

Innholdsfortegnelse

1. Oppsummering	2
2. Kort om Selvaag	3
3. Strategisk analyse	3
3.1 PESTEL-analyse	3
3.1.1 Politiske faktorer	3
3.1.2 Økonomiske faktorer	4
3.1.3 Sosiale faktorer	4
3.1.4 Teknologiske faktorer	4
3.2 SWOT-analyse	5
4. Regnskapskvalitet	6
5. Reformulering av finansregnskapene	7
5.1 Analytisk resultatregnskap	7
5.2 Analytisk balanseregnskap	8
6. Lønnsomhets- og rentabilitetsanalyse	8
7. Vekstanalyse	10
7.1 Bærekraftig vekstrate	10
8. Likviditetsanalyse	11
8.1 Kortsiktig likviditetsanalyse	12
8.2 Langsiktig likviditetsanalyse	13
9. Fremtidige perspektiver og prognoser	14
9.1 Prognose for resultatregnskap	14
9.2 Prognose for balanseregnskap	14
9.3 Prognose for fremtidige kontantstrømmer	14
10. Estimering av kapitalkostnad	15
11. Verdsettelse	16
11.1 Relativ verdsettelse	16
11.1.1 Price/Earnings	16
11.1.2 Price/Book	16
11.1.3 Price/Sales	16
11.1.4 EV/EBIT	16
11.2 Nåverdimetode	17
11.2.1 The Dividend Discount Model	17
11.2.2 The Residual Income Model	17
12. Konklusjon	19
13. Referanseliste	20
14. Vedlegg	21

1. Oppsummering

I denne rapporten har vi vurdert Selvaag Bolig ASA som et investeringsobjekt, basert på historiske tall og prognoser. Vi har vurdert Selvaag ut i fra et makroøkonomisk perspektiv, evaluert regnskapskvaliteten, og reformulert resultatregnskapet og balansen fra perioden 2016-2020. I rapporten vil dere også finne analyser gjort innen lønnsomhet, likviditet, vekst, samt estimering av kapitalkostnad og prognoser for fremtidige kontantstrømmer. Avslutningsvis vil vi verdsette selskapet ved bruk av nåverdimetode og relativ verdsettelse, før vi til slutt konkluderer.

Etter våre beregninger har vi konkludert med at markedet underpriser Selvaag. Vi anbefaler derfor investorgruppen å kjøpe aksjer i Selvaag Bolig ASA.

2. Kort om Selvaag Bolig ASA

Selvaag Bolig ASA er et norsk børsnotert selskap med fokus på prosjekter knyttet til bolig-utvikling. Selskapet styrer hele verdikjeden fra tomtene kjøpes, til boligene står ferdigstilte og klare for salg. De siste 70 årene har selskapet bygget over 60.000 boliger, som i dag huser over 100.000 mennesker. Selvaag driver i all hovedsak sin virksomhet i Norge, men kan også vise til prosjekter i både Sverige og Spania. Fokuset er å utvikle bærekraftige, moderne, og smarte bolig-løsninger. Virksomheten har utviklet alt fra mindre-boligprosjekter, til fullverdige bydeler og nabolag omringet av grønne lunger, kulturhus og diverse statuetter.

Siden Selvaag ble notert på Oslo Børs torsdag 14. Juni 2012, har selskapet gitt aksjonærene verdier i form av verdistigning i verdipapiret, og i form av ordinære og ekstraordinære utbytter. Hadde du vært med som investor da Selvaag ble børsnotert, hadde du oppnådd en kursoppgang på ca. 125%, og fått utdelt utbytter tilsvarende drøye 2,5 ganger hva du den gang betalte for aksjen. Selvaag AS har direktivposisjon i selskapet med sine 53,516% av de totale aksjene, noe som gjør dem til majoritetsaksjonærer i virksomheten.

“Selvaag Bolig er en trygg og solid partner for ditt livs viktigste investering. Å velge oss er å velge kompetanse, seriøsitet, og høye ambisjoner.”
(Selvaagbolig, 2022)



3. Strategisk Analyse

I prosessen ved å forme en strategisk analyse knyttet til Selvaag Bolig, ønsker vi å benytte en PEST-analyse og en SWOT-analyse.

3.1 PEST-analyse

PEST-analysen tar for seg makroøkonomiske aspekter ved selskapet, og vurderer Selvaags posisjon ovenfor det politiske (*political*), økonomiske (*economic*), sosiale (*sociocultural*) og det teknologiske (*technological*)

3.1.1 Politiske faktorer

Selskapers geografiske lokasjon, og nasjonens politiske system, kan gi fordeler/ulempes for selskapets virksomhet. Selvaag er notert i Norge, driver det meste av virksomheten i Norge, opererer med norsk valuta, og er knyttet opp til det norske skatte- og lovsystemet. Norge er et land som skårer høyt på kredittvurderinger, opprettholder solid og tillitsfull pengepolitikk, og har en BNP pr innbygger som ligger 40% over gjennomsnittet i EU (SSB, 2022).



(Statistikk hentet fra: NHO, 2022)

I Norge skattlegges selskaper med 22% av overskuddet (Altinn, 2022). Dette er en lavere skattesats enn hva vi har sett historisk, og en selskapsskatt som har beveget seg veldig likt med Sverige, Danmark, Finland og OECD (*Organisation for economic co-operation and development*).

Norge er å anse som et stabilt land sett fra et makro- og mikroøkonomisk perspektiv.

God infrastruktur, stabil politikk, og god tilgang på kapital blant annet igjennom Statens Pensjonsfond Utland og statlige eierinteresser i store norske selskaper som Equinor og Norsk Hydro.

3.1.2 Økonomiske faktorer

Under “valutarisiko” i årsrapporten, melder Selvaag at de opererer hovedsakelig med norske kroner og blir ikke direkte berørt av endringer i andre valutaenheter på samme måte som mer globale selskaper. På denne måten vil eventuell appresiering eller depresiering av kronen ikke ha like stor betydning for Selvaag som for et selskap som for eksempel driver med eksport. En eventuell arbitrasje-strategi, hvor man prøver å profitere på valuta-endringer, vil i liten grad være aktuell for Selvaag.

Selvaag har siden 2010 hatt interesser i det svenske markedet, via samarbeidprosjekter med aktører som Svea Serand, Svea Fanfar, Sadesarlan og Veidekke. I 2019 etablerte de også kontorer i Sverige for å øke tilstedeværelsen til prosjektene sine i det svenske markedet (Selvaag Bolig, 2019). Det er den økonomiske situasjonen i Norge som vil ha sterkest utslagskraft for Selvaag sin drift, men Sveriges økonomiske helse vil også ha en innvirkning.

I følge SSB var det 2.762.175 sysselsatte i Norge i 2022 (SSB, 2022), noe som tilsvarer en økning på 3% fra 2021 (80.633 nye sysselsatte). Norge har med andre ord over halvparten av befolkningen i arbeid, og er et av de landene i Europa som sysselsetter flest kvinner (Helsedirektoratet, 2021). Med så gode tall knyttet til sysselsetting er det tydelig at Norge produserer et stort antall arbeidstimer hvert år, og at tilgangen på arbeidskraft er til stedet.

I kjølevannet av Coronapandemien, eller The Great Lockdown som senere er blitt den offisielle betegnelsen på den økonomiske krisen, har vi sett en ekstraordinær utslagskraft på materialkostnader. Påvirkningskraften har vært av så betydelig art at SSB har opprettet en egen indeks kalt “Byggekostnadsindeks for bustader”. Indeksen viser en oppgang i materialpriser for eiendom med 11,9% i tidsrommet mars 2021 –

mars 2022. Hvis dette blir den nye normalen blant samtlige material-leverandører, vil Selvaag måtte finne måter å dytte denne ekstra kostnaden på konsumenten uten å miste markedsandeler.

3.1.3 Sosiale faktorer

I de siste årene har man sett en økende interesse for ESG-investeringer (*Environmental, social and governance*) på Oslo Børs. Selskaper som enten har gjort seg mer miljøvennlig, eller har kommet frem med en god klimaløsning, har i flere tilfeller fått gjenspeilt dette i aksjeprisen. I et land med flere eldre bygninger, høyt Co2-avtrykk, og dårlige energimerkinger, gjør Selvaag seg synlig i markedet med sine egne klimaløsninger i boligutvikling. Selvaag er miljøsertifisert gjennom Miljøfyrtårn, som er sertifiseringsordning som sier noe om til hvilke grad selskapet jobber mot en miljøvennlig drift. Selvaag har en visjon om å redusere Co2 fotavtrykket på boligene sine, og levere boliger som er lette for brukerne å benytte seg av uten at det går på kompromiss med miljøet.

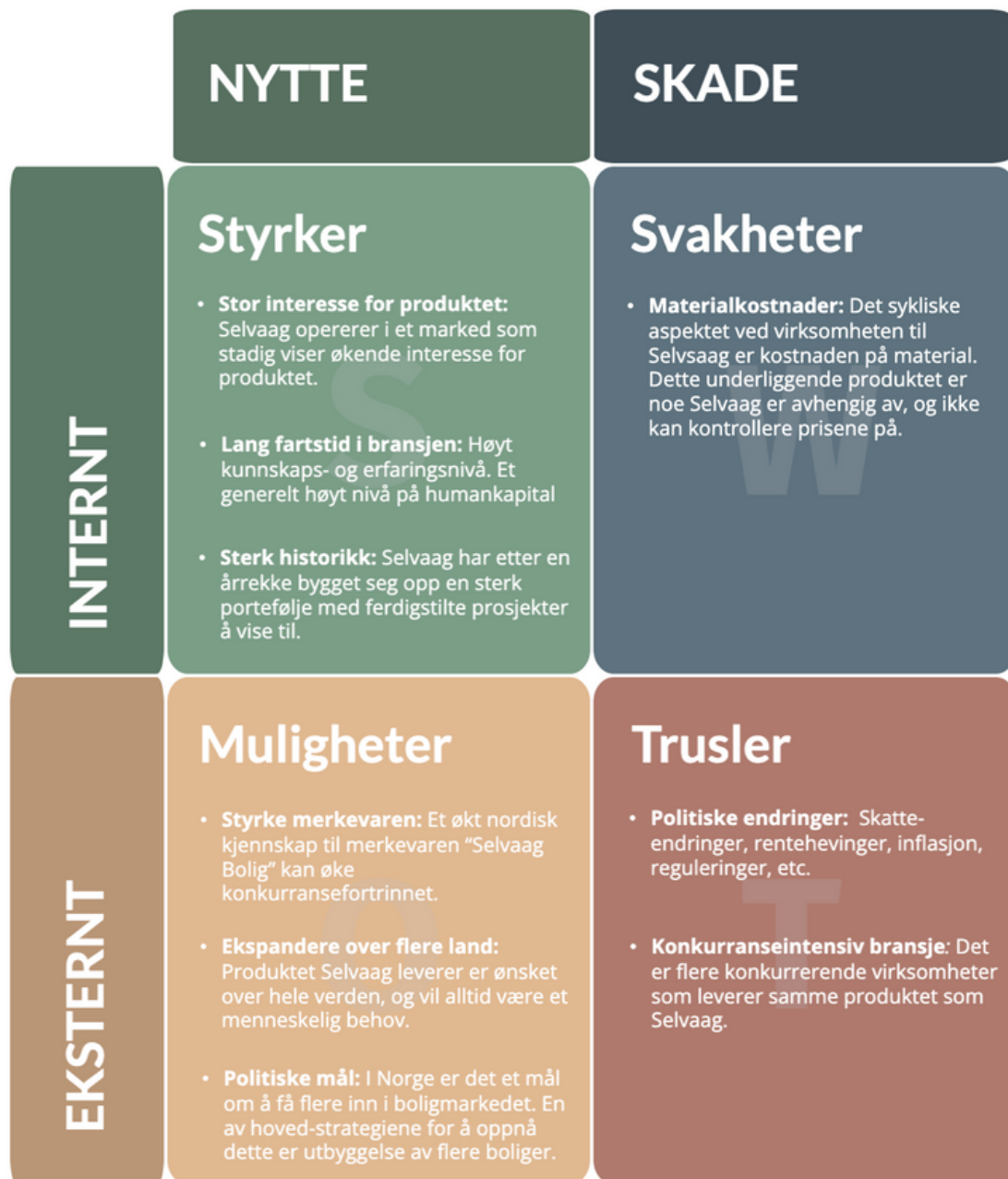
Det er også en befolkningsvekst i Norge som vil bidra til bolig-etterspørsel. De siste 10 årene har antall husholdninger økt med 310.533. De siste 5 årene har antall innvandrere økt med 13% og barn av innvandrere med 29,6% (SSB, 2022). Etter krigen som utbrøt i Ukraina tidlig februar 2022, har vi sett en enorm flyktningstrøm i europeiske land. UDI har kartlagt at Norge på sikt vil ta imot 60.000 flyktninger, men har også estimert et laveste scenario på 20.000, og høyeste scenario på 120.000 (VG, 2022). Dette vil potensielt kunne føre til en økt etterspørsel på sikt.

3.1.4 Teknologiske faktorer

Thomas Thorstensen, teknologi-ansvarlig ved Selvaag Bolig ASA, sier at eiendommene skal være godt rigget for en “digital og tilpasningsdyktig hverdag” (Harnes, 2019). Thorstensen presiserer viktigheten ved gode samarbeid med norske startups når det kommer til generelle teknologiske- og ikke minst miljøvennlige løsninger. Gode teknologiske løsninger er viktig for å oppnå fornøyde kunder, redusere driftskostnader, og gi økt innsikt og kontroll over Selvaags eiendommer (Harnes, 2019).

3.2. SWOT-analyse

For å gå i dybden på de interne og eksterne sidene ved et selskap, er det essensielt å benytte seg av en SWOT-analyse (strengths, weaknesses, opportunities, threats). Analysen kartlegger sterke og svake sider ved virksomheten, samt muligheter og utfordringer.



Figur 1

4. Regnskapskvalitet

Selskaper kan av ulike grunner ha incentiver til å manipulere regnskapene sine. Manipulasjon av selskapets underliggende finansielle stilling kan skyldes et ønske om skatteunndragelse, tilfredsstille aksjonærer etter prinsipal-agent-teori, bedrive bedrageri ovenfor långivere og garantister, eller utløse bonuser for ledelsen. Det er vanskelig som utenforstående analytiker å vurdere regnskapets grad av troverdighet, men man kan gjøre visse grep for å skape seg et inntrykk.

Selvaag er notert på Oslo Børs, og har med det tilhørende krav og forventninger til regnskapskvalitet, og er under streng overvåkning av økokrim. Selskapet er underlagt regnskapsloven §3-3b som foretar seg bestemmelser om årlige redegjørelser av prinsipper og praksis knyttet til foretaksstyring. Konsernregnskapet utarbeides i samsvar med IFRS (Internasjonale regnskapsstandarder), og tolkninger utarbeidet av IASB (International accounting standards board) som er gjennomgått og godkjent av EU. Selskapet har 28 regnskapsnoter i årsrapporten, som bidrar til et trykkgivende og oversiktlig bilde. Notene gir tallene tyngde, og forteller oss blant annet om regnskapsprinsippene og lovene selskapet baserer tallene sine på.

Seelvaags revisor er PWC (Pricewaterhousecoopers), og er en uavhengig revisjonsvirksomhet. PWC er en seriøs aktør, og som med sin uavhengighet til Selvaag ikke gir oss grunn til å tro ville vært med på å manipulere selskapstallene.

PWC hadde på tidlig 2000-tallet finans-fiaskoer knyttet til regnskaper de reviderte på vegne av andre selskaper i USA. Men det er ikke lignende historikk å finne i Norge, eller generelt de siste 20 årene. Det vi derimot fant var at PWC nå tilbyr tjenester innen "fraud preventive services" som en del av virksomheten. Alt vi finner når vi kobler søk rundt finansfiaskoer og regnskapsjuks i Norge knyttet til PWC, er saker de har avklart og ordnet på vegne av andre. Vi velger å vurdere PWC som en pålitelig og troverdig revisor.

Etter grundig research på samtlige i ledelsen, kan vi ikke finne noe som gir oss grunn til å tvile på ledelsens integritet. Det er ingen som har historikk knyttet til juks eller triksing av regnskapstall eller lignende. Noe vi anser som en større utfordring, er hva vi leser på Proff.no under konsernrelasjoner. Selskapet har hele 128 selskapsrelasjoner som rapporterer tallene sine til Selvaag, som i stor grad danner tallene som til slutt utformer kvartals- og årsrapportene. Vi anser det som en større bekymring at ikke alle disse tallene til enhver tid rapporteres korrekt, fremfor at ledelsen manipulerer resultatene.

Plenborg & Kinserdal (2021) har laget en tabell som skal fungere som et redskap til å vurdere regnskapskvaliteten. De implementerer 26 spørsmål/momenter i sin egen modell, og sier at man kan hente inspirasjon der, og/eller lage sine egne. Vi har tatt utgangspunkt i 5 spørsmål vi mener vil belyse viktige og relevante aspekter ved regnskapskvaliteten.

Vurdering av følgende momenter	Falsk			Sann	
	1	2	3	4	5
Ledelsen vil ikke manipulere regnskapet				x	
Høyt nivå på detaljerte og relevante noter					x
Selskapet mottar korrekte tall fra konsernledelsen				x	
Høy grad av informasjon i rapportene					x
Opplýser klart og tydelig om potensiell risiko					x
Gjennomsnitt (4,6)					x

Tabell 1

Etter våre vurderinger ender Selvaag opp med et snitt på 4.6, som er å anse som et solid tall. Dette indikerer at vi har tiltro til at regnskapskvaliteten holder mål, og at vi velger å stole på informasjon vi henter derfra.

Selvaag sine tall baserer seg på et stort spindeltev av relasjoner, og det vil være naivt å påstå at alt til enhver tid rapporteres helt uten noe form for små eller store feil eller mangler. Men vi velger å stole på at tallene rapporteres så presist og pålitelig som mulig, og etter god norsk regnskapsskikk.

Man kommer ikke helt unna de menneskelige aspektene når man vurderer troverdigheten ved et selskap. Det er menneskelig å kjenne på fristelser, og det er menneskelig å gjøre feil. Derfor kan vi ikke avfeie det faktum at mennesker vil kunne handle på måter som ikke samsvarer med god tro. Det skal også poengteres at dette er en risiko som er grunnleggende lik i alle selskaper, og ikke spesifikt Selvaag.

Vår samlede konklusjon er at selskapet rapporterer troverdige og oversiktlige tall, og at vi nå kan ta utgangspunkt i dette.

5. Reformulering av finansregnskapene

Hensikten med å fordele postene i resultatregnskapet og balansen i "operasjonelle" og "finansielle" er for å enklere kunne analysere forskjellige aspekter ved selskapet. Eksempler på dette er vekst, likviditet og lønnsomhet. NOPAT (Net operating profit after tax) og NOA (Net operating assets) forteller oss hvor lønnsom kjerneaktiviteten til selskapet er ved å isolere

driften fra finansieringen. Ved å reformulere balansen slik at NIBD (Net interest bearing debt) står på høyresiden og NOA på venstresiden, kan vi enkelt se hvor stor del av de operasjonelle eiendelene som blir finansiert av rentebærende gjeld. Disse nøkkeltallene gir oss muligheten til å måle konkurranseevnen mellom diverse selskaper mer nøyaktig ettersom den gir et mer oversiktlig bilde. Tabell 2 gir en oversikt over nøkkeltallene til Selvaag (for full utregning, se vedlegg).

5.1 Analytisk resultatregnskap

Posten «Øvrige gevinster (tap) netto» er en gevinst Selvaag har anskaffet seg ved å selge betydelige andeler av sine ikke-byggestartede tomter til Urban Property. Dette er en ikke-gjentakende hendelse hvor pengene enten blir brukt til å redusere rentebærende gjeld, eller øke kontantbeholdningen (som begge er finansielle poster i balanser i balansen), derfor har vi valgt å klassifisere denne posten som finansiell.

Kategorien «Poster i utvidet resultat som kan bli omklassifisert til resultatet», tar for seg omregningsdifferansene ved endringer i valutakurser. Vi har valgt å klassifisere denne posten som operasjonell ettersom dette er en transaksjon som har skjedd på bakgrunn av driftsrelaterte årsaker, og ikke en bevisst vurdering Selvaag har gjort for å tilegne seg en finansiell gevinst.

Ved utregning av skatteskjoldet har vi brukt den effektive renten oppgitt i årsrapportene på hhv. 17,5%, 20,4%, 22,6%, 23,4% og 7,9%. Differansen på 15,5% fra 2019 til 2020 kommer av økningen i posten «Gevinst, salg av tomter».

Nøkkeltall fra analytisk resultat (alle tall i 1.000)	2016*	2017*	2018*	2019	2020 (1)	2020 (2)
Revenue	3 000 347	3 228 832	3 342 075	3 368 838	2 697 950	2 697 950
Gross profit	620 601	796 014	920 442	1 089 353	730 365	730 365
EBITDA	382 285	547 737	754 187	877 455	608 482	608 482
EBIT	362 224	543 653	750 480	864 707	598 680	598 680
NOPAT	298 943	432 870	580 784	662 740	476 417	552 111
Konsolidert profitt	300 888	401 149	566 844	654 515	493 718	1 523 574
Årets totalresultat	297 793	405 782	567 161	654 509	498 029	1 527 885

Tabell 2

*) Alle valg som er tatt i sammenheng med klassifisering av operasjonelle og finansielle poster er gjort med utgangspunkt i notene i

årsrapporten til Selvaag Bolig for 2019 / 2020

2020 (1): Justert for UP-transaksjonen

2020 (2): Ikke justert for UP-transaksjonen

5.2 Analytisk balanseregnskap

Posteringene «Lån- og investeringer til felleskontrollerte foretak og tilknyttede selskaper», har vi valgt å anse som operasjonelle ettersom at lån og investering i datterselskap kan knyttes direkte opp mot driften av selskapet.

Kategorien «Eiendeler holdt for salg» er eiendeler virksomheten anskaffer seg som ikke hører til den daglige driften, men er ment for videre salg. Dette kan enten være investeringer bedriften gjør kun for å selge med gevinst i fremtiden, eller det kan være eiendeler som tidligere har blitt brukt til den daglige driften, men som man har besluttet å kvitte seg med. Vi har valgt å klassifisere denne posten som finansiell ettersom at en potensiell gevinst av disse eiendelene vil bidra til å redusere rentebærende gjeld eller øke kontantbeholdningen (som begge er finansielle poster).

Nøkkeltall fra analytisk balanse (alle tall i 1.000)	2016*	2017*	2018*	2019	2020
NONCA (Net operating non-current assets)	778 639	895 807	1 095 976	976 455	890 247
NOWC (Net operating working capital)	3 608 275	3 694 848	3 679 709	2 675 164	3 131 693
NOA (Net operating assets)	4 386 914	4 590 655	4 775 685	3 651 619	4 021 940
Equity	2 699 172	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815
NIBD (Net interest bearing debt)	1 687 742	1 732 513	1 659 549	269 535	1 584 125
Total equity and NIBD	4 386 914	4 590 655	4 775 685	3 651 619	4 021 940

Tabell 3

*) Alle valg som er tatt i sammenheng med klassifisering av operasjonelle og finansielle poster er gjort med utgangspunkt i notene i

årsrapporten til Selvaag Bolig for 2019 / 2020

6. Lønnsomhets- og rentabilitetsanalyse

I lønnsomhets- og rentabilitetsanalysen har vi valgt å se på ROIC (*Return on invested capital*), WACC (Weighted average cost of capital) og EVA (*Economic value added*) for å gi et klarere bilde av driftens evne til å skape verdier, og hvordan disse har utviklet seg gjennom perioden. Videre skal vi se dette i sammenheng med RI (*Residual income*) og ROE (*Return on equity*) som vil gi oss et bilde av hvor gode selskapet er til å gi verdier tilbake til investorer.

ROIC (*Return on invested capital*) er et mål på lønnsomhet og forteller oss hvor effektivt et selskap gjør om investert kapital til generert inntekt. ROIC er et hjelpemiddel som er godt egnet til å måle lønnsomheten til kjerneaktivitetene ettersom at den viser virksomhetens faktiske avkastning på investert kapital fra investorer og långivere som en prosent av NOA (Selvaag, 2020).

Fra 2017 til 2020 har Selvaag hatt en ROIC etter skatt på hhv. 9,64%, 12,4%, 15,73% og 14,39%. Dette forteller oss at hver krone investert i bedriften vil generere et gjennomsnitt på 13,04% i avkastning, altså 13,04 kr i gevinst pr. 100 kr investert, som går tilbake til investorer og långivere. Isolert sett vil ROIC gi begrenset med informasjon, men sett i sammenheng med andre aktører i samme sektor vil den kunne brukes til å skille ut de som klarer å presse ut mest inntekt av investeringene. Selskaper med høy ROIC vil ha en fordel når det kommer til å tiltrekke seg investorer.

WACC er prosentsatsen et selskap forventes å betale i gjennomsnitt til alle långivere og aksjonærer. WACC må ses i sammenheng med andre aktører i samme sektor, hvor nye aktører gjerne har en høyere WACC ettersom de bærer større risiko enn andre store og eldre aktører.

Vi har brukt CAPM-modellen ved utregning av avkastningskravet til egenkapitalen (re) for Selvaag. Vi har brukt en risikofri rente lik renten på 10-års norske statsobligasjoner i hvert respektive år som vi har trukket fra på avkastningen til markedsporteføljen (rm) for å finne markedets risikopremie (MRP). Betaen er hentet fra yahoofinance og holdes konstant på dagens nivå på 0,82 (30.04.2022) for å gjøre utregningene enklere. Gjeldskostnaden (rd) er kalkulert ved å finne netto rentekostnaden i hver av årsrapportene til Selvaag, og dele dette på NIBD i hvert år. Grunnen til at gjeldskostnaden er

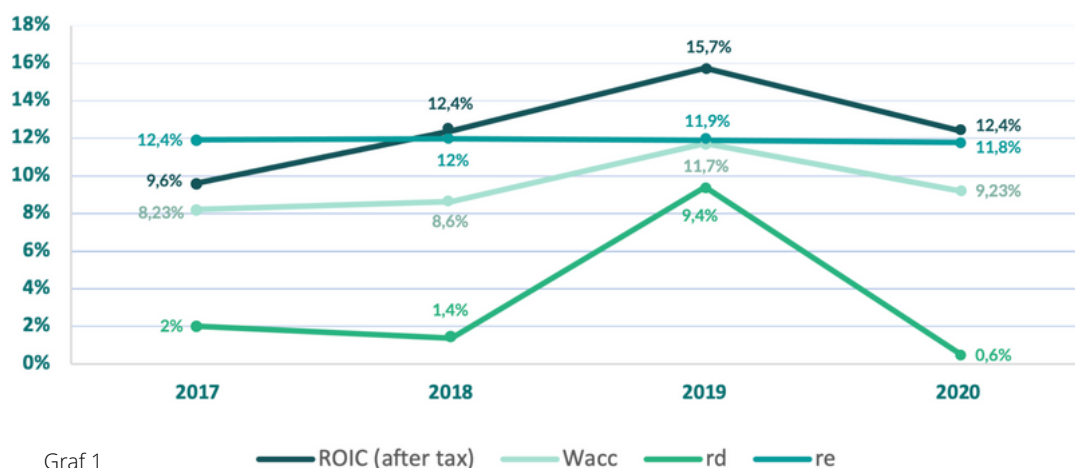
så unormalt høy i 2019 er pga salget som ble gjennomført med Urban Property hvor pengene blant annet ble brukt til å betale ned gjeld. Dette gjør at nevneren i gjeldskostnaden blir lavere som igjen fører til at brøken blir større. Som vi ser jevner dette seg ut igjen i 2020 hvor vi ser i balansen at Selvaag har tatt opp ny rentebærende gjeld.

Ved utregning av WACC så vi at MVE (*Market value of equity*) var nesten det dobbelte av BVE (*Book value of equity*). Dette kan være fordi BVE tar for seg selskapets faktiske gjeld og egenkapital, mens MVE er BVE pluss hva markedet ser på som Selvaags vekstpotensial. Vi har derfor valgt å bruke MVE ettersom at dette gir et mer riktig bilde av Selvaag sett fra et investorperspektiv.

	2017	2018	2019	2020
ROIC (after tax)	9,64%	12,40%	15,73%	12,42%
WACC	8,23%	8,64%	11,74%	9,23%
EVA %	1,42%	3,76%	3,99%	3,19%
EVA	63 578	176 028	168 040	122 335

Tabell 4

Hvis vi sammenligner WACC og ROIC ser vi at Selvaags investorer får igjen mer enn minimumsavkastningen de krever. EVA hjelper oss med å beregne hvor mye utover denne minimumsavkastningen aksjonærene får igjen både i kroner og prosent. Det vi ser i tabellene er at aksjonærene gang på gang har fått igjen mer enn de har krevd hos Selvaag. Dette blir også gjenspeilet i graf 1 ved at WACC-linjen ligger under ROIC-linjen.



7. Vekstanalyse

Vekstanalysen er en sentral del av selskapsevalueringen fra et analytisk ståsted, siden vekst ofte gir sterke konnotasjoner til verdiskapning. Som en del av verdivurderingen av et selskap, gir vekstanalysen viktig informasjon til selskapets interessenter. Det er viktig for oss å poengtere at vekst-rater ikke må sees alene, men må vurderes som et supplement til informasjonen som er relevant for selskapet, som for eksempel strategi, konkurrenter, markedsanalyser, osv.

Som vi ser i nøkkeltallene, har NOPAT og totalresultatet hatt en gjennomsnittlig vekst på ca. 16%, med en reduksjon på 19% fra 2019 til 2020. Vi har valgt å ekskludere gevinsten fra transaksjonen mellom Selvaag og Urban Property ettersom at dette gir et feil bilde av trenden i totalresultatet. Som investor er man på utkikk etter hvordan driften gjør det isolert sett, det er derfor viktig at man skiller ut slike engangstilfeller som blåser opp selskapstallene.

Leverage viser hvor stor del av egenkapitalen som er finansiert med rentebærende gjeld, og som vi ser ligger gjennomsnittet på ca 46% gjennom perioden på 4 år. Residual income (RI) viser merverdien til investorene. Selv om veksten i RI er ustabil ser vi at kroneverdien ligger på godt over hva som er forventet av investorene. Som vi ser er rentemarginen positiv fra 2016 til 2019 som vil si at en økning i leverage vil gi en økning i ROIC. I 2020 derimot er det en ganske kraftig nedgang i rentemarginen som tilsier at en økning i leverage vil gi en reduksjon i ROIC. Operating profit margin viser til hvilken grad selskapet klarer å generere overskudd gjennom driften. Dette nøkkeltallet utgjør gjennomsnittlig godt over 15%.

Vekst (reduksjon) i kr	2017*	2018*	2019	2020 (1)	2020 (2)
Revenue	228 485	113 243	26 763	(670 888)	(670 888)
Gross profit	175 413	124 428	168 911	(358 988)	(358 988)
EBITDA	165 452	206 450	123 268	(268 973)	(268 973)
EBIT	181 429	206 827	114 227	(266 027)	(266 027)
NOPAT	133 928	147 913	81 957	(186 323)	(110 630)
Konsolidert profitt	100 261	165 695	87 671	(160 797)	869 059
Årets totalresultat	107 989	161 379	87 348	(156 480)	873 376

Tabell 5

Vekst i %	2017*	2018*	2019	2020 (1)	2020 (2)
Revenue	7,62%	3,51%	0,80%	-19,91%	-19,91%
Gross profit	28,27%	15,63%	18,35%	-32,95%	-32,95%
EBITDA	43,28%	37,69%	16,34%	-30,65%	-30,65%
EBIT	50,09%	38,04%	15,22%	-30,76%	-30,76%
NOPAT	44,80%	34,17%	14,11%	-28,11%	-16,69%
Konsolidert profitt	33,32%	41,31%	15,47%	-24,57%	132,78%
Årets totalresultat	36,26%	39,77%	15,40%	-23,91%	133,44%

Tabell 6

	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Leverage	60,62%	53,26%	7,97%	64,98%	46,71%
NBC (Net borrowing cost)	1,88%	0,80%	0,50%	27,33%	7,63%
Residual income (RI)	101 121	222 853	275 700	133 288	183 240
Vekst RI		120%	24%	-52%	30,81%
Interest margin	7,76%	11,60%	15,23%	-14,91%	4,92%

Tabell 7

7.1 Bærekraftig Vekstrate (g)

Bærekraftig vekstrate er en indikator som ofte blir brukt av både kredittselskaper og aksjonærer. Vekstraten forteller oss i hvilket tempo selskapet kan forvente å vokse uten at det skytes inn ny egenkapital eller tas opp nye lån. Dette vil med andre ord si den maksimale vekstraten et selskap kan vokse ved å begrense seg kun til selskapets midler. Dette kan være en god indikator på hvor i livssyklusen selskapet befinner seg i, noe som er viktig for aksjonærer i form av hvilken investeringsstrategi man skal implementere, og for kredittselskaper som gjerne ser på i hvilken grad selskapet kan betjene utestående gjeld (Corporatefinanceinstitute, 2020). For en investor vil dette bare være interessant dersom profitten blir reinvestert i lønnsomme prosjekter hvor ROIC overstiger WACC.

	2017	2018	2019	2020
Return on equity	15,58%	19,44%	20,40%	16,37%
Payout ratio	69%	73%	50%	113%
Sustainable growth rate	4,83%	5,19%	10,26%	-2,13%

Tabell 8

Den enkleste måten å regne ut g på (og kanskje mest foretrukne) er $g = ROE * (1 - PO)$. Dette er også den metoden vi har valgt å bruke. Som vi ser i tabellen har Selvaag en negativ rente i 2020. Grunnen til dette kan være fordi Selvaag valgte å betale ut store deler av gevinsten fra UP-transaksjonen til aksjonærene som resulterer i en økning i utbytte per aksje i 2020 på 71%. Ettersom at ROE er regnet ut ved hjelp av NOPAT og at NOPAT kun tar for seg nettooverskuddet til driften, vil dette påvirke PO negativt og se veldig uansvarlig ut. Med andre ord ser vi en reduksjon i g som er i takt med økningen i PO.

Til tross for den negative raten i 2020 har Selvaag et gjennomsnitt på ca 4,5% gjennom 4-årsperioden. Dette blir betraktet som et sunnhetstegn da dette tyder på at Selvaag er flinke til å betale ut andeler av overskuddet til investorene i form av utbytter (som vi ser i tabell 8) samtidig som de klarer å reinvestere nok kapital til å opprettholde veksten.

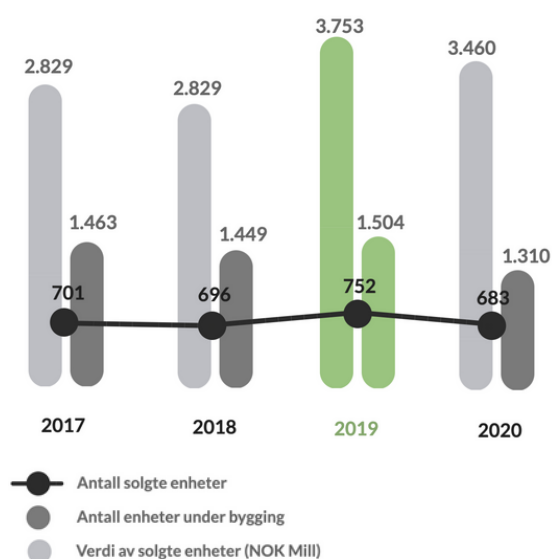
Det trenger ikke nødvendigvis å være bra at selskaper har en høy bærekraftig vekstrate. En høy g tilsier at selskapet investerer mesteparten av profitten istedenfor å dele den ut til investorer i form av utbytter. For en investor vil dette bare være interessant dersom profitten blir reinvestert i lønnsomme prosjekter hvor ROIC overstiger WACC. (Forelesning) som vi ser at den gjør i tabell 4.

En annen indikasjon på vekst i selskapet kan være en årlig økning i utbytter. Selvaag har en utbyttepolicy hvor de tilstreber å betale ut 40% av årsresultat til eiere dersom det ikke kommer i konflikt med målsettingen om en egenkapitalgrad på minimum 30%.

	2016	2017	2018	2019	2020 (2)
Utbytte per aksje	1,6	3	4,5	3,5	6
Vekst i utbytte %		88%	50%	-22%	71%

Tabell 9

I årsrapporten ser vi det motsatte, nemlig en tydelig nedgang i utbytteutbetalingen for 2019 på 22%. Dette kan tolkes som et tegn på likviditetsproblemer. Etter nærmere undersøkelser finner vi - i en pressemelding Selvaag har sendt ut - at dette derimot bare er et tiltak som følge av usikkerhet knyttet til virkningene av COVID-19-pandemien og at det *ikke* er et resultat av et sviktende boligmarked, som vi ser blir bekreftet i graf 2, som viser en all-time-high for Selvaag. Vi har valgt å anse dette som et sunnhetstegn da dette viser at ledelsen/styret er raske til å agere og at de tenker langsiktig.

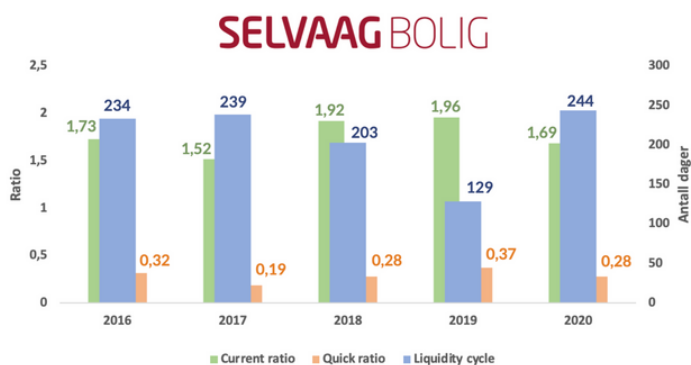


Graf 2: Tall hentet fra årsrapport Selvaag Bolig 2020

8. Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse forteller oss noe som om hvor raskt et selskap kan transformere eiendeler og verdier til likvide midler. Resultatet i en likviditetsanalyse forteller oss blant annet noe om hvor robust selskapet er, og hvilke overlevelsessevne selskapet har i en eventuell resesjon og/eller en økonomisk krisetilstand. Likviditetsanalysen blir gjort gjennom en kortsiktig- og en langsiktig analyse. I den kortsiktige analysen vurderer man selskapets evne til å betjene nåværende gjeld og forpliktelser. Og i den langsiktige vurderes selskapets finansielle helse med tanke på kapabiliteten til å betjene fremtidig gjeld og forpliktelser.

8.1 Kortsiktig likviditetsanalyse (STLR - Short Term Liquidity Risk)



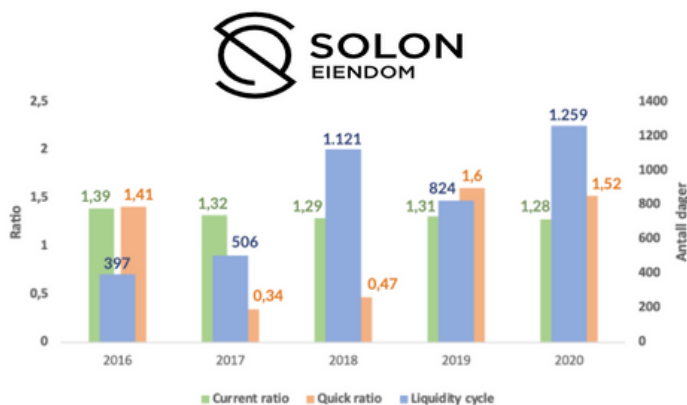
Graf 3

Liquidity cycle gir en indikasjon på hvor mange dager det tar å konvertere arbeidskapitalen til kontanter. Desto kortere denne konverteringsprosessen er, desto bedre kontantstrøm kan man konkludere med at selskapet har. I nøkkeltallene presentert i graf 3, kan man se at det i tidsrommet fra 2016 - 2020 tok i gjennomsnitt 210 dager å omgjøre arbeidskapitalen til likvide midler. Som vist i graf 3 ser man en positiv trend i fra 2017 - 2019, før nivået trekkes tilbake til en all time high for målt periode.

Current ratio er en av de mest brukte indikatorene i likviditetsanalysen. Ratioen tar for seg nåværende eiendeler, og dividerer det med nåværende gjeld. Den grunnleggende idéen med current ratio, er at desto høyere nivået er, desto større sannsynlighet er det for at likvideringen av nåværende eiendeler dekker nåværende gjeld. Når vi vurderer selskaper, ønsker vi nivåer på current ratio som helst overstiger 2, noe som ikke er av fullstendig nødvendighet men gir en økt trygghet forbundet med likviditets-risiko. Vi ser at Selvaag har en gjennomsnittlig current ratio på 1,76 over målt periode, noe som ikke når tilfredsstillende nivåer, men heller ikke er å anse som helt avskrekkende. I modellen ovenfor (graf 3) ser vi hvordan current ratio har trendet i perioden 2016 – 2020. Ratioen holder seg innenfor intervallet 1,52 – 1,96, med en positiv trend fra 2017 – 2019, før vi ser en negativ vending fra 2019 – 2020.

Når man vurderer hvor rask konverteringsprosessen av eiendeler til kontanter er, er *quick ratio* enda grundigere enn current ratio. Ratioen ekskluderer inventar fra regneprosessen, noe som gjør at man kun sitter igjen med de absolutt mest effektivt likvide midlene. Når vi vurderer selskaper, ønsker vi en quick ratio som helst overstiger 1. Selvaag har i målt periode gitt en gjennomsnittlig quick ratio på 0,29, et nivå som er betraktelig under ønskelige nivåer. I graf 3 ser vi at nivåene trender positivt fra 2017 – 2019, før vi ser en negativ vending i trenden fra 2019 – 2020.

For å bedre forstå hvor konkurransedyktige Selvaags nøkkeltall i denne STLR-analysen er, har vi gjort samme utregninger på en konkurrerende virksomhet, nemlig Solon Eiendom.



Graf 4

Vi ser på liquidity cycle at det tar Selvaag i snitt hele 611 færre dager å konvertere arbeidskapital over til kontanter enn for Solon. Ut i fra Selvaag og Solon kan vi tydelig se de er operatører i en bransje hvor det er store verdier som forholdsvis tregt konverteres til kontanter, og at Selvaag har et betydelig konkurransefortrinn på dette punktet sammenlignet med Solon. Vi ser samme konkurransefortrinn hos Selvaag når vi studerer begge selskapers current ratio's. Selvaag har en current ratio på 1,76 mot Solon's 1,32. Vi ser derimot en betydelig mer attraktiv quick ratio hos Solon sine 1,07 sammenlignet med Selvaag sine 0,29.

8.2 Langsiktig likviditetsanalyse (LTLR - Long term liquidity risk)

LTLR er en analyse som sier oss noe om selskapets finansielle helsetilstand. Ikke minst er det en viktig analyse for å gjøre seg opp en mening om selskapets evne til å betale ned langsiktige gjeldsforpliktelser.

Selvaag Bolig	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Financial leverage (Market value)	0,99	1,12	0,90	0,51	0,65	0,83
Financial leverage (Book value)	1,37	1,22	1,08	1,04	1,45	1,23
Solvency ratio (Market value)	0,50	0,47	0,53	0,66	0,61	0,55
Solvency ratio (Book value)	0,42	0,45	0,48	0,49	0,41	0,45
CFO to debt ratio	0,12	0,09	0,13	0,28	0,46	0,22
Interest coverage ratio (cash)	9,64	10,34	26,59	31,47	51,40	25,89
Capital expenditure ratio	0,47	0,29	0,34	0,90	1,58	0,72

Tabell 10

I *financial leverage (FL)* og *solvency ratio (SR)* vektlegger vi nøkkeltallene basert på market value fremfor book value, men har inkludert begge for ordens skyld. Tallene som baserer seg på bokverdi, vil ikke blir kommentert eller tatt med i vurdering. Både FL (gjeldsgrad) og SR (egenkapitalgrad) gir oss samme informasjon når man måler langsiktig likviditetsrisiko, men er satt sammen på forskjellige måter. FL er resultatet av total gjeld dividert med egenkapitalen, og SR et resultat av Egenkapital dividert med total gjeld pluss egenkapital. Man kan med andre ord si at FL blir et forholdstall mellom gjeld relativt til egenkapitalen, og SR gir et prosentvis mål på egenkapitalen målt mot totalkapitalen. Det er ønskelig at FL skal være så lav som mulig siden dette indikerer at selskapet har lav gjeld sammenlignet med egenkapitalen. Det motsatte vil kunne indikere fare for langsiktig likviditetsrisiko. En høy FL vil gi en lavere SR, og motsatt.

CFO to debt ratio gir en indikasjon på til hvilke grad virksomhetens kontantstrømmer kan betjene selskapets gjeld. Det er attraktivt med en CFO to debt ratio som ligger på minst 0,2. Desto lavere nivå på dette nøkkeltallet, desto høyere er den langsiktige likviditetsrisikoen. Selvaag har en gjennomsnittlig CFO to debt ratio på 0,22 igjennom målt periode, som er et tall vi er svært tilfreds med.

Interest coverage ratio sier noe om evnen selskapet har til å betjene sine finansielle kostnader. Nøkkeltallet regner vi oss frem til ved å dividere EBIT med finanskostnader. Resultatet forteller oss hvor mange ganger selskapets driftsresultat kan betale finanskostnadene. Dette tallet skal etter tommelfingerregelen ligge på over 2, noe vi ser på som i overkant lavt, og bør være et absolutt minimum. Selvaag har en gjennomsnittlig interest coverage ratio på 25,89, noe vi vurderer som et solid tall. Det må også poengteres at Selvaag har en meget positiv trend på dette tallet. Laveste nivået på målt periode var 9,64 i 2016, og høyeste i 51,4 i 2020. Det er ikke noen av årene som presterer dårligere enn året før.

Capital expenditure ratio viser mengden med investeringer et selskap kan finansiere igjennom driften. Vi regner oss frem til nøkkeltallet ved å dividere kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter på CAPEX. Vi ønsker at resultatet på dette tallet skal overstige 1, noe Selvaag kun gjør i ett av årene over målt periode. Selvaag har en positiv trend etter 2017, og ender på et snitt på 0,72.

Etter en nøye analyse av Selvaags kortsiktige- og langsiktige likviditetsrisiko, ser vi ikke noe som forteller oss at selskapet kategoriseres som et høyrisikabelt investeringsobjekt basert på disse nøkkeltallene. Selskapet har vel og merke noe å gå på når det kommer til effektiviteten i konverteringsprosessen av arbeidskapital til kontanter, og ligger under ønskelige nivåer på enkelte andre ratios. Men ikke noe som vi anser som frastøtende. Vi noterer oss også at ingen av nøkkeltallene trender mot avskrekkende nivåer i løpet av målt periode.

9. Fremtidige perspektiver og prognostiserte fremtidige kontantstrømmer

Frem til nå har fokuset hovedsakelig vært i retning av et historisk perspektiv. Nå vil vi endre fokuset mot nåværende verdier, og fremtidige perspektiver og prognoser basert på informasjonen vi har akkumulert.

Å prognostisere fremtidige verdier er alltid en utfordrende øvelse. Det vil alltid være en fare for eksogene og/eller endogene variabler med konjunktorell utslagskraft man ikke vil ha muligheten til å kalkulere seg frem til på forhånd. Dette er noe som gjenspeiler det økonomiske økosystemet på generell basis. Dette gjelder globalt, nasjonalt, og for det enkelte selskapet.

Prognosene er formulert ved å utarbeide en 3-delt *Pro-forma*-rapport hvor man først presenterer de historiske nøkkeltallene, deretter regner ut prognostiserte verdier og til slutt setter en konstant terminalverdi som skal representere fremtidig langsiktig vekst i verdidriverne.

9.1 Prognose for resultatregnskapet

I prognostiseringen av verdidrivere for resultatregnskapet for periode 1 har vi valgt å sette vekstraten til 20% ettersom at vi forventer at Selvaag tar igjen inntektsnedgangen på 19% i periode 0, og antar at inntektene fortsetter å vokse med 5% hvert år f.o.m. periode 3 på bakgrunn av myndighetenes målsetting om å øke utbyggelsen av boligfelt, som nevnt innledningsvis i oppgaven.

9.2 Prognose for balanseregnskap

I prognostiseringen for balanseregnskapet har vi valgt å bruke et gjennomsnitt av historiske verdier ettersom at det er mye svingninger i verdiene fra år til år. I «varelager som en % av revenue» ser vi at det er en relativt høy prosentandel. Dette er fordi Selvaag har tilgang på store verdier i tomteporteføljen sin, som står sentralt for selskapets verdiskapning.

9.3 Prognose for fremtidige kontantstrømmer

Prognosen for fremtidige kontantstrømmer er regnet ut ifra nøkkeltall i prognosene om resultatregnskap og balanseregnskap.

Forecast assumptions resultat	Historic				Forecast				Terminal
	-3 2017*	-2 2018*	-1 2019	0 2020 (2)	1 2021	2 2022	3 2023	4 2024	5 2025
Revenue growth	8,24%	3,24%	0,46%	-19,09%	20%	10%	5%	5%	5%
Prosjektkostnader som en % av revenue	75%	72%	68%	73%	73%	73%	73%	73%	73%
Lønns- og personalkost osv. Som en % av revenue	3,73%	4,26%	3,92%	5,55%	5%	5%	5%	5%	5%
Andre driftsres. Som en % av revenue	3,54%	3,76%	4,21%	3,97%	4%	4%	4%	4%	4%
Resultat fra felleskontrollerte foretak som en % av revenue	-0,42%	3,05%	1,85%	5,00%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Avskrivninger og amortisering som en % av AN	-0,39%	-0,30%	-1,16%	-0,96%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Finansinntekt som en % av NIBD	0,74%	0,62%	6,21%	1,35%	3%	3%	3%	3%	3%
Finanskostnad som en % av NIBD	-3,04%	-1,70%	-10,20%	-0,74%	4%	4%	4%	4%	4%

Tabell 11

Forecast assumptions balanse	Historic				Forecast				Terminal
	-3 2017*	-2 2018*	-1 2019	0 2020 (2)	1 2021	2 2022	3 2023	4 2024	5 2025
Goodwill	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376
Varige driftsmidler som en % av revenue	0,35%	0,26%	0,17%	0,27%	0,31%	0,31%	0,31%	0,31%	0,31%
Bruksretteiendeler leieavtaler som en % av revenue	-	-	1,31%	1,30%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Investeringer i felleskontrollerte foretak som en % av revenue	9,8%	12,4%	12,8%	15,1%	15%	15%	15%	15%	15%
Andre AN som en prosent av %	10,4%	13,3%	7,0%	7,2%	9%	9%	9%	9%	9%
Deferred tax liabilities som en prosent av % revenue	-2,6%	-2,8%	-0,7%	-1,1%	2%	2%	2%	2%	2%
Andre ONCL som en % av revenue	-4,7%	-4,7%	-3,7%	-5,0%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Varelager som en % av revenue	143,8%	128,9%	108,0%	146,1%	130%	130%	130%	130%	130%
Totale kundefordringer som en % av revenue	9,1%	5,2%	8,2%	4,9%	7%	7%	7%	7%	7%
Annen kortsiktig gjeld som en % av revenue	-34,8%	-27,0%	-32,5%	-34,4%	-32%	-32%	-32%	-32%	-32%
NIBD som en % av (NOA - goodwill)	41%	38%	8%	44%	40%	40%	40%	40%	40%

Tabell 12

Forecast Cash flow	Historic				Forecast				Terminal
	-3 2017*	-2 2018*	-1 2019	0 2020 (2)	1 2021	2 2022	3 2023	4 2024	5 2025
NOPAT	432 870	580 784	662 740	552 111	565 091	620 603	669 362	695 040	722 579
+ Depreciation	4 084	3 707	12 748	9 802	9 861	9 920	9 979	10 039	10 100
+/- Changes in NOWC	(86 573)	15 139	1 004 545	(456 529)	(267 724)	(339 942)	(186 968)	(196 316)	(206 132)
+/- Changes in NONCA	(121 252)	(203 876)	106 773	76 406	(118 446)	(71 466)	(43 830)	(45 582)	(47 419)
FCFF	229 129	395 754	1 786 806	181 790	188 782	219 116	448 544	463 181	479 127
+/- Changes in NIBD	(355 861)	98 509	(868 362)	1 021 237	21 824	160 595	88 327	92 744	97 381
Finansinntekter (F)	12 749	10 219	16 742	21 313	10 526	10 841	11 167	11 502	11 847
Øvrige gevinster (tap) netto (F)	-	-	-	1 045 127	-	-	-	-	-
Finanskostnader (F)	(52 600)	(28 229)	(27 480)	(11 648)	(29 358)	(30 532)	(31 754)	(33 024)	(34 345)
Skatteskjold fra nettopp finansielle kostnader	8 130	4 070	2 513	(83 329)	1 488	1 556	1 626	1 700	1 777
FCFE (Free cash flow to equity holders)	(158 453)	480 323	910 219	2 174 490	193 261	361 575	517 911	536 103	555 787
Dividend	(242 179)	(308 850)	(388 567)	(2 467 843)	(193 261)	(361 575)	(517 911)	(536 103)	(555 787)
Cash surplus	(400 632)	171 473	521 652	(293 353)	-	-	-	-	-
Cash IB	886 193	485 561	657 034	1 178 686	885 333	885 333	885 333	885 333	885 333
+/- Cash surplus	(400 632)	171 473	521 652	(293 353)	-	-	-	-	-
Cash UB	485 561	657 034	1 178 686	885 333	885 333	885 333	885 333	885 333	885 333

Tabell 13

10. Estimering av kapitalkostnad

“Since a firm’s stakeholders are risk averse, they want to be compensated for bearing risks” (Plenborg & Kinserdal, s. 298). Når vi som analytikere vurderer investeringsobjekter, ønsker vi mest mulig avkastning vektet mot minst mulig risiko. For å regne oss frem til denne balansen, faller det oss naturlig å bruke WACC.

WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) er sammensatt av en kalkulatorisk rente som gir oss et uttrykk for kravet og forventningene vi har til investert kapital - med andre ord en alternativ verdi på kapitalen. Alt i alt kan man si at WACC representerer en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad.

Renten vi har valgt å bruke for å beregne risikofri avkastning er 10-årig norske statsobligasjoner, som vi mener er en god alternativ investering når vi måler vektet avkastning og risiko. Hvis vi skal bryte ned regneprosessen mot avkastningskravet til Selvaag, kan vi si at vi at vi bruker en kapitalverdimodell som viser forholdet mellom den systematisk risikoen og egenkapitalavkastningen. Dette kan forklares som risikofri avkastning addert med beta, multiplisert med markedets risikopremie. Beta forteller oss noe om hvordan aksjeprisen fluktuierer sammenlignet med markedet, og dermed selskapets systematiske risiko. Mens den forventede avkastningen i markedet, subtrahert med risikofri avkastning, gir oss markedets risikopremie. Dette fant vi via gjennomsnittlig årlig avkastning på Oslo Børs, subtrahert med renten på norske statsobligasjoner.

	2017	2018	2019	2020
Rf (riskfree interest rate)	1,64%	1,88%	1,49%	0,82%
beta E (5Y Monthly)	0,82	0,82	0,82	0,82
Rm	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Markedets risikopremie (Rm - Rf)	12,56%	12,32%	12,71%	13,38%
Re (required rate of return E)	11,94%	11,98%	11,91%	11,79%

Tabell 14

	2017	2018	2019	2020
NIBD	1 732 513	1 659 549	269 535	1 584 125
NIBD + MVE	4 843 513	5 418 549	7 182 535	6 998 125
MVE (marketcap)	3 111 000	3 759 000	6 913 000	5 414 000
Corp taxrate nom.	22%	22%	22%	22%
Rd	2,00%	1,38%	9,40%	0,60%
Re (required rate of return E)	11,94%	11,98%	11,91%	11,79%
WACC	8,23%	8,64%	11,74%	9,23%

Tabell 15

11. Verdsettelse

"The value of any asset (or liability for that matter) is calculated as the future income generated by the asset discounted with a discount factor. The discount factor takes into consideration the time value of money and risk associated with the income generated by the asset" (Plenborg & Kinserdal, 2021, s.331).

Verdsettelsesprosessen er helt avgjørende å inkludere i vurderingsfasen av et investeringsobjekt. Vi har valgt å gjennomføre verdsettelsen gjennom to verdsettelsesmetoder: Relativ verdsettelse og nåverdimetode.

11.1 Relativ verdsettelse

Når man verdsetter et selskap ved en relativ verdsettelsesmetode, betyr det at man vurderer selskapets verdi basert på multipler. Denne verdsettelsesmetoden blir ofte referert til som *"quick and dirty"*, noe vi synes er en passende beskrivelse. Grunnen til dette er at multipler ikke gir et fullkomment vurderingsgrunnlag alene, men er en rask måte å skaffe seg en gitt mengde informasjon på. Vi understreker derfor at dette er et supplement i verdivurderings-prosessen, og ikke noe som gir oss et avgjørende verdigrunnlag.

Multipel-basert verdsettelse er en populær måte å vurdere selskaper på. Dette kommer muligens fra den tilsynelatende lave kompleksiteten knyttet til tallene, og hastigheten på informasjon multiplene gir oss. Et av hovedbruksområdene til multipler, er å raskt kunne sammenligne et selskap mot konkurrerende virksomheter i samme sektor. Vi tenker derfor at det da er naturlig å supplere denne delen av verdsettelsesprosessen med et par andre børsnoterte selskaper som driver med noenlunde samme virksomhet. Etter at Solon Eiendom gikk av børs, er det få børsnoterte selskaper man kan argumentere for at driver med tilsvarende drift som Selvaag. Men vi har Entra, Olav Thon Eiendomsselskap, og Veidekke som alle har boligutvikling som en del av virksomheten. Det skal understrekes at ingen av disse selskapene sine forretningsmodeller er i sin helhet helt overførbare til hva Selvaag holder på med, men det vil gi oss en viss idé, og noe å sammenligne med.

Multipler	Selvaag	Entra	Veidekke	Thon	Gj.snitt
P/E	3,55	13,44	31,66	11,7	15,08
P/B	2,22	1,52	2,63	0,73	1,77
P/S	2	14,22	0,4	5,13	5,44

Tabell 16 (Multipler for Entra, Veidekke og Thon hentet fra Morningstar, 2020)

11.1.1 Price/Earnings

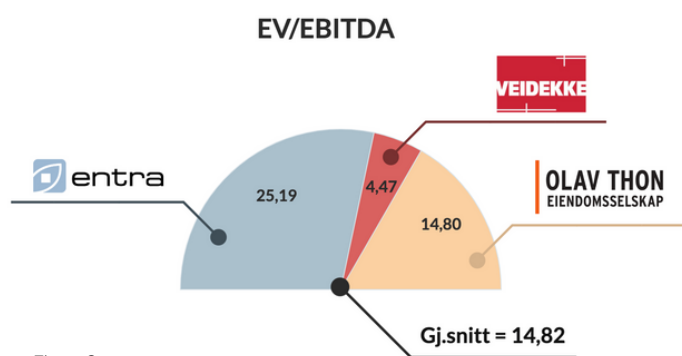
P/E (*price/earnings*) blir regnet som den mest brukte multiplenen, og forteller oss selskapets markedsverdi dividert med årsresultatet. Man kan kalkulere seg frem til P/E-verdien ved å dividere aksjekursen på årsresultatet per aksje. Noen vil påstå at det finnes tommelfingerregler for hva som på generell basis er en god eller dårlig P/E, noe vi tar avstand fra. Vi mener at P/E er svært sektor-orientert og skal vurderes isolert sett innenfor sin sektor. Vi vet at norske sparebanker ligger på en P/E fra ca. 5-12, norsk forsikring fra 9-16, og globale tech-aksjer fra 20-400. Som vi ser i tabell 16, har boligutvikling en snitt-p/e på 15,08. Dette tolker vi som at investorer ser på denne type sektor som noenlunde forutsigbar, hvor det er forventninger til fremtidig inntjening, men ikke forventninger til at noe helt ekstraordinært eller revolusjonerende skal skje. Med andre ord forteller multiplenen oss at markedet har forventninger, men ikke av euforiske tilstander. Vi må understreke at Selvaags P/E er unormalt lav som et resultat av tomtesalget. Ser vi på 2019, ser vi en P/E på 10,56.

11.1.2 Price/Book

P/B (*price/book*) forteller oss virksomhetens markedsverdi, dividert med bokverdien av egenkapitalen – med andre ord verdien markedet vurderer egenkapitalen i selskapet til. I likhet med P/E er det viktig at P/B også sees i sammenheng med tilhørende bransje. I Selvaags tilfelle, kan man gjøre en billedliggjøring av P/B ved at markedet er villig til å betale 2,22.- for 1.- av virksomhetens egenkapital.

11.1.3 Price/Sales

P/S (*price/sales*) forteller oss virksomhetens totale markedsverdi dividert på årlig salg. En av våre kritikker til dette nøkkeltallet, er at det ikke inkluderer utgifter, og dermed begrenser tilstrømmen av informasjonen vi ettertrakter. I likhet med P/E og P/B er også P/S et tall som bør vurderes mot andre selskaper i tilhørende sektor.



Figur 2

I figur 2 har vi regnet ut EV/EBITDA på de samme selskapene. Vi henter tall fra Morningstar 2020 for Thon, Entra og Veidekke, og tall fra det analytiske resultatregnskapet til Selvaag. Formelen kan enkelt forklares med markedspris på selskapet (EV) dividert med inntjening før skatter, renter, nedskrivninger og avskrivninger (EBITDA). Selvaag sin EBITDA i 2020 var 608.481.000, og gjennomsnittlig markedsverdi 6.163.500.000. Selvaag sin EV/EBITDA blir da $6.163.500.000 / 608.481.000 = 10,13$. Dette er 4,7 under snittet, som kan indikere at Selvaag er priset lavere enn sektoren generelt.

11.2 Nåverdivurdering

11.2.1 Dividend Discount Model (DDM)

The Residual Income Model er nesten lik som DDM. Forskjellen er at her bruker man en neddiskontert RI-verdi istedenfor utbytte til aksjonærer. Ifølge RI-modellen er markedsverdien av egenkapitalen til Selvaag per 31.12.20x0 kr 8.208.301.160.

11.2.2 The Residual Income Model (RI)

The Residual Income Model er nesten lik som DDM. Forskjellen er at her bruker man en neddiskontert RI-verdi istedenfor utbytte til aksjonærer. Ifølge RI-modellen er markedsverdien av egenkapitalen til Selvaag per 31.12.20x0 kr 7.477.397.471.

Som vi ser er det relativt store forskjellen ved bruk av de forskjellige metodene. Vi har derfor valgt å bruke et gjennomsnitt av selskapsverdiene som grunnlag for utregning av aksjepris-potensial.

	Historic	Forecast				Terminal
DDM (The Dividend Discount Model)	0 2020	1 2021	2 2022	3 2023	4 2024	5 2025
Utbytte (FCFE)		193 261	361 575	517 911	536 103	555 787
Re		11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Vekstrate						4%
Discount factor $(1+Re)^n$		1,119	1,252	1,401	1,568	1,754
PV explicit		172 709	288 761	369 628	341 923	316 780
PV terminal						7 035 281
Markedsverdi EK (MVE)	8 208 301 160					

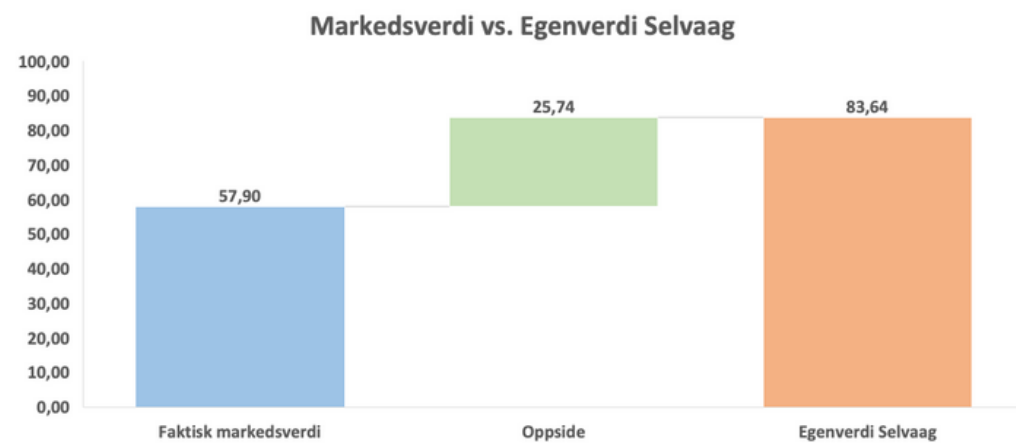
Tabell 17

	Historic	Forecast				Terminal
The Residual Income Model	0 2020	1 2021	2 2022	3 2023	4 2024	5 2025
BVE	2 437 815	2 792 300	3 033 192	3 165 683	3 304 799	3 450 870
Årsres	1 523 574	547 746	602 467	650 401	675 218	701 858
Avkastningskrav til EK (Re)	11,79%					
RI		260 289	273 211	292 740	301 934	312 170
Diskonteringsfaktor $(1+Re)^n$		1,118	1,250	1,397	1,562	1,746
Vekstrate						4%
PV Explicit		232 834	218 615	209 534	193 319	178 791
PV Terminal						4 006 491
Selskapsverdi	7 477 397 471					

Tabell 18

	MVE (NOK)	Utestående aksjer	Aksjepris
The Dividend Discount Model	8 208 301 160	93 765 688	87,54
The residual Income Model	7 477 397 471	93 765 688	79,75
Faktisk markedsverdi (31.12.2020)	5 414 000 000	93 500 000	57,90
Gj.snittlig MVE (RI + DDM)	7 842 849 315	93 765 688	83,64

Tabell 19



Graf 5

Som vi ser i tabell 19 utgjør den gjennomsnittlige estimerte selskapsverdien fra DDM og RI-modellen 2.428.849.315 kroner mer enn det markedet verdsetter Selvaag til. Dette gir et vekstpotensial i aksjeprisen på ca 44%, sammenlignet med "dagens" nivå.

12. Konklusjon

Når vi utarbeider investeringsporteføljer, er det tre kriterier vi anser som kritiske: Generer virksomheten penger i dag? Har virksomheten en historikk med god inntjening? Tror vi virksomheten vil generere penger i fremtiden? Vi ønsker ikke spekulative selskaper som ikke tjener penger i dag, og hvor vi må gamble på at selskapet tjener penger i morgen. Selvaag er ikke av denne type investeringsobjekt, og vi mener selskapet oppfyller alle våre kriterier.

Det er likevel viktig for oss å understreke for investeringsgruppen hvilke investeringsobjekt Selvaag er. Selvaag er hva vi velger å kategorisere som en konservativ investering, noe som gjenspeiles i multiplene markedet gir selskapet og sektoren generelt. Dette forteller oss at det ikke er forventinger til at selskapet skal gjøre noe helt spektakulært eller revolusjonerende de neste årene. Med andre ord prises sektoren til å være forutsigbar. Vi tror at selskapet vil kunne utgjøre en trygghet i en aksjeportefølje, samt sørge for en kontantstrøm via de ordinære, og til tider ekstraordinære utbyttene selskapet utbetaler.

Selvaag leverer et produkt som er avgjørende for å dekke menneskers fysiologiske behov, og som vi vet det er stor etterspørsel etter. Vi vet at materialkostnadene øker, men tror at med dagens etterspørsel etter norsk bolig, vil Selvaag klare å kaste denne kostnaden over på konsumenten. Med en økt befolkning, og økt fokus fra myndighetene på boligutvikling, ser vi ikke for oss at tilbudet etter produktet Selvaag leverer vil avta.

Med alt dette tatt i betraktning, anbefaler vi aksjekjøp i Selvaag Bolig ASA.

13. Referanseliste

Bøker:

Plenborg, T., Kinserdal, F. (2021) *Financial Statement Analysis, 2nd edition*. Fagbokforlaget: Bergen

Nettsider:

Altinn (2022). *Skatt for aksjeselskap*. Altinn.no: <https://www.altinn.no/starte-og-drive/skatt-og-avgift/skatt/skatt-for-aksjeselskap/>

Corporate finance institute (12. Februar, 2020). *Sustainable growth rate*. Nettside: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/sustainable-growth-rate/>

Helsedirektoratet (20. Oktober, 2021). 6.2. *Kjennetegn ved det norske arbeidsmarkedet*. Helsedirektoratet.no: <https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/sektorrapport-om-folkehelse/arbeidsliv/kjennetegn-ved-det-norske-arbeidsmarkedet>

Magnus P. H. (20.06.2019). *Full fart for norsk proptech: - Folk klager på dieselbiler på tomgang i to minutter. Men byggene står på fullgang 20 timer i døgnet*. Shifter.no: <https://shifter.no/proptech-selvaag-eiendom-thefactory/full-fart-for-norsk-proptech--folk-klager-pa-dieselbiler-pa-tomgang-i-to-minutter-men-byggene-star-pa-fullgang-20-timer-i-dognet/125846>

Market screener (u.d.). *Selvaag Bolig ASA (SBO)*. Nettside: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/SELVAAG-BOLIG-ASA-10807411/financials/>

Morningstar (27. Mai, 2022) *Olav Thon Eiendomsselskap – Stock Valuation*. Nettside: <https://www.morningstar.com/stocks/xosl/olt/valuation>

Morningstar (27. Mai, 2022). *Entra ASA Shs Unitary 144A/Reg S – Stock Valuation*. Nettside: <https://www.morningstar.com/stocks/xosl/entra/valuation>

Morningstar (27. Mai, 2022). *Veidekke ASA – Stock Valuation*. Nettside: <https://www.morningstar.com/stocks/xosl/vei/valuation>

News Cision (20. Mars, 2020). *Selvaag Bolig ASA: Styret i Selvaag Bolig forslår redusert utbytte for andre halvår 2019*. Nettside: https://news.cision.com/no/selvaag-bolig-asa/r/selvaag-bolig-asa--styret-i-selvaag-bolig-foreslar-reduert-utbytte-for-andre-halvar-2019,c3065194?fbclid=IwAR0II0QNaWl1osRsoCCmeuaro1nzKMfQ0iOr_7KYM0dI2wFA4VOCzUYKGyQ_

NHO (2022). *Selskapsskatt*. NHO.no: <https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/>

Selvaag Bolig ASA (20.08.2019). *Selvaag Bolig ASA: etablerer kontor i Stockholm*. Selvaagbolig.no: <http://www.selvaagboligasa.no/Norwegian/investorer/nyheter/press-release-details/2019/Selvaag-Bolig-ASA-Etablerer-kontor-i-Stockholm/default.aspx>

Selvaag Bolig ASA (2022). *Selvaag Bolig ASA er et boligutviklingsselskap som er tuftet på Selvaags 70 år lange historie og erfaring*. Selvaagbolig.no: <https://www.selvaagbolig.no/om-oss/boligutbygger/>. (3.03.2022).

Selvaag Bolig ASA (u.d.) *Selvaag Bolig ASA årsrapport 2017*. Hentet mandag 4. april 2022, fra:
<https://storage.mfn.se/proxy/annual-report-2017.pdf?url=https%3A%2F%2Fmb.cision.com%2FMain%2F17615%2F2637914%2F922745.pdf>

Selvaag Bolig ASA (u.d.) *Selvaag Bolig ASA årsrapport 2018*. Hentet mandag 4. april 2022, fra:
<https://storage.mfn.se/proxy/arsrapport-2018.pdf?url=https%3A%2F%2Fmb.cision.com%2FPublic%2F17615%2F2783967%2F94b4730e0ce66c74.pdf>

Selvaag Bolig ASA (u.d.) *Selvaag Bolig ASA årsrapport 2019*. Hentet mandag 4. april 2022, fra:
<https://storage.mfn.se/proxy/arsrapport-2019.pdf?url=https%3A%2F%2Fmb.cision.com%2FMain%2F17615%2F3080576%2F1223718.pdf>

Selvaag Bolig ASA (u.d.) *Selvaag Bolig ASA årsrapport 2020*. Hentet mandag 4. april 2022, fra:
<https://storage.mfn.se/proxy/arsrapport-2020.pdf?url=https%3A%2F%2Fmb.cision.com%2FMain%2F17615%2F3317754%2F1395462.pdf>

Solon Eiendom (u.d.) *Solon Eiendom årsrapport 2020*. Hentet tirsdag 26. April 2022, fra:
<https://soloneiendom.no/wp-content/uploads/Arsrapport-Solon-Eiendom-ASA-2020.pdf>

Statistisk Sentralbyrå (2022). *Fakta om befolkningen*. SSB:
<https://www.ssb.no/befolkning/faktaside/befolkningen>

Statistisk Sentralbyrå (2022). *Fakta om norsk økonomi*. SSB.no: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>

Statistisk Sentralbyrå (2022). *Sysselsetting, registerbasert*. SSB: <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/sysselsetting/statistikk/sysselsetting-registerbasert>

Statistisk Sentralbyrå (8. April, 2022). *Byggjekostnadsindeks for bustader*. SSB: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/byggjekostnadsindekser/statistikk/byggjekostnadsindeks-for-bustader>

VG (7. feb, 2022). *UDI om 60.000 flyktninger: - Vil bli veldig krevende for Norge*. VG:
<https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/66A7w3/udi-om-60000-flyktninger-vil-bli-veldig-krevende-for-norge>

14. Vedlegg

Reformulert resultatregnskap:

<i>Analytisk resultatregnskap Selvaag Bolig AS (Alle tall i 1.000)</i>	<i>2016**</i>	<i>2017*</i>	<i>2018*</i>	<i>2019</i>	<i>2020 (1)</i>	<i>2020 (2)</i>
Salgsinntekter (O)	2 923 966	3 165 042	3 267 505	3 282 480	2 643 756	2 643 756
Øvrige inntekter (O)	76 381	63 790	74 570	86 358	54 194	54 194
Revenue	3 000 347	3 228 832	3 342 075	3 368 838	2 697 950	2 697 950
Prosjektkostnader (O)	(2 379 746)	(2 432 818)	(2 421 633)	(2 279 485)	(1 967 585)	(1 967 585)
Gross profit	620 601	796 014	920 442	1 089 353	730 365	730 365
Lønns- og personalkostnader, administrative funksjoner (O)	(109 361)	(120 354)	(142 498)	(132 213)	(149 849)	(149 849)
Andre driftskostnader (O)	(121 851)	(114 313)	(125 553)	(141 909)	(106 995)	(106 995)
Andel av resultat fra felleskontrollerte foretak og tilknyttede selskaper (O)	(7 104)	(13 610)	101 796	62 224	134 961	134 961
EBITDA	382 285	547 737	754 187	877 455	608 482	608 482
Avskrivninger og amortisering (O)	(20 061)	(4 084)	(3 707)	(12 748)	(9 802)	(9 802)
EBIT	362 224	543 653	750 480	864 707	598 680	598 680
Skattekostnad (O + F)	(63 694)	(102 653)	(165 626)	(199 454)	(129 898)	(129 898)
Skatteskjold fra nettop finansielle kostnader	413	(8 130)	(4 070)	(2 513)	7 635	83 329
Operasjonell skattekostnad	(63 281)	(110 783)	(169 696)	(201 967)	(122 263)	(46 569)
NOPAT	298 943	432 870	580 784	662 740	476 417	552 111
Finansinntekter (F)	8 264	12 749	10 219	16 742	21 313	21 313
Øvrige gevinster (tap) netto (F)	31 679	-	-	-	-	1 045 127
Finanskostnader (F)	(37 585)	(52 600)	(28 229)	(27 480)	(11 648)	(11 648)
Skatteskjold fra nettop finansielle kostnader	(413)	8 130	4 070	2 513	7 635	(83 329)
Konsolidert profitt	300 888	401 149	566 844	654 515	493 718	1 523 574
Poster i utvidet resultat som kan bli omklassifisert til resultatet (O)	(3 095)	4 633	317	(6)	4 311	4 311
Årets totalresultat	297 793	405 782	567 161	654 509	498 029	1 527 885

*) Tall hentet fra Selvaag Bolig årsrapport 2018

**) Tall hentet fra Selvaag Bolig årsrapport 2017

2020 (1): Justert for UP-transaksjonen

2020 (2): ikke justert for UP-transaksjonen

Reformulert balanseregnskap (NOA-format):

NOA (Net operating assets)											
<i>Balanseregnskap Selvaag Bolig AS (Alle tall i 1.000)</i>	<i>2016**</i>	<i>2017*</i>	<i>2018*</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2020</i>
Goodwill (O)	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	Egenkapital fordelt på aksjonærer i Selvaag Bolig ASA	2 689 857	2 848 723	3 106 770	3 374 218	2 430 023
Varige driftsmidler (O)	10 867	11 428	8 565	5 588	7 332	Ikke-kontrollerende interesser	9 315	9 419	9 366	7 866	7 792
Bruksretteiendeler leieavtaler (O)	-	-	-	44 219	34 976	Sum egenkapital (E)	2 699 172	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815
Investeringer i felleskontrollerte foretak og tilknyttede selskaper (O)	289 818	316 241	415 280	430 281	406 850	Pensjonsforpliktelser (F)	594	643	277	1 017	1 030
Lån til felleskontrollerte foretak og tilknyttede selskaper (O)	63 757	122 982	119 290	70 893	73 539	Langsiktige rentebærende gjeld (F)	2 038 660	1 836 823	1 795 798	1 092 288	1 100 293
Andre langsiktige fordringer (O)	197 318	214 039	326 074	165 283	119 601	Kortsiktig rentebærende gjeld (F)	534 681	380 608	520 508	1 161 043	674 014
Forpliktelse ved utsatt skatt (O)	(84 486)	(83 537)	(93 011)	(24 444)	(30 506)	Kortsiktig gjeld tilbakekjøpsavtaler og selgerkreditter (F)	-	-	-	-	694 121
Avsetninger (O)	(75 073)	(60 373)	(60 373)	(60 373)	(60 373)	Forpliktelser relatert til eiendeler holdt for salg (F)	-	-	-	58 044	-
Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	(6 938)	(8 349)	(3 225)	(3 105)	(17 810)	Kontanter og kontanekvivalenter (F)	(886 193)	(485 561)	(657 034)	(1 178 686)	(885 333)
Langsiktige leieforpliktelser (O)	-	-	-	(35 263)	(26 738)	Eiendeler holdt for salg (F)	-	-	-	(864 171)	-
NONCA	778 639	895 807	1 095 976	976 455	890 247	NIBD	1 687 742	1 732 513	1 659 549	269 535	1 584 125
Varelager (eiendom) (O)	4 284 011	4 643 938	4 306 304	3 636 663	3 940 793	Total equity and NIBD	4 386 914	4 590 655	4 775 685	3 651 619	4 021 940
Kundefordringer (O)	103 420	133 832	215 007	82 220	70 466						
Andre kortsiktige fordringer (O)	189 902	40 621	60 199	51 052	48 536						
Kortsiktige leieforpliktelser (O)	-	-	-	(7 922)	(8 524)						
Leverandørgjeld (O)	(219 562)	(166 479)	(181 360)	(167 633)	(137 495)						
Betalbar skatt (O)	(83 343)	(103 782)	(158 110)	(208 488)	(130 994)						
Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	(666 153)	(853 282)	(562 331)	(710 728)	(651 089)						
NOWC	3 608 275	3 694 848	3 679 709	2 675 164	3 131 693						
NOA	4 386 914	4 590 655	4 775 685	3 651 619	4 021 940						

*) Tall hentet fra Selvaag Bolig årsrapport 2018

**) Tall hentet fra Selvaag Bolig årsrapport 2017

Lønnsomhetsanalyse

	2016	2017	2018	2019	2020	2020 (2)
NOPAT	298 943	432 870	580 784	662 740	476 417	552 111
NOA	4 386 914	4 590 655	4 775 685	3 651 619	4 021 940	4 021 940
NOA-1		4 386 914	4 590 655	4 775 685	3 651 619	3 651 619
Gj.snitt NOA		4 488 785	4 683 170	4 213 652	3 836 780	3 836 780
ROIC (after tax)		9,64%	12,40%	15,73%	12,42%	14,39%
NOPAT	298 943	432 870	580 784	662 740	476 417	552 111
Market value of NOA		4 843 513	5 418 549	7 182 535	6 998 125	6 998 125
Market value of NOA-1		4 386 914	4 843 513	5 418 549	7 182 535	7 182 535
Gj.snitt NOA		4 615 214	5 131 031	6 300 542	7 090 330	7 090 330
Market value ROIC (after tax)		9,38%	11,32%	10,52%	6,72%	7,79%
Rf (riskfree interest rate)		1,64%	1,88%	1,49%	0,82%	
beta E (5Y Monthly)		0,82	0,82	0,82	0,82	
Rm		14,20%	14,20%	14,20%	14,20%	
Markedets risikopremie (Rm - Rf)		12,56%	12,32%	12,71%	13,38%	
Re (required rate of return E)		11,94%	11,98%	11,91%	11,79%	
NIBD		1 732 513	1 659 549	269 535	1 584 125	
NIBD + MVE		4 843 513	5 418 549	7 182 535	6 998 125	
MVE (marketcap)		3 111 000	3 759 000	6 913 000	5 414 000	
Corp taxrate nom.		22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	
Rd		2,00%	1,38%	9,40%	0,60%	
Re (required rate of return E)		11,94%	11,98%	11,91%	11,79%	
WACC		8,23%	8,64%	11,74%	9,23%	
Rentekostnad	30 250	34 676	22 941	25 345	9 530	
NIBD	1 687 742	1 732 513	1 659 549	269 535	1 584 125	
rd	1,79%	2,00%	1,38%	9,40%	0,60%	
ROIC		9,64%	12,40%	15,73%	12,42%	
WACC		8,23%	8,64%	11,74%	9,23%	
Gj.snitt NOA		4 488 785	4 683 170	4 213 652	3 836 780	
EVA (economic value added)		63 578	176 028	168 040	122 335	
EVA i % av Gj.snitt NOA		1,416%	3,759%	3,988%	3,188%	
Net profit after tax	298 943	432 870	580 784	662 740	476 417	552 111
BVE	2 699 172	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815	2 437 815
Gj.snitt BVE		2 778 657	2 987 139	3 249 110	2 909 950	2 909 950
MVE	3 735 000	3 111 000	3 759 000	6 913 000	5 414 000	5 414 000
Gj.snitt MVE		3 423 000	3 435 000	5 336 000	6 163 500	6 163 500
ROE		15,58%	19,44%	20,40%	16,37%	18,97%
Market value ROE		12,65%	16,91%	12,42%	7,73%	8,96%
WACC		8,23%	8,64%	11,74%	9,23%	
re (required rate of return E)		11,94%	11,98%	11,91%	11,79%	
ROE		15,58%	19,44%	20,40%	16,37%	
ROIC after tax		9,64%	12,40%	15,73%	12,42%	
Inntekt		3 228 832	3 342 075	3 368 838	2 697 950	
Invested capital (Gj.snitt NOA)		4 590 655	4 775 685	3 651 619	4 021 940	
Invested capital turnover rate (ICT)		70%	70%	92%	67%	
NOPAT (after tax)	298 943	432 870	580 784	662 740	476 417	
Revenue	3 000 347	3 228 832	3 342 075	3 368 838	2 697 950	
Operating profit margin	9,96%	13,41%	17,38%	19,67%	17,66%	

Vekstanalyse

	2016	2017	2018	2019	2020	2020 (2)
NIBD	1 687 742	1 732 513	1 659 549	269 535	1 584 125	
BVE	2 699 172	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815	
Leverage	62,53%	60,62%	53,26%	7,97%	64,98%	
Finansielle kostnader	37 585	52 600	28 229	27 480	11 648	
Finansielle inntekter	8 264	12 749	10 219	16 742	21 313	
Tax-shield	-413	8 130	4 070	2 513	-83 329	
NIBD t-1		1 687 742	1 732 513	1 659 549	269 535	
NBC (Net borrowing cost)		1,88%	0,80%	0,50%	27,33%	
ROE		15,58%	19,44%	20,40%	16,37%	
re		11,94%	11,98%	11,91%	11,79%	
Gj.snitt BVE		2 778 657	2 987 139	3 249 110	2 909 950	
Residual income (RI)		101 121	222 853	275 700	133 288	
Vekst RI			120%	24%	-52%	
ROIC		9,64%	12,40%	15,73%	12,42%	
NBC		1,88%	0,80%	0,50%	27,33%	
Interest margin		7,76%	11,60%	15,23%	-14,91%	
Leverage		60,62%	53,26%	7,97%	64,98%	
NBC (Net borrowing cost)		1,88%	0,80%	0,50%	27,33%	
Residual income (RI)		101 121	222 853	275 700	133 288	
Vekst RI		0,00%	120,38%	23,71%	-51,65%	
Interest margin		7,76%	11,60%	15,23%	-14,91%	
Dividends per share	1,6	3	4,5	3,5	6	
EPS	3,21	4,35	6,14	7,04	5,31	
Dividend payout ratio	49,84%	68,97%	73,29%	49,72%	112,99%	
Return on equity		15,58%	19,44%	20,40%	16,37%	
Payout ratio		68,97%	73,29%	49,72%	112,99%	
Sustainable growth rate		4,83%	5,19%	10,26%	-2,13%	
Utbytte per aksje	1,6	3	4,5	3,5	6	
Vekst i utbytte %		87,5%	50,0%	-22,2%	71,4%	

Likviditetsanalyse

Selvaag Bolig	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Financial leverage (Market value)	0,99	1,12	0,90	0,51	0,65	0,83
Financial leverage (Book value)	1,37	1,22	1,08	1,04	1,45	1,23
Solvency ratio (Market value)	0,50	0,47	0,53	0,66	0,61	0,55
Solvency ratio (Book value)	0,42	0,45	0,48	0,49	0,41	0,45
CFO to debt ratio	0,12	0,09	0,13	0,28	0,46	0,22
Interest coverage ratio (cash)	9,64	10,34	26,59	31,47	51,40	25,89
Capital expenditure ratio	0,47	0,29	0,34	0,90	1,58	0,72

Selvaag Bolig	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Liquidity cycle	234	239	203	129	244	210
Current ratio	1,73	1,52	1,92	1,96	1,69	1,76
Quick ratio	0,32	0,19	0,28	0,37	0,28	0,29

Solon Eiendom	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Liquidity cycle	397	506	1 121	824	1 259	821
Current ratio	1,39	1,32	1,29	1,31	1,28	1,32
Quick ratio	1,41	0,34	0,47	1,6	1,52	1,07

F.cast resultatregnskap (Antagelser)

Forecast assumptions resultat	Historic				Forecast				Terminal
	-3 2017*	-2 2018*	-1 2019	0 2020 (2)	1 2021	2 2022	3 2023	4 2024	5 2025
Revenue growth	8,24%	3,24%	0,46%	-19,09%	20%	10%	5%	5%	5%
Prosjektkostnader som en % av revenue	75%	72%	68%	73%	73%	73%	73%	73%	73%
Lønns- og personalkost osv. Som en % av revenue	3,73%	4,26%	3,92%	5,55%	5%	5%	5%	5%	5%
Andre driftsres. Som en % av revenue	3,54%	3,76%	4,21%	3,97%	4%	4%	4%	4%	4%
Resultat fra felleskontrollerte foretak som en % av revenue	-0,42%	3,05%	1,85%	5,00%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Avskrivninger og amortisering som en % av AN	-0,39%	-0,30%	-1,16%	-0,96%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Finansinntekt som en % av NIBD	0,74%	0,62%	6,21%	1,35%	3%	3%	3%	3%	3%
Finanskostnad som en % av NIBD	-3,04%	-1,70%	-10,20%	-0,74%	4%	4%	4%	4%	4%

F.cast resultatregnskap

Analytisk resultatregnskap Selvaag Bolig AS (Alle tall i 1.000)	Historic					Forecast				Terminal
	2016**	2017*	2018*	2019	2020 (2)	2021	2022	2023	2024	2025
Salgsinntekter (O)	2 923 966	3 165 042	3 267 505	3 282 480	2 643 756					
Øvrige inntekter (O)	76 381	63 790	74 570	86 358	54 194					
Revenue	3 000 347	3 228 832	3 342 075	3 368 838	2 697 950	3 237 540	3 561 294	3 739 359	3 926 327	4 122 643
Prosjektkostnader (O)	(2 379 746)	(2 432 818)	(2 421 633)	(2 279 485)	(1 967 585)	(2 363 404)	(2 599 745)	(2 729 732)	(2 866 218)	(3 009 529)
Gross profit	620 601	796 014	920 442	1 089 353	730 365	874 136	961 549	1 009 627	1 060 108	1 113 114
Lønns- og personalkostnader, administrative funksjoner (O)	(109 361)	(120 354)	(142 498)	(132 213)	(149 849)	(157 341)	(165 209)	(173 469)	(182 142)	(191 250)
Andre driftskostnader (O)	(121 851)	(114 313)	(125 553)	(141 909)	(106 995)	(118 886)	(130 575)	(111 275)	(123 641)	(135 798)
Andel av resultat fra felleskontrollerte foretak og tilknyttede selskap	(7 104)	(13 610)	101 796	62 224	134 961	138 335	141 793	145 338	148 972	152 696
EBITDA	382 285	547 737	754 187	877 455	608 482	736 244	807 559	870 221	903 297	938 762
Avskrivninger og amortisering (O)	(20 061)	(4 084)	(3 707)	(12 748)	(9 802)	(9 861)	(9 920)	(9 979)	(10 039)	(10 100)
EBIT	362 224	543 653	750 480	864 707	598 680	726 383	797 639	860 242	893 257	928 662
Skattekostnad (O + F)	(63 694)	(102 653)	(165 626)	(199 454)	(129 898)	(159 804)	(175 481)	(189 253)	(196 517)	(204 306)
Skatteskjold fra nettopp finansielle kostnader	413	(8 130)	(4 070)	(2 513)	83 329	(1 488)	(1 556)	(1 626)	(1 700)	(1 777)
Operasjonell skattekostnad	(63 281)	(110 783)	(169 696)	(201 967)	(46 569)	(161 292)	(177 036)	(190 880)	(198 217)	(206 083)
NOPAT	298 943	432 870	580 784	662 740	552 111	565 091	620 603	669 362	695 040	722 579
Finansinntekter (F)	8 264	12 749	10 219	16 742	21 313	10 526	10 841	11 167	11 502	11 847
Øvrige gevinster (tap) netto (F)	31 679	-	-	-	1 045 127	-	-	-	-	-
Finanskostnader (F)	(37 585)	(52 600)	(28 229)	(27 480)	(11 648)	(29 358)	(30 532)	(31 754)	(33 024)	(34 345)
Skatteskjold fra nettopp finansielle kostnader	(413)	8 130	4 070	2 513	(83 329)	1 488	1 556	1 626	1 700	1 777
Konsolidert profit	300 888	401 149	566 844	654 515	1 523 574	547 746	602 467	650 401	675 218	701 858

F.cast balanseregnskap (Antagelser)

Forecast assumptions balanse	Historic				Forecast				Terminal
	-3 2017*	-2 2018*	-1 2019	0 2020 (2)	1 2021	2 2022	3 2023	4 2024	5 2025
Goodwill	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376
Varige driftsmidler som en % av revenue	0,35%	0,26%	0,17%	0,27%	0,31%	0,31%	0,31%	0,31%	0,31%
Bruksretteiendeler leieavtaler som en % av revenue	-	-	1,31%	1,30%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Investeringer i felleskontrollerte foretak som en % av revenue	9,8%	12,4%	12,8%	15,1%	15%	15%	15%	15%	15%
Andre AN som en prosent av %	10,4%	13,3%	7,0%	7,2%	9%	9%	9%	9%	9%
Deferred tax liabilities som en prosent av % revenue	-2,6%	-2,8%	-0,7%	-1,1%	2%	2%	2%	2%	2%
Andre ONCL som en % av revenue	-4,7%	-4,7%	-3,7%	-5,0%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Varelager som en % av revenue	143,8%	128,9%	108,0%	146,1%	130%	130%	130%	130%	130%
Totale kundefordringer som en % av revenue	9,1%	5,2%	8,2%	4,9%	7%	7%	7%	7%	7%
Annen kortsiktig gjeld som en % av revenue	-34,8%	-27,0%	-32,5%	-34,4%	-32%	-32%	-32%	-32%	-32%
NIBD som en % av (NOA - goodwill)	41%	38%	8%	44%	40%	40%	40%	40%	40%

F.cast balanseregnskap

Balanseregnskap Selvaag Bolig AS (Alle tall i 1.000)	Historic					Forecast			Terminal	
	2016**	2017*	2018*	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Goodwill (O)	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376	383 376
Varige driftsmidler (O)	10 867	11 428	8 565	5 588	7 332	10 036	11 040	11 592	12 172	12 780
Bruksretteiendeler leieavtaler (O)	-	-	-	44 219	34 976	32 375	35 613	37 394	39 263	41 226
Investeringer i felleskontrollerte foretak og tilknyttede selskaper (O)	289 818	316 241	415 280	430 281	406 850	485 631	534 194	560 904	588 949	618 396
Lån til felleskontrollerte foretak og tilknyttede selskaper (O)	63 757	122 982	119 290	70 893	73 539	291 379	320 516	336 542	353 369	371 038
Andre langsiktige fordringer (O)	197 318	214 039	326 074	165 283	119 601					
Forpliktelse ved utsatt skatt (O)	(84 486)	(83 537)	(93 011)	(24 444)	(30 506)	(58 276)	(64 103)	(67 308)	(70 674)	(74 208)
Avsetninger (O)	(75 073)	(60 373)	(60 373)	(60 373)	(60 373)					
Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	(6 938)	(8 349)	(3 225)	(3 105)	(17 810)	(145 689)	(160 258)	(168 271)	(176 685)	(185 519)
Langsiktige leieforpliktelser (O)	-	-	-	(35 263)	(26 738)					
NONCA	778 639	895 807	1 095 976	976 455	890 247	998 832	1 060 378	1 094 228	1 129 771	1 167 090
Varelager (eiendom) (O)	4 284 011	4 643 938	4 306 304	3 636 663	3 940 793	4 208 802	4 629 682	4 861 166	5 104 225	5 359 436
Kundefordringer (O)	103 420	133 832	215 007	82 220	70 466					
Andre kortsiktige fordringer (O)	189 902	40 621	60 199	51 052	48 536	226 628	249 291	261 755	274 843	288 585
Kortsiktige leieforpliktelser (O)	-	-	-	(7 922)	(8 524)					
Leverandørgjeld (O)	(219 562)	(166 479)	(181 360)	(167 633)	(137 495)	(1 036 013)	(1 139 614)	(1 196 595)	(1 256 425)	(1 319 246)
Betaltbar skatt (O)	(83 343)	(103 782)	(158 110)	(208 488)	(130 994)					
Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld (O)	(666 153)	(853 282)	(562 331)	(710 728)	(651 089)					
NOWC	3 608 275	3 694 848	3 679 709	2 675 164	3 131 693	3 399 417	3 739 359	3 926 327	4 122 643	4 328 775
NOA	4 386 914	4 590 655	4 775 685	3 651 619	4 021 940	4 398 249	4 799 737	5 020 555	5 252 414	5 495 866

Balanseregnskap Selvaag Bolig AS (Alle tall i 1.000)	Historic					Forecast			Terminal	
	2016**	2017*	2018*	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Egenkapital fordelt på aksjonærer i Selvaag Bolig ASA	2 689 857	2 848 723	3 106 770	3 374 218	2 430 023					
Ikke-kontrollerende interesser	9 315	9 419	9 366	7 866	7 792					
Sum egenkapital (E)	2 699 172	2 858 142	3 116 136	3 382 084	2 437 815	2 792 300	3 033 192	3 165 683	3 304 799	3 450 870
Pensjonsforpliktelser (F)	594	643	277	1 017	1 030					
Langsiktige rentebærende gjeld (F)	2 038 660	1 836 823	1 795 798	1 092 288	1 100 293					
Kortsiktig rentebærende gjeld (F)	534 681	380 608	520 508	1 161 043	674 014					
Kortsiktig gjeld tilbakekjøpsavtaler og selgerkreditter (F)	-	-	-	-	694 121					
Forpliktelser relatert til eiendeler holdt for salg (F)	-	-	-	58 044	-					
Kontanter og kontanekvivalenter (F)	(886 193)	(485 561)	(657 034)	(1 178 686)	(885 333)	(885 333)	(885 333)	(885 333)	(885 333)	(885 333)
Eiendeler holdt for salg (F)	-	-	-	(864 171)	-					
NIBD	1 687 742	1 732 513	1 659 549	269 535	1 584 125	1 605 949	1 766 544	1 854 871	1 947 615	2 044 996
Total equity and NIBD	4 386 914	4 590 655	4 775 685	3 651 619	4 021 940	4 398 249	4 799 737	5 020 555	5 252 414	5 495 866

F.cast kontantstrømmer

Forecast Cash flow	Historic				Forecast				Terminal
	-3 2017*	-2 2018*	-1 2019	0 2020 (2)	1 2021	2 2022	3 2023	4 2024	5 2025
NOPAT	432 870	580 784	662 740	552 111	565 091	620 603	669 362	695 040	722 579
+ Depreciation	4 084	3 707	12 748	9 802	9 861	9 920	9 979	10 039	10 100
+/- Changes in NOWC	(86 573)	15 139	1 004 545	(456 529)	(267 724)	(339 942)	(186 968)	(196 316)	(206 132)
+/- Changes in NONCA	(121 252)	(203 876)	106 773	76 406	(118 446)	(71 466)	(43 830)	(45 582)	(47 419)
FCFF	229 129	395 754	1 786 806	181 790	188 782	219 116	448 544	463 181	479 127
+/- Changes in NIBD	(355 861)	98 509	(868 362)	1 021 237	21 824	160 595	88 327	92 744	97 381
Finansinntekter (F)	12 749	10 219	16 742	21 313	10 526	10 841	11 167	11 502	11 847
Øvrige gevinster (tap) netto (F)	-	-	-	1 045 127	-	-	-	-	-
Finanskostnader (F)	(52 600)	(28 229)	(27 480)	(11 648)	(29 358)	(30 532)	(31 754)	(33 024)	(34 345)
Skatteskjold fra nettofinansielle kostnader	8 130	4 070	2 513	(83 329)	1 488	1 556	1 626	1 700	1 777
FCFE (Free cash flow to equity holders)	(158 453)	480 323	910 219	2 174 490	193 261	361 575	517 911	536 103	555 787
Dividend	(242 179)	(308 850)	(388 567)	(2 467 843)	(193 261)	(361 575)	(517 911)	(536 103)	(555 787)
Cash surplus	(400 632)	171 473	521 652	(293 353)	-	-	-	-	-
Cash IB	886 193	485 561	657 034	1 178 686	885 333	885 333	885 333	885 333	885 333
+/- Cash surplus	(400 632)	171 473	521 652	(293 353)	-	-	-	-	-
Cash UB	485 561	657 034	1 178 686	885 333	885 333	885 333	885 333	885 333	885 333

Dividend Discount Model (DDM)

DDM (The Dividend Discount Model)	Historic	Forecast				Terminal
	0 2020	1 2021	2 2022	3 2023	4 2024	5 2025
Utbytte (FCFE)		193 261	361 575	517 911	536 103	555 787
Re		11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Vekstrate						4%
Discount factor (1+Re)^n		1,119	1,252	1,401	1,568	1,754
PV explicit		172 709	288 761	369 628	341 923	316 780
PV terminal						7 035 281
Markedsverdi EK (MVE)	8 208 301 160					

Residual Income Model (RI)

	Historic	Forecast				Terminal
The Residual Income Model	0	1	2	3	4	5
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
BVE	2 437 815	2 792 300	3 033 192	3 165 683	3 304 799	3 450 870
Årsres	1 523 574	547 746	602 467	650 401	675 218	701 858
Avkastningskrav til EK (Re)	11,79%					
RI		260 289	273 211	292 740	301 934	312 170
Diskonteringsfaktor (1+Re)^n		1,118	1,250	1,397	1,562	1,746
Vekstrate						4%
PV Explicit		232 834	218 615	209 534	193 319	178 791
PV Terminal						4 006 491
Selskapsverdi	7 477 397 471					

Aksjepris

	MVE (NOK)	Utestående aksjer	Aksjepris
The Dividend Discount Model	8 208 301 160	93 765 688	87,54
The residual Income Model	7 477 397 471	93 765 688	79,75
Faktisk markedsverdi (31.12.2020)	5 414 000 000	93 500 000	57,90
Gj.snittlig MVE (RI + DDM)	7 842 849 315	93 765 688	83,64