedspremien, eller markedets risikopremie som den også kalles, måler forventet rentekompensasjon en investor i gjennomsnitt vil ha for å investere i markedsporteføljen relativt til en risikofri investering. Det forutsettes her at markedspremie i fremtiden vil tilsvare historisk risikopremie i markedet. Ifølge Damodaran (2012) er historiske risikopremier fra USA et godt beregningsgrunnlag også for andre land. Aksjemarkedet i USA er stort og vel-diversifisert med historiske avkastninger langt tilbake i tid både for aksjer og obligasjoner. Den historiske avkastningen på Oslo Børs indeks er begrenset til 10 år tilbake i tid hva gjelder offentlig informasjon. Et gjennomsnitt basert på 10 år vil ha relativt få

observasjoner med i beregningen og gi grunnlag for stor standardfeil i estimatet. Jeg velger derfor å forholde meg til det Amerikanske markedet når det gjelder markedspremien. Basert på mine forutsetninger vurderer jeg geometrisk gjennomsnitt på differansen mellom avkastningen i aksjer og obligasjoner fra 1928-2013. Som vist i tabellen under, gir dette en markedspremie på 4,62 %.

Tabell 9-1: Historiske risikopremier for USA på grunnlag av historisk avkastning på aksjer, korttids- og langtidsobligasjoner tilbake til 1928. Hentet fra Damodaran sin hjemmeside: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dam2ed.htm.

	Arithmetic Average		Geometric Average	
	Stocks - T. Bills	Stocks - T. Bonds	Stocks - T. Bills	Stocks - T. Bonds
1928-2013	7,93 %	6,29 %	6,02 %	4,62 %
	2,19 %	2,34 %		
1964-2013	6,18 %	4,32 %	4,83 %	3,33 %
	2,42 %	2,75 %		
2004-2013	7,55 %	4,41 %	5,80 %	3,07 %
	6,02 %	8,66 %		

Jeg ser det i tillegg nødvendig å justere denne for skatt og benytter den norske skattesatsen for selskapskatt på 27 % til dette. Ved å sette opp en ligning for markedspremiene finner jeg at forventet avkastning i markedet er 11,28 %. Deretter setter jeg denne og de andre faktorene inn i formelen for skattejustert markedspremie, MP^S :

$$MP^S = RM - R_f(1 - s) = 11,28 - 6,66(1 - 0,27) = 6,4182 \% \approx \mathbf{6,42 \%}$$

9.3 Estimering av beta

Ved estimering av beta vil jeg basere utregningen på bedriftens fundament og benytte metoden kalt «bottom-Up beta». Da finner jeg beta for egenkapitalen med utgangspunkt i beta fra sammenlignbare selskap for de ulike virksomhetsområdene i Veidekke. Skjema som viser utregningen er å finne i vedlegg 4. Jeg vil her se nærmere på de tre variablene bedriftens fundament dreier seg om:

- Type virksomhet: I Veidekke utgjør driften entreprenør-, eiendoms- og industrivirksomhet. Ettersom virksomhetsområdene er flere, og selskapet opererer i ulike marked, vil risikoen variere med fordelingen i markedsmiksen. Endrer Veidekke på markedsmiksen, vil også risikoen endre seg. Det blir derfor nødvendig å ta hensyn til denne problemstillingen. Dette ved å finne en beta for hvert virksomhetsområde og

sette et veid gjennomsnitt av disse til foretaksbeta. Beta for hvert av virksomhetsområdene blir her beregnet ved å finne sammenlignbare selskap fra det enkelte markedet, og for hver av disse ta en regresjon mellom selskapet og markedsindeksens historiske aksjepriser. Et veid gjennomsnitt av betaverdiene hos sammenlignbare selskap utgjør beta for selskapets virksomhetsområde, mens et veid gjennomsnitt av betaene for virksomhetsområdene utgjør Veidekkes foretaksbeta, før korrigering for finansieringsstruktur. Da også kalt «levered beta».

- Grad av operasjonell gjeld: Grad av operasjonell gjeld dreier seg om å ta hensyn til kostnadsstrukturen i selskapet. Denne kan måles som forholdet mellom faste og variable kostnader eller faste kostnader i forhold til totale kostnader. Det blir sett bort ifra eventuelle forskjeller i kostnadsstrukturen mellom de sammenlignbare selskapene i denne estimeringen av beta for Veidekke. Det vurderes slik at muligheten for målefeil mellom disse kostnadspostene i de ulike firmaene kan være større enn effekten av selve korrigeringen.
- Grad av finansiell gjeld: Ulike selskap har ofte ulik finansieringsstruktur. For at beta skal være sammenlignbar med beta for andre selskap, er det viktig å ta hensyn til finansieringsstrukturen i selskapet. Dette ved å skalere den gjennomsnittlige beta pr. virksomhetsområde med gjeldsgraden deres. Beta blir nå kalt «unlevered beta». Foretakets «unlevered beta» er summen av de gjeldsgradkorrigerede betaene pr. virksomhetsområde vektet med det omfanget virksomhetsområdet har i markedsmiksen hos Veidekke. Til slutt skaleres betaen med Veidekkes gjeldsgrad. Til utregningen av gjeldsgraden, forholdet mellom markedsbasert gjeld og -egenkapital, benytter jeg differansen mellom total balanseført gjeld og driftsgjelden i stedet for markedsbasert gjeld. Dette er den bokførte rentebærende gjelden. Vurdering av egenkapitalen er markedsbasert, og hentet fra Oslo Børs aksjepris på Veidekke aksjen pr. 31.12.13 multiplisert med antall aksjer utestående samme dato.

Tabell 9-2: Oppsummering vedrørende fremgangsmåten benyttet til å fastsette delvis markedsbasert gjeldsgrad i Veidekke pr. 31.12.13.

Antall utestående aksjer 31.12.13	133 704 942,00
Veidekke aksje, sluttpris 31.12.13, NOK	48,8
Egenkapital, markedsverdi (E)	6 524 801 169,60
Rentebærende gjeld (G)	1 501 200 000,00
Gjeldsgrad (G/E)	0,23

Risikoen vil for det meste være bransjespesifikk, og i realiteten belastes normalt den konjunkturelle forretningsrisikoen egenkapitalen. Fordi Veidekke er et modent selskap med likvide aksjer anses det fornuftig å sette gjeldsbetaen til null. (Johnsen, 1997)

For mange store internasjonale selskap er det også relevant å måle den lands spesifikke risikoeksponeringen, lambda, og korrigere for denne. (Damodaran, 2008) Ettersom man kan se Skandinavia under ett der både Norge, Sverige og Danmark inngår, og forskjellene mellom disse landene ikke anses store nok til å påvirke risikoen i markedene Veidekke opererer i, vil det her bli sett bort fra en slik korrigerings.

Med den valgte metoden for betaestimeringen blir både finansieringsstrukturen i selskapet og markedsmiksen tatt hensyn til. Markedsmiksen kan endre seg etter behovet i samfunnet og derfor også med etterspørselen. Divisjonene arbeider til dels tett, og en forflytning av ressurser, i denne sammenheng ansatte fra en divisjon til annen for å møte etterspørselen i markedet virker ikke usannsynlig at kan forekomme hos Veidekke. Ellers kan oppkjøp eller salg av deler av en virksomhet bli gjort, så endringer i fordelingen mellom divisjonene er forventet også i fremtiden. Allerede i 2014 er det ventet en reduksjon i eiendomsvirksomheten og en økning i entreprenør og industri virksomhetene. Dette blir tatt hensyn til ved bruk av denne metoden. Et modent selskap som er etablert i markedet, slik som Veidekke, har generelt lavere beta enn små og voksende ny-etablerte selskap i samme marked. Den finansielle risikoen sies å øke med økende gjeldsandel, og dette er en vesentlig grunn til å velge denne metoden hvor man også kan ta hensyn til gjeldsandelen.

Mange forhold i makro-miljøet som utsikter om inflasjon, konjunkturer, politikk og lignende kan påvirke de fleste aksjers avkastning i samme retning (men i ulik grad), og endringer i aksjeindeksen kan derfor trolig forklare avkastningen for børsnoterte aksjer. Risikopremien og betajusteringsen av denne kan derfor beregnes på grunnlag av blant annet markedsindeksen,

aksjeindeksen ved Oslo Børs. Slik kan den bedriftsspesifikke risikoen så å si elimineres forutsatt at investorene som har dette avkastningskravet diversifiserer.

Ettersom de fleste sammenlignbare selskapene jeg har valgt å benytte til betaestimeringen er børsnoterte valgte jeg å estimere beta med regresjon mot børsindeks for det enkelte selskapets aksjer. Med flere og ikke børsnoterte komparative selskap kunne «service beta»² blitt benyttet. For analyseperiode på 5 år benyttes normalt/anbefales det å benytte månedlige observasjoner av aksjen og markedsporteføljens historiske avkastning i regresjonen. (Johnsen, 1997) Jeg har her benyttet månedlige observasjoner for 5 år, fra 2009-2013. Dette med unntak av selskapet Lemminkäinen Norge AS. Dette er en del av det finske børsnoterte selskapet Lemminkäinen Oyj, men er ikke selv børsnotert. Jeg fant det derfor nødvendig å beregne beta på en alternativ måte, ikke den mest ønskelige, men den det var mulig å gjennomføre. Metoden går ut på å beregne beta med en regresjon på grunnlag av regnskapsdata. Beta kan da kalles en regnskapsbeta. Regnskapsdataene benyttet er årsresultat så langt tilbake i tid som mulig for å få flest mulig observasjoner med i regresjonen. Dette ble ikke mange, da tilgjengelige regnskapsdata var å finne fra 2003-2012 på sitt meste. Dermed er det høy standardfeil knyttet til denne betaberegningen. Standardfeilen for regnskapsbetaen til Lemminkäinen Norge AS kom på 7,13, mens R^2 ble 0,016. Dette indikerer at lite av svingningene i selskapet kan forklares gjennom svingningene i markedet og at marginen til en for høy eller for lav beta er nokså stor. Denne betaverdien er kun en liten del av resten av beregningen, og antas nyttig å ha med til estimeringen av Veidekke sin beta ettersom det var svært få sammenlignbare selskap i virksomhetsområdet industri.

Egenkapitalbeta (β_E) for Veidekke 31.12.13 kom på 0,668 ved utregningene forklart ovenfor. Til sammenligning har jeg også beregnet en regresjonsbeta for Veidekke for samme tidspunkt. Utregningen av regresjonsbetaen til Veidekke ble utført ved en regresjon av veidekke aksjens avkastning pr. dag fra 2009-2013 mot avkastning for Oslo Børs Aksjeindeks (OSEAX) samme periode. Også her daglige data. Regresjonsbeta kom på 0,806. «Bottom-up-beta» ble altså noe lavere enn regresjonsbeta, med en differanse på 0,138. Forskjellen kan forklares ved at det er ulik risiko i de ulike virksomhetsområdene, og at disse nå er medregnet. For eksempel er det mye høyere risiko knyttet til industrivirksomheten enn entreprenørvirksomheten, og dette gjenspeiles i de betaverdiene per segment. I

² Beta estimert av et ratingbyrå. Disse kan variere mye da ulike metoder blir tatt i bruk i ulike institusjoner.

regnskapsanalysen, figur 8-3, kan man se at entreprenørvirksomheten utgjør en betydelig større del enn de to andre divisjonene. Dermed kan det forventes at «bottom-up-beta» er noe lavere enn regresjonsbeta. Ettersom differansen mellom «bottom-up-beta» og regresjonsbeta for Veidekkes egenkapital ikke er betydelig stor, med hensyn på at en liten reduksjon var ventet, kan det tyde på at 0,668 er et nokså brukbart estimat på egenkapitalbetaen til Veidekke. Jeg velger derfor å benytte denne betaverdien til å finne avkastningskravet.

9.4 Avkastningskravet til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen reflekterer den risikokompensasjonen investorene krever for å investere i en gitt aksje kontra en gjennomsnittlig børsnotert aksje. Til en risikofri rente legges her også markedets risikopremie justert for selskapets markedsrisiko uttrykt med beta. Betajusteringen i avkastningskravet skal ta høyde for konjunkturt betinget risiko i selskapet. Denne forretningsbetaen tar i prinsippet ikke hensyn til finansieringsstrukturen i selskapet. Den er beregnet med forutsetning om at selskapet er 100 % egenkapitalfinansiert og har skattenøytralitet. Følgelig kan den betegnes egenkapitalbeta. Oppsummert er variablene til beregning av avkastningskravet vist i tabellen under.

Tabell 9-3: Oppsummering av variablene til avkastningskravet for Veidekke pr. 31.12.13.

	Før skatt	Etter skatt (27%)
Risikofri rente (Rf)	6,66 %	4,86 %
Markedspremie (MP)	4,62 %	6,42 %
Foretaksbeta til EK (β_E)		0,668
Foretaksbeta til gjeld (β_G)		0

Med kapitalverdimodellen og alle variabler etter skatt, blir avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt som følger:

$$k_E = R_f + \beta_E * MP = 0,0486 + 0,668 * 0,0642 = 0,0914856 = \mathbf{9,15 \%}$$

9.5 Avkastningskravet til totalkapitalen

I forbindelse med verdivurdering av et foretak, diskonteres ofte kontantstrømmene til totalkapitalen i stedet for til egenkapitalen. Da benyttes et totalavkastningskrav ved diskonteringen. Dette kan beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen (KVM) med følgende formel: Totalkapitalkrav = $K_T = R_f + \beta_T * MP$. Et godt og velkjent alternativ er å beregne totalkapitalkravet ved selskapets veide gjennomsnitt. (WACC, Weighted Average Cost of

Capital). KVM kan likevel benyttes til å finne avkastningskravet til henholdsvis egenkapitalen og gjelden som skal vektet. Med KVM for egenkapital- og gjeldskravene benyttes følgende formel for å sette et veid gjennomsnittlig totalavkastningskrav:

$$k_T = [E/(E+G)] * [R_f + \beta_E * MP] + [G/(E+G)] * R_f = \frac{E}{V} * k_E + \frac{G}{V} * k_G$$

$$= \frac{6524801169,6}{8026001169,6} * 0,0915 + \frac{1501200000}{8026001169,6} * 0,04865 = 0,0835 = \mathbf{8,35 \%}$$

Hvor E er markedsverdi av egenkapital, G er rentebærende gjeld og V er summen av disse.

Avkastningskravet ved veid gjennomsnitt på 8,35 % benytter jeg videre til diskontering av fremtidige kontantstrømmer.

10 Estimering av fremtidsverdier og fremtidige kontantstrømmer

Fremtidsverdier er nødvendige å estimere for å få et grunnlag til budsjettering av fremtidige kontantstrømmer. Med disse kan man få et innblikk i selskapets finansielle posisjon, samt at selskapets verdi kan beregnes på grunnlag av kontantstrømmene. Kontantstrømoppstillingen kan settes opp på flere måter til ulike formål. Når formålet er å beregne selskapsverdi, er det viktig å vite at man skiller mellom selskapets kontantstrøm og kontantstrømmene til egenkapitalen i selskapet. Jeg har valgt å estimere fri kontantstrøm til foretaket. Den egner seg godt til selskap med endringer i finansieringsstrukturen.

For å reflektere den nyeste informasjonen tilgjengelig setter jeg opp et «trailing» regnskap i tillegg til de historiske år fra analyseperioden 2009-2013. Den nyeste kvartalsrapporten til Veidekke er for kvartal 1-2014. Trailing regnskapet settes derfor opp på grunnlag av kvartalsrapporter fra kvartal 2-2013 til 1-2014 som samlet utgjør 12 måneder. Trailing regnskap er en mer viktig faktor for yngre selskap hvor veksten omtrent er eksponentiell. Jeg benytter dette som et estimat for året 2014. Det er i den forbindelse tatt en vurdering på hvorvidt det foreligger poster her som er ekstraordinære og bør trekkes ut. I 1.kvartal 2014 utgjør det kjøp av virksomhet utført 31.12.13, og betalt 1.1.2014. (Veidekke – Kvartalsrapport 1-2014) Dette justeres det for i forbindelse med reinvesteringer.

Budsjettperiode settes til 10 år for å reflektere langsiktighet. Dette er også i overensstemmelse med risikofri rente fra kapittel 9.1 benyttet i avkastningskravet som er basert på 10 års statsobligasjoner.

Vekstrate settes til det nåværende inflasjonsmålet i Norge på 2,5 %. (Norges Bank, Pengepolitisk rapport, 1/2014) Utvalgte poster i budsjettet forutsettes å øke årlig med denne prisstigningen. Dette virker rimelig fordi Veidekke er et erfarent selskap og vel etablert i markedet. Det antas at ytterligere lånefinansierte investeringer samt kjøp og salg av virksomhet i Veidekke vil forekomme, men at det vil jevne seg ut slik at finansiell risiko holder seg stabil og det fastsatte avkastningskravet er gjeldende for hele budsjetteringsperioden. Det forutsettes også en tilnærmet stabil vekst. Dette på grunnlag av den strategiske analysen i kapittel 7 hvor det kom frem at Veidekke er godt etablert i markedet og har kapabiliteter som indikerer muligheter for fortsatt vekst.

Endring i arbeidskapital har blitt satt til null i finansieringsrapportene for analyseperioden. Det forutsettes derfor at denne trenden vedvarer, og dermed blir endring i arbeidskapitalen sett bort fra i kontantstrømoppstillingen. Reinvesteringer består dermed her utelukkende av netto investering i driftsmidler. Disse har jeg justert for kjøp og salg av virksomhet. Fremtidsverdiene av reinvesteringer er estimert med utgangspunkt i historiske reinvesteringer. Disse varierer en del, og et gjennomsnitt er tatt for første år med estimat etter trailing-året, altså for 2015. Etter dette er det forventet at veksten følger reinvesteringsrenten på 30 %. Denne utgjør vekstraten på 2,5 % dividert med vektet kapitalkostnad på 8,35 %.

Ved estimering av omsetningen, tok jeg utgangspunkt i den beregnede trailing omsetningen, fordelte verdien på omsetningsandel i hvert av virksomhetsområdene, og justerte etter forventet vekst eller nedgang hos de respektive divisjonene. Dette er vist i vedlegg 2. Blant annet ventes det økende omsetning fra industrivirksomheten. Der er det rekordhøye ordreserverer. (www.veidekke.no) Grunnet betydelig usikkerhet i boligmarkedet, planlegger Veidekke å selge unna flere tomter for å redusere denne risikoen. (www.tu.no) Som følge av dette er det budsjettert noe nedgang i omsetningen for eiendomsvirksomheten i Veidekke de neste årene, etterfulgt av noen år med moderate svingninger. Omsetningen for entreprenørvirksomheten kan med bakgrunn i den strategiske analysen vurderes til en fortsatt jevn vekst. Jeg har valgt å holde denne til vekstraten på 2,5 %.

Resultat fra investeringer i TKS og FKS er forutsatt jevn vekst med gjennomsnitt av Veidekkes avkastning på investert kapital 2009-2013, ref. figur 8-14.

Nedskrivninger er basert på gjennomsnitt av nedskrivninger 2009-2014(trailing året). Det er forutsatt at disse i snitt holder seg på samme nivå fremover. Det gjelder også for avskrivningene, men disse er satt til verdien av avskrivninger i trailing året da denne verdien omtrent er på gjennomsnitt av avskrivninger samme periode.

Justering av overskudd

Forskning og utvikling er en post som burde vært vurdert om burde justeres. Dersom dette kostnadsføres løpende bør det justeres slik at det aktiveres i balansen og avskrives over en forventet lang levetid. Veidekkes kostnader i forbindelse med forskning og utvikling er ikke identifiserbare i de tilgjengelige rapportene, det forutsettes at dette er fordi kostnadene tilknyttet forskning og utvikling er ubetydelige i forhold til helheten. Når det gjelder leasingavtaler ser jeg det ikke nødvendig å justere for disse ettersom leasingen er klassifisert som finansiell leasing og ikke operasjonell. (Veidekke - Finansiell rapport, 2013) Hadde de vært behandlet som operasjonell leasing ville det vært nødvendig å justere disse til å behandles som finansiell leasing.

Justering av inntekt

Ettersom fremtidige kontantstrømmer estimeres basert på historiske verdier, er det viktig å sørge for at spesielle hendelser som ikke er relevante til grunnlag for fremtidige beløp heller ikke er med i grunnlaget. Man kan til dette formålet justere inntektene slik at de spesielle postene heller ikke tilfaller resultatet. Justeringer jeg finner nødvendige i denne sammenheng er nedskrivning av goodwill, netto salgsgevinst på anleggsmidler, reklassifisering ol. For anleggsmidler, og gevinst fra omarbeiding av pensjonskostnader iht. ny standard.

11 Verdssettelse

Ettersom det er mye usikkerhet knyttet til verdssettelse, er det hensiktsmessig å utføre verdssettelse ved hjelp av flere teknikker for å kunne sammenligne resultatet fra disse. Med de samme forutsetningene lagt til grunn skal ulike metoder kunne gi lignende svar. Jeg velger å benytte den kontantstrømbaserte metoden kalt veid kapitalkostnad, samt relativ verdssettelse i form av komparativ verdssettelse kombinert med multipler. Ettersom metodenes fremgangsmåter og utgangspunkt er ulike, vil det kunne vise godt igjen dersom forutsetningene lagt til grunn ikke har vært samsvarende.

11.1 Kontantstrømbasert verdssettelse

Kontantstrømmene indikerer behovet for kontanter og evnen til å generere kontantstrømmer. I henhold til NRS (Norsk Regnskapsstandard) uttrykkes selskapets verdi best ved neddiskonterte fremtidige kontantstrømmer. (Fladstad & Tofteland, 2006) Dette er det til dels enighet om i verdssettelseslitteraturen.

Ved verdssettelse av Veidekke er det tilrettelagt for å benytte kontantstrømbaserte metoder. Veidekke har for det meste positive kontantstrømmer og en anvendbar diskonteringsrente, avkastningskravet som er nøye estimert i kapittel 9.

11.1.1 k_T (WACC)

Denne metoden foretrekkes fordi det med denne er mulig å ta hensyn til at kapitalstrukturen stadig blir endret. Teknikken kan utføres på flere måter. Jeg har valgt den generelle versjonen hvor selskapets verdi settes til nåverdien av forventet fri kontantstrøm til selskapet. Formel er presentert i kapittel 4. Med veid kapitalkrav på 8,35 %, og antall aksjer 31.12.13 på 133,705 millioner, ble frie kontantstrømmer til selskapet diskontert til 8 709,99. Dette utgjør en verdi på 65,143 NOK pr. aksje. En oversikt over utregningen og grunnlag for utregning er presentert i vedlegg 1.

11.2 Relativ verdssettelse

Jeg vil i det følgende benytte komparativ verdssettelse sammen med multipler for å komme frem til et verdiestimat for Veidekke aksjen 31.12.13.

11.2.1 Komparativ verdsettelse

Selskapene jeg vil sammenligne Veidekke med er som i regnskapsanalysen, AF Gruppen og NCC. Av selskap konkurrerende i alle Veidekkes divisjoner ser også Skanska ut til å være aktuelt å sammenligne med. Likevel blir det ikke sammenlignbart for Veidekke ettersom Skanska som nevnt har virksomhet på et mye mer utbredt geografisk område. Med kun to selskap til å representere industrien, kan selskapsspesifikke hendelser gi store utslag i estimatet, og må tas forbehold om. Likevel kan AF Gruppen og NCC kunne indikere et representativt gjennomsnitt for industrien. Som det kommer frem av regnskapsanalysen, er AF Gruppen og NCC svært ulike i struktur, lønnsomhet, og vekst. Disse kan representere hver sin ytterkant av industrien, og et gjennomsnitt vil da grovt sett kunne representere industrien, og utgjør følgelig et grunnlag for estimering av verdien i Veidekke. Alle tall pr. 31.12.13.

11.2.2 Verdsettelse basert på multipler

11.2.2.1 PE rate

Markedspris pr. Veidekke aksje 31.12.13 er NOK 48,8,-. Estimert aksjepris er høyere enn dette, se tabell. PE raten indikerer derfor at markedet undervurderer verdien av aksjen.

Tabell 11-1: Tabellen viser i grove trekk fremgangsmåten for å komme frem til PE rate og relativ PE rate, og estimering av aksjeverdien til Veidekke 31.12.13 ved hjelp av PE raten.

	AF Gruppen	NCC	Gjennomsnitt, industri	Veidekke
PE Rate	13,26	11,41	12,33	11,90
Estimert aksjeverdi				50,57
Relativ PE rate				0,97

For disse selskapene kan PE raten ha en svekket relevans ettersom betydelige andeler av kostnadene i de respektive selskapene utgjør kostnader det ikke er knyttet avskrivninger og nedskrivninger til. Disse utgjør kostnader som ikke har direkte tilknytning til kontantstrømmer, men er periodisering av kostnader direkte tilknyttet tidligere investeringer i anleggsmidler.

11.2.2.2 EV til EBITDA

Denne multippelen er godt egnet til å estimere verdien av Veidekke aksjen med. Dette fordi det her blir tatt hensyn til at selskapene har store investeringer i anleggsmidler, og høye avskrivninger.

Tabell 11-2: Estimering av Veidekke aksjens verdi pr. 31.12.13 med forholdet mellom enterprise verdi og driftsresultat, EV/EBITDA.

	AF Gruppen	NCC	Gjennomsnitt, industri	Veidekke
EV til EBITDA	7,75	8,63	8,19	6,64
Estimert aksjeverdi				54,38

Veidekke har den laveste EV til EBITDA multipleringen av de presentert i tabell 11-2. Når denne multipliseres med industriens gjennomsnitt for å estimere verdi av Veidekke aksjen blir dermed den estimerte aksjeprisen høyere enn markedsprisen tilsier. Dette tyder på at prisen på Veidekke aksjen er lav relativt til markedet.

11.2.2.3 Pris-til-bokført verdi (PBV)

Her er selskapenes pris pr. aksje dividert med bokført verdi av egenkapital pr. aksje for hvert av selskapene. Denne PBV multipleringen er omtrent den samme for Veidekke og NCC, mens AF Gruppen har en høyere verdi, som drar snittet opp og dermed øker estimert aksjeverdi for Veidekke aksjen pr. 31.12.13. Den høye verdien hos AF Gruppen kan skyldes den høye resultatveksten som kom frem i regnskapsanalysen. (Resultat til EK) Ut ifra den strategiske analysen er det ikke urimelig at Veidekke har en god nok markedsposisjon og potensiale til å generere gode resultat i fremtiden. Det synes derfor ikke utenkelig at aksjeverdien er undervurdert, og estimert aksjeverdi er høyere, men i så stor grad som den resultatveksten AF Gruppen har vist skal det mye til for å matche.

Tabell 11-3: Estimering av verdien på Veidekke aksjen 31.12 ved hjelp av PBV multipleringen.

	AF Gruppen	NCC	Gjennomsnitt, industri	Veidekke
PBV, (pris/EK pr. aksje)	4,18	2,62	3,40	2,65
Estimert aksjeverdi				62,69

Estimert aksjeverdi pr. 31.12.2013 er høyere enn aksjepris 31.12.2013. Også denne multipleringen indikerer at det foreligger underprising av Veidekke aksjen. Ved å se på utviklingen i aksjeprisen til Veidekke aksjen etter 31.12.2013, er det tydelig at markedet justerer seg etter informasjonen om underpriset aksje. Dette kan jeg si fordi prisen konvergerer mot den estimerte verdien etter verdsettelsestidspunktet. Dette kan ha en sammenheng med at Veidekke som poengtert i regnskapsanalysen hadde sin høyeste

omsetning noensinne i 2013, hvor omsetningen for første gang oversteg 21 milliarder NOK.(www.tu.no)

11.2.2.4 Pris-til-salg multipl

Ettersom de komparative selskapene og Veidekke har ulik grad av gjeldsfinansiering vil det være lite hensiktsmessig å sammenligne pris til salg rate og benytte denne til estimering av verdien på Veidekke aksjen. Jeg benytter derfor en variant av denne, markedsverdi-til-salg raten. Her summeres markedsverdi av egenkapital og gjeld, kontanter trekkes fra, og dette divideres på driftsinntekter.

Tabell 11-4: Estimert verdi av Veidekke aksjen pr. 31.12.13 ved hjelp av markedsverdi-ti-salg rate.

	<i>AF Gruppen</i>	<i>NCC</i>	<i>Gjennomsnitt, industri</i>	<i>Veidekke</i>
Markedsverdi/salg rate	0,49	0,52	0,51	0,33
Estimert markedsverdi				11047,19
Pr. aksje				82,62

Verdien ble såpass mye høyere med denne multiplene enn med de andre multiplene betraktet, at denne ser ut til å være lite egnet til estimeringen av aksjeverdien i dette tilfellet. Dette kan skyldes at markedsverdien av egenkapitalen er svært ulik bokført egenkapitalverdi.

12 Sensitivitetsanalyse

Dersom det ved bruk av metoden med veid kapitalkostnad (WACC), settes inn tidligere skattesats, 28 %, i stedet for 27 % både i avkastningskrav, estimering og til beregning av skattekostnad, blir selskapsverdien 9033,88 MNOK, og verdi pr. aksje utgjør da 67,566 NOK. For selskapsverdien utgjør dette omtrent 3,7 % endring, og dette beløper seg på hele 323,89 MNOK mer enn når 27 % skattesats legges til grunn. For verdien av aksjen utgjør dette 2,423 NOK i differanse. Altså er selskapsverdien sensitiv til endring av skattesats. Dette kan ha en sammenheng med endringen i avkastningskravet som var en av følgene ved skatteendringen. Avkastningskravet fikk en liten endring fra 8,35 % til 8,312 %, men kan likevel gjøre store endringer.

13 Konklusjon

Oppsummert har jeg kommet frem til følgende verdier av Veidekke aksjen pr. 31.12.13:

Tabell 13-1: Oversikt over estimert verdi av Veidekkeaksjen 31.12.13 og hvilke teknikker som er benyttet for å komme frem til de ulike estimatene.

Veidekke	
PE Rate	11,90
Estimert aksjeverdi	50,57
EV til EBITDA	6,64
Estimert aksjeverdi	54,38
PBV, (pris/EK pr. aksje)	2,65
Estimert aksjeverdi	62,69
Markedsverdi/salg rate	0,33
Estimert aksjeverdi	82,62
WACC når S = 27 %	8,35 %
Estimert aksjeverdi	65,14
WACC når S = 28 %	8,31 %
Estimert aksjeverdi	67,57

Gjennomsnittet av disse er 63,83 og medianen er 63,9. Sammenlignet med markedsverdien på 48,80 NOK ved årets slutt i 2013, indikerer de estimerte verdiene at Veidekke aksjen er underpriset pr. 31.12.13. Alle estimatene setter verdien over markedsverdi, og dette er med på å forsterke påstanden ettersom teknikkene er utført uavhengig av hverandre. Nå i juni 2014 er verdien 67-68 NOK pr. aksje. Konklusjonen er derfor at det var finansielt attraktivt å investere i Veidekke aksjen ved årets slutt 2013 og tidlig i 2014. Markedet har nå justert prisen slik at aksjen kan sies å være mer rettferdig priset. Basert på den strategiske analysen kan det likevel tyde på at verdien kan ha steget ytterligere ut i 2014 uten at det er noen håndfaste bevis på dette.

Kilder:

Bøker:

Malhotra, N, K. (2010) *Marketing Research*. New Jersey,USA: Pearson Education.

Johnson, G. Scholes, K. Whittington, R. (2008) *Exploring Corporate Strategy*. Harlow, England: Prentice Hall/Financial Times.

Fladstad, H. N. Tofteland, A. (2006) *Finansregnskap - vurdering og analyse*.2. utgv. Bergen: Fagbokforlaget.

Jacobsen, D.I. Thorsvik, J.(2009) *Hvordan organisasjoner fungerer*.3. utgv. Bergen: Fagbokforlaget.

Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation*. 3rd. edition. New Jersey, USA: Wiley finance.

Titman & Martin (2011) *Valuation*. Second edition. Harlow, England: Pearson new international edition.

Berk, J. DeMarzo, P. Harford, J.(2012) *Fundamentals of corporate finance*. Second edition. Harlow, England: Pearson Education.

Dahl, G. A. Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Gjesdal, F. (1997) *Regnskap og verdsettelse*. Oslo: Cappelen Akademisk forlag.

Kotler, P. Keller, K. L., *Marketing Management*, 2009, 13th edition. New Jersey, USA.Pearson Prentice Hall,

Tidsskrifter:

Magma #0212

Magma #0114

Internetsider og rapporter:

<http://www.veidekke.no/om-veidekke/fakta-om-veidekke/article56618.ece> (24.04.14)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/kmd/tema/plan--og-bygningsloven/bygg/byggeskikk-miljo-og-universell-utforming/miljoennlige-boliger-og-bygg.html?id=512582> (30.04.14)

<http://www.veidekke.no/miljo-og-samfunn/miljo/> (30.04.14)

<http://www.jernbaneverket.no/no/Nyheter/Nyhetsarkiv/2013/Norske-selskaper-er-konkurransedyktige/> (06.05.14)

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk>

<http://www.skatt.no/skattebetaleren/arkiv1/skattehverdagen--regler-satser-i-2014/>

http://www.experian.no/smaa-bedrifter/analyse-og-dokumentasjon-bransjeanalyse.html?intcmp=cis_bransjeanalyse_homepagebox_20120813_1

<https://www.doffin.no/Notice?Query=%22Statens+vegvesen+Region+%C3%B8st%22&DeadlineFromDate=&DeadlineToDate=&PublishedFromDate=&PublishedToDate=&MunicipalityCode=&EpsReferenceNr=&NoticeType=3&Cpvs=&IncludeExpired=False&PageNumber=1&PageSize=10>

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2013-2014/Meld-St-19-201320141/8.html?id=754827>

<http://no.veidekke.com/rapporter/2013/samfunnsansvarsrapport/miljo-klima/> (31.05.14)

<http://no.veidekke.com/rapporter/2013/samfunnsansvarsrapport/miljo-klima/betonginnovasjon/> (31.05.14)

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rentearsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (07.05.14)

<http://www.vg.no/nyheter/innenriks/boligmarkedet/regjeringen-letter-paa-byggefrister/a/23227268/> (11.06.14)

<http://www.tu.no/bygg/2014/02/13/-vanskeligere-men-ingen-krise-i-byggenaringen> (11.06.14)

<http://no.veidekke.com/nyheter-og-media/presserom/article88275.ece>

http://no.veidekke.com/nyheter-og-media/presserom/rapporter/?externalUrl=http%3A//cws.huginonline.com/V/172/reports_quarterly_1_archive.html

<http://www.investopedia.com/terms/r/roce.asp> (14.06.14)

Valutakurser er hentet fra www.norgesbank.no

Figurer:

FIGUR 4-1: <i>OVERSIKT OVER DE PRIMÆRE TEKNIKKENE FOR VERDSETTELSE AV FORETAK. EGET OPPSETT BASERT PÅ STØRRE FIGURER AV TITMAN & MARTIN, 2014 OG DAMODARAN, 2008.</i>	12
FIGUR 7-1: <i>ILLUSTRASJON AV PORTERS KONKURRANSEKREFTER (JOHNSON, SCHOLES & WHITTINGTON, 2008, s. 60)</i>	43
FIGUR 8-1: <i>OVERSIKT OVER HOVEDFORSKJELLENE MELLOM OMRUPPERT- OG OPPRINNELIG BALANSEOPPSTILLING. EGEN KREASJON MED BAKGRUNN I FLADSTAD OG TOFTELAND,(2006).</i>	51
FIGUR 8-2: <i>OMSETNINGSVEKST PR. SEGMENT I VEIDEKKE OG FOR KONSERNET, 2009-2013</i>	54
FIGUR 8-3: <i>ANDEL AV KONSERNETS OMSETNING, 2009-2013 PER SEGMENT</i>	54
FIGUR 8-4: <i>OMSETNING I VEIDEKKE, AF-GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	55
FIGUR 8-5: <i>ENDRING I OMSETNING FOR VEIDEKKE, AF-GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	55
FIGUR 8-6: <i>ENDRING I RESULTAT FOR VEIDEKKE, AF-GRUPPEN OG NCC, 2010-2013.</i>	56
FIGUR 8-7: <i>RESULTAT FØR SKATT I VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, MNOK, 2009-2013.</i>	56
FIGUR 8-8: <i>RESULTATMARGIN I VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	57
FIGUR 8-10: <i>ENDRING I TOTALKAPITAL PR. 31.12 FOR VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	57
FIGUR 8-9: <i>TOTALKAPITAL PR. 31.12 FOR VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	57
FIGUR 8-11: <i>EGENKAPITALRENTABILITETEN FOR VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	59
FIGUR 8-12: <i>TOTALKAPITALRENTABILITET FOR VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC FRA 2010-2013.</i>	60
FIGUR 8-13: <i>AVKASTNING PÅ SYSSLESATT KAPITAL I VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, 2010-2013.</i>	62
FIGUR 8-14: <i>AVKASTNING PÅ INVESTERT KAPITAL FOR VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	63
FIGUR 8-15: <i>DRIFSMARGIN I VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	64
FIGUR 8-16: <i>LIKVIDITETSGRAD 1 FOR VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	65
FIGUR 8-17: <i>LIKVIDITETSGRAD 2 FOR VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	66
FIGUR 8-18: <i>EGENKAPITALANDEL FOR VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	67
FIGUR 8-19: <i>GJELDSGRAD BASERT PÅ BOKFØRTE VERDIER I VEIDEKKE, AF GRUPPEN OG NCC, 2009-2013.</i>	68

Tabeller:

TABELL 7-1: <i>STRATEGISKE KAPABILITETER OG KONKURRANSEFORTRINN. (JOHNSON, SCHOLES & WHITTINGTON, 2008)</i>	46
TABELL 7-2: <i>SWOT-ANALYSEAV VEIDEKKE, PRESENTERT I EN MATRISE.</i>	49
TABELL 8-1: <i>RESULTATOPPSTILLING, VEIDEKKE, 2009-2013, OMRUPPERT FOR ANALYSEFORMÅL.</i>	51

TABELL 8-2: SYSSELSATT KAPITAL I VEIDEKKE 2009-2013. TALLENE ER HENTET FRA DEN OMGRUPPERTE BALANSEOPPSTILLINGEN FOR PERIODEN, VEDLEGG 3.	62
TABELL 9-1: HISTORISKE RISIKOPREMIER FOR USA PÅ GRUNNLAG AV HISTORISK AVKASTNING PÅ AKSJER, KORTTIDS- OG LANGTIDSOBLIGASJONER TILBAKE TIL 1928. HENTET FRA DAMODARAN SIN HJEMMESIDE: <i>HTTP://PAGES.STERN.NYU.EDU/~ADAMODAR/NEW_HOME_PAGE/DAM2ED.HTM.</i>	70
TABELL 9-2: OPPSUMMERING VEDRØRENDE FREMGANGSMÅTEN BENYTTET TIL Å FASTSETTE DELVIS MARKEDSBASERT GJELDSGRAD I VEIDEKKE PR. 31.12.13.	72
TABELL 9-3: OPPSUMMERING AV VARIABLENE TIL AVKASTNINGSKRAVET FOR VEIDEKKE PR. 31.12.13.	74
TABELL 11-1: TABELLEN VISER I GROVE TREKK FREMGANGSMÅTEN FOR Å KOMME FREM TIL PE RATE OG RELATIV PE RATE, OG ESTIMERING AV AKSJEVERDIEN TIL VEIDEKKE 31.12.13 VED HJELP AV PE RATEN.	79
TABELL 11-2: ESTIMERING AV VEIDEKKE AKSJENS VERDI PR. 31.12.13 MED FORHOLDET MELLOM ENTERPRISE VERDI OG DRIFTSRESULTAT, EV/EBITDA.	80
TABELL 11-3: ESTIMERING AV VERDIEN PÅ VEIDEKKE AKSJEN 31.12 VED HJELP AV PBV MULTIPPELEN.	80
TABELL 11-4: ESTIMERT VERDI AV VEIDEKKE AKSJEN PR. 31.12.13 VED HJELP AV MARKEDSVERDI-TI-SALG RATE.	81
TABELL 13-1: OVERSIKT OVER ESTIMERT VERDI AV VEIDEKKEAKSJEN 31.12.13 OG HVILKE TEKNIKKER SOM ER BENYTTET FOR Å KOMME FREM TI DE ULIKE ESTIMATENE.	82

Vedlegg 3

Omgruppert balanse pr. 31. desember, Veidekke, MNOK					
	2013	2012	2011	2010	2009
Driftseiendeler					
Goodwill	775,2	631	546,3	558,1	523
Andre immaterielle eiendeler	104,5	46	34,2	38,2	26,7
Utsatt skattefordel	55,5	62,4	67,4	53,1	79,3
Eiendommer	499,5	511,7	488	483,6	510,5
Maskiner o.l.	1229,6	1234,8	1136,8	1207,4	1206,2
Næringsprosjekter	83,6	81,9	42,3	122,8	465,8
Boligprosjekter	3064	3542	3219,5	1850,7	1443,4
Driftsbeholdninger	307,9	330	264,2	250,6	265,9
Kundefordringer	3173,9	2913,8	2640,5	2175	2061,1
Andre fordringer	283,2	476,5	414,8	296,2	179,4
Sum driftseiendeler	9576,9	9830,1	8854	7035,7	6761,3
Finansielle eiendeler					
Investeringer i TKS og FKS	908,3	755	515,1	603,1	637,7
Finansielle eiendeler	417,4	394,1	280,1	280,4	317,1
Likvide midler	763,6	205,5	276	152,1	144,1
Sum finansielle eiendeler	2089,3	1354,6	1071,2	1035,6	1098,9
<i>Avrundingsdifferanse</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>			
Totalkapital 31.12	11666,4	11185	9925,2	8071,3	7860,2
Egenkapital					
Aksjekapital	66,9	66,9	66,9	66,9	66,9
Annen egenkapital	2337,5	2051,3	2160,7	1912,3	1919,5
Ikke-kontrollerende eierinteresser	62	64,5	66,8	55,5	35,3
Sum egenkapital	2466,4	2182,7	2294,4	2034,7	2021,7
Driftsgjeld					
Pensjonsforpliktelser	215,6	225,5	167	138,7	310,8
Utsatt skatt	342,1	258,4	219,9	136,4	113,2
Annen langsiktig gjeld	36,5	28	380	41,5	45,6
Leverandørgjeld	3029,1	2797,5	2820,4	2495	2496,4
Skyldige offentlige avgifter	579,7	355,3	320	308,3	309,7
Reklamasjonsavsetninger mv.	740	788,4	716,4	739,4	839,9
Betalbar skatt	89,8	14,4	16,9	94,7	126,9
Annen kortsiktig gjeld	2691,4	2461,7	2185,3	1518,4	1289,3
Sum driftsgjeld	7724,2	6929,2	6825,9	5472,4	5531,8
Finansiell gjeld					
Sertifikatgjeld og gjeld til kredittinstitusjoner	672,4	217,5	1,9	1,7	1,1
Obligasjonsgjeld	750		0	0	0
Gjeld til kredittinstitusjoner	53,4	1855,6	803	562,5	305,6
Sum finansiell gjeld	1475,8	2073,1	804,9	564,2	306,7
Totalkapital 31.12	11666,4	11185	9925,2	8071,3	7860,2

