



University  
of Stavanger

**MARIUS BJØRNSEN JAKOBSEN & GREGER ERGA FALKEID**  
VEILEDER: MARIUS SIKVELAND

---

# **Verdsettelse av Selvaag Bolig ASA**

---

**Masteroppgave, år 2024**

**Master i regnskap og revisjon**

**Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger**



## Forord

---

Denne masteroppgaven markerer avslutningen på to fem år lange studieforløp, som har resultert i to bachelorgrader innen økonomi og administrasjon og to mastergrader innen regnskap og revisjon for forfatterne. Temaet for oppgaven er verdsettelse, som vi har valgt fordi det er en oppgave som krever at man anvender store deler av kunnskapen man har tilegnet seg gjennom studiene og er et fagområde vi begge deler stor interesse for.

Det siste semesteret har vært svært travelt for oss, som begge har vært aktive i jobb som regnskapsførere ved siden av studiene. Vi ønsker i denne anledning å rette en stor takk til vår veileder Marius Sikveland som har vist forståelse og tålmodighet i en krevende periode, og som alltid har vært tilgjengelig med gode og raske tilbakemeldinger.

Arbeidet med denne oppgaven har gitt oss verdifull innsikt og erfaring som vi vil ta med oss videre i våre profesjonelle karrierer, hvor fulltid jobb som regnskapsførere venter oss begge.

## Sammendrag

---

Formålet med masteroppgaven er å besvare problemstillingen «Er aksjen til Selvaag Bolig ASA underpriset, overpriset eller rimelig priset i markedet?». Oppgaven innledes med en presentasjon av Selvaag Bolig hvor vi introduserer selskapet og gir en innføring i selskapets historie, visjon, forretningsmodell og organisering. Videre gir vi en kort presentasjon av eiendomsbransjen og bransjeutvalget som vil benyttes som sammenlignbare selskaper i den økonomiske analysen og den relative verdsettelsen. Deretter drøfter vi potensielle verdsettelsesmetoder vi er interessert i å ta i bruk for å besvare problemstillingen. Vi bestemmer oss for å gjennomføre en fundamental verdsettelse i form av en diskontert kontantstrømanalyse i kombinasjon med en relativ verdsettelse som supplement. Den fundamentale verdsettelsen starter med en rekke strategiske analyser (PESTEL, Porters og VRIO analyser) hvor vi analyserer de eksterne og interne forholdene som har betydning for Selvaag Boligs fremtidige verdiskapning og utvikling. Videre benytter vi økonomiske analyser i form av nøkkeltallsanalyser for å måle sentrale økonomiske parametere (rentabilitet, finansiering/soliditet og likviditet) knyttet til selskapets finansielle prestasjon og helse, og måler disse opp mot samme nøkkeltall fra bransjeutvalget. Neste trinn i den fundamentale verdsettelsen blir å gjennomføre den diskonterte kontantstrømanalysen hvor de strategiske- og økonomiske analysene i kombinasjon med historisk regnskapsdata legger grunnlaget for prognostisering og måling av selskapets fremtidige verdiskapning, som til slutt uttrykkes i form av en estimert aksjepris på kr 37,77 for Selvaag Bolig, som ligger 1,81% over dagens kurs (per 11.06.2024). Som et supplement til den estimerte aksjeprisen vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen av Selvaag Bolig, gjennomfører vi en relativ verdsettelse av selskapet hvor vi kommer frem til en estimert aksjepris på kr 74,28. For å teste robustheten av aksjeprisestimatet fra den fundamentale verdsettelsen gjennomfører vi en sensitivitetsanalyse i form av en Monte Carlo-simulering for å skape gjennomsiktighet og måle usikkerheten i estimeringen. Simuleringen beregner en gjennomsnittlig aksjepris på kr 35,59 for selskapet. Til slutt besvarer vi problemstillingen og konkluderer med at Selvaag Bolig ASA er rimelig priset i markedet basert på våre estimater.

## Figurer, formler og tabeller

---

Figur 1: Verdiskapningsprosesser i Selvaag Bolig (kilde: Side 13. Selvaag Bolig, 2023) .....	13
Figur 2: Utvikling i styringsrente (kilde: Norges Bank) .....	25
Figur 3: Utvikling i inflasjonsnivå i Norge (kilde: SSB) .....	26
Figur 4: Utvikling i byggekostnadsindeksen (kilde: SSB).....	27
Figur 5: Årlig vekst i antall personer over- og under 65 år (kilde: SSB).....	28
Figur 6: Resultat av PESTEL-analyse.....	33
Figur 7: Porters fem krefter (kilde: Regjeringen, 2010).....	34
Figur 8: Oppsummering av Porters fem krefter .....	39
Figur 9: Resultat av VRIO analyse .....	44
Figur 10: Totalkapitalrentabilitet i bransjeutvalg siste 5 år.....	46
Figur 11: Egenkapitalrentabilitet i bransjeutvalg siste 5 år.....	48
Figur 12: Finansieringsgrad 1 blant bransjeutvalg i perioden 2020-2023 .....	50
Figur 13: Egenkapitalprosent blant bransjeutvalg i perioden 2020-2023 .....	52
Figur 14: Likviditetsgrad 1 blant bransjeutvalg siste 5 år .....	54
Figur 15: Likviditetsgrad 2 blant bransjeutvalg i perioden 2019-2023.....	55
Figur 16: Antall boliger overlevert til kunder de siste 10 årene (Selvaag Bolig, 2023-2014). 59	
Figur 17: Driftskostnader som andel av driftsinntekter over tid .....	62
Figur 18: Utvikling i renten på norsk 10-årig statsobligasjon over tid (kilde: Norges Bank)..	73
Figur 19: Markedsrisikopremie i det norske markedet 2015-2023 (kilde: PwC, 2023b).....	74
Figur 20: Småbedriftsrisikopremie i det norske markedet 2021-2023 (kilde: PwC, 2023b) ...	74
Figur 21: Resultat fra regresjonsanalyse ifm. beta estimering (datakilde: Yahoo Finance, 2024a & 2024b).....	76
Figur 22: Kapitalverdimodellen oppsummert .....	76
Figur 23: Avkastningskravet til gjeld oppsummert.....	80
Figur 24: Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC) oppsummert .....	80
Figur 25: Vekstrate i terminalleddet i det norske markedet (PwC, 2023b).....	83
Figur 26: Terminalverdien oppsummert .....	83
Figur 27: Resultat av fundamental verdsettelse av Selvaag Bolig ASA .....	84
Figur 28: Sannsynlighetsfordeling for beta som inputvariabel .....	94
Figur 29: Sannsynlighetsfordeling for rentekost som inputvariabel .....	95
Figur 30: Sannsynlighetsfordeling for stabil vekstrate som inputvariabel.....	96
Figur 31: Resultat av Monte Carlo-simulering .....	97
Figur 32: Effekt av hver inputvariabel på estimert aksjepris .....	98

Formel 1: Markedsverdi av selskap (EV) .....	19
Formel 2: Frie kontantstrømmer til total kapital (FCFF) .....	20
Formel 3: Avkastningskravet til total kapitalen (WACC) .....	21
Formel 4: Terminalverdi .....	22
Formel 5: Total kapitalrentabilitet.....	46
Formel 6: Egen kapitalrentabilitet.....	47
Formel 7: Brekkstangformelen.....	48
Formel 8: Finansieringsgrad 1.....	50
Formel 9: Egen kapitalprosent .....	51
Formel 10: Likviditetsgrad 1.....	53
Formel 11: Likviditetsgrad 2.....	54
Formel 12: Geometrisk gjennomsnitt.....	60
Formel 13: Arbeidskapital.....	68
Formel 14: Kapitalverdimodellen (CAPM) .....	71
Formel 15: EV/EBITDA .....	86
Formel 16: EV/NDR .....	86
Formel 17: EV/NDK .....	88
Formel 18: EV/DI.....	88
Formel 19: Verdi per aksje ved bruk av EV/NDK.....	89
Formel 20: Verdi per aksje ved bruk av EV/DI .....	90
Formel 21: Verdi per aksje ved bruk av EV/EBITDA.....	90
Formel 22: Verdi per aksje ved bruk av EV/NDR .....	91
Tabell 1: Folketilvekst i norske kommuner over tid (kilde: SSB) .....	29
Tabell 2: Driftsresultat og balanse til Selvaag Bolig (Selvaag Bolig, 2023-2014).....	57
Tabell 3: Prognose driftsinntekter e2024-e2028 .....	61
Tabell 4: Prognose driftskostnader e2024-e2028.....	63
Tabell 5: Prognose av driftsresultat e2024-e2028.....	64
Tabell 6: Prognose investeringer i anleggsmidler e2024-e2028 .....	66
Tabell 7: Gjennomsnittlig arbeidskapital i perioden 2014-2023.....	68
Tabell 8: Prognose arbeidskapital e2024-e2028 .....	69
Tabell 9: Prognose frie kontantstrømmer til total kapitalen (FCFF) e2024-e2028.....	69
Tabell 10: Gjennomsnittlig rentesats for Selvaag Bolig .....	79
Tabell 11: Sammenligning av EV/NDR og EV/EBITDA .....	87
Tabell 12: Bokførte verdier og beregning av multiplikatorer .....	89
Tabell 13: Verdiestimat per aksje ved bruk av EV/NDK.....	89
Tabell 14: Verdiestimat per aksje ved bruk av EV/DI.....	90
Tabell 15: Verdiestimat per aksje ved bruk av EV/EBITDA.....	91
Tabell 16: Verdiestimat per aksje ved bruk av EV/NDR.....	91
Tabell 17: Vekting av multiplikatorer og resultat av relativ verdsettelse .....	92

## Innhold

1. Introduksjon .....	9
1.1 Valg av tema .....	9
1.2 Valg av bransje og selskap .....	9
1.3 Problemstilling.....	9
1.4 Oppgavens struktur .....	10
2. Presentasjon av Selvaag Bolig .....	11
2.1 Historie .....	11
2.2 Visjon.....	12
2.3 Forretningsmodell.....	12
2.4 Organisering .....	13
3. Presentasjon av eiendomsbransjen og bransjeutvalg.....	14
3.1 Generelt om eiendomsutvikling.....	14
3.2 Boligutvikling .....	14
3.3 Kommersielle utviklere .....	15
3.4 Industrielle utviklere.....	15
3.5 Bransjeutvalg .....	15
3.5.1 Olav Thon Eiendomsselskap.....	15
3.5.2 KMC Properties .....	16
3.5.3 Entra.....	16
4. Valg av verdsettelsesmetode .....	17
4.1 Diskontert kontantstrøm analyse .....	17
4.2 Relativ verdsettelse.....	17
4.3 Verdsettelse av betingede krav .....	18
4.4 Beslutning .....	18
5. Verdsettelsesteori – Fundamental verdsettelse .....	19
5.1 Diskontert kontantstrøm analyse .....	19
5.2 Totalkapitalmetoden .....	20
5.3 Frie kontantstrømmer til totalkapitalen (FCFF) .....	20
5.4 Diskonteringsfaktoren (WACC).....	20
5.5 Terminalverdien og to-steps-metoden .....	21
6. Strategisk analyse av Selvaag Bolig og eiendomsbransjen.....	23
6.1 PESTEL analyse .....	23
6.1.1 Politiske faktorer.....	24
6.1.2 Økonomiske faktorer .....	24

6.1.3 Sosiale faktorer .....	27
6.1.4 Teknologiske faktorer .....	29
6.1.5 Miljømessige faktorer .....	31
6.1.6 Lovmessige faktorer.....	32
6.1.7 Resultat av analysen.....	32
6.2 Porters fem krefters-modell .....	34
6.2.1 Risiko potensielle nyetableringer.....	34
6.2.2 Trussel fra substitutter.....	36
6.2.3 Kunders forhandlingsstyrke .....	36
6.2.4 Leverandørers forhandlingsstyrke.....	36
6.2.5 Rivalisering blant aktører.....	37
6.2.6 Resultatet av analysen.....	38
6.3 VRIO analyse .....	40
6.3.1 Selvaag Pluss og Selvaag City .....	40
6.3.2 Partnerskap med Urban Property .....	41
6.3.3 Mager organisasjonsstruktur .....	42
6.3.4 Evnen til å sikre inntekter før kostnader påløper .....	42
6.3.5 Investeringsstrategi .....	43
6.3.6 Resultat av analysen.....	44
7. Økonomisk analyse av Selvaag Bolig.....	45
7.1 Rentabilitetsanalyse .....	45
7.1.1 Totalkapitalrentabilitet.....	45
7.1.2 Egenkapitalrentabilitet .....	47
7.1.3 Oppsummering.....	49
7.2 Finansierings- og soliditetsanalyser.....	49
7.2.1 Finansieringsgrad 1 .....	49
7.2.2 Egenkapitalprosent.....	51
7.2.3 Oppsummering.....	52
7.3 Likviditetsanalyser.....	53
7.3.1 Likviditetsgrad 1 .....	53
7.3.2 Likviditetsgrad 2 .....	54
7.3.3 Oppsummering.....	55
8. Diskontert kontantstrøm analyse .....	56
8.1 Proforma-regnskap og frie kontantstrømmer .....	56
8.1.1 Driftsinntekter .....	57

8.1.2 Driftskostnader.....	61
8.1.3 Skattekostnad .....	63
8.1.4 Prognose av driftsresultat.....	64
8.1.4 Investeringer i anleggsmidler.....	65
8.1.5 Investeringer i arbeidskapital .....	67
8.1.6 Frie kontantstrømmer til total kapitalen.....	69
8.2 Avkastningskravet .....	70
8.2.1 Avkastningskravet til egenkapitalen .....	70
8.2.2 Avkastningskravet til total kapitalen .....	76
8.3 Terminalverdi .....	80
8.3.1 Begrensninger i den stabile vekstraten.....	81
8.3.2 Langsiktig utvikling for Selvaag Bolig og eiendomsbransjen.....	81
8.3.3 Markedets oppfatning av stabil vekst.....	82
8.3.4 Oppsummering av terminalverdi og stabil vekstrate .....	83
8.4 Resultat av den fundamentale verdsettelsen .....	84
9. Relativ verdsettelse .....	85
9.1 Multiplikatormodellen .....	85
9.1.1 Sammenligning av multiplikatorer .....	85
9.1.2 Estimering av aksjeverdi.....	87
10. Sensitivitetsanalyse .....	93
10.1 Beta.....	94
10.2 Rentekostnad .....	95
10.3 Stabil vekstrate .....	96
10.4 Resultat av Monte Carlo-simulering.....	97
11. Konklusjon .....	99
Referanser.....	100
Fagbøker .....	100
Artikler.....	100
Data.....	101
Nettsider.....	102
Rapporter .....	103
Lovverk.....	105



# 1. Introduksjon

---

## 1.1 Valg av tema

Temaet vi har valgt å skrive om i vår masteroppgave er verdsettelse. Vi er begge svært interessert i verdsettelse og har hatt flere kurs om temaet gjennom vår fem år lange universitetsutdannelse. En verdsettelse er en oppgave som krever at man har mye kunnskap å trekke fra og klarer å koble den sammen mot én bestemt problemstilling på en god måte. Vi blir nødt til å bruke kunnskap vi har tilegnet oss fra finans, regnskap, strategi, bedriftsøkonomi og samfunnsøkonomi. Vi anser derfor dette temaet for å være en fin avslutning på et langt og krevende studieforløp.

## 1.2 Valg av bransje og selskap

Bransjen vi har valgt å skrive innenfor er eiendomsbransjen. Eiendomsbransjen er en stor og viktig bransje for hele økonomien. Dette medfører også at det finnes masse tilgjengelig informasjon om bransjen, noe som er viktig når man i en verdsettelse skal ta på seg rollen som en ekstern analytiker. Det finnes mange ulike aktører innenfor eiendomsbransjen, alle med sine egne spesielle egenskaper. For oss blir det mest interessant å skrive om et boligutviklingselskap ettersom slike eiendommer har et klart formål og kundegruppe.

Boligutviklingselskapet vi har valgt å verdsette i vår oppgave er Selvaag Bolig ASA. Selskapet er notert på Oslo Børs, som medfører at det er masse tilgjengelig informasjon om selskapet. I tillegg har selskapet en rik historie, en interessant forretningsmodell og en virksomhet som er lett å avgrense. Vi går dypere inn i selskapet i presentasjonen av Selvaag Bolig senere i oppgaven.

## 1.3 Problemstilling

Problemstillingen i oppgaven blir å vurdere om Selvaag Bolig er underpriset, overpriset eller rimelig priset i markedet basert på en verdsettelse som estimerer selskapets aksjepris. Selskapet er notert på børs som medfører at vi har en effektiv markedspris å forholde oss til

når vi skal gjøre denne vurderingen. Resultatet av verdsettelsen vil dermed kunne bli brukt til å vurdere om man burde kjøpe, selge eller holde på selskapets aksjer. Problemstillingen kan med dette formuleres på følgende måte:

*«Er aksjen til Selvaag Bolig ASA underpriset, overpriset eller rimelig priset i markedet?».*

## 1.4 Oppgavens struktur

Oppgaven starter med en presentasjon av Selvaag Bolig og eiendomsbransjen. Videre vil vi drøfte valg av verdsettelsesmetode og begrunne valget. Verdsettelsen starter med en strategisk analyse som analyserer både eksterne og interne forhold som er aktuelle for Selvaag Boligs strategiske posisjonering i markedet. Videre vil vi også utføre en rekke økonomiske analyser i form av nøkkeltallsanalyser. Nøkkeltallsanalysene er ment å gi en indikasjon på selskapets styrker og svakheter basert på rapporterte regnskapstall. Den strategiske og økonomiske analysen legger dermed grunnlaget for prognostiseringen av selskapets fremtidige verdiskapning, reflektert i et proforma-regnskap. Med utgangspunkt i proforma-regnskapet vil vi måle nåverdien av den fullstendige verdiskapningen selskapet vil generere i løpet av sin resterende levetid uttrykt i form av en pris per aksje. Vi vil til slutt teste resultatet av verdsettelsen ved å sammenligne resultatet med en relativ verdsettelse av selskapet og gjennomføre en Monte Carlo-simulering. Oppgaven avsluttes med en refleksjon rundt resultatene og en besvarelse av problemstillingen.

## 2. Presentasjon av Selvaag Bolig

---

Selvaag Bolig ASA er et av Norges ledende boligutviklingselskaper med en rik historie som strekker seg tilbake over 75 år. Selskapet har sitt hovedkontor i Oslo og er kjent for å utvikle og bygge bærekraftige og funksjonelle boliger av høy kvalitet i de største byene i Norge. Med et sterkt fokus på kundetilfredshet, innovasjon og bærekraft, har Selvaag Bolig etablert seg som en pålitelig aktør i det norske boligmarkedet.

### 2.1 Historie

Selvaag Bolig ble grunnlagt i 1948 av ingeniør Olav Selvaag, som raskt ble kjent for sin innovative tilnærming til boligbygging i etterkrigstidens Norge. På denne tiden var landet preget av en alvorlig boligkrise, og behovet for nye boliger var akutt. Olav Selvaag introduserte revolusjonerende metoder knyttet til boligutbygging via det velkjente byggeprosjektet Ekeberg, som i den tid var fullstendig motstridene datidens bygningslov og gjeldende forskrifter. De nye boligene fokuserte på effektivitet og kostnadsbesparelser, uten at dette gikk på bekostning av kvaliteten. De nye metodene introdusert av Olav Selvaag tillot raskere konstruksjon av rimelige boliger og bidro vesentlig til å lindre boligkrisen.

Gjennom årene har Selvaag Bolig utviklet seg fra å være en enkeltaktør til en stor boligbygger med prosjekter over hele Norge, med et fokus på vekstområder. Selskapet har opprettholdt sitt fokus på kvalitet og innovasjon, og har kontinuerlig tilpasset seg skiftende markedsforhold og kundebehov. I 2012 ble Selvaag Bolig børsnotert på Oslo Børs.

*(Selvaag Bolig, 2024a)*

## 2.2 Visjon

Selskapets visjon: «**Vi gjør fremtidens byer bedre**»

Selvaag Bolig strever etter å være en trygg og solid partner for det de omtaler som livets viktigste investering. For å realisere visjonen har selskapet et fokus på innovasjon i form av smarte løsninger som utfordrer dagens normer, med en kompetanse fra bygging av over 60 000 boliger i ryggen (*Selvaag Bolig, 2023*)

## 2.3 Forretningsmodell

En viktig del av Selvaag Boligs forretningsmodell er graden av vertikal integrasjon i boligbyggingen. Selskapet styrer hele verdikjeden fra kjøp av tomter til ferdigstillelse og salg av boliger. Dette gir dem bedre kontroll over kostnader, kvalitet og tidsplaner, og skaper betydelig fleksibilitet i evnen til å møte nye kundebehov.

Selskapet spesialiserer seg på å tilby kvalitetsboliger til ulike kjøpergrupper i vekstområder rundt Oslo, Bergen, Stavanger, Trondheim og Stockholm. De utvikler store boligprosjekter, hovedsakelig med over 150 boliger, hvor de fleste ligger i prisklassen fem til syv millioner kroner. Selvaag Bolig har et strategisk partnerskap med Urban Property, som bidrar til å sikre tilgang til attraktive tomter for boligbygging. Urban Property har forkjøpsrett på tomter Selvaag Bolig er interessert i å utvikle, som Selvaag Bolig kjøper av Urban Property ved betaling i to omganger, først ved byggestart og resten ved ferdigstillelse og overlevering.

Selskapet har ikke egen entreprenørvirksomhet. Dette velger de å konkurransenutsette for å sikre kostnadseffektivitet og bidra til at selskapet kan ha fokus på sin kjernevirksomhet, boligutvikling. På denne måten oppnår selskapet forutsigbare og konkurransedyktige byggekostnader, redusert markedsrisiko, bedre kapasitet og andre kostnadsbesparelser i form av lettere bemanning. I arbeidet med salg og markedsføring bruker Selvaag Bolig en

kombinasjon av digitale markedsføringsstrategier, visningsentre og samarbeid med eiendomsmevlere.



Figur 1: Verdiskapningsprosesser i Selvaag Bolig (kilde: Side 13. Selvaag Bolig, 2023)

## 2.4 Organisering

Selvaag Bolig ASA har 34 datterselskaper. Alle prosjektene til selskapet er organisert i egne prosjektselskaper, hvor de aller fleste av prosjektselskapene er heleid av selskapet, og har ikke egne ansatte. Et eksempel på et slikt prosjektselskap er Selvaag Pluss AS med datterdatterselskapet Selvaag Pluss Service AS som sammen står for hele utviklingen og driften av selskapets «pluss»-konsept, mer om dette senere i oppgaven. Selskapet har også en rekke samarbeidsprosjekter som eies 50/50 (hovedsakelig) med andre partnere. Ved utgangen av 2023 hadde selskapet totalt 86 ansatte hvor 62 er ansatt i Selvaag Bolig ASA, og de øvrige er ansatt i Selvaag Pluss Service AS, Selvaag Eiendomsoppgjør AS og Selvaag Bostad AB. Selskapet operer hovedsakelig i Norge, men utvikler også noen boliger i Stockholm, Sverige.

(Selvaag Bolig, 2023)

### 3. Presentasjon av eiendomsbransjen og bransjeutvalg

---

Denne delen av oppgaven er ment å gi en kort innføring i bransjen Selvaag Bolig opererer i, nemlig eiendomsbransjen. Eiendomsbransjen består av aktører som driver med utvikling, salg, kjøp og utleie av fast eiendom. Fast eiendom inkluderer både boligeiendommer som privatpersoner bor i og kommersielle- og industrielle eiendommer som blir brukt til forretningsaktiviteter. I tillegg vil vi gi en kort presentasjon av selskapene som inngår i bransjeutvalget vi vil benytte som sammenlignbare selskap i den økonomiske analysen og den relative verdsettelsen.

#### 3.1 Generelt om eiendomsutvikling

Eiendomsutviklere er de aktørene i eiendomsbransjen som driver med eller er involvert i planlegging, utvikling og gjennomføring av byggeprosjekter innenfor bolig eller kommersiell eiendom. Denne prosessen kan deles inn i tre hovedfaser, planlegging, gjennomføring og salg/utleie & markedsføring (*Aevi Eiendom, 2023*). Planleggingsfasen starter først med omfattende markedsundersøkelser og konseptutvikling, hvor man definerer prosjektets mål og visjon. Deretter følger regulerings- og tillatelsesprosesser, finansiell planlegging, og design og arkitektur. Gjennomføringsfasen omhandler prosjektstyring og bygge- og anleggsarbeid. I den siste fasen ferdigstilles prosjektet og arbeidet med markedsføring i forbindelse med salg eller utleie begynner. Aktørene kan videre inndeles i tre segmenter: boligutvikling, kommersiell utvikling og industriell utvikling.

#### 3.2 Boligutvikling

Boligutviklere fokuserer på bygging og salg av boligeiendommer. Slike eiendommer inkluderer eneboliger, rekkehus og leilighetskomplekser. Boligutviklere jobber tett sammen med arkitekter, entreprenører og andre byggeplanleggere for å skape attraktive boligprosjekter som tilfredstiller behovene i samfunnet og innfrir regulatoriske standarder. Arbeidet boligutviklere er involvert i omfatter alt fra anskaffelse av land, utvikling av eiendom, administrere og finansiere byggeprosessen og omsette det ferdigstilte boligprosjektet.

Boligutviklerne må løpende tilpasse seg den raske utviklingen i forbrukerpreferansene og økonomiske sykluser for å overleve.

### 3.3 Kommersielle utviklere

Kommersielle utviklere er aktører som utvikler eiendommer ment til bestemte forretningsbruk. Dette inkluderer blant annet hoteller, kjøpesentre og kontorbygg. Utviklere av kommersiell eiendom må på samme måte som boligutviklere være i stand til å tilpasse seg de dynamiske markedsforholdene. Spesielt viktig for kommersiell eiendom er hensyn knyttet til tilgjengelighet for både bilister og offentlig transport samtidig som eiendommen er synlig og attraktiv for kunder som kommer og går i en mye større grad enn det kunder i forbindelse med boliger gjør. I tillegg er det kommersielle segmentet i eiendomsbransjen ekstra sensitiv til økonomiske svingninger som bevist under pandemien av 2020 hvor blant annet kjøpesentre og hoteller ble sterkt påvirket.

### 3.4 Industrielle utviklere

Industrielle utviklere er aktører som utvikler fabrikker, lager og distribusjonssentre. For å lykkes innen dette segmentet kreves det god kompetanse innen logistikk i tillegg til tilgang på betydelige transportnettverk. Slike utviklingsprosjekter krever også ofte svært store tomter til å imøtekomme de store byggene og fasilitetene. I tillegg til størrelse er lokasjon avgjørende, da kundene ofte behøver nærhet til motorveier, jernbaner og lignende.

### 3.5 Bransjeutvalg

#### 3.5.1 Olav Thon Eiendomsselskap

Olav Thon Eiendomsselskap ASA er et ledende norsk eiendomsselskap som er en del av Olav Thon Gruppen, grunnlagt av Olav Thon. Selskapet ble etablert i år 1982 og er børsnotert på Oslo Børs. Olav Thon Eiendomsselskap spesialiserer seg på utvikling, forvaltning og utleie av kommersielle eiendommer, med hovedfokus på kjøpesentre. Selskapet hadde ved utgangen i 2023 273 årsverk i konsernet, og en omsetning på 4 876 MNOK i 2023.

*(Olav Thon Eiendomsselskap, 2024)*

### 3.5.2 KMC Properties

KMC Properties er et eiendomsselskap som spesialiserer seg på industrielle og kommersielle eiendommer i Norden og Europa. Selskapet er etablert i år 2007 og børsnotert i 2019. KMC Properties har en diversifisert portefølje som inkluderer lagerbygninger, produksjonsanlegg og kontorlokaler. Selskapet hadde 14 fulltids ansatte ved utgangen av 2023, og en omsetning på 409,4 MNOK.

*(KMC Properties, 2024)*

### 3.5.3 Entra

Entra ASA er et ledende norsk børsnotert eiendomsselskap som spesialiserer seg på utvikling, utleie, og forvaltning av kontoreiendommer. Selskapet ble etablert i år 2000 og har hovedkontor i Oslo. Entra fokuserer på bærekraft og miljøvennlig utvikling, og har en betydelig portefølje av miljøsertifiserte bygg. Selskapets eiendommer er hovedsakelig lokalisert i Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim. Selskapet hadde 200 ansatte ved utgangen av 2023, og en omsetning på 3 510 MNOK i 2023.

*(Entra, 2024)*



## 4. Valg av verdsettelsesmetode

---

For å finne frem til markedsverdien av Selvaag Boligs aksjer må vi ta i bruk en modell som kan måle den. Verdsettelsesmetodikken vi skal benytte i oppgaven vil ta utgangspunkt i Damodarans lærebok «*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*». Ifølge Damodaran kan verdsettelsesmodellene som blir brukt i dag plasseres inn i tre generelle kategorier basert på felles karakteristikker. De tre kategoriene er diskontert kontantstrømanalyse, relativ verdsettelse og opsjons-basert verdsettelse. Videre vil vi gi en kort beskrivelse av hver av dem.

### 4.1 Diskontert kontantstrøm analyse

Modellene som kategoriseres som diskontert kontantstrøm analyse bygger på den grunnleggende idéen om hvordan verdien av enhver eiendel tilsvarer nåverdien av eiendelens forventede fremtidige kontantstrømmer. Formen på kontantstrømmene vil variere basert på eiendelen som verdsettes, og kan for eksempel være dividender i forbindelse med verdsettelse av aksjer eller kuponger og tilbakebetaling av pålydende verdi i forbindelse med verdsettelse av obligasjoner. Kontantstrømmene neddiskonteres til nåverdi ved hjelp av en diskonteringsfaktor som er passende gitt risikoen forbundet med kontantstrømmene.

Metoden fungerer best for eiendeler hvor de fremtidige kontantstrømmene er positive og mulig å måle, og hvor det er mulig å måle risikoen kontantstrømmene er eksponert for (Damodaran, 2012).

### 4.2 Relativ verdsettelse

Modellene som kategoriseres som relative verdsettelsesmodeller bygger på idéen om at verdien av en eiendel vil reflektere verdien til andre sammenlignbare eiendeler. Det vil si at modellen bygger på en antagelse om at prisen til andre sammenlignbare eiendeler er riktig priset i markedet, og at vi dermed kan utlede verdien av en eiendel basert på de sammenlignbare prisene. Dette gjøres ved å sammenligne sentrale forholdstall kalt multipler, som måler forholdet mellom for eksempel pris og regnskapsresultater (kjent som P/E-

multippel), som dermed brukes som et utgangspunkt til å si noe om hva prisen per krone regnskapsresultat burde være for eiendelen som verdsettes. Metoden er svært enkel å benytte, og brukes derfor mest i praksis av alle de tre modellkategoriene som Damodaran nevner.

Metoden fungerer best for eiendeler hvor det finnes sammenlignbare eiendeler med tilgjengelige priser fra effektive markeder (*Damodaran, 2012*).

### 4.3 Verdsettelse av betingede krav

Modellene Damodaran kaller «contingent claim» verdsettelse, er modeller som brukes for å verdsette finansielle eiendeler som har kontantstrømmer som avhenger av spesifikke betingelser eller fremtidige utfall. Modellene bygger på teknikkene brukt i opsjonsprising for å beregne verdien av slike eiendeler under usikkerhet. Slike modeller er spesielt nyttige for prosjekter hvor betydelige deler av verdien avhenger av fremtidige utfall, som ved verdsettelse av oljereserver. Slike modeller er en relativt ny utvikling innen verdsettelsesteori (*Damodaran, 2012*).

### 4.4 Beslutning

I vår verdsettelse av Selvaag Bolig vil vi ta i bruk en diskontert kontantstrøm analyse for å måle og utfordre Selvaag Boligs aksjepris. Vi velger denne modellen fordi den bygger på de fundamentale trekkene ved selskapet som gjør det mulig for oss å anvende store deler av kunnskapene vi har tilegnet oss gjennom våre studier innenfor blant annet regnskap, finans, strategi og samfunnsøkonomi. Ved å studere de fundamentale trekkene til Selvaag Bolig som lønnsomhet, kapitalkostnad, vekst og konkurransefortrinn mv., vil vi forsøke å finne den indre verdien («intrinsic value» på engelsk) til selskapet og måle den opp mot markedets oppfatning av selskapets verdi reflektert gjennom selskapets nåværende aksjekurs.

I tillegg til den diskonterte kontantstrøm analysen vil vi også benytte en relativ verdsettelse/komparativ verdsettelse og måle denne opp mot resultatet fra den fundamentale verdsettelsen for å komplementere prisen vi kommer frem til.

## 5. Verdsettelsesteori – Fundamental verdsettelse

---

I denne delen av oppgaven vil vi gi en kort innføring i de sentrale elementene som inngår i en fundamental verdsettelse samt beskrive metodene vi bruker og hvorfor vi bruker dem. Å gjennomføre en fundamental verdsettelse er en omfattende prosess som krever at man tar i bruk kunnskap fra flere ulike fagområder innen blant annet økonomi, regnskap og finans. Prosessen starter først med at vi gjennomfører en rekke strategiske og økonomiske analyser som i kombinasjon med historisk regnskapsinformasjon legger grunnlaget for prognostiseringen av de fremtidige kontantstrømmene som vi til slutt neddiskonterer til nåverdi slik at resultatet kan måles opp mot den gitte markedsverdien.

### 5.1 Diskontert kontantstrøm analyse

Verdsettelsesmodellen vi skal benytte i den fundamentale verdsettelsen er som sagt en diskontert kontantstrøm analyse. Nærmere bestemt skal vi bruke totalkapitalmetoden som innebærer at vi måler de frie kontantstrømmene som tilfaller totalkapitalen, altså både aksjonærene og kreditorene til selskapet. Ved å neddiskontere kontantstrømmene til nåverdi finner vi markedsverdien til hele selskapet, altså summen av markedsverdien til både egenkapitalen og gjelden til selskapet. Den generelle formelen vi bruker for å beregne markedsverdien til Selvaag Bolig er gjengitt nedenfor.

$$\text{Markedsverdi av selskap} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{\left(\frac{FCFF_{n+1}}{r-g}\right)}{(1+r)^n}$$

hvor:

$FCFF_t$  = frie kontantstrømmer til totalkapitalen i år  $t$

$FCFF_{n+1}$  = frie kontantstrømmer til totalkapitalen i året etter høyvekstperioden

$r$  = vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)

$g$  = stabil vekstrate

$n$  = antall år i høyvekstperioden

Formel 1: Markedsverdi av selskap (EV)

## 5.2 Totalkapitalmetoden

Ettersom det er aksjeprisen til Selvaag Bolig vi er ute etter, og ikke markedsverdien av hele selskapet («enterprise value» på engelsk), så må vi trekke ut markedsverdien av gjeld fra denne summen. Vi sitter dermed igjen med markedsverdien av selskapets egenkapital, altså prisen man må betale for å eie 100% av selskapet. Grunnen til at vi benytter totalkapitalmetoden og ikke egenkapitalmetoden er fordi man unngår den kompliserte prosessen forbundet med å separere finansierings- og driftseffektene knyttet til selskapets kontantstrømmer.

## 5.3 Frie kontantstrømmer til totalkapitalen (FCFF)

Første steg i den diskonterte kontantstrøm analysen er å beregne de fremtidige frie kontantstrømmene som tilfaller totalkapitalen, altså selskapets eiere og gjeldsinnehavere. Dette er de pengene som skapes gjennom selskapets drift, etter driftskostnader og nødvendige investeringer, men før renteutbetalinger og andre finansielle utgifter knyttet til selskapets kreditorer. Formelen vi benytter til å beregne de frie kontantstrømmene (FCFF) er gjengitt nedenfor.

$$FCFF = \text{Driftsresultat etter skatt} - \text{investeringer i driftsmidler} + \text{avskrivninger} - \text{endring i arbeidskapital}$$

*Formel 2: Frie kontantstrømmer til totalkapital (FCFF)*

## 5.4 Diskonteringsfaktoren (WACC)

For å kunne måle hva de fremtidige kontantstrømmene er verdt den dag i dag, må vi neddiskontere kontantstrømmene til nåverdi ved hjelp av en diskonteringsfaktor. Diskonteringsfaktoren vi bruker i denne sammenheng er den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden, kjent som «weighted average cost of capital (WACC)» på engelsk. Vi går nærmere inn i detaljene rundt diskonteringsfaktoren i den delen av oppgaven som omhandler

avkastningskravet til Selvaag Bolig. Formelen vi bruker for å beregne WACC er gjengitt nedenfor.

$$WACC = \left( \frac{E}{V} \times R_e \right) + \left( \frac{D}{V} \times R_d \times (1 - r) \right)$$

hvor:  
 $E$  = Markedsverdi av egenkapital  
 $D$  = Markedsverdi av gjeld  
 $V$  = Markedsverdi av  $E + D$   
 $R_e$  = Avkastningskrav til EK  
 $R_d$  = Avkastningskrav til gjeld  
 $r$  = marginal skattesats

Formel 3: Avkastningskravet til total kapitalen (WACC)

## 5.5 Terminalverdien og to-steps-metoden

Markedsverdien av en eiendel er som presisert tidligere nåverdien til summen av alle de fremtidige kontantstrømmene eiendelen vil generer gjennom sitt livforløp. Problemet som oppstår er at det er urealistisk å kalkulere hver og én av kontantstrømmene for eiendeler med en teoretisk uendelig levetid, som er tilfellet med selskap. Vi beregner derfor det som kalles terminalverdien til eiendelen.

Terminalverdien til en eiendel er den estimerte verdien av alle kontantstrømmene selskapet vil generere fra et bestemt tidspunkt frem til evigheten. Beregningen tar utgangspunkt i én enkelt kontantstrøm som man forventer vil skapes hvert år i all evighet. To problemer oppstår i denne sammenheng. For det første er det ikke alltid realistisk å forvente at et selskap vil skape de samme kontantstrømmene år etter år, og for det andre vil selskaper (både unge og modne) normalt vokse over tid sammen med økonomien. For å takle begge problemene benytter vi en to-steps-modell med en forutsetning om stabil vekst etter terminalåret. Det vil si at vi deler livsforløpet til selskapet inn i to faser, en høyvekstperiode hvor selskapet opplever uvanlig høy vekst eller andre uvanlige markedsforhold, og en stabil vekstfase som forutsetter at selskapet nå er et modent selskap med en stabil vekst som vil vedvare inn i evigheten. På denne måten er vi i stand til å hensynta den uvanlige utviklingen som oppstår på kort sikt og den evigvarende utviklingen som vil være stabil etter hvert som selskapet modnes.

I vår verdsettelse vil vi dermed dele livsforløpet til Selvaag Bolig inn i to faser, først en høyvekstperiode på 5 år og deretter en stabil vekstfase som varer til evig tid. Vi vil gå nærmere inn i elementene som terminalverdien består av i den delen av oppgaven som omhandler terminalverdien. Den generelle formelen vi bruker til å beregne terminalverdien gjengis nedenfor.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{FCFF_{n+1}}{r - g}$$

hvor:

$FCFF$  = Frie kontantstrømmer til totalkapitalen

$n + 1$  = Første periode etter høyvekstperioden (5 år)

$r$  = Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)

$g$  = Stabil vekstrate

Formel 4: Terminalverdi

## 6. Strategisk analyse av Selvaag Bolig og eiendomsbransjen

---

I denne delen av oppgaven vil vi benytte strategiske analysemodeller til å bedre forstå hvordan de ulike eksterne og interne faktorene påvirker Selvaag Boligs evne til å skape verdi og opprettholde konkurransefortrinn. Funnene fra analysene vil sammen med økonomiske analyser og historisk regnskapsinformasjon legge grunnlaget for estimeringen av selskapets fremtidige kontantstrømmer.

For å måle de ulike eksterne og interne faktorene vil vi benytte tre ulike strategiske analysemodeller, PESTEL analyse, Porters konkurrentanalyse og en VRIO analysen. Vi velger disse tre modellene fordi de til sammen vil dekke alle nivåer av eksterne og interne faktorer som vil påvirke Selvaag Bolig. PESTEL modellen analyserer de ytre eksterne faktorene som påvirker et stort spekter av organisasjoner, sektorer og industrier. Porters fem krafts modell analyserer de nære omgivelsene til Selvaag Bolig, nærmere bestemt konkurrentene og bransjen selskapet opererer i. Til slutt bruker vi VRIO modellen til å analysere selskapets interne ressurser og kapabiliteter. Vi vil videre i denne delen av oppgaven gjennomgå hver enkelt modell og analysenes resultater.

*(Exploring Strategy, 2017)*

### 6.1 PESTEL analyse

PESTEL analyse er et strategisk verktøy brukt for å identifisere og analysere de eksterne makro-miljøfaktorene som kan påvirke den økonomiske prestasjonen til et selskap. Ved å benytte dette verktøyet i vår verdsettelse av Selvaag Bolig håper vi å kunne oppnå en dypere forståelse av miljøet selskapet opererer i og hvordan de eksterne faktorene kan påvirke selskapets fremtidige vekst og lønnsomhet. PESTEL står for Politiske, Økonomiske, Sosiale, Teknologiske, Miljømessige og Lovmessige faktorer. Videre vil vi identifisere og evaluere disse faktorene i perspektivet av et boligutviklingsselskap som opererer primært i Norge.

### 6.1.1 Politiske faktorer

Politiske faktorer referer til de ulike måtene politikk, lovgivning og regjeringsaktiviteter kan påvirke miljøet selskapet opererer i, og hvilke konsekvenser dette vil ha for selskapets drift og resultat.

### Den sosiale boligpolitikken

Nasjonal strategi for sosial boligpolitikk i Norge fokuserer primært på å sikre tilgang til trygge, sikre og økonomisk overkommelige boliger for alle, spesielt grupper som står overfor sosiale utfordringer. Her legges det til grunn mål om blant annet tilgjengelighet, bostøtte, integrering og boligkvalitet. Strategien erkjenner boligens viktige rolle som en grunnleggende menneskerettighet og trekker frem stabilitet og godt boforhold som en nøkkel til sosial inkludering og økt livskvalitet (*Regjeringen, 2020*).

Mye av denne politikken har Selvaag Bolig integrert i sine strategiske prioriteringer og uttrykkes blant annet gjennom selskapets visjon, misjon og ambisjon som nevnt i presentasjonen av selskapet tidligere i oppgaven. Ved å bidra positivt til denne politikken forsøker Selvaag Bolig å skape konkurransefortrinn ved å investere i en strategi som fokuserer på å sikre en langsiktig og bærekraftig verdiskapning i samfunnet. Dette skal gjennomføres ved at selskapet tilpasser seg en klimanøytral økonomi og bidra til arbeid med sosiale forhold og miljø (*Selvaag Bolig, 2023*).

### 6.1.2 Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer referer til de ulike makroøkonomiske forhold og trender som kan ha direkte eller indirekte innflytelse på miljøet selskapet opererer i, og hvilke konsekvenser dette vil ha for selskapets operasjoner og lønnsomhet.

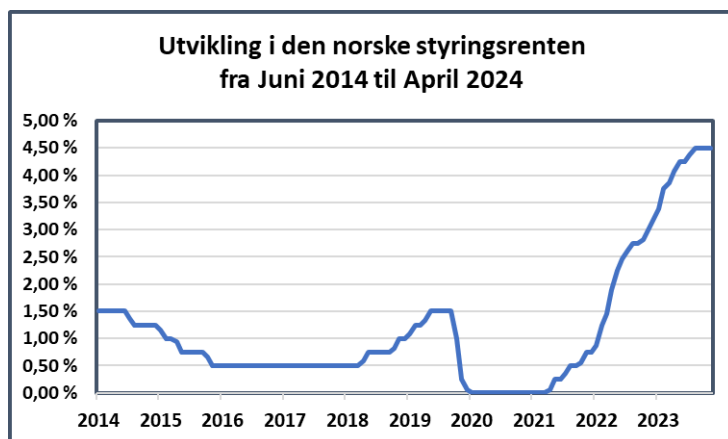
### Rentenivået

Styringsrenten er renten som sentralbanken setter for å påvirke økonomien. En høyere rente kan dempe inflasjon ved å gjøre sparing mer attraktivt og låneopptak dyrere, mens en lavere rente kan stimulere økonomisk aktivitet ved å gjøre lån billigere. Styringsrenten gjennomsyrer alle deler av selskapets kapitalkostnader



Styringsrenten er viktig for boligutviklere fordi den påvirker lånekostnadene. Når sentralbanken setter en lav styringsrente, blir det billigere for boligutviklere å låne penger til prosjekter. Dette kan føre til økt byggeaktivitet ettersom finansiering er mer tilgjengelig og billigere. Dette er et faktum som gjelder stort sett alle næringsdrivende. Det spesielle for boligutviklere er effekten styringsrenten har på etterspørselen etter deres produkter. Når kundene skal kjøpe bolig må de finansiere kjøpet via gjeld, og styringsrenten blir dermed et sentralt element når kundene vurderer om de ønsker å kjøpe bolig eller ikke.

I PwC sin undersøkelse «*Emerging Trends Europe survey 2024*» trekkes bevegelser i rentenivå frem som den viktigste trusselen i utviklingen til eiendomsmarkedet de neste 5 årene. Dette kommer som en reaksjon på det ekstremt høye rentenivået som har preget verdensøkonomien siden utløpet av pandemien av 2020. Figuren nedenfor viser utviklingen i styringsrenten de siste 10 årene.

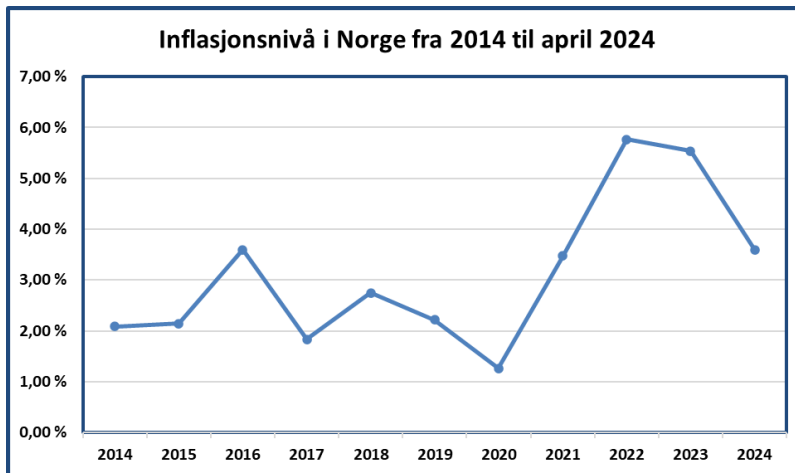


Figur 2: Utvikling i styringsrente (kilde: Norges Bank)

For at Selvaag Bolig skal komme seg godt gjennom et høyt rentenivå er det avgjørende at selskapet har en solid finansieringsstruktur og forretningsmodell som reduserer renteksponeringen til et optimalt nivå, i tillegg til å ha betydelige likvide midler tilgjengelig til å møte sine forpliktelser i en tid hvor omsetningen er svakere grunnet lav etterspørsel etter boliger.

## Inflasjon

Inflasjon er endringen i det relative prisnivået over tid. Økt inflasjon, alt annet holdt likt, reduserer kjøpekraften til den enkelte bedrift og privatperson. På denne måten fører økt inflasjon til press i økonomien til både bedrifter og privatpersoner, og kan ha betydelige effekter på både tilbud og etterspørsel av varer og tjenester i økonomien. Figuren nedenfor viser utviklingen i rentenivået i Norge de siste 10 årene.

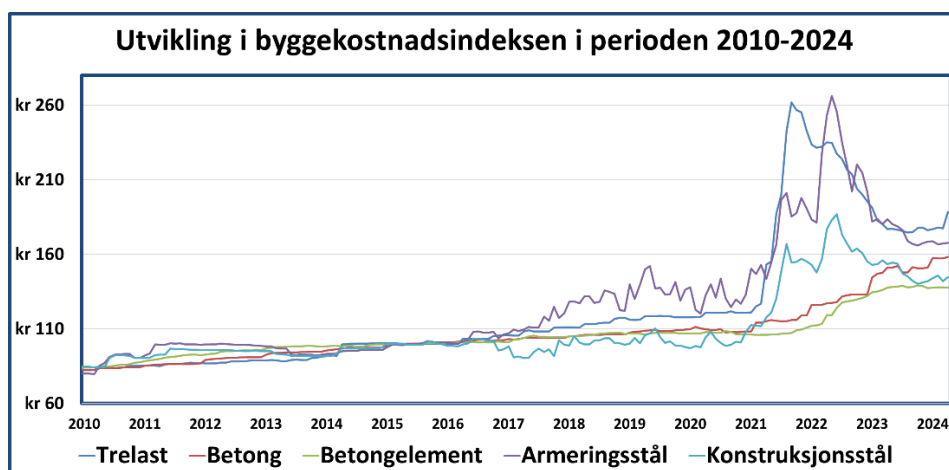


Figur 3: Utvikling i inflasjonsnivå i Norge (kilde: SSB)

I likhet med rentenivået, har inflasjonen økt kraftig i kjølvannet av pandemien. I PwC sin undersøkelse «*Emerging Trends Europe survey 2024*» trekkes inflasjon frem som den nest største trusselen i utviklingen til eiendomsmarkedet de neste 5 årene. Trenden viser en nedgang i inflasjonsnivå, noe som er en utvikling flere eksperter predikerte i PwC sin undersøkelse fra slutten av fjoråret. Etter hvert som inflasjonen avtar og stabiliseres, vil presset på privatøkonomien til kundene lettes og Selvaag Bolig burde se en økning i etterspørsel og omsetning.

## Materialkostnader

Sentrale byggematerialer har opplevd en betydelig prisøkning de siste årene som følge av geopolitisk ustabilitet/konflikt og ettervirkninger fra pandemien. Denne utviklingen har medført friksjon i verdikjedene boligbyggingselskaper er avhengig av, som videre påvirker lønnsomheten til boligutviklerne. Figuren nedenfor illustrerer trenden i byggekostnader i perioden 2005 til april 2024.



Figur 4: Utvikling i byggekostnadsindeksen (kilde: SSB)

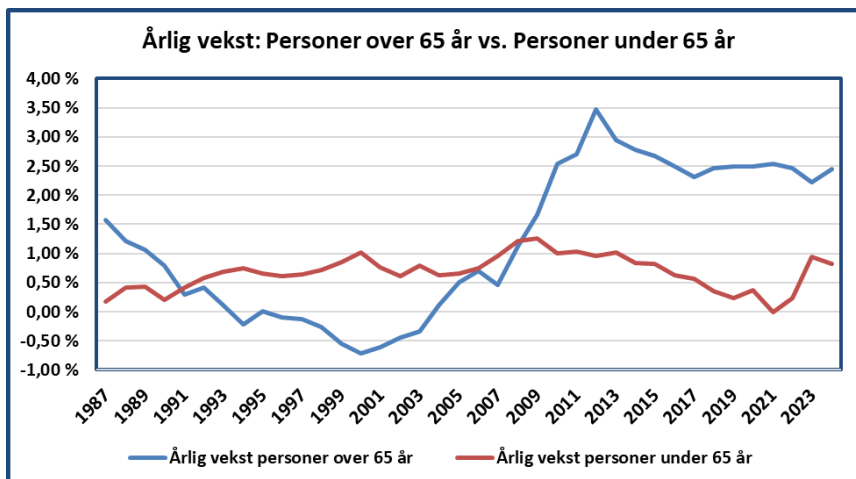
Økte byggekostnader og redusert ressurstilgang trekkes frem som det viktigste problemet som preger boligmarkedet i Europa de neste 5 årene, i PwC sin undersøkelse «*Emerging Trends Europe survey 2024*». Selvaag Bolig konkurransetsetter sine byggeprosjekter i form av totalentreprisekontrakter, noe som bidrar positivt til å sikre lavest mulige byggekostnader i forbindelse med sine boligutviklingsprosjekter gitt de utfordrende tidene byggesektoren opplever i dag.

### 6.1.3 Sosiale faktorer

Sosiale faktorer refererer til de demografiske og kulturelle aspektene som kan påvirke etterspørselen etter et selskaps produkter og tjenester, og hvordan selskapene tilpasser seg disse. Ved å studere endringer i befolkningens struktur, livsstil, forbrukervaner, holdninger og så videre, kan selskaper bedre forutse og kapitalisere på markedstrender og forretningsmuligheter.

### Eldrebølgen

Eldrebølgen i Norge representerer en betydelig demografisk endring som vil skape nye utfordringer i samfunnet, men også nye muligheter. Denne trenden vil ha viktige implikasjoner for boligutviklere i Norge etter hvert som behovssammensetning i samfunnet endres. Figuren nedenfor illustrerer eldrebølgen i Norge ved å sammenligne årlig vekst blant personer under og over 65 år.



Figur 5: Årlig vekst i antall personer over- og under 65 år (kilde: SSB)

Den aldrende befolkningen vil ha en økende etterspørsel etter boliger med tilrettelagte tjenester og ulike fasiliteter. Ved å utvikle boliger som dekker de nye behovene til befolkningen kan boligutviklerne kapitalisere på eldrebølgen. Selvaag Boligs svar på denne trenden er livsstilkonseptet «Selvaag Pluss». Beboerne i disse boligene har tilgang til langt flere tjenester og fasiliteter enn det ordinære private boliger tilbyr i form av blant annet tilgang til vertskap, fellesarealer, tjenester og aktiviteter (Selvaag Bolig, 2023)

### Urbanisering

En stadig større andel av Norges befolkning bor i byer og tettsteder grunnet urbanisering, men også på grunn av naturlig befolkningsvekst og innvandring. Urbaniseringen drives av flere ulike faktorer som arbeidsmuligheter, utdanning, kultur og livsstil. Denne befolkningsveksten kombinert med et boligbyggingsunderskudd har medført høye boligpriser i disse vekstområdene til misnøye for tilflytterne, men til glede for boligutviklere i områdene.

Ved å fokusere på vekstområder kan boligutviklere kapitalisere på den sosiale trenden urbaniseringen representerer, noe Selvaag Bolig ser ut til å være meget bevisst over, som hovedsakelig bygger i vekstområdene Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim (også Stockholm i Sverige). I perioden 2013 til 2023 var Oslo, Trondheim og Bergen områdene med størst folketilvekst i hele landet, hvor Stavanger hadde nest størst folketilvekst i 2023 etter Oslo.

Kommuner	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total folketilvekst
Oslo	10 497	13 213	10 714	8 367	6 709	7 598	12 420	3 516	2 817	9 210	8 673	93 734
Trondheim	2 374	2 950	2 465	3 094	3 081	2 640	2 928	2 432	2 901	2 164	1 905	28 934
Bergen	3 999	3 163	2 279	1 164	1 236	1 398	2 739	1 672	1 329	2 400	2 610	23 989
Lillestrøm	1 449	859	1 326	1 157	1 325	1 936	908	970	2 142	2 420	2 686	17 178
Kristiansand	1 570	1 726	1 109	1 031	2 281	953	1 243	955	1 149	1 832	1 417	15 266
Bærum	1 911	2 097	1 663	1 660	1 446	1 387	891	502	749	892	1 047	14 245
Sandnes	1 869	1 690	1 226	718	832	865	1 261	913	855	1 243	1 154	12 626
Stavanger	1 742	1 476	678	134	329	848	1 462	573	552	1 312	3 037	12 143
Ullensaker	695	872	879	913	1 474	1 658	1 391	834	1 106	1 301	948	12 071
Asker	1 472	1 685	1 037	1 163	654	851	762	474	1 173	1 696	1 031	11 998

Tabell 1: Folketilvekst i norske kommuner over tid (kilde: SSB)

#### 6.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer refererer til hvordan teknologisk innovasjon og endringer påvirker industrier og markeder. Endringer i teknologi kan ha store innvirkninger på hvordan selskaper opererer, hvordan de konkurrerer og hvordan de strukturerer interne prosesser. Å holde takt med den teknologiske utviklingen er avgjørende for å opprettholde konkurransevnen.

#### KI

Kunstig intelligens (KI) har hatt mye fokus i mediebildet de siste årene, med populære språkmodeller som ChatGPT som har demonstrert utallige områder KI kan bistå folk i deres privatliv men også i næringslivet. Kunstig intelligens refererer til dataprogrammer som utfører oppgaver som normalt krever menneskelig intelligens, som læring, resonnement og problemløsning.

I PwC sin undersøkelse «*Emerging Trends Euorpe Survey 2024*» trekkes kunstig intelligens frem som den nest viktigste trenden i eiendomsmarkedet. Respondentene fra undersøkelsen påstår at kunstig intelligens vil påvirke alle ledd i verdikjeden til eiendomsforvaltere, hvor oppgaver som markedsføring og leasing, planlegging og design, drift og eiendelsforvaltning trekkes frem som noen av de viktigste oppgavene som kunstig intelligens vil potensielt kunne påvirke.

Selskaper som er tidlig ute med å adoptere en ny og potensielt bransjebrytende teknologi som kunstig intelligens vil ha fortrinn over konkurrenter som ikke er med på utviklingen. Selvaag

Bolig ser ikke til å ha uttalt seg om deres eventuelle bruk av kunstig intelligens, noe som potensielt kan representere en svakhet i deres konkurransevne.

### Energieffektivisering

Med stadig strengere krav fra både nasjonale og internasjonale regulatoriske myndigheter og en klode i nød, er effektivisering av energiforbruket til eiendommer på toppen av agendaen til alle aktørene i eiendomsbransjen. For å kunne møte miljømålene er eiendomsutviklerne nødt til å investere i ny teknologi som bidrar til å redusere de negative miljørelaterte eksternalitetene forbundet med deres virksomhet. Hvem som er vinnerne og taperne i denne konkurransen vil ha stor betydning for den fremtidige konkurransevnen til de enkelte selskapene.

Selvaag Bolig har en lang historie med bransjebrytende innovasjoner, helt tilbake til Ekeberg prosjektet i 1948. Selskapet slår fast i sine egne retningslinjer at Selvaag Bolig alltid skal søke miljøvennlige løsninger som skal bidra til redusert klimautslipp, både i byggeprosessen og gjennom byggets levetid, hvor det stilles krav til både materialvalg og energieffektivitet (*Selvaag Bolig, 2023*).

Et eksempel på bruk av en ny innovativ teknologi som bidrar til energieffektivisering av selskapets boliger er bruken av offshore teknologi i oppvarmingen av boligene i Landås-prosjektet (består av 187 boliger). Ved å samarbeide med geologiske eksperter fra Ruden AS, oppdaget de at fjellgrunnen på Landås tillater bruk av en «open well park» med bare 40-50 brønner, i motsetning til flere hundre som tradisjonelt kreves. Dette reduserer miljøpåvirkningen betydelig, med færre borehull og større varmekapasitet. Systemet reduserer også behovet for tilført energi og størrelsen på strømmettet i hver leilighet. Prosjektet har vært en suksess hvor boligene nærmer seg å være nullenergibygget. Erfaringene fra dette prosjektet vil være verdifulle for fremtidige prosjekter og konkurransevnen til selskapet (*Selvaag Bolig, 2021*).

### 6.1.5 Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer refererer til de eksterne miljømessige forholdene og trender som kan påvirke virksomheten. Dette innebærer både hvordan selskaper håndterer miljørisikoer men også stadig viktigere, bærekraftsrapportering.

### ESG

ESG står for miljø-, sosiale- og forretningsetiske forhold. Det er kriterier brukt for å evaluere en bedrifts bærekraft og samfunnsansvar, som omfatter faktorer som miljøpåvirkning, arbeidsforhold, etikk og ledelsespraksis.

I PwC sin undersøkelse «*Emerging Trends Europe survey 2024*», trekkes ESG frem som den viktigste driveren bak investeringsbeslutninger, og det viktigste temaet som vil diktere utviklingen i boligmarkedet i Europa de neste tiårene. Utviklingen på dette området går raskt, og er av enorm betydning for boligutviklere. Ikke bare er dette en stor kostnadsbelastning, men også et krav for i det hele tatt kunne delta i markedet. Økte krav knyttet til ESG har medført at flere boliger nærmest har blitt utdatert, i den forstand at det ikke lønner seg å legge inn den nødvendige investeringen for å kunne omsette boligen med overskudd. ESG kostnader er tross alt like store uavhengig av boligens pris. Det vil derfor lønne seg å investere i vekstområder hvor boligprisene er store nok til å kunne bære ESG kostnadene, som omfatter de områdene Selvaag Bolig velger å fokusere på.

I tillegg til press fra de regulatoriske myndighetene, stilles det også ESG krav fra blant annet institusjonelle investorer, banker og kunder som bidrar til å tvinge frem en bransjeomfattende omstilling til bærekraft- og miljøhensyn. Selskapene som vil komme best ut av denne omstillingen er selskap som har kapasitet og vilje til å imøtekomme de nye kravene tidlig, slik at de utvikler nødvendig kompetanse, systemer og kontroller til å sikre etterlevelse av fremtidige krav og evne til å tiltrekke seg kapital og kunder som verdsetter, og ikke minst, krever dette.

### 6.1.6 Lovmessige faktorer

Lovmessige faktorer refererer til de juridiske og regulatoriske forholdene som påvirker hvordan selskapene i et miljø opererer. Dette inkluderer selskapenes rettigheter og forpliktelser, og konsekvensene av brudd på disse i form av sanksjoner, bøter og skader på selskapets omdømme.

### CSRD og ESRS

Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) er et ikke-finansielt rapporteringskrav som har som mål å modernisere og styrke reglene for hvordan selskaper rapporterer sosial og miljømessig informasjon. CSRD krever at selskaper rapporterer i henhold til de europeiske bærekraftsrapporteringsstandardene (ESRS), som er utviklet av European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). Disse standardene dekker ulike områder innen bærekraft, inkludert miljø, sosiale forhold, og styring. Rapporteringen må møte kravene om dobbel vesentlighet, noe som innebærer at selskapene både må rapportere hvordan deres virksomhet påvirker bærekraftsspørsmål, og hvordan bærekraftsspørsmål påvirker selskapenes økonomiske situasjon

For Selvaag Bolig vil CSRD bli gjeldende for rapporteringsåret 2025. Selvaag Bolig har gode forutsetninger for å kunne takle denne omstillingen godt. Selskapet har allerede god erfaring med denne type ikke-finansiell rapportering, hvor de blant annet allerede har utarbeidet tre klimaregnskap, utviklet systemer for datainnhenting og startet arbeidet med implementeringen av dobbelt vesentlighetsanalyse i henhold til kravene i de nye europeiske bærekraftsrapporteringsstandardene. Slike omfattende krav er som nevnt meget kostbare for de rapporteringspliktige, og god soliditet blir dermed en forutsetning for å kunne sikre videre drift i en verden med stadig strengere rapporteringskrav.

*(IBM, Carbon Trust, 2022)*

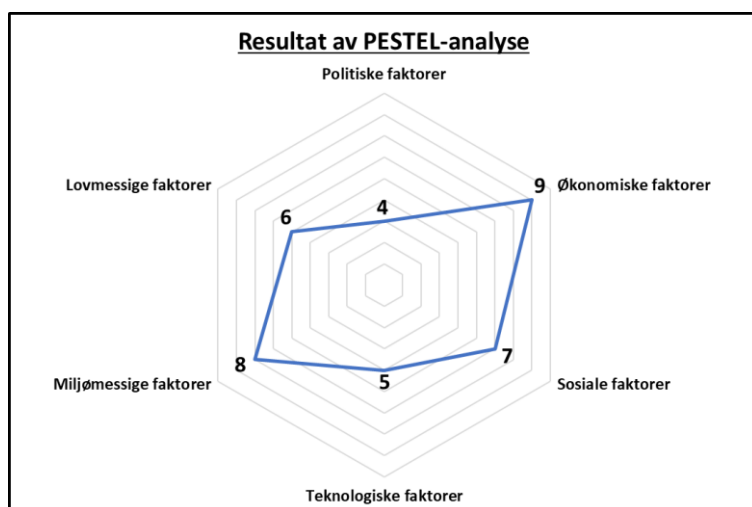
### 6.1.7 Resultat av analysen

Politiske faktorer, som sosial boligpolitikk, gir Selvaag Bolig muligheter til å skape konkurransefortrinn ved å fokusere på bærekraftig utvikling. Sammenlignet med de andre faktorene fremstår de politiske faktorene som litt utydelige i hvordan de vil slå ut på selskapets utvikling.



Økonomiske faktorer, som rentenivå og inflasjon, påvirker både lånekostnader og etterspørsel etter boliger, hvilket krever en solid finansieringsstruktur. Sammenlignet med de andre faktorene er disse av høy viktighet ettersom effektene på verdiskapningen til selskapet er store og direkte på kort sikt. Sosiale faktorer, som eldrebølgen og urbanisering, åpner for nye markedsmuligheter, spesielt med konsepter som «Selvaag Pluss». Sammenlignet med de andre faktorene vil resultatet av de sosiale faktorene først vise seg på lang sikt. Teknologiske faktorer, inkludert kunstig intelligens og energieffektivisering, kan forbedre operasjonell effektivitet, men krever kontinuerlig innovasjon. For boligutviklere ligger det meste av potensialet hos utbyggerne selv. Miljømessige faktorer og ESG-krav øker kostnadsbyrden, men skaper også muligheter for ledende bærekraftsinitiativer. Godt arbeid på denne fronten er avgjørende for selskapets omdømme og verdiskapning på kort og lang sikt. Lovmessige krav, som CSRD, krever robust rapportering, men Selvaag Boligs erfaring med bærekraftsrapportering gir et godt utgangspunkt. Strengere rapporteringskrav knyttet til miljø og klima er av stor betydning, men utover det er det ikke stor utvikling på dette området per dags dato.

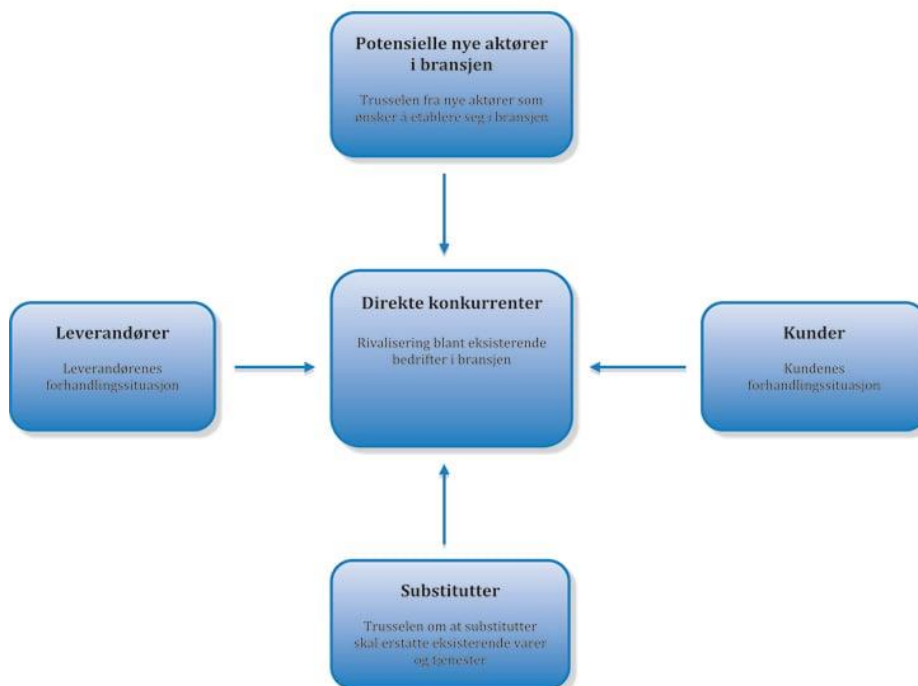
Nedenfor illustreres resultatet av analysen ved hjelp av et radardiagram, hvor hver faktor tildeles en score fra 1 til 10, hvor 10 er best, etter hvor viktig faktoren er for selskapets utvikling.



Figur 6: Resultat av PESTEL-analyse

## 6.2 Porters fem krefters-modell

Porters fem krefters-modell er en ekstern analyse som brukes for å kartlegge konkurransekraftene i en bransje. Modellen består av fem forskjellige krefter som fokuserer på hvordan bedrifter kan øke sin verdi i allerede eksisterende bransje. I denne delen av oppgaven skal vi analysere de ulike kreftene i boligutviklingsbransjen og knytte dette opp mot Selvaag Bolig.



Figur 7: Porters fem krefter (kilde: Regjeringen, 2010)

### 6.2.1 Risiko potensielle nyetableringer

Risiko ved potensielle nyetableringer i bransjen er knyttet til trusselen nye etableringer medbringer for Selvaag Bolig. Nye etableringer vil gi økt konkurranse i bransjen og det er derfor nyttig å se på hvilke inngangsbarrierer som ligger til grunn i bransjen for å kunne skape et bilde av hvilke muligheter som finnes for nyetableringer (Regjeringen, 2010).

Faktorer vi har valgt som påvirker risiko for nyetableringer i bransjen er:

- Kapital
- Lønnsomhet
- Stordriftsfordeler
- Myndighetenes politikk
- Erfaring og relasjoner

For å drive virksomhet i eiendomsutviklingsbransjen kreves det et signifikant behov for kapital. Både tomter og byggingskostnader koster mye penger, samtidig som det skaper inntekt ved ferdigstillelse, dette er med på å minimere risiko og skaper insentiv hos bankene til å godkjenne lån. Boligutviklingsbransjen har høy lønnsomhet, noe som gjør det attraktivt for inntrengere og dermed øker trusselen for nyetableringer. Nyetableringer som tar sikte på å være store aktører i markedet har høyt kapitalbehov mens de som sikter inn mot å være mindre aktører krever lavere kapitalbehov. Stordriftsfordeler gir gode muligheter for holde på konkurransefordeler i et marked, disse fordelene er til stede da enhetskostnadene synker ved økt produksjon av volum. Store aktører som jobber med store prosjekter, har bedre muligheter til å kunne opparbeide seg gunstige stordriftsfordeler enn mindre nyetableringer.

Myndighetene kan sette restriksjoner og begrensninger for å påvirke ulike bransjer, som deretter påvirker nåværende aktører og eventuelle fremtidige aktører. I boligutviklingsbransjen er lokasjon og areal to sentrale element for verdien til et prosjekt. Bygningsloven § 12-2 (2024) om områderegulering setter begrensninger for hvor aktører kan utarbeide prosjekter, og kan medføre vanskeligheter for etableringen til nyetableringer.

Allerede etablerte aktører har oftest en fordel når det kommer til kunnskap og erfaring i bransjen. Dette er en faktor som påvirker faren for nyetableringer og gir aktører som Selvaag Bolig en konkurransefordel. Det samme gjelder for leverandører i den grad at allerede etablerte aktører ofte har faste leverandører som har god kjennskap til aktøren, dette kan medbringe ulike fordeler gjennom bedre avtaler på grunn av lojalitet, som ikke nyetableringer har mulighet til.

### 6.2.2 Trussel fra substitutter

En substitutt er et produkt eller tjeneste som dekker samme behov som det man selv tilbyr (*Digital Norway, 2022*). Trussel fra substitutter er knyttet til i hvilken grad produkter fra andre bransjer kan påvirke Selvaag Bolig. Substitutter er med på å redusere lønnsomheten dersom det eksisterer flere substitutter i en bransje. Ettersom at Selvaag Bolig bygger og selger boliger vil substitutter i deres tilfelle være en – og tomannsboliger i tillegg til allerede eksisterende brukte boliger. Substitutter anses som en markant trussel for Selvaag Bolig.

### 6.2.3 Kunders forhandlingsstyrke

Kunders forhandlingsstyrke er knyttet til kunders mulighet for å påvirke elementer som pris, etterspørsel, service og lignende. Man kan si at kundenes forhandlingsstyrke sier noe om hvor stor makt kundene har i markedet.

Dersom de potensielle kundene til Selvaag Bolig har mange potensielle tilbydere, så vil kundenes forhandlingsstyrke være høyere enn dersom de har få tilbydere. Forholdet mellom tilbud og etterspørsel er avgjørende for å kunne si noe om kunders forhandlingsstyrke. Etterspørselen til kunder avhenger av flere faktorer som størrelse på bolig, priser og beliggenhet. Desto høyere etterspørselen er, desto lavere blir forhandlingsstyrken til kundene.

Tilgang på informasjon i boligutviklingsbransjen er lett tilgjengelig og tilbudet av boliger er høyt, dette øker forhandlingsstyrken til kundene ved at det har flere alternativ å velge mellom. Derimot er det også stor etterspørselen etter boliger, alle trenger et sted å bo, noe som kan svekke forhandlingsstyrken til kundene.

### 6.2.4 Leverandørers forhandlingsstyrke

Leverandørers forhandlingsstyrke er knyttet til leverandørers mulighet for å påvirke faktorer som pris, etterspørsel, service og lignende. Dersom Selvaag Bolig har flere forskjellige leverandører å velge mellom så vil leverandørene forhandlingsstyrke være lavere enn dersom de har få potensielle leverandører.

Boligutviklingsbransjen krever flere forskjellige typer leverandører på grunn alle de ulike forretningsområdene som tas i bruk. Aktørene i boligutviklingsbransjen tar i bruk leverandører som banker, entreprenører og arkitekter. Alle disse tjenestene tilbyr flere ulike leverandører. Bankene leverer tjenester som lån, her må det tas stilling til hvilke banker som er villig til å gi de mest gunstige lånene for Selvaag Bolig. Arkitekter og entreprenører velges ut fra forholdet mellom pris og ferdigheter/ kompetanse.

De leverandørene som kan tilby de beste betingelsene er de leverandørene som har høyest forhandlingsstyrke. Langsiktige samarbeidsavtaler med boligutviklingsaktører vil være viktig for leverandørene.

#### 6.2.5 Rivalisering blant aktører

Den siste av Porters fem krefter er rivalisering blant aktører, dette omhandler den allerede eksisterende konkurransen med bedrifter som tilbyr det samme som Selvaag Bolig (*Regjeringen, 2010*). Etablerte selskaper vil alltid posisjonere seg så bra som mulig i forhold til konkurrentene sine, og dette skaper økt konkurranse. I dette kapittelet skal vi se nærmere på rivaliseringsgraden mellom Selvaag Bolig og de andre aktørene i boligutviklingsbransjen.

Faktorer vi har valgt som påvirker konkurransesituasjonen i bransjen er:

- Antall konkurrenter
- Likhet av produktene som tilbys
- Bransjevekst
- Kunder og etterspørsel
- Kostnader
- Avviklingshindringer

Boligutviklingsbransjen består av mange ulike aktører, både små og store. Mange konkurrenter i en bransje fører til stor konkurranse for å bli valgt av kundene og dermed blir lønnsomheten lavere, dette gir høy rivalisering selv om de store aktørene som Selvaag Bolig har et konkurransefortrinn ved å kunne tilby attraktive eiendommer.

Kunder og etterspørsel omhandler hverandre, desto flere kunder desto høyere etterspørsel og vice versa. Høy etterspørsel i markedet vil påvirke bransjen ved lavere konkurranse blant aktørene og dermed skape høyere lønnsomhet. Kundelojalitet spiller ikke en signifikant rolle men kan deles inn i to ulike sider. På den ene siden er kundelojalitet ikke en faktor som påvirker boligutviklingsbransjen i stor grad ettersom at viljen til gjenkjøp av boliger ikke forekommer ofte, på grunn av at man sjeldent kjøper og selger boliger. På den andre siden kan kundelojalitet spille en rolle ved at kunder anbefaler å bruke Selvaag Bolig til andre potensielle kunder. Ved høye kostnader brukes kvantumsproduksjon som løsning for å få lavest mulig enhetskostnader. Problemet med dette er at det kan gi overproduksjon som øker tilbud og reduserer priser, og dermed svekkes aktørens lønnsomhet.

I enkelte bransjer er det mulighet for å komme seg lett ut av markedet, mens i andre bransjer kan det være mer problematisk. Avviklingshindringer kan være faktorer som allerede eksisterende avtaler, økonomiske hindringer og følelsesmessige grunner. Disse faktorene kan føre til at aktøren føler en tvang for å bli værende i markedet selv om lønnsomheten synker, dermed øker konkurransen i markedet. I boligutviklingsbransjen er eiendelene man besitter generelt sett enkle å selge, hvilket gjør at avviklingshindringene i bransjen er forholdsvis lave.

#### 6.2.6 Resultatet av analysen

Ved bruk av Porters fem krefters modell har vi gjort rede for og analysert ulike konkurranseforhold i boligutviklingsbransjen. Videre skal vi oppsummere og rangere de forskjellige av Porters fem konkurransekrefter i tre forskjellige kategorier, lav, moderat eller høy.

Kapitalbehovet for nyetableringer kan være overkommelig, og ved hjelp av banker er ikke inngangsbarrierene for høye til å gi nyetableringer gode muligheter for å komme inn i markedet. Faktorer som derimot gjør det mer vanskelig å etablere seg er at flere erfarne aktører har opparbeidet seg stordriftsfordeler og gode relasjoner, samt tilgang til attraktive tomter. Dermed settes trussel fra nyetableringer til moderat. Graden av trusler fra substitutter

baserer seg på behovet til kundene. Det finnes flere ulike substitutter til Selvaag sine boliger, trusselen fra substitutter anses som moderat/høy. På den ene siden gir et stort antall kunder høy etterspørsel som senker kundenes forhandlingsmakt, attraktive boliger gir mer makt til Selvaag Bolig. På den andre siden øker kundenes forhandlingsmakt på grunn av lett tilgjengelig informasjon og høyt tilbud av boliger. Kundenes forhandlingsstyrke settes til moderat. Utvalget av leverandører i boligutviklingsbransjen er stor og det er mer opp til leverandørene å tilby de beste avtalene. Leverandørenes forhandlingsstyrke settes dermed til lav. Ettersom at boligutviklingsbransjen består av mange aktører, medfører dette stor konkurranse. Kundelojalitet gir ikke en spesielt stor konkurransefordel og utviklingshindringene er små. Høy etterspørsel etter nye boliger vil svekke rivaliseringen, samtidig som at Selvaag Bolig har lang erfaring og kan besitte en god konkurransefordel med attraktive eiendommer. Konklusjonen blir at rivalisering blant aktører stilles til et moderat nivå.

Tabellen nedenfor viser inndeling av de fem kreftene i Porters modell og konkurransegraden til de ulike kreftene.

<b>Oppsummering av Porters fem krefter</b>	
Risiko for potensielle nyetableringer	<b>Moderat</b>
Trussel fra substitutter	<b>Moderat/høy</b>
Kunders forhandlingsstyrke	<b>Moderat</b>
Leverandørers forhandlingsstyrke	<b>Lav</b>
Rivalisering blant aktører	<b>Moderat</b>

Figur 8: Oppsummering av Porters fem krefter

## 6.3 VRIO analyse

VRIO analyse er et strategisk verktøy som brukes til å evaluere et selskaps interne ressurser og evner for å finne ut hvilke av disse som kan gi selskapet en varig konkurransefordel. VRIO står for Verdi, Sjeldenhet, Imiterbarhet og Organisasjon. Dette er attributter som definerer en ressurs evne til å skape konkurransefortrinn, og jo flere av disse attributtene den enkelte ressurs besitter, jo større er sannsynligheten for at nettopp denne ressursen vil skape og bevare konkurransefortrinn.

Ved å benytte dette verktøyet i vår verdsettelse av Selvaag Bolig håper vi å kunne identifisere de ressurser og evner selskapet må dyrke og videreutvikle for å skape abnormale økonomiske resultater.

### 6.3.1 Selvaag Pluss og Selvaag City

I 2004 introduserte Selvaag Bolig et nytt livsstilskonsept kalt «Selvaag Pluss». Dette er et varemerkekonsept som tilbyr eierne av boligene ekstra tjenester og fasiliteter for å forbedre bomiljøet og gjøre hverdagen enklere. Eksempler på slike tjenester og fasiliteter er tilgang til et serviceområde med bemannet resepsjon, kaffebar, gjesterom, treningsrom, møterom, selskapsrom og kjøkken (*Selvaag Bolig, 2024b*). I tillegg til Selvaag Pluss konseptet jobber også selskapet med å igangsette byggingen av det helt nye konseptet Selvaag City. Selvaag City tar utgangspunkt i Selvaag Pluss, men fokuserer på byutvikling ved å bygge mer kompakte boliger for å møte den urbane livsstilen. Det gjøres ved å integrere ulike livsaspekter av bylivet som kollektiv transport, rekreasjonsområder og grønne områder.

Konseptene har en verdi for selskapet fordi konseptene fokuserer på å møte de nye kundebehovene som utvikler seg i det moderne samfunnet, som ordinære boligkonsepter ikke gjør. Selvaag Pluss er spesielt godt rustet for å møte eldrebølgen ved å tilby den eldre befolkningen bedre sikkerhet, bedre tjenester og redusert ensomhet som vil gjøre at de kan bo hjemme lenger, og vil ha verdi for både Selvaag Bolig som tilbyder og samfunnet ettersom det vil lette på presse på helsesektoren.



For unge mennesker vil Selvaag City være spesielt attraktivt ettersom mye av mulighetene for denne demografien ligger i urbane områder. Det er en utvikling blant unge mennesker å bo alene i større grad enn tidligere, og ved å kunne tilby mindre areal for en rimeligere pris sammenlignet med Selvaag Pluss, vil dette konseptet kunne bidra til å utvide markedet til selskapet og ivareta viktige hensyn nedfelt i regjeringens nasjonale strategi for den sosiale boligpolitikken.

Selvaag Pluss er et unikt konsept i markedet til tross for at konseptet ble introdusert i 2004. Selvaag City vil trolig være mindre unikt i markedet ettersom de fleste boliger i storbyene ligger nærme urbane fasiliteter og tjenester. Det er mulig å imitere begge konseptene, men det vil kreve sterke ressurser i form av humankapital for å kunne utvikle en kombinasjon av tjenester og designelementer som tilsvarer det Selvaag Bolig tilbyr i dag.

Selskapets organisering fungerer godt til å utvikle slike unike konsepter. Gjennom tilgang på en betydelig tomtebank gjennom samarbeidet med Urban Property sikrer selskapet seg tomter som egner seg til konseptene. Ved å konkurransesette entreprenørvirksomheten vil selskapet alltid ha tilgang til markedsledende kompetanse til å bygge og integrere de unike designelementene i konseptene. Ved å organisere Selvaag Pluss i et eget datterselskap oppnår Selvaag Bolig gunstig risikoseparasjon og spesialisering.

### 6.3.2 Partnerskap med Urban Property

I 2020 solgte Selvaag Bolig store deler av sin tomteportefølje til Urban Property. Gjennom samarbeidet med Urban Property vil Selvaag Bolig sikre seg tilgang på attraktive boliger i vekstområdene selskapet ønsker å utvikle boliger i. Urban Property er en solid og kapitalsterk partner for Selvaag Bolig.

Partnerskapet har en verdi for Selvaag Bolig fordi det gjør det mulig for selskapet å rendyrke sin kjernevirksomhet. Å kunne fokusere på egen kjernevirksomhet vil bidra til å øke den operasjonelle effektiviteten, som igjen vil medføre både kostnadsbesparelser og økte inntekter i form av bedre produkter og tjenester. Samarbeidet betyr også at Selvaag Bolig ikke trenger å binde egenkapital eller ta opp gjeld for å kunne finansiere kjøp av nye tomter som selskapet

ønsker å utvikle. Dette bidrar positivt til selskapets finansielle stilling og fleksibilitet i form av reduserte kapitalkostnader og styrket egenkapital.

Naturen av tomtebanken til Selvaag Bolig er sjelden i markedet fordi det forutsetter en stor grad av lojalitet og langsiktighet mellom to næringsdrivende som ligner mer på et Japansk forretningsforhold enn et vestlig. Av samme årsak er også tilgangen på en slik tomtebank problematisk å imitere, som i tillegg til tillit, også bygger på en forutsetning om at Selvaag Bolig har stor etterspørsel etter deres boliger i vekstområder for å kunne rettferdiggjøre risikofordelingen. Ved å selge vesentlige deler av Selvaags Boligs tomtebank i 2020 til Urban Property skaper det en organisasjonsstruktur som skaper en gunstig risikospredning for Selvaag Bolig som øker styrken og kapasiteten til å kjøpe lovende boliger i de vekstområdene Selvaag Bolig fokuserer på.

### 6.3.3 Mager organisasjonsstruktur

Selvaag Bolig er morselskapet i en konsernstruktur som delegerer det operasjonelle ansvaret til sine datterselskap. I 2023 hadde konsernet totalt 84 årsverk, hvor 61,6 av årsverkene var i morselskapet, og 22,4 var i datterselskapet (*Selvaag Bolig, 2023*). Konsernet er organisert på en måte som skal fremme fokus på boligutvikling, og har dermed valgt å konkurransesette alle entrepriser for å underbygge denne strategien.

Å organisere selskapet på denne måten skaper verdier i form av kostnadsbesparelser gjennom reduserte overhead kostnader. I tillegg oppnår Selvaag Bolig økt fleksibilitet, slik at selskapet kan tilpasse seg markedssituasjonen ved å kunne skalere opp og ned aktiviteten uten at dette medfører problemer knyttet til bemanning og kapasitet. Å strukturere selskapet på denne måten er derimot ikke uvanlig i boligutviklerbransjen, og det er heller ikke vanskelig å imitere. Strukturen er utvilsomt en sentral del av strategien til Selvaag Bolig, og medfører store verdier for selskapet, men en slik organisering er mer eller mindre bransjestandarden.

### 6.3.4 Evnen til å sikre inntekter før kostnader påløper

Selvaag Bolig pådrar seg ingen kostnader foruten utviklingskostnader, før minst 60% av inntektene forbundet med sine prosjekter er sikret gjennom forhåndssalg. Dette er et resultat

av partnerskapet med Urban Property og valget om å konkurransenutsette alle entrepriser. Etter at målet om 60% forhåndssalg er nådd, begynner bygging av boligene. På dette tidspunktet betaler selskapet 50% av tomteprisen til Urban Property, hvor de resterende 50% betales ved ferdigstillelse av prosjektet.

Dette skaper verdi for selskapet ved å redusere den finansielle risikoen som normalt er forbundet med kapitalintensive virksomheter som bygging av boliger. Selskapet oppnår også bedre likviditetsstyring via kontrollen selskapet ivaretar gjennom prosessen. Å sikre forhåndssalg før byggekostnader o.l. begynner å løpe er ikke sjeldent i boligutviklingsbransjen, men å utsette kostnader forbundet med tomten er noe mer unikt for Selvaag Bolig, som i tillegg vil være utfordrende å imitere ettersom det krever en strategisk og langsiktig avtale med en kapitalsterk partner. Ved å organisere på en slik måte at alle entrepriser konkurransenutsettes og alle tomtekjøp går gjennom en strategisk avtale med en nærstående part, bidrar selskapets organisering til å øke evnen til å sikre inntekter før betydelige kostnader påløper.

#### 6.3.5 Investeringsstrategi

En sentral del av Selvaag Boligs overordnede strategi er å fokusere på de mest lukrative vekstområdene i Norge – Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim. I tillegg utvikler selskapet også boliger i Stockholm, Sverige. Å føre en slik investeringsstrategi skaper verdi for Selvaag Bolig i form av økte inntekter og mer solide marginer. Boligene i vekstområdene er høyt etterspurt, som resulterer i høye boligpriser med en sterk og stabil vekst. At boligene har høy markedsverdi gjør dem også egnet til å takle regulatoriske kostnader som slår likt ut på alle boliger i landet, som for eksempel bærekraftsrapportering.

Selvaag Bolig er ikke alene om å drive boligutvikling i disse områdene, men grunnet de høye prisene og strenge regulatoriske krav, er ikke denne type investeringsstrategi noe hvem som helst kan bestemme seg for å adoptere. Investeringsstrategien blir dermed også vanskelig å imitere ettersom den krever enorme mengder kapital og immaterielle ressurser i form av erfaring og kompetanse. Ved å organisere selskapet på en måte som fokuserer på kjernevirksomheten, boligutvikling, er selskapet i stand til å møte de unike kravene som stilles, fra regulatoriske krav til kulturelle preferanser blant beboerne.

### 6.3.6 Resultat av analysen

Ved hjelp av analysen har vi fått avdekket og analysert sentrale interne ressurser og kapabiliteter selskapet besitter som potensielt kan representere varige konkurransefortrinn og dermed en kilde til abnormale økonomiske resultater.

Gjennom unike konsepter som Selvaag Pluss og Selvaag City, adresserer selskapet både eldrebølgen og urbaniseringen, noe som skaper betydelig verdi ved å møte spesifikke kundebehov som vanlige boligkonsepter ikke dekker. Dette gjør konseptene verdifulle og til en viss grad sjeldne, selv om de kan imiteres med sterke ressurser.

Partnerskapet med Urban Property er en annen kritisk ressurs som skiller seg ut som sjelden og utfordrende å imitere, noe som gir Selvaag Bolig tilgang til attraktive tomter uten å binde opp egenkapital, og dermed forbedrer selskapets finansielle fleksibilitet og risikostyring. Videre sikrer Selvaag Bolig inntekter før kostnader påløper gjennom en gunstig avtalestruktur, som reduserer finansiell risiko og forbedrer likviditetsstyringen.

Selvaag Boligs slanke organisasjonsstruktur og deres fokus på kjernevirksomheten bidrar til operasjonell effektivitet og fleksibilitet, selv om denne strategien er vanlig i bransjen. Investeringsstrategien bidrar til sterke og stabile inntekter for Selvaag Bolig. Ressursen er ikke sjelden men krever sterke ressurser for å kunne imiteres. Organiseringen av selskapet er velegnet til å få mest mulig ut av strategien.

Resultat av VRIO analyse					
Ressurs	Verdi	Sjeldenhet	Imiterbarhet	Organisasjon	Score
Investeringsstrategi	5	2	4	4	15
Selvaag Pluss/City	3	4	3	4	14
Partnerskap med UP	3	3	3	4	13
Mager organisasjon	4	1	1	5	11
Sikre inntekter	3	1	2	3	9

**Poengsystem**  
5 = Sterk  
4 = God  
3 = Moderat  
2 = Litt svak  
1 = Svak

Figur 9: Resultat av VRIO analyse

## 7. Økonomisk analyse av Selvaag Bolig

---

I denne delen av oppgaven vil vi beregne sentrale nøkkeltall basert på regnskapsinformasjon for å få en bedre forståelse av Selvaag Boligs finansielle effektivitet og helse ved å sammenligne ulike økonomiske parametere. Vi vil i tillegg måle Selvaag Boligs nøkkeltall opp mot samme nøkkeltall fra bransjeutvalget vi introduserte tidligere i oppgaven. På denne måten vil vi få en bedre forståelse av Selvaag Boligs relative prestasjon på de ulike parameterne. Funnene fra analysene vil sammen med strategiske analyser og historisk regnskapsinformasjon danne grunnlaget for estimering av selskapets fremtidige kontantstrømmer i neste del av oppgaven. Nøkkeltallene vi vil beregne kan inndeles i tre kategorier, rentabilitet, finansiering/soliditet og likviditet. Vi vil videre ta for oss hver enkelt kategori.

### 7.1 Rentabilitetsanalyse

En rentabilitetsanalyse vurderer et selskaps evne til å skape overskudd med den investerte kapitalen. Rentabilitet er altså et mål på lønnsomheten til selskapet, noe som er av stor interesse, spesielt for aksjonærer og andre potensielle investorer. Rentabiliteten til et selskap er tett knyttet opp mot markedets oppfatning av selskapets verdi, og det er derfor av betydning når man skal fatte en investeringsbeslutning. Ved å måle og sammenligne rentabiliteten til Selvaag Bolig opp mot andre sammenlignbare selskaper fra eiendomsmarkedet, håper vi å være bedre i stand til å si noe om selskapets relative evne til å skape verdier med den investerte kapitalen.

#### 7.1.1 Totalkapitalrentabilitet

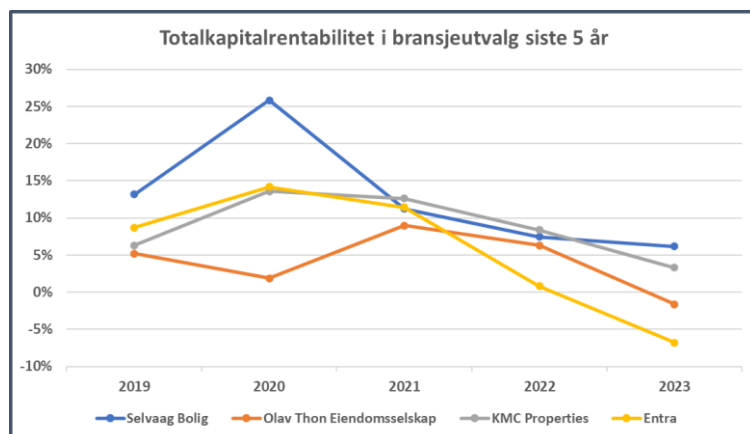
Totalkapitalen er ett av de mest brukte målene på et selskaps lønnsomhet. Nøkkeltallet utledes ved å dele selskapets resultat før skatt korrigert for rentekostnader på den totale kapitalen som er investert i selskapet. Formelen vi bruker for å beregne totalkapitalrentabiliteten blir dermed som vist nedenfor.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Formel 5: Totalkapitalrentabilitet

Formålet med nøkkeltallet er å måle hvor effektivt selskapet bruker alle sine tilgjengelige ressurser/eiendeler, uavhengig om eiendelene er finansiert med gjeld eller egenkapital. Det blir derfor nødvendig å korrigere resultatet til selskapet for skatt og rentekostnader. Hvilken skatt selskapet betaler har ingen betydning for hvor effektivt selskapet forvalter den totale investeringen i selskapet, det samme gjelder rentekostnader. Vi benytter også gjennomsnittlig total kapital i nevneren ettersom selskapet ikke har hatt den samme total kapitalen tilgjengelig gjennom hele perioden.

I figuren nedenfor har vi beregnet total kapitalrentabiliteten for alle selskapene i bransjeutvalget (i perioden 2019 til 2023) og plottet verdiene inn i et linjediagram.



Figur 10: Total kapitalrentabilitet i bransjeutvalg siste 5 år

I år 2020 opplever Selvaag Bolig en betydelig oppgang i total kapitalrentabiliteten. Et viktig element bak dette tallet er resultateffekten fra selskapets salg av sin tomtebank til Urban Property som ble gjennomført dette året. Vi kan se at både KMC Properties og Entra også opplever en oppgang i lønnsomhet. Dette kan tyde på at deler av økningen i lønnsomheten til Selvaag Bolig kan forklares gjennom at bransjen som helhet hadde et godt år. At Olav Thon Eiendomsselskap presterer dårligere i denne perioden er nok grunnet at pandemien slo ekstra

negativt ut på kjøpesentre som utgjør en stor andel av eiendomsporteføljen til Olav Thon Eiendomsselskap.

I perioden 2021 til 2023 ser vi hvordan de makroøkonomiske faktorene som gjennomsyrrer hele økonomien i denne perioden slår ut på total kapitalrentabiliteten til hele bransjeutvalget. Perioden preges av høye styringsrenter, høy inflasjon og høye materialkostnader. Som påpekt i PESTEL analysen er dette et resultat av økt geopolitisk uro/konflikt og ettervirkninger fra pandemien. Nedgangen i total kapitalrentabiliteten vil trolig ikke vedvare. Utover utfordringene alle selskapene opplever, så presterer Selvaag Bolig bra sammenlignet med bransjeutvalget på dette nøkkeltallet.

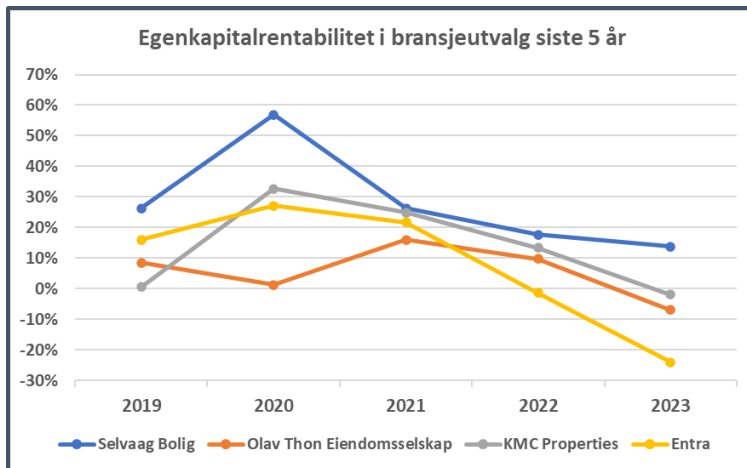
### 7.1.2 Egenkapitalrentabilitet

På samme måte som ved total kapitalrentabiliteten er egenkapitalrentabiliteten et mål på selskapets evne til å skape økonomiske overskudd med den investerte kapitalen, men her fokuserer vi utelukkende på hvor effektivt selskapet klarer å skape et overskudd med den investerte egenkapitalen, altså den andelen av total kapitalen som eierne av selskapet har skutt inn. Resultat korrigeres dermed ikke for rentekostnader ettersom dette er verdier som tilføres kreditorene og ikke aksjonærene, og resultatet fordeles naturligvis på egenkapitalen for dette nøkkeltallet. Formelen vi bruker for å beregne egenkapitalrentabiliteten gjengis nedenfor.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Formel 6: Egenkapitalrentabilitet

I figuren nedenfor har vi beregnet egenkapitalrentabiliteten for alle selskapene i bransjeutvalget (i perioden 2019 til 2023) og plottet verdiene inn i et linjediagram.



Figur 11: Egenkapitalrentabilitet i bransjeutvalg siste 5 år

Gjennom perioden ser vi at utviklingen for dette nøkkeltallet er svært lik utviklingen i totalkapitalrentabilitet. Forskjellen mellom nøkkeltallene ligger i evnen selskapet har til å utnytte finansiell giring til å oppnå en avkastning på egenkapitalen som er større enn avkastningen på totalkapitalen. Dette kan belyses ved hjelp av brekkstangformelen, som vist nedenfor.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \text{Totalkapitalrentabilitet} + \frac{G}{EK} \times (\text{Totalkapitalrentabilitet} - r)$$

Formel 7: Brekkstangformelen

Formelen sier i korte trekk at dersom selskapet klarer å skape en avkastning på totalkapitalen som er større enn den gjennomsnittlige rentekostnaden så vil egenkapitalrentabiliteten være større enn totalkapitalrentabiliteten. Nøyaktig hvor mye større den vil være blir avgjort av gjeldsgraden til selskapet.

Vi kan se at Selvaag Bolig ligger over resten av bransjeutvalget på dette nøkkeltallet også, men de gjør det litt ekstra bra når det kommer til egenkapitalrentabiliteten sammenlignet med resten av bransjeutvalget. Det vil si at Selvaag Bolig håndterer sin finansieringsstruktur på en måte som skaper ekstra avkastning til aksjonærene sammenlignet med bransjeutvalget, noe



som er av vesentlig betydning blant investorer når de skal velge hvilket selskap de ønsker å investere i, ettersom det er egenkapitalrentabiliteten som betyr mest for investoren.

### 7.1.3 Oppsummering

Selvaag Bolig presterer godt på lønnsomhet sammenlignet med bransjeutvalget både når man vurderer selskapets evne til å forvalte den totale kapitalen investert i selskapet, og egenkapitalen skutt inn av eierne. Selskapet presterer ekstra godt på avkastningen til selskapets egenkapital. Dette er trolig et resultat av selskapets samarbeid med Urban Property som bidrar til økt finansiell fleksibilitet og risikostyring, som medfører redusert bruk av egenkapital og dermed en høyere egenkapitalrentabilitet. Dette er viktige nøkkeltall å prestere godt på, for at selskapet skal kunne rettferdiggjøre en høy markedsverdi.

## 7.2 Finansierings- og soliditetsanalyser

Formålet med finansieringsanalyser er å undersøke hvordan en bedrift finansierer sin virksomhet. Dette innebærer å vurdere ulike kilder til kapital, som egenkapital og gjeld, og forstå forholdet mellom disse. Formålet med soliditetsanalyser er å vurdere bedriftens langsiktige finansielle stabilitet og evne til å tåle økonomiske svingninger. Ved å benytte finansierings- og soliditetsanalyser i vår verdsettelse av Selvaag Bolig og sammenligne resultatet med bransjeutvalget håper vi å få innsikt i selskapets relative finansielle helse og risiko.

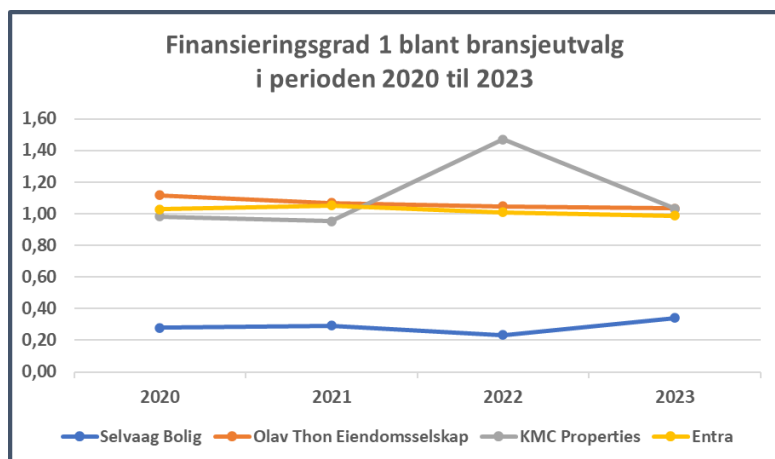
### 7.2.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 er en finansieringsanalyse som måler i hvilken grad selskapets langsiktige eiendeler, altså anleggsmidler, er finansiert med langsiktig kapital. Anleggsmidler har lang økonomisk levetid, og ved å finansiere disse med langsiktig kapital sørger man for at selskapets betalingsforpliktelser sammenstilles med de inntektene anleggsmidlene skaper over tid. Nøkkeltallet utledes ved å dele selskapets anleggsmidler på selskapets langsiktige kapital, altså egenkapital + langsiktig gjeld, som vist i formelen nedenfor.

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

Formel 8: Finansieringsgrad 1

I figuren nedenfor har vi beregnet finansieringsgrad 1 for alle selskapene i bransjeutvalget (i perioden 2020 til 2023) og plottet verdiene inn i et linjediagram.



Figur 12: Finansieringsgrad 1 blant bransjeutvalg i perioden 2020-2023

Vi kan tydelig se ut ifra figuren at Selvaag Bolig skiller seg fra resten av eiendomsutviklerne i bransjeutvalget. Grunnen til dette ligger i at Selvaag Bolig utvikler eiendommer for videresalg og ikke utleie. Det vil si at Selvaag Bolig har store verdier i sine omløpsmidler, nærmere bestemt, i deres varelager som består av eiendommer selskapet har under utvikling og alt det innebærer. Resten av utvalget derimot, utvikler eiendommer for varig eie og bruk til utleie, og inngår derfor i selskapenes anleggsmidler.

Dette forandrer ikke faktumet at Selvaag Bolig er utsatt for betydelig mindre risiko med sin finansieringsstruktur enn resten av utvalget, som alle klarer å bevege seg over et nøkkeltall på 1. Et nøkkeltall på 1 eller over betyr for bransjeutvalget at deler av deres anleggsmidler, som er langsiktige investeringer, finansieres med kortsiktig gjeld. Denne type gjeld er dyr og forfaller på kort sikt, og er ikke i overensstemmelse med innbetalingsprofilen til slike langsiktige investeringer. Dette kan medføre likviditetsproblemer og dermed øker risikoen

forbundet med selskapene. I motsatt tilfelle har Selvaag Bolig en langt mindre kapitalintensiv virksomhet, hvor det meste av selskapets aktiverte verdier likvideres på kort sikt, og selskapet er derfor bedre rustet til å møte sine betalingsforpliktelser og har større evne til å betale ut utbytte. Denne finansielle fleksibiliteten er i stor grad et resultat av en rekke tiltak som inngår i selskapets strategi som påpekt i VRIO analysen av Selvaag Bolig tidligere i oppgaven.

### 7.2.2 Egenkapitalprosent

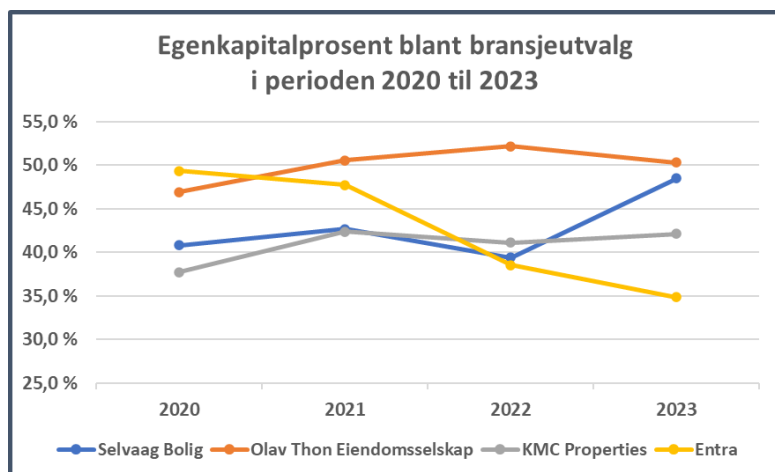
Et viktig og ofte brukt mål på et selskaps soliditet er egenkapitalprosenten. Nøkkeltallet forteller enkelt og greit hvor stor andel egenkapitalen utgjør av selskapets total kapital. Nøkkeltallet utledes dermed med å dele selskapets egenkapital på selskapets total kapital, som vist i formelen under.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Total kapital}}$$

*Formel 9: Egenkapitalprosent*

En sterk egenkapitalprosent gir selskapet fleksibilitet, et solid grunnlag for vekst og kanskje det viktigste, redusert risiko for økonomiske problemer i form av et buffer mot økonomiske tap. Av denne grunn er nøkkeltallet av stor interesse, spesielt for kreditorer som banker og andre finansielle institusjoner.

I figuren nedenfor har vi beregnet egenkapitalprosenten for alle selskapene i bransjeutvalget (i perioden 2020 til 2023) og plottet verdiene inn i et linjediagram.



Figur 13: Egenkapitalprosent blant bransjeutvalg i perioden 2020-2023

Vi kan se at Selvaag Bolig har en relativt lav egenkapitalprosent sammenlignet med bransjeutvalget de første årene, men den er på ingen måte svak. At egenkapitalen til Selvaag Bolig er svakere enn bransjeutvalget reflekterer den økte graden av finansiell giring (som avdekket i rentabilitetsanalysen) som selskapet praktiserer for å skape en større avkastning på egenkapitalen til selskapets investorer. Grunnen til at egenkapitalen gikk betydelig opp i 2023 skyldes trolig at Selvaag Bolig hadde et betydelig lavere aktivitetsnivå i 2023 enn tidligere år. Selvaag Bolig lånefinansierer 100% av sine byggekostnader, som betyr at byggelånene for 2023 er redusert fra tidligere år og dermed øker egenkapitalprosenten. Denne egenkapitalprosenten vil derfor trolig ikke vedvare over tid, etter hvert som markedssituasjonen normaliserer seg, noe de fleste prognoser tilsier vil skje innen kort tid.

### 7.2.3 Oppsummering

Finanseringsgrad 1 avdekket at Selvaag Bolig har en sunn finansieringsstruktur, hvor den langsiktige kapitalen finansierer alle investeringer i anleggsmidler og betydelige andeler av investeringene i omløpsmidler. Ved å studere egenkapitalprosenten kan vi se at Selvaag Bolig har en noe lavere egenkapitalprosent sammenlignet med bransjeutvalget, noe som spiller i selskapets favør i form av økt finansiell giring og dermed økt egenkapitalrentabilitet.

## 7.3 Likviditetsanalyser

En likviditetsanalyse måler selskapets evne til å møte sine kortsiktige betalingsforpliktelser. Formålet med likviditetsanalyser blir dermed å avdekke potensielle svakheter knyttet til selskapets likviditet som potensielt kan representere en økt risiko knyttet til selskapets drift. Dette er viktig ettersom god lønnsomhet ikke nødvendigvis betyr god likviditet, og det er fullt mulig at et selskap som viser god lønnsomhet kan gå konkurs som følge av svak likviditetskontroll. Ved å måle og sammenligne likviditeten til Selvaag Bolig opp mot andre sammenlignbare selskaper fra eiendomsmarkedet, håper vi på å kunne si noe om selskapets risiko ved å måle selskapets evne til å møte sine kortsiktige betalingsforpliktelser.

### 7.3.1 Likviditetsgrad 1

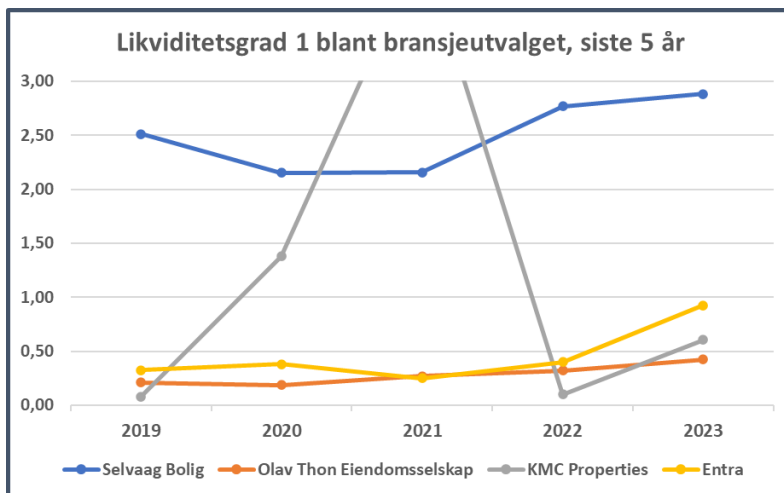
Likviditetsgrad 1 er en av de mest brukte nøkkeltallet for å måle selskapets evne til å møte sine kortsiktige betalingsforpliktelser. Nøkkeltallet utledes ved å fordele selskapets omløpsmidler på selskapets kortsiktige gjeld, som vist i formelen nedenfor.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

*Formel 10: Likviditetsgrad 1*

Omløpsmidlene er selskapets mest likvide eiendeler, som vil si at kontantstrømmene knyttet til disse eiendelene vil tilfalle selskapet på kort sikt. Et selskap kan derfor normalt ikke forvente å kunne møte sine kortsiktige betalingsforpliktelser med kontantstrømmer fra selskapets anleggsmidler. Å fordele selskapets omløpsmidler på kortsiktig gjeld blir derfor en fornuftig måte å måle selskapets evne til å dekke sine kortsiktige forpliktelser, gitt sine tilgjengelige ressurser.

I figuren nedenfor har vi beregnet likviditetsgrad 1 for alle selskapene i bransjeutvalget for de siste 5 årene, og plottet resultatet inn i et linjediagram.



Figur 14: Likviditetsgrad 1 blant bransjeutvalg siste 5 år

Sammenlignet med resten av bransjeutvalget måler Selvaag Bolig svært godt på dette nøkkeltallet. Som avdekket i finansieringsanalysen har Selvaag Bolig betydelige verdier i sine omløpsmidler sammenlignet med resten av utvalget, hvor en svært stor andel av dem er finansiert med langsiktig kapital. Det er derfor ikke overraskende at Selvaag Bolig feier over resten av bransjeutvalget (foruten KMC Properties, som hadde en likviditetsgrad 1 på 4,25 grunnet svært lav kortsiktig gjeld i 2021). Selvaag Bolig presterer utvilsomt godt på dette nøkkeltallet, men prestasjonen til bransjeutvalget er ikke så dårlig som det ser ut, ettersom ingen av disse selskapene utenom Entra har varelager, og den kortsiktige gjelden er svært liten sammenlignet med totalkapitalen til selskapene.

### 7.3.2 Likviditetsgrad 2

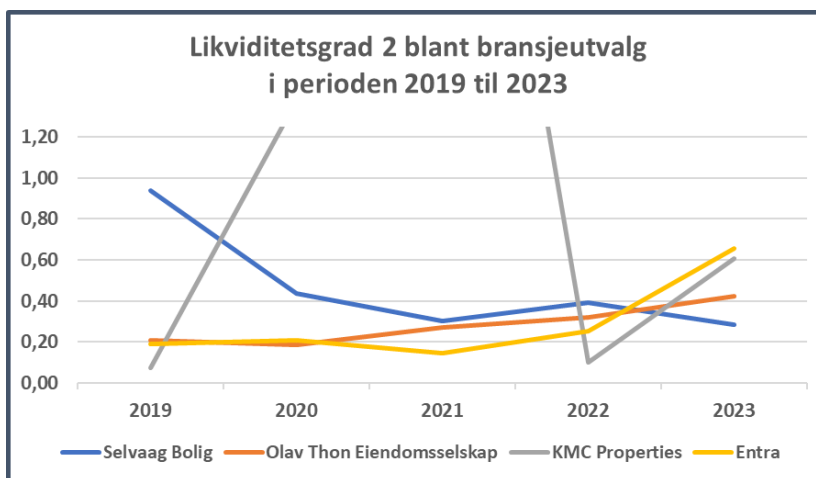
Likviditetsgrad 2 er et langt strengere likviditetsmål en likviditetsgrad 1. Forskjellen med dette nøkkeltallet er at man trekker ut varelageret fra omløpsmidlene, som vist i formelen nedenfor.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 11: Likviditetsgrad 2

Ved å trekke ut varelageret at det hovedsakelig bare de mest likvide omløpsmidlene som gjenstår, og nøkkeltallet måler dermed selskapets evne til å gjøre opp alle sine kortsiktige forpliktelser innen 12 måneder.

I figuren nedenfor har vi beregnet likviditetsgrad 1 for alle selskapene i bransjeutvalget for de siste 5 årene, og plottet resultatet inn i et linjediagram.



Figur 15: Likviditetsgrad 2 blant bransjeutvalg i perioden 2019-2023

Her kan vi se at fjerning av varelager har stor innvirkning på prestasjonen til Selvaag Bolig, som presterer omtrent på samme nivå som bransjeutvalget på dette likviditetsmålet (utenom KMC Properties, som har lite kortsiktig gjeld i årene 2020 og 2021).

### 7.3.3 Oppsummering

Selvaag Bolig presterer godt på det første likviditetsmålet, grunnet sitt betydelige varelager. Selskapet er dermed godt rustet til å møte sine kortsiktige betalingsforpliktelser, noe som bidrar til redusert driftsrisiko. På det andre likviditetsmålet presterer ikke Selvaag Bolig like godt, og ligger på ca. samme nivå som bransjeutvalget. Totalt sett har Selvaag Bolig god likviditet og burde ikke oppleve likviditetsproblemer.

## 8. Diskontert kontantstrøm analyse

Med utgangspunkt i den strategiske og økonomiske analysen er vi nå i stand til å begynne å ta i bruk diskontert kontantstrøm analysemodellen. Som nevnt i teori delen av oppgaven så består modellen hovedsakelig av tre elementer, frie kontantstrømmer (FCFF), diskonteringsfaktoren (WACC) og terminalverdien. Vi vil videre i denne delen av oppgaven ta for oss hvert av disse elementene i dybde og til slutt komme frem til en estimert verdi av Selvaag Boligs aksjepris.

### 8.1 Proforma-regnskap og frie kontantstrømmer

Til referanse legger vi med en oversikt over Selvaag Boligs driftsresultat og balanse fra de siste 10 årene, som rapportert i selskapets årsregnskaper.

<i>(tall i hele 1 000)</i>	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Salgsinntekter	3 186 235	2 830 818	3 341 513	2 643 756	3 282 480	3 267 505	3 165 042	2 923 966	3 191 585	2 887 604
Øvrige inntekter	68 416	65 561	61 233	54 194	86 358	74 570	63 790	76 381	54 457	57 642
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>3 254 651</b>	<b>2 896 379</b>	<b>3 402 746</b>	<b>2 697 950</b>	<b>3 368 838</b>	<b>3 342 075</b>	<b>3 228 832</b>	<b>3 000 347</b>	<b>3 246 042</b>	<b>2 945 246</b>
Prosjektkostnader	-2 677 166	-2 313 735	-2 617 422	-1 967 586	-2 279 485	-2 421 633	-2 432 818	-2 379 746	-2 608 499	-2 371 797
Lønns- og personalkostnader, administrative funksjoner	-145 318	-139 035	-136 160	-149 849	-132 213	-142 498	-120 354	-109 361	-97 059	-82 868
Avskrivning og amortisering	-9 231	-9 717	-10 272	-9 803	-12 748	-3 707	-4 084	-20 061	-24 085	-21 205
Andre driftskostnader	-108 686	-97 233	-100 264	-106 995	-141 909	-125 553	-114 313	-121 851	-120 389	-132 586
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>-2 940 401</b>	<b>-2 559 720</b>	<b>-2 864 118</b>	<b>-2 234 233</b>	<b>-2 566 355</b>	<b>-2 693 391</b>	<b>-2 671 569</b>	<b>-2 631 019</b>	<b>-2 850 032</b>	<b>-2 608 456</b>
Andel av resultat fra felleskontrollert foretak og tilknyttede selskaper	-13 352	85 726	109 697	134 961	62 224	101 796	-13 610	-7 104	8 326	32 404
Øvrige gevinster (tap), netto	0	0	0	1 045 127	0	0	0	31 679	0	-3 482
<b>Driftsresultat</b>	<b>300 898</b>	<b>422 385</b>	<b>648 325</b>	<b>1 643 805</b>	<b>864 707</b>	<b>750 480</b>	<b>543 653</b>	<b>393 903</b>	<b>404 336</b>	<b>365 712</b>



(tall i hele 1 000)	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Goodwill	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376
Andre immaterielle eiendeler	0	0	0	0	0	0	0	0	13 799	32 199
Varige driftsmidler	9 767	8 152	7 380	7 332	5 588	8 565	11 428	10 867	20 314	17 395
Bruksretteieendeler leieavtaler	10 295	17 754	25 733	34 976	44 219	0	0	0	0	0
Investeringer i felleskontrollerte foretak og tilknyttede selskaper	229 985	234 730	354 699	406 850	430 281	415 280	316 241	289 818	183 443	156 723
Lån til felleskontrollerte foretak og tilknyttede selskaper	161 314	93 674	75 777	73 539	70 893	119 290	122 982	63 757	9 046	17 679
Andre anleggsmidler	408 503	233 866	200 782	119 601	165 283	326 074	214 039	197 318	105 545	104 116
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>1 203 240</b>	<b>971 552</b>	<b>1 047 747</b>	<b>1 025 674</b>	<b>1 099 640</b>	<b>1 252 585</b>	<b>1 048 066</b>	<b>945 136</b>	<b>715 523</b>	<b>711 488</b>
Varelager (eiendom)	3 199 454	4 273 209	4 072 466	3 940 793	3 636 663	4 306 304	4 643 938	4 284 011	4 715 399	4 348 805
Kundefordringer	60 194	81 455	83 831	70 466	82 220	215 007	133 832	103 420	110 288	440 283
Andre kortsiktige fordringer	25 001	10 673	50 479	48 536	51 052	60 199	40 621	189 902	37 571	147 738
Kontanter og kontantekvivalenter	266 522	612 670	527 435	885 333	1 178 686	657 034	485 561	886 193	672 284	565 930
Eiendeler holdt for salg					864 171					
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>3 551 171</b>	<b>4 978 007</b>	<b>4 734 211</b>	<b>4 945 128</b>	<b>5 812 792</b>	<b>5 238 544</b>	<b>5 303 952</b>	<b>5 463 526</b>	<b>5 535 542</b>	<b>5 502 756</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>4 754 411</b>	<b>5 949 559</b>	<b>5 781 958</b>	<b>5 970 802</b>	<b>6 912 432</b>	<b>6 491 129</b>	<b>6 352 018</b>	<b>6 408 662</b>	<b>6 251 065</b>	<b>6 214 244</b>
Egenkapital fordelt på aksjonærer i Selvaag Bolig ASA	2 299 126	2 338 088	2 461 053	2 430 023	3 374 218	3 106 770	2 848 723	2 689 857	2 539 610	2 442 570
Ikke-kontrollerende interesser	7 838	7 795	7 788	7 792	7 866	9 366	9 419	9 315	9 582	14 728
<b>Sum egenkapital</b>	<b>2 306 964</b>	<b>2 345 883</b>	<b>2 468 841</b>	<b>2 437 815</b>	<b>3 382 084</b>	<b>3 116 136</b>	<b>2 858 142</b>	<b>2 699 172</b>	<b>2 549 192</b>	<b>2 457 298</b>
Pensjonsforpliktelser	1 147	1 090	1 254	1 030	1 017	277	643	594	913	2 187
Forpliktelse ved utsatt skatt	73 476	60 140	38 579	30 506	24 444	93 011	83 537	84 486	158 837	205 355
Avsetninger	70 215	66 999	62 910	60 373	60 373	60 373	60 373	75 073	92 578	92 578
Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld	385 745	265 039	219 622	17 810	3 105	3 225	8 349	6 938	9 869	8 627
Langsiktige leieforpliktelser	2 749	10 930	18 630	26 738	35 263	0	0	0	0	0
Langsiktig rentebærende gjeld	681 776	1 400 352	777 200	1 100 293	1 092 288	1 795 798	1 836 823	2 038 660	1 846 715	1 752 401
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>1 215 108</b>	<b>1 804 550</b>	<b>1 118 195</b>	<b>1 236 750</b>	<b>1 216 490</b>	<b>1 952 684</b>	<b>1 989 725</b>	<b>2 205 751</b>	<b>2 108 912</b>	<b>2 061 148</b>
Kortsiktige leieforpliktelser	8 181	7 861	8 108	8 524	7 922	0	0	0	0	0
Kortsiktig rentebærende gjeld	323 826	503 091	688 330	674 014	1 161 043	520 508	380 608	534 681	771 302	959 518
Kortsiktig gjeld tilbakekjøpsavtaler og selgerkreditter	404 610	582 347	682 153	694 121	0	0	0	0	0	0
Leverandørgjeld	73 094	99 343	129 986	137 495	167 633	181 360	166 479	219 562	100 120	187 348
Betalbar skatt	66 378	64 541	133 902	130 994	208 488	158 110	103 782	83 343	138 722	41 391
Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld	356 250	541 943	552 443	651 089	710 728	562 331	853 282	666 153	582 817	507 541
Forpliktelser relatert til eiendeler holdt for salg	0	0	0	0	58 044	0	0	0	0	0
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>1 232 339</b>	<b>1 799 126</b>	<b>2 194 922</b>	<b>2 296 237</b>	<b>2 313 858</b>	<b>1 422 309</b>	<b>1 504 151</b>	<b>1 503 739</b>	<b>1 592 961</b>	<b>1 695 798</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>2 447 447</b>	<b>3 603 676</b>	<b>3 313 117</b>	<b>3 532 987</b>	<b>3 530 348</b>	<b>3 374 993</b>	<b>3 493 876</b>	<b>3 709 490</b>	<b>3 701 873</b>	<b>3 756 946</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>4 754 411</b>	<b>5 949 559</b>	<b>5 781 958</b>	<b>5 970 802</b>	<b>6 912 432</b>	<b>6 491 129</b>	<b>6 352 018</b>	<b>6 408 662</b>	<b>6 251 065</b>	<b>6 214 244</b>

Tabell 2: Driftsresultat og balanse til Selvaag Bolig (Selvaag Bolig, 2023-2014)

### 8.1.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene er de inntekter et selskap genererer gjennom deres operasjonelle aktiviteter, altså fra de daglige prosessene og oppgavene som er nødvendig for å produsere og selge produkter og tjenester. Dette er fruktene fra kjernevirksomheten, og det er inntektene fra disse aktivitetene som skaper verdi for eierne av selskapet, og utviklingen i disse tallene veier tungt i utviklingen til selskapet som helhet.

Når vi i denne delen av oppgaven skal bruke historisk regnskapsdata som grunnlag for prognostisering av selskapets fremtidige verdiskapning, er den en rekke forhold vi må ta stilling til. Det er kun inntektene fra kjernevirksomheten som vil være mulig å opprettholde på sikt. Det betyr at store engangs transaksjoner og andre uvanlige transaksjoner som ikke inngår som en naturlig del av selskapets kjernevirksomhet, må justeres for.

### Spesifikasjon av selskapets driftsinntekter

Selvaag Boligs kjernevirksomhet er å utvikle boligprosjekter og selger disse primært til privatkunder men også til profesjonelle. I tillegg til salg av boliger har også selskapet litt utleieinntekter og inntekter relatert til andre tjenester.

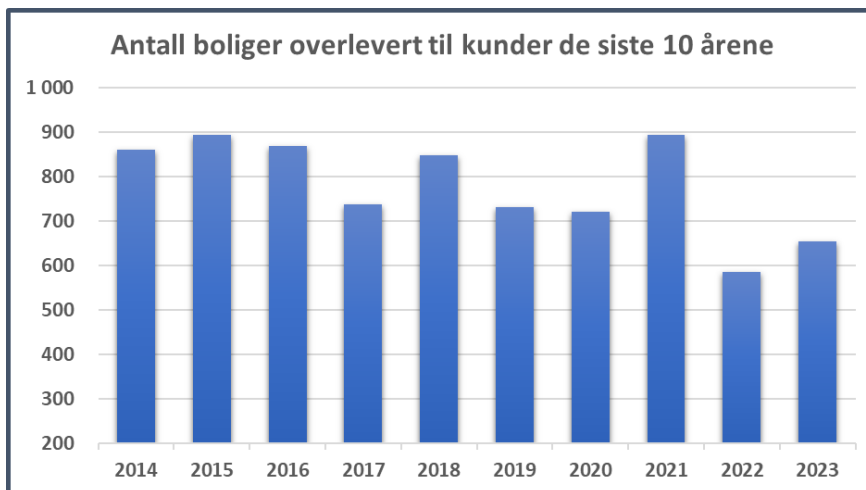
Salgsinntektene kommer fra salget av boliger og innregnes iht. IFRS 15 (fem stegs modellen), som vil si at inntekten innregnes når kontroll er overført til kunden, som i tilfellet med salg av bolig er ved leveranse, ettersom kjøper har rett til å avbestille helt frem til levering jf. bustadsoppføringsloven. I tilfellet ved avbestilling må kunden fremdeles dekke eventuelle tap i forbindelse med dekningsalget i tillegg til omkostninger. Ved kontraktsignering betaler kunden normalt 10% av kjøpesum. 83% av salgsinntektene fra overleverte boliger i 2023 kommer fra Stor-Oslo området, 17% kommer fra resten av Norge og siste 1% kommer fra utlandet.

Øvrige inntekter kommer fra kilder utenfor selskapets kjernevirksomhet. Disse utgjøres av leieinntekter fra utleie av eiendom (ca. 7% av posten i 2023), prosjektledelse og serviceinntekter (ca. 89% av posten i 2023) og andre driftsinntekter (ca. 4% av posten i 2023). Selvaag Bolig har også en del driftsinntekter fra felleskontrollert foretak og tilknyttede selskaper. Det varierer om resultatandelen blir en netto driftsinntekt eller driftskostnad, men normalt sett har selskapet netto driftsinntekter fra disse kildene.

*(Selvaag Bolig, 2023)*

### Prognose av driftsinntekter

De største driverne for selskapets salgsinntekter er antallet boliger selskapet klarer å ferdigstille og overlevere til kunder og prisen de oppnår på disse. Over de 10 siste årene har ikke selskapet sett noen stor vekst i antallet enheter overlevert til kunder. Antallet har faktisk utviklet seg i motsatt retning. Figuren nedenfor viser antall boliger overlevert til kunder de siste 10 årene som rapportert i selskapets årsregnskaper.



Figur 16: Antall boliger overlevert til kunder de siste 10 årene (Selvaag Bolig, 2023-2014)

Det aller meste av salget til selskapet kommer fra Stor-Oslo segmentet. I 2023 rapporterer Selvaag Bolig at 75% av driftsinntektene (fra boligutviklingssegmentet) kommer fra Stor-Oslo, og tall fra de siste foregående årene viser en tilnærmet lik fordeling. At dette segmentet utgjør en såpass stor andel av de totale salgsinntektene til selskapet er en stor fordel, ettersom prisutviklingen i dette området ligger langt over prisutviklingen i resten av Norge. Denne utviklingen vil ikke endres i nærmeste fremtid, grunnet den store folketilveksten urbaniseringen medfører i dette området.

De siste årene har vært preget av uvanlige makroøkonomiske utfordringer, da spesielt høye rente- og inflasjonsnivåer og høye materialkostnader, som har hatt stor innvirkning på aktivitetsnivået og salgsinntektene til selskapet. Dette er faktorer som vi ikke tror vil vedvare, og vil returnere til vanlige nivåer de neste årene.

For å estimere vekst i salgsinntektene vil vi ta utgangspunkt i den historiske veksten. Vi mener dette er rimelig ettersom selskapet er svært modent (75 år gammelt selskap) med stabile salgsinntekter over tid. Med utgangspunkt i drøftelsene tidligere i dette kapitlet, vil vi ta utgangspunkt i 5 års perioden fra 2014 til 2019 når vi beregner historisk vekst, ettersom denne perioden er representativ for normal drift. I perioden 2014 til 2019 opplevde selskapet en geometrisk gjennomsnittlig vekst på 2,6%, og vi forventer ingen uvanlig stor vekst de neste årene. Vi bruker geometrisk gjennomsnittlig vekst ettersom formelen gir et rimeligere resultat enn det vi får ved hjelp at et aritmetisk gjennomsnitt, fordi formelen ignorerer

uvanlige observasjoner og hensyntar «compounding»-effekten som oppstår mellom periodene (Damodaran, 2012). Formelen brukt gjengis nedenfor.

$$\text{Geometrisk gjennomsnitt} = \left( \frac{\text{Salgsinntekter}_{2019}}{\text{Salgsinntekter}_{2014}} \right)^{\frac{1}{N}} - 1$$

Formel 12: Geometrisk gjennomsnitt

De øvrige driftsinntektene kommer fra aktiviteter som er utenfor selskapets kjernevirksomhet, som også har vært stabile over tid. Basert på våre analyser forventer vi ikke noen vesentlige endringer i nivået på disse driftsinntektene de neste årene, og vi legger derfor til grunn samme vekstrate i disse som for salgsinntektene.

Driftsinntektene fra felleskontrollert foretak (FKV) og tilknyttede selskaper (TS) er foretak hvor konsernet har betydelig innflytelse (minst 20% av stemmerett/eierandel) men ikke kontroll (minst 50% av stemmerett/eierandel) og regnskapsføres etter egenkapitalmetoden, også kjent som én linjes-konsolidering, iht. IAS 28. Resultatandelen fra disse innregnes som driftsinntekt da virksomheten fra investeringene faller naturlig inn sammen med Selvaag Boligs egen virksomhet, og vil derfor inkluderes i prognostiseringen av selskapets frie kontantstrømmer, som vi vil normalisere over tid basert på historiske resultater fra perioden 2014 til 2023. Gjennomsnittlig resultatandel fra TS/FKV i denne perioden var på kr 50 100 000, og er innregnet i resultatet på etter skatt basis.

De øvrige gevinster og tap fra selskapets drift i resultatregnskapet gjelder hovedsakelig gevinst og tap ved salg av driftsmidler. For eksempel så ser vi en enorm gevinst på denne linjen i 2020 i forbindelse med salget av tomter til Urban Property. Dette er ikke transaksjoner som faller innenfor selskapets ordinære virksomhet, og vil derfor ikke være representative for selskapets fremtidige driftsinntekter. Vi velger derfor å justere bort denne regnskapslinjen i våre prognoser.

Basert på drøftelsen over estimerer vi dermed følgende driftsinntekter for de neste 5 årene (resultatene fra FKV/TS kommer senere).

<i>(Tall i hele 1 000)</i>	2023	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Salgsinntekter	kr 3 186 235	kr 3 268 968	kr 3 353 850	kr 3 440 935	kr 3 530 282	kr 3 621 948
Øvrige inntekter	kr 68 416	kr 70 192	kr 72 015	kr 73 885	kr 75 803	kr 77 772
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>kr 3 254 651</b>	<b>kr 3 339 161</b>	<b>kr 3 425 865</b>	<b>kr 3 514 820</b>	<b>kr 3 606 085</b>	<b>kr 3 699 720</b>
Vekstrate		2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %

Tabell 3: Prognose driftsinntekter e2024-e2028

### 8.1.2 Driftskostnader

Selskapets driftskostnader er de innsatsfaktorene selskapet forbruker for å skape driftsinntektene. Arbeidet med å skape økonomisk vekst ligger ikke bare i å øke driftsinntektene, men også redusere driftskostnadene ved å effektivisere selskapets operasjonelle aktiviteter.

På samme måte som for driftsinntektene vil ikke alle driftskostnader være representative for selskapets fremtid, og det er derfor viktig at vi gjennomgår disse regnskapslinjene og korrigerer bort uvanlige transaksjoner for å kunne utarbeide rettvise prognoser av driftsresultatet.

#### Spesifikasjon av selskapets driftskostnader

Den største resultatposten er selskapets prosjektkostnader. Prosjektkostnadene består av omklassifisering av tomter til prosjektkostnader samt lånekostnader knyttet til tomtene og øvrige prosjektkostnader som byggekostnader. Disse kostnadene innregnes i resultatregnskapet ved overlevering av boligene. Dette er dermed kostnader som varierer med aktiviteten i selskapet.

Lønns- og personalkostnader og administrative funksjoner er kostnader som løper stort sett uavhengig av selskapets aktivitet og inngår dermed som en del av selskapets faste kostnader. Avskrivninger og amortisering er periodisering av selskapets kostnader forbundet med investeringer i varige driftsmidler (goodwill har ikke blitt nedskrevet). Investeringene i slike

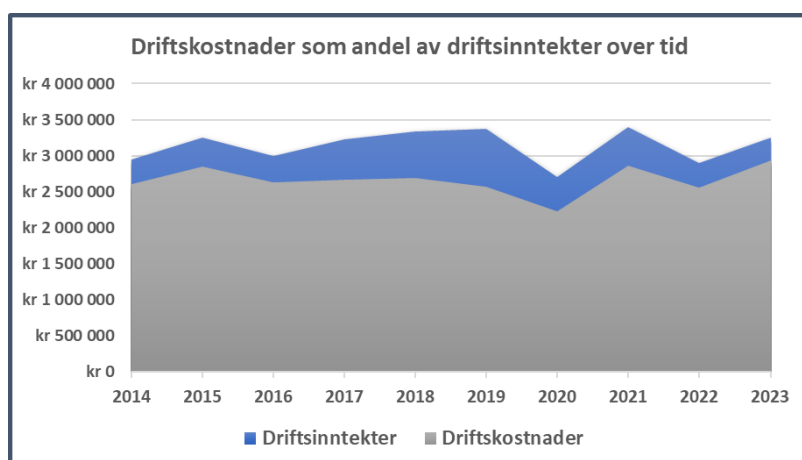
eiendeler er moderate, hvor over halvparten gjelder kontorlokaler i form av bruksrettseiendeler. De innregnede varige driftsmidlene avskrives lineært over 3-10 år, og inngår (grunnet valg av avskrivningsprinsipp) som en del av selskapets faste kostnader, og løper uavhengig av aktivitetsnivå. De øvrige driftskostnadene gjelder utgifter til drift av hovedkvarteret til konsernet, og tjenester kjøpt fra konsernselskaper. Dette er kostnader som løper stort sett uavhengig av aktivitetsnivå.

(Selvaag Bolig, 2023)

### Prognose av driftskostnader

De aller fleste driftskostnadene til selskapet er aktivitetsbaserte. Dette er ikke overraskende, som påpekt i den strategiske analysen, har Selvaag Bolig en svært lett organisasjonsstruktur. Dette er et bevisst strategisk valg, som gjør det mulig for selskapet å skalere opp og ned aktiviteten uten at dette medfører store økonomiske tap. Det vil si at selskapet ikke har store overhead/faste kostnader som krever et stort dekningsbidrag for å overholde.

Som en følge av dette er det en rimelig antakelse å anta at driftskostnadene vil være relativt stabile som en andel av driftsinntektene over tid, ettersom det er aktiviteten i selskapet som driver begge disse kontantstrømmene. Figuren nedenfor gjengir driftskostnadene som en andel av driftsinntektene for de siste 10 årene.



Figur 17: Driftskostnader som andel av driftsinntekter over tid

Som vi kan se ut ifra figuren følger driftskostnadene driftsinntektene veldig tett, hvor Selvaag Bolig jevnlig forbedret marginen i perioden 2014 (88,5%) til 2019 (76,18%), altså frem til perioden hvor de store markedsutfordringene oppstår. Etter hvert som markedsforholdene forbedrer seg tror vi at marginen også vil utvikle seg i retning av nivået selskapet opplevde i 2019. Dog tror vi ikke at marginen vil nå helt ned til 2019 nivået, ettersom det er urealistisk for et selskap i vekst å gå inn i terminalåret med en såpass god margin, da dette ikke er karakteriserende for modne stabile selskaper. I tillegg er bransjen i en betydelig endring hvor ESG og andre ikke finansielle forhold spiller en større og større rolle og vil ha betydelig innvirkning på selskapets kostnader.

Med utgangspunkt i drøftelsen over har vi estimert følgende driftskostnader for de neste 5 årene, hvor Selvaag Bolig ender år 5 i høyvekstperioden med driftskostnader i % av driftsinntekter på 80% som er godt mellom selskapets nivå før markedsutfordringene og det historiske gjennomsnittet.

<i>(Tall i hele 1 000)</i>	<b>2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>	<b>e2028</b>
Salgsinntekter	<i>kr 3 186 235</i>	kr 3 268 968	kr 3 353 850	kr 3 440 935	kr 3 530 282	kr 3 621 948
Øvrige inntekter	<i>kr 68 416</i>	kr 70 192	kr 72 015	kr 73 885	kr 75 803	kr 77 772
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b><i>kr 3 254 651</i></b>	<b>kr 3 339 161</b>	<b>kr 3 425 865</b>	<b>kr 3 514 820</b>	<b>kr 3 606 085</b>	<b>kr 3 699 720</b>
Vekstrate		2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
<b>Sum driftskostnader</b>	<b><i>kr 2 940 401</i></b>	<b>kr 2 938 461</b>	<b>kr 2 946 244</b>	<b>kr 2 952 449</b>	<b>kr 2 956 990</b>	<b>kr 2 959 776</b>
Driftskostnader i % av driftsinntekter	<i>90 %</i>	88 %	86 %	84 %	82 %	80 %

Tabell 4: Prognose driftskostnader e2024-e2028

### 8.1.3 Skattekostnad

Når vi skal beregne kontantstrømmene fra selskapets drift som tilføres totalkapitalen må vi justere for den andelen som tilhører skattemyndighetene. For å beregne denne andelen kan vi enten basere kalkulasjonen på den effektive skattesatsen eller den marginale skattesatsen.

Den effektive skattesatsen er den skattesatsen selskapet faktisk betaler for den gitte perioden, og vi finner denne ved å dele betalbar skatt på det regnskapsmessige årsresultatet før skatt.

Den marginale skattesatsen er den skattesatsen som selskapet betaler på den siste kronen av

inntekt. I Norge er det Stortinget som vedtar den marginale skattesatsen som gjelder for næringsdrivende som en del av statsbudsjettet hvert år.

Forskjellen mellom skattesatsene skyldes de midlertidige og permanente resultatforskjellene som oppstår som følge av ulike regnskapsmessige og skattemessige regler, samt ulike skattefradrag og unntak som gjelder for den enkelte virksomhet. Det vil si at den effektive skattesatsen blir påvirket av flere ulike forhold, som ikke alle vil være representative for fremtiden. Det blir derfor langt mer presist å benytte den marginale skattesatsen, fordi det er det beste estimatet vi har på den skattesatsen som vil pålegges selskapets fremtidige inntekter.

Selvaag Boligs virksomhet faller i all vesentlighet innenfor norsk skattejurisdiksjon hvor en selskapsskattesats på 22% er gjeldene. Den delen av selskapets virksomhet som gjelder Sverige er svært liten, og vi anser den derfor for å være uvesentlig og vil ikke bli hensyntatt.

#### 8.1.4 Prognose av driftsresultat

<i>(Tall i hele 1 000)</i>	<b>2023</b>	<b>e2024</b>	<b>e2025</b>	<b>e2026</b>	<b>e2027</b>	<b>e2028</b>
Salgsinntekter	<i>kr 3 186 235</i>	kr 3 268 968	kr 3 353 850	kr 3 440 935	kr 3 530 282	kr 3 621 948
Øvrige inntekter	<i>kr 68 416</i>	kr 70 192	kr 72 015	kr 73 885	kr 75 803	kr 77 772
<b>Sum driftsinntekter</b>	<i>kr 3 254 651</i>	<b>kr 3 339 161</b>	<b>kr 3 425 865</b>	<b>kr 3 514 820</b>	<b>kr 3 606 085</b>	<b>kr 3 699 720</b>
Vekstrate		2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
<b>Sum driftskostnader</b>	<i>kr 2 940 401</i>	<b>kr 2 938 461</b>	<b>kr 2 946 244</b>	<b>kr 2 952 449</b>	<b>kr 2 956 990</b>	<b>kr 2 959 776</b>
Driftskostnader i % av driftsinntekter	<i>90 %</i>	88 %	86 %	84 %	82 %	80 %
Driftsresultat før skatt		kr 400 699	kr 479 621	kr 562 371	kr 649 095	kr 739 944
Skattesats 22%		22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
<b>Driftsresultat etter skatt</b>		<b>kr 312 545</b>	<b>kr 374 104</b>	<b>kr 438 650</b>	<b>kr 506 294</b>	<b>kr 577 156</b>
Resultat fra TS/TKV		kr 50 100	kr 50 100	kr 50 100	kr 50 100	kr 50 100
<b>Fullstendig driftsresultat etter skatt</b>		<b>kr 362 645</b>	<b>kr 424 204</b>	<b>kr 488 750</b>	<b>kr 556 394</b>	<b>kr 627 256</b>

Tabell 5: Prognose av driftsresultat e2024-e2028



#### 8.1.4 Investeringer i anleggsmidler

Investeringer i anleggsmidler er de varige/langsiktige investeringene et selskap foretar med en relativ lang innbetalingsprofil. Slike investeringer kan ha flere formål, som for eksempel økt produksjonskapasitet, skape konkurransefortrinn eller erstatte slitte driftsmidler. Slike regelmessige investeringer er for mange selskaper helt avgjørende for å kunne vokse og skape økt verdi for selskapets aksjonærer.

#### Spesifikasjon av selskapets varige driftsmidler og investeringer i TS/FKV

Per 31.12.2023 består Selvaag Boligs investeringer i varige driftsmidler av bruksretteiendeler, inventar og annet utstyr, maskiner og anlegg og serviceeiendom. Bruksrettseiendelene består primært av kontorlokaler. Disse utgjør ca. 51% av selskapets varige driftsmidler, og avskrives lineært over 1 til 9 år. Det fremgår ikke tydelig i årsregnskapene hva inventar og annet utstyr og maskiner og anlegg består av konkret, men disse utgjør ca. 29% av selskapets varige driftsmidler, og avskrives lineært over 3 til 5 år. Den siste andelen av de varige driftsmidlene er serviceeiendom selskapet eier. Disse utgjør de resterende 20% av selskapets varige driftsmidler, og avskrives ikke ettersom dette er tomter. Selskapet har også investeringer i både felleskontrollert virksomhet (FKV) og tilknyttede selskaper (TS). Selvaag Bolig anser virksomheten i disse investeringene å være en integrert del av selskapets virksomhet.

*(Selvaag Bolig, 2023)*

#### Prognose av investeringer i anleggsmidler

Selvaag Boligs virksomhet krever relativt små investeringer i varige driftsmidler. Dette kommer som en følge av selskapets organiseringsstrategi, hvor selskapet konkurranseutsetter alle entrepriser, i stedet for å integrere denne prosessen i egen virksomhet.

Investeringer i varige driftsmidler er normalt sporadiske og vi velger derfor å basere netto tilganger/avganger i varige driftsmidler basert på et historisk gjennomsnitt for å normalisere tallet i våre prognoser. De siste 10 årene har gjennomsnittlig netto tilgang av varige driftsmidler vært på kr 8 538 000  $\approx$  kr 8 500 000 , og vil være investeringsnivået vi vil bruke.

Når det gjelder avskrivninger, baseres de utelukkende på prinsippet om lineære avskrivninger, som vil si at avskrivningene allerede er svært normalisert. Vi ser derfor ikke noe behov i å normalisere de ytterligere, og tar dermed utgangspunkt i avskrivningene rapportert i årsregnskapet for 2023, som var på kr 9 231 000  $\approx$  kr 9 200 000.

Netto tilganger i varige driftsmidler fratrukket avskrivninger blir dermed et negativt tall, som vil si at selskapet over tid bygger ned driftsmidlene. Dette kan åpenbart ikke vedvare over tid ettersom driftsmidlene etter hvert vil bli negative. Vi legger derfor til grunn en forutsetning om at selskapet vil nå et nivå de neste årene hvor netto investeringer i varige driftsmidler vil være 0, som vil si at de investerer til et nivå som nøyaktig kompenserer for slitasjen som oppstår over tid.

Selvaag Bolig foretar også investeringer i felleskontrollert virksomhet og tilknyttede selskap. På samme måte som med investeringer i driftsmidler er slike investeringer sporadiske, og må normaliseres over tid. Selskapet har hatt en gjennomsnittlig netto tilgang på investeringer i TS/FKV de siste 10 årene på kr 24 282 000  $\approx$  kr 24 300 000. Vi mener slike investeringer er en sentral del av selskapets strategi og vil fortsette i nærmeste fremtid med samme nivå som det historiske gjennomsnittet.

Basert på drøftelsen over har vi estimert følgende investeringer i varige driftsmidler og TS/FKV for de neste 5 årene.

<i>(Tall i hele 1 000)</i>	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Netto tilgang/avgang varige driftsmidler	kr 8 500	kr 8 500	kr 8 500	kr 8 500	kr 8 500
Avskrivninger	kr 9 200	kr 9 000	kr 8 800	kr 8 600	kr 8 500
Netto tilgang/avgang i TS/FKV	kr 24 300	kr 24 300	kr 24 300	kr 24 300	kr 24 300
<b>Netto investeringer i anleggsmidler</b>	<b>kr 23 600</b>	<b>kr 23 800</b>	<b>kr 24 000</b>	<b>kr 24 200</b>	<b>kr 24 300</b>

Tabell 6: Prognose investeringer i anleggsmidler e2024-e2028

### 8.1.5 Investeringer i arbeidskapital

I tillegg til langsiktige investeringer i anleggsmidler må også selskaper investere i kortsiktige eiendeler som en del av verdiskapningen i virksomheten. Slike eiendeler likvideres også på kort sikt, og gir dermed innblikk i hvor mye likvide midler selskapet har til rådighet i den nærmeste fremtid. Denne størrelsen må også sees i sammenheng med hvor mye kortsiktige forpliktelser som forfaller i samme tidsrom. Nettoen av disse to størrelsene blir dermed det vi omtaler som arbeidskapital, og viser den andelen av selskapets likvide midler som er tilgjengelig etter alle kortsiktige forpliktelser er gjort opp. Investeringer i arbeidskapital binder dermed kapital, og en økning i arbeidskapital representerer derfor en negativ kontantstrøm, en reduksjon i arbeidskapital løser opp midler og er en positiv kontantstrøm.

### Spesifikasjon av selskapets arbeidskapital

Varelageret utgjør det vesentligste av selskapets omløpsmidler. Varelageret til Selvaag Bolig er kun knyttet til boligutvikling og består av tomter og kapitaliserte lånekostnader knyttet til disse og aktiverte prosjektkostnader.

Kundefordringer er primært knyttet til privatkunder som er boligkjøpere, og oppstår i perioden mellom fysisk overlevering av bolig til ferdigbehandling hos eiendomsmegler. Andre kortsiktige fordringer er diverse forskuddsbetalte kostnader og andre finansielle fordringer. Kontanter og kontantekvivalenter utgjøres omtrent i sin helhet av ikke-bundne bankinnskudd og kontanter. Selskapets kortsiktige gjeld utgjøres hovedsakelig av leverandørgjeld og diverse påløpte kostnader som utgjør til sammen kr 503 903 000, resten er rentebærende kortsiktig gjeld.

*(Selvaag Bolig, 2023)*

## Prognose av investeringer i arbeidskapital

Ettersom det er kontantstrømmene vi er interessert i, i vår verdsettelsesmodell, så er det endringen i arbeidskapital som er av interesse.

Selvaag Bolig pådrar seg kun prosjektkostnader (og dermed bygger opp varelager) etter at minst 60% forhåndssalg er oppnådd. I tillegg pådrar selskapet seg tomteutgifter først ved byggestart (som også bygger opp varelager). Ettersom det er varelageret som utgjør den desidert største andelen av selskapets omløpsmidler, og de kortsiktige forpliktelsene er finansiering av varelageret, mener vi at det er en rimelig antakelse å anta at selskapets arbeidskapital drives av salgsinntektene til selskapet. Våre prognoser vil derfor baseres på den historiske arbeidskapitalen som en andel av driftsinntektene.

Formelen vi bruker for å beregne arbeidskapital gjengis nedenfor, merk at rentebærende kortsiktig gjeld er ekskludert, ettersom denne hensyntas i beregningen av avkastningskravet til totalkapitalen (Damodaran, 2012).

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

Formel 13: Arbeidskapital

Gjennomsnittlig arbeidskapital i prosent av driftskostnadene for de siste 10 årene blir dermed 136%, som vist i tabellen nedenfor.

(tall i hele 1.000)	Gj.snitt	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Salgsinntekter		3 186 235	2 830 818	3 341 513	2 643 756	3 282 480	3 267 505	3 165 042	2 923 966	3 191 585	2 887 604
Omløpsmidler		3 551 171	4 978 007	4 734 211	4 945 128	4 948 621	5 238 544	5 303 952	5 463 526	5 535 542	5 502 756
Ikke-rentebærende kortsiktig gjeld		503 903	713 688	824 439	928 102	1 152 815	901 801	1 123 543	969 058	821 659	736 280
Arbeidskapital		3 047 268	4 264 319	3 909 772	4 017 026	3 795 806	4 336 743	4 180 409	4 494 468	4 713 883	4 766 476
<b>Arbeidskapital i % av driftsinntekter</b>	<b>136%</b>	95,6%	150,6%	117,0%	151,9%	115,6%	132,7%	132,1%	153,7%	147,7%	165,1%

Tabell 7: Gjennomsnittlig arbeidskapital i perioden 2014-2023

Basert på drøftelsen over har vi estimert følgende endring i arbeidskapital for de neste 5 årene.

<i>(Tall i hele 1 000)</i>	2023	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Arbeidskapital	kr 3 047 268	kr 3 432 417	kr 3 856 927	kr 4 301 169	kr 4 589 366	kr 4 889 630
Arbeidskapital i % av driftsinntekter	95 %	105 %	115 %	125 %	130 %	135 %
<b>Endring i arbeidskapital</b>		<b>kr 385 149</b>	<b>kr 424 510</b>	<b>kr 444 242</b>	<b>kr 288 197</b>	<b>kr 300 264</b>

Tabell 8: Prognose arbeidskapital e2024-e2028

### 8.1.6 Frie kontantstrømmer til totalkapitalen

Basert på drøftelsen tidligere knyttet til selskapets drift og investeringer i anleggsmidler og arbeidskapital, har vi kommet frem til følgende frie kontantstrømmer til totalkapitalen for høyvekst perioden 2024 til 2028, presentert i tabellen nedenfor.

<i>(Tall i hele 1 000)</i>	2023	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028
Salgsinntekter	kr 3 186 235	kr 3 268 968	kr 3 353 850	kr 3 440 935	kr 3 530 282	kr 3 621 948
Øvrige inntekter	kr 68 416	kr 70 192	kr 72 015	kr 73 885	kr 75 803	kr 77 772
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>kr 3 254 651</b>	<b>kr 3 339 161</b>	<b>kr 3 425 865</b>	<b>kr 3 514 820</b>	<b>kr 3 606 085</b>	<b>kr 3 699 720</b>
Vekstrate		2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>kr 2 940 401</b>	<b>kr 2 938 461</b>	<b>kr 2 946 244</b>	<b>kr 2 952 449</b>	<b>kr 2 956 990</b>	<b>kr 2 959 776</b>
Driftskostnader i % av driftsinntekter	90 %	88 %	86 %	84 %	82 %	80 %
Driftsresultat før skatt		kr 400 699	kr 479 621	kr 562 371	kr 649 095	kr 739 944
Skattesats 22%		22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
<b>Driftsresultat etter skatt</b>		<b>kr 312 545</b>	<b>kr 374 104</b>	<b>kr 438 650</b>	<b>kr 506 294</b>	<b>kr 577 156</b>
Resultat fra TS/TKV		kr 50 100	kr 50 100	kr 50 100	kr 50 100	kr 50 100
<b>Fullstendig driftsresultat etter skatt</b>		<b>kr 362 645</b>	<b>kr 424 204</b>	<b>kr 488 750</b>	<b>kr 556 394</b>	<b>kr 627 256</b>
Netto tilgang/avgang i varige driftsmidler		kr 8 500	kr 8 500	kr 8 500	kr 8 500	kr 8 500
Avskrivninger		kr 9 200	kr 9 000	kr 8 800	kr 8 600	kr 8 500
Netto tilgang/avgang i TS/FKV		kr 24 300	kr 24 300	kr 24 300	kr 24 300	kr 24 300
<b>Netto investeringer i anleggsmidler</b>		<b>kr 23 600</b>	<b>kr 23 800</b>	<b>kr 24 000</b>	<b>kr 24 200</b>	<b>kr 24 300</b>
Arbeidskapital	kr 3 047 268	kr 3 432 417	kr 3 856 927	kr 4 301 169	kr 4 589 366	kr 4 889 630
Arbeidskapital i % av driftsinntekter	95 %	105 %	115 %	125 %	130 %	135 %
<b>Endring i arbeidskapital</b>		<b>kr 385 149</b>	<b>kr 424 510</b>	<b>kr 444 242</b>	<b>kr 288 197</b>	<b>kr 300 264</b>
<b>Frie kontantstrømmer til totalkapitalen</b>		<b>-kr 46 103</b>	<b>-kr 24 106</b>	<b>kr 20 508</b>	<b>kr 243 997</b>	<b>kr 302 692</b>

Tabell 9: Prognose frie kontantstrømmer til totalkapitalen (FCFF) e2024-e2028

## 8.2 Avkastningskravet

Et avkastningskrav er den forventede avkastningen en investor eller kreditor krever som kompensasjon for å investere i eller utstede kreditt til et selskap. Hvor stort avkastningskravet er vil derfor være avhengig av risikoen assosiert med investeringen. Risikoen en investor er eksponert for er ikke den samme som risikoen en kreditor (for eksempel en bank) utsettes for. Dette kommer som en følge av at en investor har et residualkrav på selskapets verdier, som vil si at investor kommer i annen rekke etter kreditorer ved en eventuell likvidering av selskapet. Dette resulterer naturlig nok i ulike forventninger til avkastning grunnet ulik risikofordeling mellom investorer og kreditorer. Vi blir derfor nødt til å beregne et vektet avkastningskrav når vi skal diskontere de fremtidige kontantstrømmene til total kapitalen, i henhold til fordelingen mellom egenkapital og gjeld i selskapets finansierungsstruktur.

Avkastningskravet vil dermed bli brukt til å konvertere de estimerte kontantstrømmene til nåverdi, ved å korrigere kontantstrømmene for det som kalles «pengenes tidsverdi». På denne måten justeres beløpene for risiko, tid og alternativkostnader og kan summeres opp til et enkeltbeløp som vi kan forholde oss til når vi skal vurdere verdien av selskapet.

### 8.2.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Når vi skal beregne avkastningskravet til egenkapitalen blir vi nødt til å estimere den forventede avkastningen en investor rimelig kan forvente av investeringen gitt risikoen assosiert med investeringen. Den forventede avkastningen fungerer dermed som et minstekrav for en investor, i den forstand at dersom den forventede avkastningen til investeringen er lavere enn den forventede avkastningen til andre investeringer av tilsvarende risiko, så vil ikke investoren investere i selskapet. Vi må derfor være i stand til å beregne et avkastningskrav som hensyntar risikoen assosiert med å investere i Selvaag Bolig.

Risikoen investor eksponeres for gjennom en investering kan brytes ned i to ulike former for risiko, systematisk risiko og usystematisk risiko. Førstnevnte er den risikoen som fremkommer av de mekanismer som påvirker alle aktører i en økonomi uavhengig av bransje og lignende. Kilder til slik risiko kan for eksempel være politisk ustabilitet eller volatile rente-

og inflasjonsnivåer. Usystematisk risiko er den idiosynkratiske risikoen som er spesifikk for den gitte investeringen gitt for eksempel bransjerelaterte eller selskapsspesifikke omstendigheter.

Den sistnevnte risikoen, den idiosynkratiske risikoen, er den risikoen som kan diversifiseres bort ved å investere i finansielle instrumenter som har en negativ korrelasjon mellom sine respektive avkastninger. Det vil si at når den ene investeringen gjør det bra, gjør den andre det dårlig, og motsatt. De ulike prestasjonsnivåene skyldes den usystematiske risikoen som gjelder for hvert instrument, og disse effektene kansellerer hverandre ut. Det vil si at man kun sitter igjen med den systematiske risikoen etter man at man har diversifisert investeringsporteføljen.

### Kapitalverdimodellen

Modellen vi velger å bruke for å kalkulere et risikjustert avkastningskrav til egenkapitalen er den veletablerte modellen, kapitalverdimodellen (CAPM). Modellen brukes til å beregne kapitalkostnaden for en investering ved å balansere forholdet mellom forventet avkastning og risiko.

Modellen legger til grunn en rekke forutsetninger. En grunnleggende forutsetning er at alle investorer holder markedsporteføljen, som vil si at alle investorer er perfekt diversifisert, grunnet en annen forutsetning om at alle eiendeler i økonomien kan selges uten transaksjonskostnader og kan oppdeles uendelig. Dette medfører at kapitalverdimodellen kun belønner systematisk risiko i sin kalkulasjon. Formelen for CAPM er gjengitt i formelen nedenfor.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

hvor:

$E(R_i)$  = den forventede avkastningen av investeringen

$R_f$  = Risikofri rente

$\beta_i$  = beta-verdien til investeringen

$E(R_m)$  = forventet avkastning til markedet

Formel 14: Kapitalverdimodellen (CAPM)

Basert på formelen til kapitalverdimodellen kan vi se at forventet avkastning avhenger av en risikofri rente i bunn (som man ifølge modellen alltid kan oppnå) med et påslag for markedets risikopremie (som er forventet avkastning til markedet minus risikofri rente) justert for investeringens eksponering til den systematiske risikoen uttrykt ved hjelp av beta-verdien til investeringen. Vi vil videre ta for oss hvert av elementene i kapitalverdimodellen

### Risikofri rente

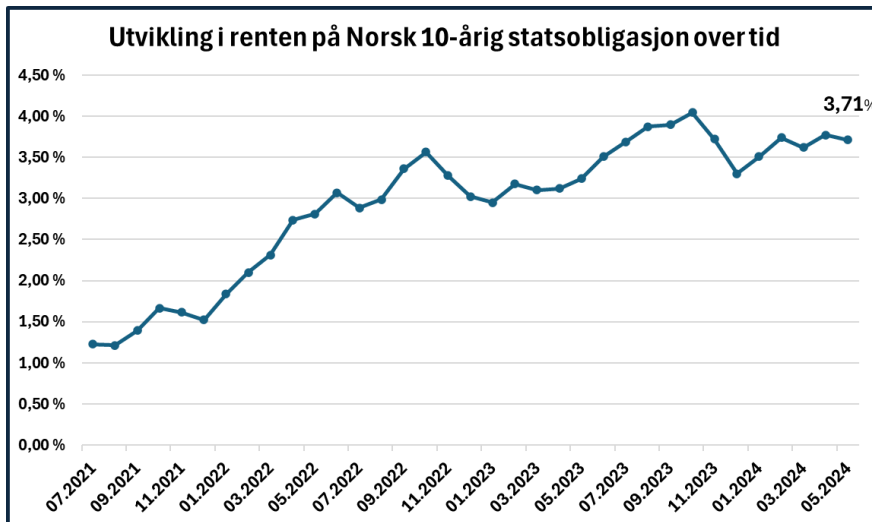
Som nevnt tidligere legger modellen til grunn en forutsetning om at alle investorer alltid kan investere risikofritt og oppnå den risikofrie renten i modellen. Det er fordelingen mellom investeringer i den risikofrie porteføljen og markedsporteføljen som uttrykker investorens risikoaversjon i kapitalverdimodellen.

Det er flere ulike stedfortredere man bruker i praksis for den risikofrie renten i modellen. I en undersøkelse fra PwC, «*Risikopremien i det norske markedet, 2023*» undersøker PwC i samarbeid med forening for finansfag Norge (FFN) norske aktørers oppfatning av størrelsen på blant annet den risikofrie renten som blir lagt til grunn i det norske markedet.

Undersøkelsens respondenter er analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet. Undersøkelsen baseres på 146 svar fra FFNs medlemmer.

Den renten som benyttes i størst grad ifølge undersøkelsen til PwC er den 10-årige norske statsobligasjonen (54% bruker denne). Denne renten er lett tilgjengelig fra Norges Bank og ligger på 3,71% per mai 2024 (månedlig gjennomsnitt). Dette er den risikofrie renten vi velger å bruke i våre beregninger.





Figur 18: Utvikling i renten på norsk 10-årig statsobligasjon over tid (kilde: Norges Bank)

### Markedets risikopremie

Som nevnt kan en investor velge å enten investere i en risikofri portefølje og oppnå den risikofrie renten på en 10-årig norsk statsobligasjon på 3,71%, eller å investere i markedsporteføljen. Ved å investere i markedsporteføljen blir investoren utsatt for den systematiske risikoen økonomien som helhet er utsatt for. Den økte risikoen krever naturligvis en kompensasjon i form av en høyere forventet avkastning. Siden investor alltid kan oppnå den risikofrie renten, så må forskjellen mellom avkastningen på markedsporteføljen og den risikofrie renten representere risikopremien investoren mottar som kompensasjon for den systematiske risikoen.

Ifølge undersøkelsen til PwC, «Risikopremien i det norske markedet, 2023», har risikopremien i det norske markedet vært stabil over tid, som gjengitt i figuren nedenfor hentet fra denne undersøkelsen.

#### 4.2.1 Markedsrisikopremie 2015-2023

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Gjennomsnitt</b>	5,2%	4,9%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%
<b>Median</b>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Kvartil 1</b>	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	5,0%
<b>Kvartil 3</b>	6,0%	5,5%	5,4%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Figur 19: Markedsrisikopremie i det norske markedet 2015-2023 (kilde: PwC, 2023b)

Respondentene mener i stor grad at markedets risikopremie utvikler seg helt uavhengig fra den risikofrie renten, hvor 69% svarer et det ikke eksisterer en sammenheng mellom rentene. Resultatene viser en stabil risikopremie på 5% over flere år, og det blir derfor denne vi også legger til grunn i våre kalkulasjoner.

I tillegg er det stor oppslutning fra undersøkelsen når det gjelder innkalkulering av en småbedriftspremie, hvor undersøkelsen viser at 80% av respondentene mener at en slik premie bør benyttes i avkastningskravet. At risikoen forbundet med et mindre selskap er høyere enn for et større selskap er svært intuitivt, og vi mener også at det er rimelig å innkalkulere en slik premie. Selvaag Bolig faller inn under terskelen med en markedsverdi av egenkapitalen på 2-5 mrd. NOK, hvor medianen for småbedriftspremie har vært stabil over flere år på 1%.

#### 4.4.3 Småbedriftspremie 2021-2023

Småbedriftspremie	2021		2022		2023	
	Gj.snitt	Median	Gj.snitt	Median	Gj.snitt	Median
Egenkap. over 5 mrd NOK	0,9 %	0,0 %	0,9 %	0,0 %	0,5 %	0,0 %
Egenkap. 2-5 mrd NOK	1,7 %	1,0 %	1,3 %	1,0 %	1,7 %	1,0 %
Egenkap. 1-2 mrd NOK	2,6 %	2,0 %	2,5 %	2,0 %	1,9 %	1,5 %
Egenkap. 0,5-1 mrd NOK	4,0 %	3,0 %	3,2 %	2,0 %	2,7 %	2,0 %
Egenkap. 0,1-0,5 mrd NOK	5,5 %	4,0 %	4,2 %	3,3 %	3,0 %	2,5 %
Egenkap. 0-0,1 mrd NOK	7,1 %	5,0 %	5,3 %	5,0 %	3,9 %	3,0 %

Figur 20: Småbedriftsrisikopremie i det norske markedet 2021-2023 (kilde: PwC, 2023b)

Markedets risikopremie som vi vil legge til grunn i kapitalverdimodellen blir dermed

$5\% + 1\% = 6\%$ .

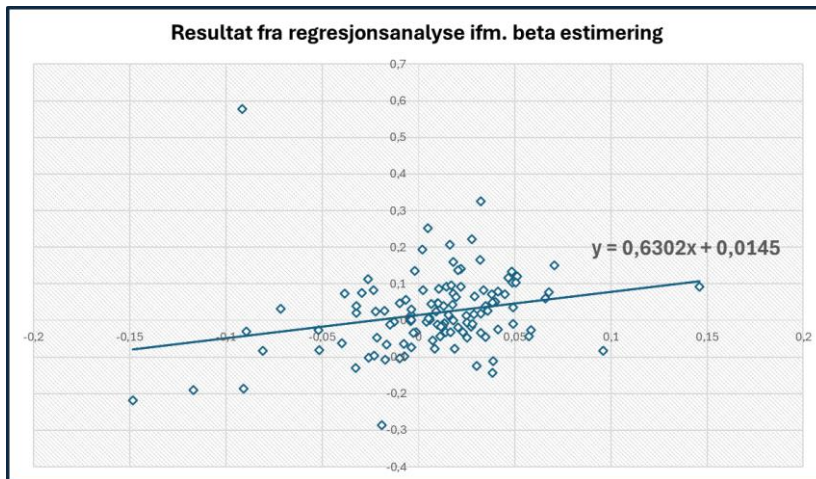
### Beta

Vi har tidligere lagt til grunn at det er den systematiske risikoen som blir belønnet i kapitalverdimodellen, og at denne risikoen gjelder alle aktører i økonomien. Problemet er at ulike investeringer påvirkes av markedseffektene til ulik grad. For å justere for den ulike eksponeringen har vi beta-variabelen i kapitalverdimodell formelen. Beta måler i denne modellen hvor nøye avkastningen til et verdipapir følger avkastningen til markedsporteføljen (som representerer hele økonomien i modellen). Ved å studere dette forholdet kan man dermed si noe om hvor eksponert investeringen er til variasjonen i avkastningen til hele økonomien, altså den systematiske risikoen.

For å måle dette forholdet i forbindelse med verdsettelse av Selvaag Bolig, vil vi benytte en regresjonsanalyse tilgjengelig i datanalysepakken til Excel. En regresjonsanalyse er en statistisk metode som analyserer sammenhengen mellom utviklingen i en avhengig variabel (i dette tilfellet aksjeavkastningen til Selvaag Bolig) og en uavhengig variabel (i dette tilfellet avkastningen til OSEBX indeksen, som representerer markedsporteføljen), hvor beta fremkommer som helningen (koeffisienten) til den uavhengige variabelen. Beta indikerer altså hvor mye aksjeavkastningen forventes å endre seg for hver prosent endring i avkastningen til markedsindeksen, og måler dermed sensitiviteten til aksjens avkastning i forhold til markedets avkastning.

En beta på 1 indikerer at aksjens avkastning har samme volatilitet som markedsindeksen, en beta på over 1 indikerer at aksjeavkastningen er mer volatil enn markedsindeksen og en beta på under 1 indikerer at aksjeavkastningen er mindre volatil enn markedsindeksen.

I spredningsplottet nedenfor gjengis resultatene fra regresjonsanalysen som tar utgangspunkt i den historiske avkastningen til Selvaag Boligs aksjekurs og avkastningen til Oslo børs indeksen basert på månedlige observasjoner fra de siste 10 årene.



Figur 21: Resultat fra regresjonsanalyse ifm. beta estimering (datakilde: Yahoo Finance, 2024a & 2024b)

Resultatet fra regresjonsanalysen viser en beta på 0,63 og fremkommer som helningen til ligningen for den lineære regresjonen. Dette er en lav beta som betyr at aksjeavkastningen til Selvaag Bolig er en betydelig del mindre volatil enn avkastningen til markedet. Damodaran sin industribeta publisert på hans nettsider viser en beta på 0,67 for eiendomsutviklere, beta estimatet vi har kommet frem til virker derfor rimelig.

#### Kapitalverdimodellen oppsummert

$$\text{Avkastningskrav til egenkapital} = 3,71\% + 0,63(6\%) = 7,49\%$$

Figur 22: Kapitalverdimodellen oppsummert

#### 8.2.2 Avkastningskravet til totalkapitalen

Som drøftet innledningsvis i denne delen av oppgaven så er risikofordelingen mellom aksjeeierne og kreditorene ulik, og krever derfor ulike avkastningskrav. Ettersom vi benytter totalkapitalmetoden, og derfor skal neddiskontere kontantstrømmer til totalkapitalen, kreves det at vi beregner et vektet gjennomsnittlige avkastningskrav til totalkapitalen. Dette avkastningskravet er den gjennomsnittlige kapitalkostnaden et selskap betaler for sin

finansiering, hvor hver kapitalkilde er vektet i henhold til sin andel av totalfinansieringen. På engelsk heter begrepet «weighted average cost of capital» forkortet til WACC, og formelen til avkastningskravet er gjengitt nedenfor.

$$WACC = \left( \frac{E}{V} \times R_e \right) + \left( \frac{D}{V} \times R_d \times (1 - r) \right)$$

*hvor:*  
*E = Markedsverdi av egenkapital*  
*D = Markedsverdi av gjeld*  
*V = Markedsverdi av E + D*  
*R<sub>e</sub> = Avkastningskrav til EK*  
*R<sub>d</sub> = Avkastningskrav til gjeld*  
*r = marginal skattesats*

Vi har allerede beregnet avkastningskravet til egenkapitalen og funnet marginal skattesats, så nå gjenstår det å finne den gitte markedsverdien av egenkapitalen og gjelden, beregne avkastningskravet til gjelden og beregne sammensetningen/vektingen av egenkapital og gjeld som andel av total kapital.

### Markedsverdien av egenkapitalen

Å finne markedsverdien til Selvaag Bolig er uproblematisk ettersom selskapet er listet på børs. Per 11.06.2024 er aksjeprisen til Selvaag Bolig NOK 37,10 på Oslo Børs. Det er denne aksjeprisen vi skal utfordre i denne oppgaven. For å finne markedsverdien av hele egenkapitalen til selskapet trenger vi bare å multiplisere aksjekursen med totalt utestående aksjer, som per 11.06.2024 er 93 765 688. Dette gir oss en markedsverdi av egenkapitalen til Selvaag Bolig på 3 479 MNOK

### Markedsverdien av gjeld

Markedsverdien av gjelden til Selvaag Bolig vil være den totale prisen en uavhengig tredjepart ville vært villig til å betale for selskapets gjeld i en armlengdes transaksjon på det åpne markedet. For selskaper med høy kredittverdighet vil denne prisen normalt tilsvare bokført verdi av selskapets gjeld. Dersom selskapet har svak kredittverdighet ville ikke en uavhengig aktør vært villig til å betale en pris lik den bokførte ettersom det er grunn til å tro at selskapet ikke vil kunne betale tilbake gjelden med renter. Gjelden ville dermed hatt en verdi under bokført verdi i et slikt tilfelle.

Når det kommer til Selvaag Bolig har vi allerede foretatt en rekke analyser som avdekker sentrale trekk knyttet til selskapets kredittverdighet i form av finanserings- og soliditetsanalyser samt likviditetsanalyser. I finansierings- og soliditetsanalysene fant vi ut at Selvaag Bolig har veldig sterk finansieringsgrad 1 sammenlignet med utvalget, som vil si at selskapet har en sunn finansieringsstruktur hvor alle langsiktige investeringer er dekket gjennom langsiktig kapital i tillegg til store deler av selskapets omløpsmidler. Det er derfor god grunn til å tro at selskapet vil ha god kapasitet til å møte sine betalingsforpliktelser og unngå likviditetsproblemer. I tillegg fant vi ut at selskapet har en god egenkapitalprosent sammenlignet med bransjeutvalget, spesielt det siste året. En sterk egenkapitalprosent vil si at selskapet har en god evne til å tåle fremtidige tap, og er et av de første nøkkeltallene banker er interessert i når de vurderer kredittverdigheten til en kunde.

I likviditetsanalysen fant vi ut at Selvaag Bolig har en svært god likviditetsgrad 1 grunnet sine betydelige verdier i selskapets varelager. Likviditetsgrad 2 var en god del svakere men fremdeles konkurransedyktig sammenlignet med bransjeutvalget. Alt i alt avdekker ikke våre nøkkeltallsanalyser noen grunn til å vurdere selskapets gjeld til å være under bokført verdi. Vi velger dermed å sette markedsverdien av selskapets gjeld lik bokført verdi i våre beregninger, som per 31.12.2023 er på 2 447 MNOK.

### [Avkastningskravet til gjelden](#)

Avkastningskravet til selskapets gjeld er den avkastningen en investor krever for å holde selskapets gjeldsinstrumenter. Dette kravet reflekterer risikoen forbundet med å låne ut penger til selskapet. Dette minner på mange måter om de samme refleksjonene vi hadde rundt avkastningskravet til egenkapitalen, og det er fordi målsettingen til den marginale investoren og kredittutstederen er den samme, de ønsker å få mer tilbake enn det de gir opp. Forskjellen er risikoeksponeringen, som drøftet tidligere i denne delen av oppgaven.

Det er flere måter å estimere avkastningskravet til selskapets gjeld. Dersom selskapet har utestående obligasjonslån som handles på et åpent marked ville vi vært i stand til å beregne avkastningskravet til gjelden ved å måle obligasjonens «yield to maturity» (YTM). Dessverre

har ikke Selvaag Bolig slike obligasjonslån. En annen måte kunne vært å finne en kreditt «rating» fra et anerkjent kredittvurderingsbyrå, som er en score slike byrå utsteder for å reflektere kredittrisikoen til ulike selskaper eller andre organisasjoner. Vi finner heller ingen slike tilgjengelig.

Den beste tilnærmingen blir dermed å estimere selskapets avkastningskrav til gjelden basert på regnskapsinformasjon i selskapets årsrapport. I note 16 til årsregnskapet for 2023 til Selvaag Bolig finner vi informasjon om selskapets rentebærende gjeld samt rentesatsene de har knyttet til denne gjelden. Per 31.12.2023 har selskapet totalt kr 1 410 212 000 i rentebærendegjeld, hvor selskapet opplyser om at renten fastsettes basert på 3 måneder NIBOR med et tillegg. Selskapet har to typer rentebærende gjeld, dette er tomtelån og byggelån med henholdsvis 7,5% rentesats og 6,1% rentesats, dette gir oss som vist i figuren nedenfor en vektet gjennomsnittlig rentesats på 6,6%.

Låneinstrument	Långiver	Beløp
Tomtelån	Urban Property	404 610
Tomtelån	DNB	57 000
Tomtelån	SR Bank	20 000
Tomtelån	SR Bank	18 000
Byggelån	DNB	81 504
Byggelån	DNB	597 854
Byggelån	Nordea	98 526
Byggelån	DNB	123 796
Byggelån	DNB	8 922
Sum tomtelån		499 610
Sum byggelån		910 602
<b>Sum lån</b>		<b>1 410 212</b>
Rentesats tomtelån		7,50 %
Rentesats byggelån		6,10 %
<b>Vektet gjennomsnittlig rentesats</b>		<b>6,60 %</b>

Tabell 10: Gjennomsnittlig rentesats for Selvaag Bolig

Som presisert i formelen til den vektete gjennomsnittlig kapitalkostnaden (WACC) så må avkastningskravet til gjelden justeres for skattefordelen forbundet med å betale renter på gjeld. Rentekost er fradragberettiget som medfører at den effektive kostnaden knyttet til selskapets gjeld er lavere en rentesatsen de betaler med ( $1 - \text{marginal skattesats}$ ).

Avkastningskravet til gjelden etter skatt blir dermed:

$$\text{Avkastningskrav til gjeld etter skatt} = 6,6\%(1 - 22\%) = 5,148\% \approx 5,15\%$$

Figur 23: Avkastningskravet til gjeld oppsummert

### Den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden for Selvaag Bolig (WACC)

Nå har vi alle bitene på plass til å kalkulere den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden for Selvaag Bolig. Beregningene følger formelen for WACC som tidligere nevnt i denne delen av oppgaven, og summeres i figuren nedenfor.

Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad for Selvaag Bolig	
Avkastningskrav til egenkapital	7,49 prosent
Avkastningskrav til gjeld	5,15 prosent
Markedsverdi av egenkapital	3 479 MNOK
Markedsverdi av gjeld	2 447 MNOK
Total markedsverdi av kapital	5 926 MNOK

$$WACC = \left( \frac{3479}{5926} \times 7,49\% \right) + \left( \frac{2447}{5926} \times 5,15\% \right) = 6,52\%$$

Figur 24: Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC) oppsummert

## 8.3 Terminalverdi

Det siste elementet vi trenger for å ferdigstille den diskonterte kontantstrøm analysen er terminalverdien i verdsettelsen. Denne verdien er ment å fange opp all verdi selskapet vil skape etter den prognostiserte høyvekstperioden og frem til evig tid (under forutsetning om at selskapet vil leve for alltid). Vår modell bygger på forutsetningen om konstant/stabil vekst, og formelen for terminalverdien får dermed samme struktur som formelen for en evig vekstmodell. Formelen vi bruker gjengis nedenfor.



$$\text{Terminalverdi} = \frac{FCFF_{n+1}}{r - g}$$

hvor:

$FCFF$  = Frie kontantstrømmer til totalkapitalen

$n + 1$  = Første periode etter høyvekstperioden (5 år)

$r$  = Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)

$g$  = Stabil vekstrate

Til nå har vi utarbeidet både anslag på selskapets frie kontantstrømmer til totalkapitalen og avkastningskravet til totalkapitalen. Det som gjenstår i forbindelse med beregning av terminalverdien blir dermed å anslå selskapets stabile vekstrate,  $g$ .

### 8.3.1 Begrensninger i den stabile vekstraten

Den stabile vekstraten i terminalverdien er et svært viktig input med store konsekvenser for resultatet av kontantstrømanalysen. Det er derfor viktig å være klar over begrensningene som ligger til grunn for hvor høy vekst man kan rimelig anta at et selskap vil ha i evig tid. I Kapittel 12 i Damodarans lærebok gir han en rekke retningslinjer man bør følge når man skal anslå vekstraten, hvor den viktigste begrensningen i den stabile vekstraten er at den ikke kan være høyere enn veksten i økonomien selskapet opererer i som helhet. Dette er grunnet at den gjennomsnittlige veksten i økonomien består av både mindre høyvekst selskaper og modne selskaper med stabil vekst. Veksten i økonomien som helhet ligger dermed over den stabile veksten til de modne selskapene, ettersom de yngre høyvekst selskapene driver opp gjennomsnittet. Ettersom Selvaag Bolig i all vesentlighet driver virksomhet i Norge blir det den norske økonomien som setter grensene. Veksten kan derimot være lavere enn veksten i økonomien.

### 8.3.2 Langsiktig utvikling for Selvaag Bolig og eiendomsbransjen

Hvor nærme selskapets stabile vekstrate vil være veksten i økonomien avhenger av selskapets konkurransedyktighet og den langsiktige utviklingen i bransjen selskapet opererer i. Når det gjelder konkurransedyktigheten til Selvaag Bolig er det flere momenter som indikerer at selskapet er godt rustet til å opprettholde sin konkurransevne på lang sikt.

Selskapet er vel finansiert gjennom sin strategiske avtale med Urban Property kombinert med en finansieringsstruktur hvor alle langsiktige eiendeler og store deler av de kortsiktige eiendelene er finansiert med langsiktig kapital og en sterk egenkapitalprosent. I tillegg har selskapet god soliditet gjennom en sterk egenkapitalprosent og god likviditet. Sannsynligheten for driftsproblemer i fremtiden er derfor lave.

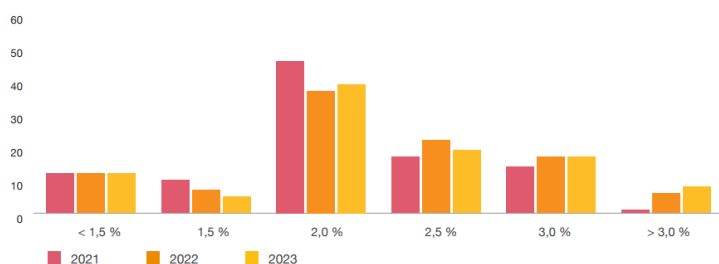
Ved å investere og utvikle nye boligkonsepter som kapitaliserer på utviklingen i samfunnet vil Selvaag Bolig være i stand til å opprettholde sin økonomiske vekst over lengre tid. Eksempler på slike konsepter for Selvaag Bolig er deres livsstilskonsept «Selvaag Pluss» og «Selvaag City», som er godt egnet til å kapitalisere på de større sosiale trendene som urbanisering og eldrebølgen. I tillegg har selskapet en slank og skalerbar organisasjonsstruktur som er godt rustet til å møte oppturer og nedturer i økonomien.

Når det gjelder bransjen selskapet opererer i, eiendomsbransjen, har bransjen en lang historie med svært god utvikling. Dette gjelder på tvers av landet, men spesielt i vekstområder som Oslo, som er nettopp der Selvaag Bolig driver det meste av sin virksomhet. Bærekraft både med henblikk til miljø og klima men også sosial bærekraft får økende fokus i bransjen og vi anser Selvaag Bolig å være godt rustet til å møte disse nye utfordringene og behovene som vil oppstå med tiden.

### 8.3.3 Markedets oppfatning av stabil vekst

I tillegg til en kritisk vurdering av selskapet og bransjen er det nyttig å forholde seg til en form for benchmark som reflekterer den generelle oppfatningen til markedet. I PwC sin undersøkelse, «*Risikopremien i det norske markedet, 2023*», mener flertallet av respondentene at vekstraten i terminalverdien bør tilsvare den langsiktige inflasjonsforventningen. Det er Norges Bank som setter det langsiktige inflasjonsmålet for den norske økonomien jf. Sentralbankloven § 1-4 første ledd, hvor selve inflasjonsmålet er felt ned i Bestemmelse om pengepolitikken § 3, hvor inflasjonsmålet er satt til 2%. Inflasjonsmålet korresponderer også med medianen fra PwCs undersøkelse når det gjelder hvilken vekstrate som bør benyttes i terminalverdien, hvor gjennomsnittet ligger på 2,2%.

#### 4.6.1 Vekstrate i terminalleddet



Figur 25: Vekstrate i terminalleddet i det norske markedet (PwC, 2023b)

### 8.3.4 Oppsummering av terminalverdi og stabil vekstrate

Basert på drøftelsene ovenfor mener vi at man skal være forsiktig med å gå langt over forventningene markedet har til stabil vekst og det langsiktige inflasjonsmålet satt av Norges Bank. Men samtidig har vi tro på Selvaag Boligs overordnede strategi og organisasjonsstruktur kombinert med en bransje som, historisk, sjeldent presterer dårlig. Vi velger med dette i mente å sette den stabile vekstraten til 2,5%, som er over medianen fra PwCs undersøkelse og det langsiktige inflasjonsmålet til Norges Bank, men tilsvarende nivået som hadde nest størst oppslutning i undersøkelsen for å reflektere at vi mener Selvaag Bolig ligger i øvre del av markedets forventninger. Vi kan nå kalkulere terminalverdien i den diskonterte kontantstrømanalysen, som gjengis i figuren nedenfor (i hele tusen).

$$Terminalverdi = \frac{302\,692(1 + 2,5\%)}{6,52\% - 2,5\%} = 7\,710\,702$$

Figur 26: Terminalverdien oppsummert

## 8.4 Resultat av den fundamentale verdsettelsen

Vi har nå beregnet alle elementene som inngår i verdsettelsesmodellen vi benytter i vår fundamentale verdsettelse av Selvaag Bolig. Den generelle formelen for diskontert kontantstrøm analyse av selskapets verdi gjengis nedenfor.

$$\text{Markedsverdi av selskap} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{\left(\frac{FCFF_{n+1}}{r-g}\right)}{(1+r)^n}$$

hvor:  
 FCFF<sub>t</sub> = frie kontantstrømmer til totalkapitalen i år t  
 FCFF<sub>n+1</sub> = frie kontantstrømmer til totalkapitalen i året etter høyvekstperioden  
 r = vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)  
 g = stabil vekstrate  
 n = antall år i høyvekstperioden

Som tidligere nevnt benytter vi totalkapitalmetoden i vår verdsettelse, som innebærer at vi beregner markedsverdien av selskapet først for å så trekke ut markedsverdien av gjeld, hvor vi deretter sitte igjen med markedsverdien av selskapets egenkapital. Denne verdien deles så på det totale antallet aksjer Selvaag Bolig har utestående i dag, som gir oss den estimerte markedsverdien av selskapets aksje. Beregningene utført i forbindelse med dette oppsummeres i figuren nedenfor.

	12.06.2024	e2024	e2025	e2026	e2027	e2028	Terminalverdi
FCFF		-kr 46 103	-kr 24 106	kr 20 508	kr 243 997	kr 302 692	kr 7 710 702
Nåverdi av FCFF		-kr 43 280	-kr 21 244	kr 16 966	kr 189 495	kr 220 683	kr 5 621 622
WACC	6,52 %						
+ Sum nåverdi av FCFF	kr 5 984 243						
- Bokført verdi av gjeld	kr 2 447 447						
= Markedsverdi av EK	kr 3 536 796						
/ Antall utestående aksjer	93 640 412						
= <b>Estimert aksjekurs</b>	<b>kr 37,77</b>						

Figur 27: Resultat av fundamental verdsettelse av Selvaag Bolig ASA

Som vi kan se kommer vi frem til en aksjepris på NOK 37,77, som er 1,81% høyere enn dagens aksjekurs på NOK 37,10 (per 11.06.2024).

## 9. Relativ verdsettelse

---

I denne delen av oppgaven vil vi gjennomføre en relativ verdsettelse av Selvaag Bolig, og måle resultatet opp mot den estimerte aksjeprisen vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen av selskapet. Metoden bygger på antakelsen om at markedsverdien til et selskap burde reflektere markedsverdien til andre sammenlignbare selskaper og uttrykkes gjennom sentrale finansielle forholdstall kalt multipler.

### 9.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen er en direkte relativ/komparativ verdsettelse som sammenligner tall i resultatet, balansen eller kapitalen til et selskap med tilsvarende nøkkeltall fra lignende selskaper. Multiplene er basert på finansregnskapet, der forholdstall måler aksjeprisen mot for eksempel driftsresultat, omsetning eller bokført verdi (*Damodaran, 2012*).

Ved bruk av multiplikatormodellen kan man velge å bruke selskapskapitalmetoden og egenkapitalmetoden. Vi har valgt å fokusere på selskapskapitalmetoden ettersom at man må justere for ulikheter i kapitalstruktur ved bruk av egenkapitalmetoden.

#### 9.1.1 Sammenligning av multiplikatorer

Vi har valgt å sammenligne Selvaag Bolig med bransjeutvalget vårt bestående av Entra, KMC Properties og Olav Thon Eiendomsselskap. Vi skal starte med å regne ut multiplikatorene P/EBITDA og P/E for Selvaag Bolig og konkurrentene, for så å sammenligne Selvaag Bolig sine multiplikatorer mot gjennomsnittet av de tre konkurrentene for å få en indikasjon på om Selvaag Bolig er overpriset eller underpriset. Deretter skal vi regne ut multiplikatorene P/B og P/DI for Selvaag Bolig og konkurrentene, og til slutt skal vi bruke alle fire multiplikatorene til å estimere en aksjeverdi per aksje for Selvaag Bolig.

P/EBITDA kan ved selskapskapitalmetoden uttrykkes som  $EV/EBITDA$ , P/E kan ved selskapskapitalmetoden uttrykkes som  $EV/NDR$ , P/B kan ved selskapskapitalmetoden uttrykkes som  $EV/NDK$  og P/DI kan ved selskapskapitalmetoden uttrykkes som  $EV/DI$ . Vi kommer til å bruke EV formlene videre i multiplikatormodellen.

## EV/EBITDA

EV/EBITDA sammenligner markedsværdien av et selskap mot selskapets driftsresultat før renter, skatt avskrivning og nedskrivning. Det faktum at avskrivninger og nedskrivninger ikke påvirker EBITDA er en fordel ettersom at selskaper bruker forskjellige avskrivningsmetoder som påvirker driftsinntektene forskjellig. EBITDA fører også til at selskaper med negativt resultat per aksje fortsatt kan ha et positivt EV/EBITDA resultat og dermed bli inkludert i analysene. Bruk av EBITDA gjør det derfor lettere å sammenligne selskaper med forskjellig struktur og brukes ofte i bransjer som tar i bruk store investeringer (*Damodaran, 2012*). EV/EBITDA er en resultatorientert og kontantstrøm orientert multiplum som ved selskapskapitalmetoden utformes slik:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Estimert verdi av netto driftskapital}}{\text{Driftsresultat før skatt, renter, avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Formel 15: EV/EBITDA

## EV/NDR

EV/NDR gir ofte gode indikasjoner på fremtidig inntjening og illustrerer hvilke forventninger som står til et selskap sin fremtid, dette gjør at det er den multiplikatoren som er mest anvendt i praksis. Forskjellen mellom EV/NDR og EV/EBITDA er at EV/NDR inkluderer avskrivninger og nedskrivninger. Ved å inkludere avskrivninger tar EV/NDR hensyn til jevn belastning av selskapets investeringer og viser lønnsomheten medregnet selskapets operasjonelle drift. EV/NDR er en resultatorientert og kontantstrømorientert multiplum som ved selskapskapitalmetoden utformes slik:

$$\frac{EV}{NDR} = \frac{\text{Estimert verdi av netto driftskapital}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

Formel 16: EV/NDR

Multiplikator verdsettelse	Selvaag Bolig	Entra	KMC	Olav Thon Eiendom	Median	Gjennomsnitt	
EV/NDR	2023	14,10	20,77	17,04	12,52	17,04	16,78
	2022	11,65	22,38	23,93	13,75	22,38	20,02
	2021	9,85	29,58	33,63	15,73	29,58	26,31
EV/EBITDA	2023	13,12	20,24	17,00	12,45	17,00	16,56
	2022	14,20	22,04	23,86	13,63	22,04	19,84
	2021	11,63	29,76	33,56	15,53	29,76	26,28

Tabell 11: Sammenligning av EV/NDR og EV/EBITDA

I perioden 2021-2023 hadde Selvaag Bolig en gjennomsnittlig EV/EBITDA verdi på 12,98, mens gjennomsnittet av de fire selskapene vi har sammenlignet var 20,89. Man ser at Selvaag Bolig og Olav Thon Eiendomsselskap har relativt lik gjennomsnittlig EV/EBITDA verdi mens Entra og KMC drar snittet opp betraktelig. En lav verdi viser til at selskapet kan være underpriset, mens høy verdi viser til overprising. Etersom at Selvaag Bolig sin EV/EBITDA er lavest ut av alle selskapene og ligger under gjennomsnittsverdien vil det indikere at markedet mener Selvaag Bolig er underpriset.

Sammenligning av EV/NDR verdi gir et bilde på markedets forventning om et selskaps inntjening i forhold til de selskapene man sammenligner med. Selvaag Bolig hadde i perioden 2021-2023 en gjennomsnittlig EV/NDR verdi på 11,87 mens gjennomsnittet av de tre konkurrentene var 21,04. Man ser det samme forholdmønsteret her som ved EV/EBITDA, hvor Selvaag Bolig og Olav Thon Eiendomsselskap drar ned gjennomsnittet mens Entra og KMC drar det opp. Selvaag Bolig har den laveste EV/NDR verdien av selskapene og ligger under gjennomsnittet ved bruk av denne multiplikatoren også. Dette indikerer at Selvaag Bolig fortsatt er underpriset.

### 9.1.2 Estimering av aksjeverdi

Vi har tidligere i dette kapittelet gjort rede for formlene til EV/NDR og EV/EBITA. Nå skal vi gjør rede for EV/NDK og EV/DI. Deretter skal vi estimere ulike verdier per aksje ved bruk av markedsverdi på netto driftskapital (EV) og de fire multiplikatorene. Først estimerer vi verdien av aksjen ved bruk av forholdet mellom markedsverdi til netto driftskapital og balanseført netto driftskapital (EV/NDK). Deretter skal vi estimere verdien av aksjen ved bruk av forholdet mellom markedsverdi til netto driftskapital og driftsinntekter (EV/DI). Den tredje estimeringen tar for seg verdien av aksjen ved bruk av forholdet mellom markedsverdi til netto driftskapital og EBITDA verdien til selskapet (EV/EBITDA). Til slutt estimerer vi

aksjeverdien ved bruk av forholdet mellom markedsverdi til netto driftskapital og netto driftsresultat (EV/NDR).

### EV/NDK

EV/NDK forholdet sammenligner firmaets estimerte netto driftskapital verdi med den bokførte verdien av firmaets kapital, noe som gjør det sammenlignbart med pris/bok-forholdet for aksjer (*Damodaran, 2012*). EV/NDK gir et bilde på hvordan en aksje er priset, aksjen vurderes som billig og viser dårlig figur dersom EV/NDK forholdet er lavere enn 1, mens verdi over 1 ses på som positivt. EV/NDK er en balanseorientert multippel som ved selskapskapitalmetoden utformes slik:

$$\frac{EV}{NDK} = \frac{\text{Estimert verdi av netto driftskapital}}{\text{Netto driftskapital}}$$

Formel 17: EV/NDK

### EV/DI

EV/DI forholdet sammenligner den estimerte netto driftskapitalen med driftsinntektene til selskapet. EV/DI er en resultatorientert og kontantstrømorientert multippel som ved multiplikatormodellen utformes slik:

$$\frac{EV}{DI} = \frac{\text{Estimert verdi av netto driftskapital}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 18: EV/DI



Gjennomsnittet er regnet ut fra multiplikatorverdien til konkurrentene:

	Selvaag Bolig	Entra	KMC	Thon
Markedsverdi netto driftskapital (EV)	<b>4 243 187 637</b>	60 309 039 147	5 943 829 312	39 697 816 342
Driftsinntekter	<b>3 254 651 000</b>	3 510 000 000	409 400 000	4 820 000 000
EBITDA	<b>323 481 000</b>	2 980 000 000	249 700 000	3 188 000 000
Netto driftsresultat	<b>300 898 000</b>	2 904 000 000	348 800 000	3 171 000 000
Egenkapital	<b>2 306 964 000</b>	25 555 000 000	2 798 500 000	30 437 000 000
Balansført finansiell gjeld	<b>1 143 690 000</b>	39 291 000 000	3 421 400 000	20 772 000 000
Netto driftskapital	<b>3 450 654 000</b>	64 846 000 000	6 219 900 000	51 209 000 000

	Selvaag Bolig	Entra	KMC	Thon	Gjennomsnitt
EV/NDK	<b>1,23</b>	0,93	0,96	0,78	<b>0,89</b>
EV/DI	<b>1,30</b>	17,18	14,52	8,24	<b>13,31</b>
EV/EBITDA	<b>13,12</b>	20,24	23,80	12,45	<b>18,83</b>
EV/NDR	<b>14,10</b>	20,77	17,04	12,52	<b>16,78</b>

Tabell 12: Bokførte verdier og beregning av multiplikatorer

For å estimere verdien per aksje ved forholdet mellom markedsverdi til netto driftskapital og balanseorientert netto driftskapital skal vi multiplisere netto driftskapital med konkurrentenes gjennomsnittlige EV/NDK multiplikator. Deretter trekker vi fra netto finansiell gjeld, før vi dividerer med Selvaag Boligs antall utstedte aksjer. Formelen er:

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{\left( \text{Netto driftskapital} \times \left( \frac{\text{EV}}{\text{NDK}} \right) \right) - \text{NFG}}{\text{Utestående aksjer}}$$

Formel 19: Verdi per aksje ved bruk av EV/NDK

Verdiestimat per aksje ved EV/NDK multiplikator	
Netto driftskapital	3 450 654 000
* EV/NDK	0,89
= Verdi NDK	3 060 570 767
- NFG	1 143 690 000
= Verdiestimat	1 916 880 767
/ Utestående aksjer	93 640 412
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>20,47</b>

Tabell 13: Verdiestimat per aksje ved bruk av EV/NDK

For å estimere verdien av aksjen ved bruk av forholdet mellom verdien av netto driftskapital og driftsinntekter skal vi multiplisere de bokførte driftsinntektene med gjennomsnittet av konkurrentenes EV/DI multiplikator. Deretter trekker vi fra netto finansiell gjeld og dividerer med Selvaag Boligs antall utstedte aksjer. Formelen er:

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{\left( \text{Driftsinntekter} \times \left( \frac{EV}{DI} \right) \right) - NFG}{\text{Utestående aksjer}}$$

Formel 20: Verdi per aksje ved bruk av EV/DI

Verdiestimat per aksje ved EV/DI multiplikator	
Driftsinntekter	3 254 651 000
* EV/DI	13,31
= Verdi NDK	43 326 472 834
- NFG	1 143 690 000
= Verdiestimat	42 182 782 834
/ Utestående aksjer	93 640 412
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>450,48</b>

Tabell 14: Verdiestimat per aksje ved bruk av EV/DI

For å estimere verdien av aksjen ved bruk av forholdet mellom markedsverdi til netto driftskapital og EBITDA verdien skal vi multiplisere EBITDA med konkurrentenes gjennomsnittlige EV/EBITDA multiplikator. Deretter trekker vi fra finansiell gjeld og dividerer med Selvaag Boligs antall utstedte aksjer.

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{\left( \text{EBITDA} \times \left( \frac{EV}{EBITDA} \right) \right) - NFG}{\text{Utestående aksjer}}$$

Formel 21: Verdi per aksje ved bruk av EV/EBITDA

Verdiestimat per aksje ved EV/EBITDA multiplikator	
EBITDA	323 481 000
* EV/EBITA	18,83
= Verdi NDK	6 091 586 959
- NFG	1 143 690 000
= Verdiestimat	4 947 896 959
/ Utestående aksjer	93 640 412
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>52,84</b>

Tabell 15: Verdiestimat per aksje ved bruk av EV/EBITDA

For å estimere verdien av aksjen ved bruk av forholdet mellom markedsverdi til netto driftskapital og netto driftsresultat skal vi multiplisere netto driftsresultat med konkurrentenes gjennomsnittlige EV/NDR multiplikator. Deretter trekker vi fra finansiell gjeld og dividerer med Selvaag Boligs antall utstedte aksjer.

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{\left( \text{Netto driftsresultat} \times \left( \frac{EV}{NDR} \right) \right) - NFG}{\text{Utestående aksjer}}$$

Formel 22: Verdi per aksje ved bruk av EV/NDR

Verdiestimat per aksje ved EV/NDR multiplikator	
Netto driftsresultat	300 898 000
* EV/NDR	16,78
= Verdi NDK	5 047 803 840,58
- NFG	1 143 690 000
= Verdiestimat	3 904 113 840,58
/ Utestående aksjer	93 640 412
<b>= Verdi per aksje</b>	<b>41,69</b>

Tabell 16: Verdiestimat per aksje ved bruk av EV/NDR

De estimerte verdiene per aksje blant de forskjellige multiplikatorforholdene har stor variasjon. Verdiene ligger i intervallet 20,47 – 450,48kr. Dette gir ingen skikkelig estimat i seg selv og dermed er det umulig å kunne si noe om hva markedsverdien på aksjen til Selvaag Bolig er, og om den er underpriset eller overpriset ved å bare sammenligne estimatene. En

mulighet er å konkludere overpriset/underpriset ved å sammenligne markedsverdien på Selvaag Bolig sin aksje opp mot hver enkelt estimert aksjeverdi fra multiplikatorene for seg selv. Men for å kunne estimere en aksjeverdi må man vekte de estimerte aksjeverdiene fra multiplikatorene til sammen og så sammenligne dem samlet sett med markedsverdien på aksjen til Selvaag Bolig.

Vektingen av de forskjellige estimerte aksjeverdiene varierer for hver multiplikator. EV/NDK er den eneste forholdet som er balanseorientert og vil derfor vekte høyest. EV/EBITDA og EV/NDR vil vektas likt ettersom at de både er resultatorienterte og kontantstrømorienterte. EV/DI er også både resultatorientert og kontantstrømorientert, men på grunn av at EV/DI gir en usannsynlig høy estimert aksjeverdi i forhold til de andre, så vil dette forholdet bli vektet lavest.

Multiplikator	Verdi per aksje	Vekting
EV/NDK	19,94	50 %
EV/DI	450,4	10 %
EV/EBITDA	52,83	20 %
EV/NDR	43,53	20 %
<b>Verdiestimat</b>	<b>74,28</b>	<b>100 %</b>

Tabell 17: Vekting av multiplikatorer og resultat av relativ verdsettelse

Den estimerte verdien per aksje til Selvaag Bolig ved bruk av multiplikatormodellen blir 74,28 NOK. På grunn av den høye verdien ved bruk av EV/DI multiplikatoren blir det vektete estimatet over dobbelt så høyt som børsverdien til Selvaag Bolig 31.12.2023, som var 33,10 NOK. Estimatet blir også svært høyt sammenlignet med den estimerte aksjeprisen vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen, som var på 37,77 NOK. Grunnen til at EV/DI blir så høy er trolig et resultat av at bransjeutvalget driver med utleie av fast eiendom og ikke salg av fast eiendom slik som Selvaag Bolig driver med. Dette medfører at bransjeutvalget har svært store verdier i sin balanse som gjør at forholdet mellom netto driftskapital og driftsinntekter blir stort. Hvis vi velger å ignorere EV/DI i beregningen av verdiestimatet og vektas de andre multiplikatorene helt likt, så gir det en estimert aksjeverdi på 38,76 NOK.

## 10. Sensitivitetsanalyse

---

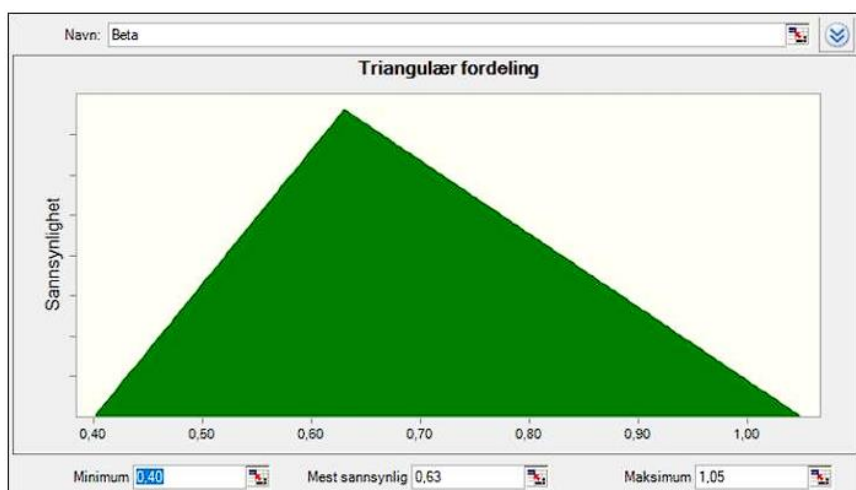
I denne delen av oppgaven ønsker vi å teste robustheten av den estimerte aksjeprisen for Selvaag Bolig som vi har beregnet ved hjelp av en fundamental verdsettelse. Dette gjøres ved å benytte en metode kalt sensitivitetsanalyse. Ved å justere på sentrale input som inngår i modellen kan vi gjennom sensitivitetsanalysen studere hvilke effekter justeringene har på resultatet av verdsettelsesmodellen. Ved hjelp av denne metoden håper vi å være i bedre stand til å vurdere usikkerheten og dermed presisjonen av verdiestimatet vi har kommet frem til i oppgaven.

For å gjennomføre sensitivitetsanalysen vil vi kjøre en Monte Carlo-simulering. En Monte Carlo-simulering er en statistisk teknikk som innebærer at man kjører et svært stort antall simuleringer, hvor inputvariablene trekkes tilfeldig fra definerte sannsynlighetsfordelinger. Resultatene fra simuleringene danner en sannsynlighetsfordeling av alle de mulige utfallene, hvor frekvensen av hvert utfall former en klokkekurve rundt det mest sannsynlige utfallet. Den sentrale forskjellen mellom tradisjonelle sensitivitetsanalyser og Monte Carlo-simuleringer er at man i Monte Carlo-simuleringer vurderer effekten av usikkerhet i flere variabler samtidig, mens man i en tradisjonell sensitivitetsanalyse kun endrer på én variabel om gangen for å studere virkningen endringen har på utfallet.

For å kjøre Monte Carlo-simuleringen vil vi bruke programvaren «Crystal Ball», som er et verktøy fra Oracle som integreres med Microsoft Excel. Variablene vi ønsker å studere i simuleringen er de variablene vi selv har estimert i oppgaven og som har store utslag på resultatet av verdsettelsen. Inputvariablene i simuleringen blir dermed beta-estimatet i kapitalverdimodellen, rentekostnaden for selskapets gjeld og den stabile vekstraten i terminalverdien.

## 10.1 Beta

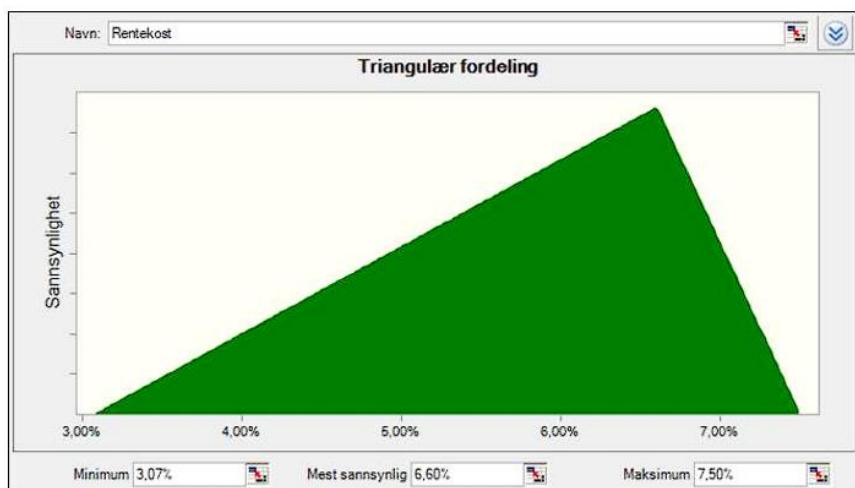
Beta-estimatet er en sentral input i kapitalverdimodellen, som igjen er en sentral input i den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC). Estimatet vi kom frem til ved hjelp av en regresjonsanalyse var på 0,63. For å kjøre Monte Carlo-simuleringen er vi nødt til å definere en sannsynlighetsfordeling for beta-estimatet. Det vil si at vi må definere en minimums-verdi og en maksimums-verdi, hvor vårt eget beta-estimat defineres som det mest sannsynlige utfallet. Basert på historisk data vedrørende regresjonsbeta for eiendomsutviklere i Europa (*Damodaran, 2024*) kan vi finne ut hvordan dette estimatet har utviklet seg over tid blant et bredt utvalg av eiendomsutviklere. I perioden 2013 til 2022 var den høyeste observerte industribetaen for eiendomsutviklere på 1,05. Vi setter dermed den maksimale grensen til 1,05 for beta inputvariabelen i simuleringen. I samme periode var det aldri observert en industribeta som var lavere enn den vi beregnet for Selvaag Bolig, og vi tror derfor ikke at en betydelig lavere beta vil være reell for Selvaag Bolig. Vi velger med dette å sette minimumsgrensen til denne inputvariabelen til 0,4. Vi får dermed følgende sannsynlighetsfordeling for beta-estimatet som vist i figuren nedenfor.



Figur 28: Sannsynlighetsfordeling for beta som inputvariabel

## 10.2 Rentekostnad

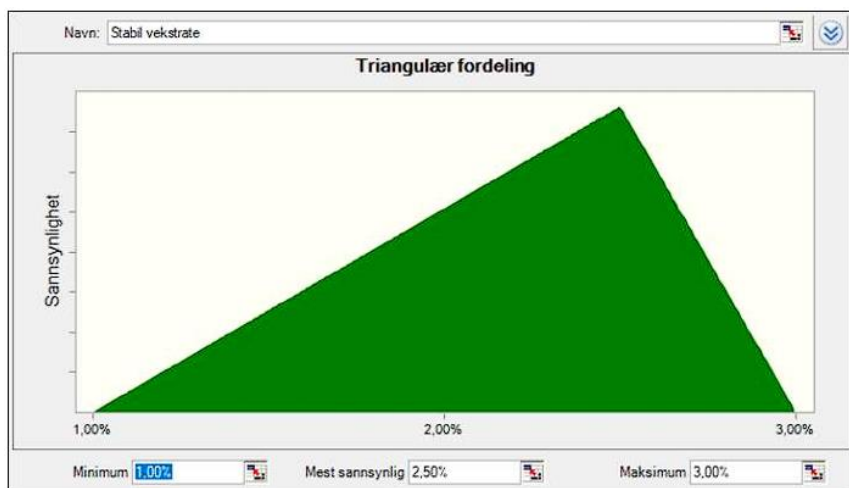
Rentekostnaden er den kostnaden selskapet har i forbindelse med sin gjeld, og representerer avkastningskravet til gjeldsinnehaverne til Selvaag Bolig. Rentekostnaden er en annen viktig input i den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC). Vi estimerte denne inputvariabelen basert på rentekostnaden selskapet rapporterte i sin årsrapport for 2023, hvor vi beregnet et vektet gjennomsnitt basert på den avtalte rentesatsen selskapet har forbundet med sine ulike gjeldsinstrumenter. Vi må naturligvis også definere en sannsynlighetsfordeling for denne inputvariabelen. For å gjøre dette har vi tatt utgangspunkt i den rapporterte rentesatsen Selvaag Bolig oppgir i sine årsrapporter i perioden 2013 til 2023. Den laveste rapporterte rentesatsen i denne perioden (for et enkelt gjeldsinstrument, altså ikke gjennomsnittlig rentesats) var på 3,07%. Vi tror ikke det er sannsynlig at selskapet vil ha en gjennomsnittlig rentesats lavere enn dette. Den maksimale rentesatsen i perioden var i 2023 på 7,5%, og vi tror ikke det er sannsynlig at den gjennomsnittlige rentesatsen noen gang vil være høyere enn dette tallet ettersom stort sett alle prognoser viser at rentetoppen er nådd. Vi får dermed følgende sannsynlighetsfordeling for rentekostnaden som vist i figuren under.



Figur 29: Sannsynlighetsfordeling for rentekost som inputvariabel

### 10.3 Stabil vekstrate

Den stabile vekstraten er kanskje den tyngste og dermed mest sensitive inputvariabelen i hele verdsettelsesmodellen. Når vi bestemte den stabile vekstraten som inngår i terminalverdien i verdsettelsesmodellen, tok vi utgangspunkt i en undersøkelse fra PwC hvor 146 medlemmer fra FFN deltok. Det blir dermed naturlig å ta utgangspunkt i samme undersøkelse når vi må definere den maksimale- og minimale verdien i sannsynlighetsfordelingen for denne høyt kritiske inputvariabelen. I publikasjonene av denne undersøkelsen gjennomført hvert år i perioden 2017 til 2023 viser stort sett alle den samme fordelingen av nivå på vekstrate benyttet i terminalverdien. Det er meget få respondenter som mener at en vekstrate på under 1% skal benyttes i terminalverdien, og vi setter dermed minimal verdi for inputvariabelen til å være 1%. Samtidig er det også svært få respondenter som mener at en vekstrate på over 3% skal benyttes i terminalverdien, og vi setter derfor maksimal verdi for inputvariabelen til å være 3%. Vi får dermed følgende sannsynlighetsfordeling for den stabile vekstraten som vist i figuren under.

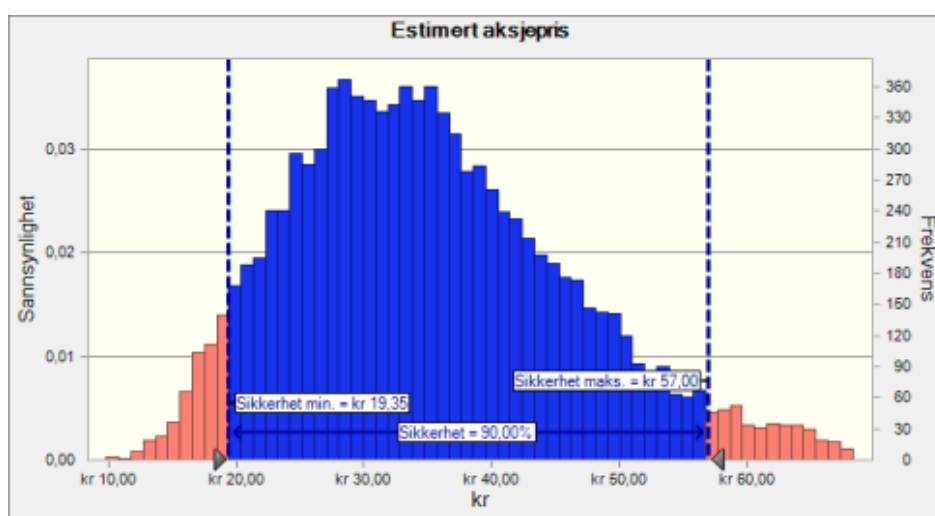


Figur 30: Sannsynlighetsfordeling for stabil vekstrate som inputvariabel



## 10.4 Resultat av Monte Carlo-simulering

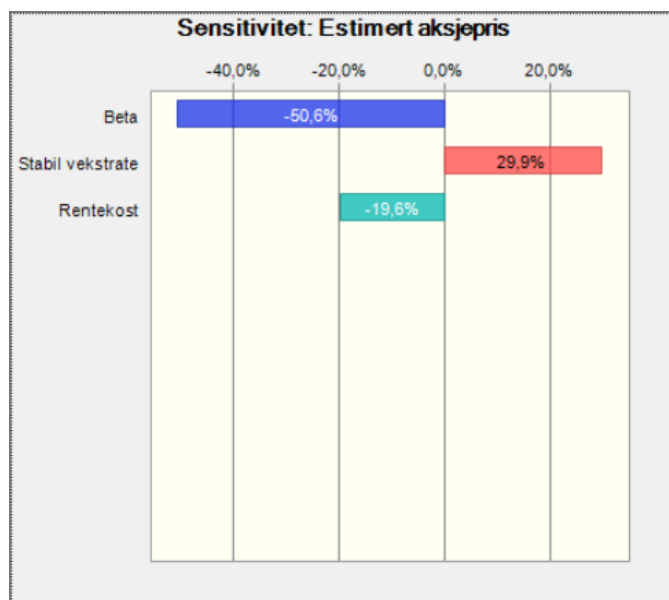
Simuleringen gjennomføres ved at 10 000 simuleringer kjøres, hvor det for hver simulering trekkes tilfeldige verdier fra sannsynlighetsfordelingene vi nettopp definerte, og resultatet av hver simulasjon er en aksjepris basert på verdiene som trekkes. Til sammen skaper dette en fordeling som inkluderer resultatet fra alle 10 000 simuleringer og uttrykker den mest sannsynlige aksjeprisen basert på simuleringene. Resultatet fra Monte Carlo-simuleringen gjengis i figuren nedenfor.



Figur 31: Resultat av Monte Carlo-simulering

Basert på Monte Carlo-simuleringen kan vi si med 90% sikkerhet at aksjeprisen til Selvaag Bolig ligger et sted mellom kr 19,35 og kr 57. Gjennomsnittlig aksjepris ligger på kr 35,59 og medianen ligger på kr 34,09, med et standardavvik på kr 11,67. Bruker vi «68-95-99,7»-regelen for standardavvik kan vi si at det er 68% sannsynlighet for at den faktiske aksjeprisen ligger et sted mellom kr 23,92 og kr 47,26. Den estimerte aksjeprisen vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen av Selvaag Bolig var på kr 37,77, og ligger dermed nærme både medianen og gjennomsnittlig aksjepris produsert av Monte Carlo-simuleringen.

Figuren nedenfor illustrerer hvor stor effekt hver inputvariabel hadde på estimeringen av aksjeprisen til Selvaag Bolig i Monte Carlo-simuleringen.



Figur 32: Effekt av hver inputvariabel på estimert aksjepris

## 11. Konklusjon

---

Målet med oppgaven er å besvare problemstillingen, som vi tidligere har formulert som:

*«Er aksjen til Selvaag Bolig ASA underpriset, overpriset eller rimelig priset i markedet?».*

Ved hjelp av en fundamental verdsettelse som tar i bruk strategiske og økonomiske analyser som utgangspunkt for en diskontert kontantstrømanalyse, har vi kommet frem til et estimat på verdien av Selvaag Boligs aksje på kr 37,77. Dette estimatet ligger 1,81% over dagens aksjekurs på kr 37,10 (per 11.06.2024). I tillegg gjennomførte vi en relativ verdsettelse som supplement til estimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Aksjeverdien vi kom frem til i den relative verdsettelsen var på kr 74,28, noe som er godt over dagens aksjekurs. EV/DI multiplikatoren skaper mye støy i den relative verdsettelsen, og dersom vi velger å ignorere den blir den estimerte aksjeverdien kr 38,76 basert på en relativ verdsettelse. Monte Carlo-simuleringen bidrar til å skape gjennomsiktighet i den fundamentale verdsettelsen, og viste en gjennomsnittlig aksjepris på kr 35,59. Vi mener med dette at alle piler peker i samme retning, og vi vil dermed konkludere med at Selvaag Bolig ASA er rimelig priset i markedet per 19.06.2024.

## Referanser

### Fagbøker

---

Damodaran, A. (2012). «*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*» (3. utgave). John Wiley Inc.

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., Regner, P. (2017). «*Exploring Strategy*» (11. utgave). Pearson Education Limited

Bernhoft, A. C., Kvitte S. S., Røsok, K. O. (2018). «*IFRS i Norge: en håndbok*» (8. utgave). Fagbokforlaget

Hoff, K. G., Pedersen A. O., Sanne, N. (2015). «*Grunnleggende regnskap 2: Analyse av finansregnskapet*» (2. utgave). Universitetsforlaget

Kvitte, S. S., Tofteland, A., Bernhoft, A. C. (2011). «*Finansregnskap: God regnskapsskikk og IFRS*» (2. utgave). Fagbokforlaget

Penman, S. (2012). «*Financial Statement Analysis and Security Valuation*» (5. utgave). McGraw-Hill International (UK) Ltd. Vitalbook file

Hoff, K. G., Helbæk, M., Bjørnenak, T. (2015). «*Økonomistyring 2: Driftsregnskap og budsjettering*» (6. utgave). Universitetsforlaget

### Artikler

---

Selvaag Bolig, 2019a «*Partnering with Urban Property to finance land investments*» (<https://mb.cision.com/Public/17615/2966565/86518422aba3082d.pdf>)

PwC, 2023a «*Emerging Trends in Real Estate: Europe 2024*» Tilgjengelig på: (<https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/emerging-trends-real-estate/assets/emerging-trends-in-real-estate-europe-2024.pdf>)

PwC, 2023b «*Risikopremien i det norske markedet, 2023*» Tilgjengelig på:  
(<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>)

PwC, 2022 «*Risikopremien i det norske markedet, 2022*» Tilgjengelig på:  
(<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf>)

PwC, 2021 «*Risikopremien i det norske markedet, 2021*» Tilgjengelig på:  
(<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>)

PwC, 2020 «*Risikopremien i det norske markedet, 2020*» Tilgjengelig på:  
(<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf>)

PwC, 2019 «*Risikopremien i det norske markedet, 2019*» Tilgjengelig på:  
(<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>)

PwC, 2018 «*Risikopremien i det norske markedet, 2018*» Tilgjengelig på:  
(<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>)

PwC, 2017 «*Risikopremien i det norske markedet, 2017*» Tilgjengelig på:  
(<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>)

## Data

---

Norges Bank «*Styringsrenten*» (<https://app.norges-bank.no/query/#/no/interest?interesttype=KPRI&unitofmeasure=R&duration=SD&frequency=M&startdate=2014-05-21&stopdate=2024-05-21>)

Norges Bank «*Rente 10-årig statsobligasjon*» (<https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&frequency=B&startdate=2023-06-19&stopdate=2024-06-19>)

SSB «*Konsumprisindeksen*» (<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen>)

SSB «*Byggekostnadsindeks for bustader*» (<https://www.ssb.no/statbank/table/08657/>)

SSB «Alders- og kjønnsfordeling i kommuner, fylker og hele landets befolkning (K) 1986 - 2024» (<https://www.ssb.no/statbank/table/07459/>)

SSB «Tettsteders befolkning og areal» (<https://www.ssb.no/statbank/table/05212>)

Damodaran, 2024 «Egen nettside: Betas by Sector (US)» Sist brukt den 19.06.2024 ([https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html))

Yahoo Finance, 2024a «Historisk data for OSEBX.OL» (<https://finance.yahoo.com/quote/OSEBX.OL/history/>)

Yahoo Finance, 2024b «Historisk data for SBO.OL» (<https://finance.yahoo.com/quote/SBO.OL/history/>)

## Nettsider

---

Aevi Eiendom, 2023 «Hva er eiendomsutvikling» (<https://www.aevieiendom.no/artikler/hva-er-eiendomsutvikling>) Sist brukt den 15.06.2024.

Selvaag Bolig, 2024a «Hjemmeside: Om oss» (<https://www.selvaagbolig.no/om-oss/boligutbygger/>) Sist brukt den 16.05.2024

Regjeringen, 2020 «Nasjonal strategi for den sosiale boligpolitikken (2021 – 2024)» (<https://www.regjeringen.no/no/tema/plan-bygg-og-eiendom/boligmarkedet/boligsosial-strategi/id2786896/>) Sist brukt den 21.05.2024

PwC «Hva er ESG?» (<https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/hva-er-esg.html>) Sist brukt den 21.05.2024

IBM «What is the CSRD?» (<https://www.ibm.com/topics/csrd>) Sist brukt den 22.05.2024

Carbon Trust, 2022 «*Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) explained*» (<https://www.carbontrust.com/news-and-insights/insights/corporate-sustainability-reporting-directive-csrd-explained>) Sist brukt den 22.05.2024

SSB, 2003 «*Eldrebølgen slår lenger inn over Europa enn Norge*» (<https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/eldrebolgen-slaar-lenger-inn-over-europa-enn-norge>) Sist brukt den 22.05.2024

Digital Norway, 2022 «*Porters fem krefter: Slik gjør du en konkurrent-analyse*» (<https://digitalnorway.com/porters-fem-krefter-slik-gjor-du-en-konkurrentanalyse/>) Sist brukt den 24.05.2024

Selvaag Bolig, 2024b «*Hjemmeside: plussbolig*» (<https://www.selvaagbolig.no/plussbolig/>) Sist brukt den 24.05.2024

Investopedia «*Monte Carlo Simulation: What It Is, History, How It Works, and 4 Key Steps*» (<https://www.investopedia.com/terms/m/montecarlosimulation.asp>) Sist brukt den 16.06.2024

Entra, 2024 «*hjemmeside: Om oss*» (<https://www.entra.no/om-entra>) Sist brukt den 16.05.2024

Olav Thon Eiendomsselskap, 2024 «*hjemmeside: Om oss*» (<https://www.olt.no/Om-oss/>) Sist brukt den 16.05.2024

KMC Properties, 2024 «*hjemmeside: About us*» (<https://kmcp.no/en/about+us>) Sist brukt den 16.05.2024

## Rapporter

---

Selvaag Bolig, 2023 «*Årsrapport 2023*». Tilgjengelig på: (<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>)

Selvaag Bolig, 2022 «*Årsrapport 2022*» Tilgjengelig på: (<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>)

Selvaag Bolig, 2021 «Årsrapport 2021» Tilgjengelig på:  
(<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>)

Selvaag Bolig, 2020 «Årsrapport 2020» Tilgjengelig på:  
(<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>)

Selvaag Bolig, 2019b «Årsrapport 2019» Tilgjengelig på:  
(<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>)

Selvaag Bolig, 2018 «Årsrapport 2018» Tilgjengelig på:  
(<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>)

Selvaag Bolig, 2017 «Årsrapport 2017» Tilgjengelig på:  
(<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>)

Selvaag Bolig, 2016 «Årsrapport 2016» Tilgjengelig på:  
(<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>)

Selvaag Bolig, 2015 «Årsrapport 2015» Tilgjengelig på:  
(<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>)

Selvaag Bolig, 2014 «Årsrapport 2014» Tilgjengelig på:  
(<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>)

Selvaag Bolig, 2013 «Årsrapport 2013» Tilgjengelig på:  
(<https://www.selvaagboligasa.no/no/arrangementer-og-rapporter/rapporter-og-presentasjoner>)

Olav Thon Eiendomsselskap, 2023 «Årsrapport 2023» Tilgjengelig på:  
(<https://olt.no/investor/rapporter/arsrapport-barekraftsrapport-og-klimaregnskap-2023/>)

Olav Thon Eiendomsselskap, 2021 «Årsrapport 2021» Tilgjengelig på:  
(<https://olt.no/investor/rapporter/arsrapport-barekraftsrapport-og-klimaregnskap-2021/>)

Olav Thon Eiendomsselskap, 2019 «Årsrapport 2019» Tilgjengelig på:  
(<https://olt.no/investor/rapporter/arsrapport-2019/>)



KMC Properties, 2023 «*Annual Report 2023*» Tilgjengelig på:  
(<https://www.kmcp.no/en/investors/reports+and+presentations>)

KMC Properties, 2021 «*Annual Report 2021*» Tilgjengelig på:  
(<https://www.kmcp.no/en/investors/reports+and+presentations>)

KMC Properties, 2020 «*Annual Report 2020*» Tilgjengelig på:  
(<https://www.kmcp.no/en/investors/reports+and+presentations>)

Entra, 2023 «*Annual Report 2023*» Tilgjengelig på: (<https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations?selectedOption=2023#form-select-entra>)

Entra, 2021 «*Annual Report 2021*» Tilgjengelig på: (<https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations?selectedOption=2021#form-select-entra>)

Entra, 2019 «*Annual Report 2019*» Tilgjengelig på: (<https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations?selectedOption=2019#form-select-entra>)

Regjeringen, 2010 «*NOU 2010:14*» (<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2010-14/id628603/?ch=8>) Sist brukt den 24.05.2024

## Lovverk

---

Lovdata, 2008 «*Lov om planlegging og byggesaksbehandling*» Tilgjengelig på:  
([https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2008-06-27-71/KAPITTEL\\_2-4-3#§12-1](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2008-06-27-71/KAPITTEL_2-4-3#§12-1))

Lovdata, 2019a «*Lov om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven)*» Tilgjengelig på: (<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2019-06-21-31?q=sentralbankloven>)

Lovdata, 2019b «*Bestemmelse om pengepolitikken*» Tilgjengelig på:  
(<https://lovdata.no/dokument/INS/forskrift/2019-12-13-1775?q=bestemmelse%20om%20pengepolitikken>)

Lovdata, 1997 «*Lov om avtaler med forbrukar om oppføring av ny bustad m.m. (bustadoppføringslova)*» Tilgjengelig på: (<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-43?q=bustadoppf%C3%B8ringsloven>)