

Handelshøgskolen

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Selvaag Bolig ASA

Hva er verdien av Selvaag Bolig ASA?

Kristian Ulriksen

Masteroppgave i økonomi og administrasjon – Mai 2014

Forord

Denne oppgaven markerer slutten på siviløkonomstudiet ved Handelshøgskolen i Tromsø. Den er det endelige leddet innenfor spesialiseringen finansiell analyse og finans, og omfanget av oppgaven er 30 studiepoeng. Oppgaven er obligatorisk og har som hensikt å anvende den kunnskapen studentene har tilegnet seg i løpet av studiet.

Bakgrunn for valg av fagdisiplin er verdsettelsesfagets evne til å inkludere store deler av den kunnskapen jeg har tilegnet meg gjennom studiet. I en slik oppgave får jeg brukt ferdigheter opparbeidet fra blant annet økonomisk analyse, finans, bedriftsøkonomi og strategi. Det ferdige resultatet representerer dermed et mål på bredden i det en siviløkonom skal kunne beherske. En tilleggsfaktor er at dette selskapet ikke har gjennomført en verdsettelse før.

Oppgaven er i sin helhet basert på ekstern informasjon. Den inneholder derfor noen svakheter. Med intern informasjon om selskapets strategi, ledelse og drift kunne konklusjonene vært bedre dokumentert eller nyansert.

Jeg vil rette en takk til min hovedveileder professor Terje Vassdal som har bidratt med konstruktive innspill.

Avslutningsvis vil jeg takke venner, kjæreste og familie for god støtte, samt studiekameratene som har gjort arbeidet med avhandlingen alt annet enn kjedelig.

Tromsø, 30. mai 2014

Kristian Ulriksen

Sammendrag

Formålet med denne avhandlingen er å estimere teoretisk markedsverdi av Selvaag Bolig ASA. Mine analyser konkluderer med en verdi på aksjen pålydende kr 30,77 og en markedsverdi av selskapet på kr 2 885 170 220.

Oppgaven starter med en presentasjon av selskapet og eiendomsmarkedet. Deretter presenteres ulike verdsettelsesteknikker og argumentasjon for mitt valg av fundamental verdsettelse som hovedfokus.

Jeg gjennomfører en strategisk analyse av selskapet. Her kartlegger jeg selskapets strategiske posisjon i forhold til markedet. Denne delen er et viktig ledd i gjennomføringen av verdsettelsen, da den danner grunnlaget for fremtidsregnskapet. Deretter følger en analyse av Selvaag Bolig ASA og deres nærmeste konkurrenter.

Den strategiske og regnskapsmessige analysen danner så grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav. På grunnlag av dette verdsettes selskapets egenkapital ved fundamental verdsettelsesmetode og den driftsrelaterte superprofittmodellen. Jeg har i tillegg valgt å supplere den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdsettelse basert på multiplikatormetoden. Til slutt har jeg benyttet en sensitivitetsanalyse for å se hvor følsom analysen er for endringer i forutsetninger.

Nøkkelord: Selvaag Bolig ASA, Selvaag, eiendom, verdsettelse.

Innholdsfortegnelse

1 Innledning	1
1.1 Avhandlingens bakgrunn og aktualitet	1
1.2 Formål og problemstilling	1
1.3 Avgrensing	1
1.4 Struktur.....	2
2 Selskapsbeskrivelse	3
2.1 Introduksjon av selskapet	3
2.1.1 Virksomheten	4
2.1.2 Forretningsbeskrivelse	4
2.1.3 Eierforhold	7
2.1.4 Aksjekursutvikling	8
2.2 Eiendomsinvesteringer	9
2.2.1 Risikjustert avkastning	9
2.2.2 Diversifiseringsevne	10
2.2.3 Inflasjonssikring	11
2.2.4 Komponent i en markedsnøytral portefølje	11
2.2.5 Jevn kontantstrøm.....	11
2.2.6 Skattemessig fordel	11
2.3 Eiendomsutvikling og verdikjeden for eiendom.....	11
2.3.1 Risikofaktorer	13
3 Teoretisk fundament	14
3.1 Verdidrivere	14
3.1.1 Avkastningskravet (WACC).....	14
3.1.2 Estimering av egenkapitalen.....	15
3.1.3 Risikofri rente.....	17
3.1.4 Markedets risikopremie	18
3.1.5 Egenkapitalbeta	18
3.1.6 Balansejustering	20
3.1.7 ATO (Asset turnover).....	20
4 Metode	21
4.1 Fundamental verdsettelse	21
4.1.1 Komparativ verdsettelse.....	22
4.1.2 Opsjonsbasert verdsettelse	22
4.2 Valg av verdsettelsesteknikk	23
4.2.1 Superprofittmodellen	24
4.3 Forskningsdesign	25

4.3.1 Datainnsamling	25
4.3.2 Validitet og pålitelighet.....	25
5 Strategisk analyse.....	27
5.1 Formål og oppbygging av analyse	27
5.2 Ekstern bransjeorientert analyse.....	27
5.3 Porters ”fem kokurranse krefter”	27
5.4 Nye aktører.....	28
5.5 Etablerte aktører.....	31
5.6 Press fra substitutter.....	33
5.7 Kundenes forhandlingsposisjon	34
5.8 Leverandørens forhandlingsposisjon.....	35
5.9 PESTLE analyse	36
5.9.1 Politiske faktorer	37
5.9.2 Makroøkonomiske faktorer.....	38
5.9.3 Sosiologiske faktorer	39
5.9.4 Teknologiske faktorer	41
5.10 Oppsummering ekstern analyse	41
6 Verdsettelse.....	43
6.1 Resultatregnskap.....	43
6.2 Balanse	44
6.3 Egenkapital og gjeld	45
6.4 Beregning av vektet avkastningskrav (WACC)	46
6.4.1 Risikofri rente	46
6.4.2 Skattesats.....	46
6.4.3 Beregning av beta	46
6.4.4 Beregning av egenkapitalavkastning	47
6.4.5 Beregning av selskapets gjeldskostnad	47
6.4.6 Beregning av gjeldsgrad	48
6.4.7 Beregning av WACC	49
7 Fremtidsbudsjett	50
7.1 Prognose for driftsinntekter	50
7.2 Prognose for omløpshastighet	51
7.3 Prognose for Normal profittmargin.....	51
8 Fundamental verdsettelse av Selvaag.....	52
8.1 Terminalverdi.....	52
8.2 Fundamental verdsettelse	52
8.3 Komparativ verdsettelse	54

9 Sensitivitetsanalyse	55
10 Konklusjon	57
10.1 Formål og funn.....	57
10.2 Fundamental verdsettelse	57
10.3 Den komparative analysen	57
10.4 Sensitivitetsanalyse.....	57
10.5 Andre faktorer.....	58
Referanseliste	59
Vedlegg: Beta	64

Figuroversikt

Figur.1 – Konsept.....	13
Figur.2 – Verdiskapningsmodell.....	14
Figur.3 – Aksjekursutvikling.....	17
Figur.4 – Verdikjede for eiendomsutvikling.....	20
Figur.5 – Porters fem konkurransekrefter.....	36
Figur.6 – Boligprisutvikling.....	41
Figur.7 – Byggekostnadsindeks.....	44
Figur.8 – PESTLE.....	45
Figur.9 – Eiendomsindeks.....	47
Figur.10 – Befolkningsvekst.....	48
Figur.11 – Befolkningsprognoser.....	48
Figur.12 – Selvaag vs osebx.....	54

Tabelloversikt

Tabell.1 – Aksjonærer.....	16
Tabell.2 – Historisk avkastning.....	18
Tabell.3 – Korrelasjon.....	18
Tabell.4 – Resultatregnskap.....	51
Tabell.5 – Balanse – Eiendeler.....	52
Tabell.6 – Balanse – Egenkapital og gjeld.....	53
Tabell.7 – Gjeld.....	56
Tabell.8 – Finansielle forpliktelser.....	57
Tabell.9 – WACC.....	57
Tabell.10 – Driftsinntekter.....	58
Tabell.11 – Driftsoversikt.....	59
Tabell.12 – Fundamental verdsettelse.....	61
Tabell.13 – Komparativ verdsettelse.....	62
Tabell.14 – Endring i avkastningskrav.....	63
Tabell.15 – Endring i driftsresultat.....	63
Tabell.16 – Sensitivitetsanalyse.....	64

1 Innledning

1.1 Avhandlingens bakgrunn og aktualitet

Boligutviklingselskapet Selvaag Bolig ASA er et fullintegrert selskap, og styrer selv hele verdikjeden - fra kjøp av tomt til salg av nøkkelferdige boliger. Stiftelsen av selskapet fant sted 11. april 2008 som et aksjeselskap. Senere ble selskapet omdannet til et allmennaksjeselskap. 14. juni 2012 ble selskapet notert på Oslo Børs. Selvaag Bolig ASA er morselskapet i konsernet Selvaag Bolig. Det er datterselskapene som driver konsernets kjernevirksomhet.

Selvaag Bolig har ekspandert hurtig. De startet som boligutvikler i Norge, til senere også å ha beveget seg til enkelte byer innenfor Skandinavia. Selskapets målsetting er å være Norges ledende boligbygger. Selskapet solgte i overkant av 1000 boliger i 2012. Den langsiktige målsettingen for selskapet er å utvikle 1 500 boliger i året.

1.2 Formål og problemstilling

Avhandlingens formål er å estimere den teoretiske markedsverdien av Selvaag Bolig ASA sin egenkapital. Analysen gjennomføres ved å ta utgangspunkt i en fundamental- og komparativ verdsettelsesteknikk. Avhandlingens problemstilling er formulert som "Hva er verdien av Selvaag Bolig ASA?".

1.3 Avgrensing

Oppgaven besvares gjennom en rolle som ekstern analytiker. For å løse oppgavens problemstilling tas det utgangspunkt i kilder/informasjon som er tilgjengelig for allmennheten.

Verdiestimatet fremkommer som nevnt ved å anvende en fundamental verdsettelse som suppleres med en komparativ verdsettelsesteknikk. I tillegg til dette foretas en regnskapsanalyse. Finansregnskapet er omformulert til å passe et investorperspektiv.

Jeg har valgt å sette en grense for ny informasjon. Denne settes til 30.04.14, og det vil derfor kun tas hensyn til informasjon tilgjengelig før nevnte dato.

1.4 Struktur

Selvaag Bolig ASA er et av Norges største børsnoterte eiendomsselskap. Innledningsvis foretas en presentasjon av selskapet samt eiendomsinvesteringer på generelt grunnlag. Det redegjøres også for bransjen som selskapet opptre innenfor. Derneft gis en oversikt over forskjellige verdsettelsesteknikker og en konklusjon om valg av verdsettelsesteknikk for Selvaag Bolig ASA.

I avhandlingens kapittel 4 behandles den strategiske analysen. Gjennom en kvalitativ tilnærming kartlegges selskapets mulige evne til å generere superprofitt, og eventuell varighet av denne. Avhandlingens kapittel 5 og 6 har tilsvarende målsetting som den strategiske analysen. Her benyttes imidlertid en kvantitativ tilnærming gjennom en regnskapsanalyse. Underliggende strategiske forhold i økonomiske termer reflekteres gjennom finansregnskapet. Det primære fokus ved disse kapitlene er omgruppering av regnskapet til et investororientert perspektiv, og en nøkkeltallsanalyse. I avhandlingens kapittel 6 beregnes selskapets avkastningskrav.

Et fremtidsregnskap kan utarbeides med utgangspunkt i den strategiske analysen samt regnskapsanalysen. Det utarbeidede fremtidsregnskapet danner grunnlag for verdsettelsen av Selvaag Bolig ASA. Jeg gjør en indirekte verdsettelse av selskapets egenkapital ved bruk av to ulike modeller innenfor total kapitalmetoden. Deretter diskuteres usikkerheten rundt estimatet. Derneft verdsettes selskapets egenkapital gjennom to ulike multiplikatormodeller og det beregnes det overordnede verdiestimatet.

Avslutningsvis sammenlignes dette verdiestimatet med det overordnede verdiestimatet: Målet med sammenligningen er å avgjøre om en oppdeling av selskapet vil generere merverdi. Til slutt foretas en endelig konklusjon på avhandlingens problemstilling.

2 Selskapsbeskrivelse

2.1 Introduksjon av selskapet

Følgende informasjon er hentet fra Selvaag Bolig ASAs hjemmeside (Selvaag Bolig ASA, 2013).

I 1948 revolusjonerte ingeniør Olav Selvaag fra Lista (1912-2002) boligbyggingen. Etter hans syn var mulig å bygge tre ganger raskere og til en tredjedel av prisen, og ble utfordret av Morgenposten til å bevise sin påstand. Selvaag slo til, og i 1948 sto det berømte Ekeberghuset i Oslo ferdig etter bare fire måneders bygging. Huset ble en sensasjon. Hele 80 000 mennesker valfartet til Ekeberg for å se på nyvinningen. Husbyggingen beviste Selvaags teorier om en ny og mer effektiv standard for boligbygging.

Selvaags nye metoder ble raskt til standarder. Han utviklet nye, bedre, mer rasjonelle og rimelige byggemetoder. Dette gjaldt ikke bare byggeteknikk, men også materialbruk. Han innført seriebygging av standardiserte hustyper og leiligheter som resulterte i mer effektiv oppføring av boliger. Selvaags metoder vedrørende bygging samt hans bygningsfilosofi var i starten både omdiskutert og omstridt blant andre innenfor samme fagområde. Etter hvert fikk imidlertid både hans bygningsmetoder –og filosofi økende tilslutning.

Selvaag hadde flere nye, og da uortodokse, forslag i tilknytning til byutvikling og samferdselsprosjekter. Han var motstander til planlegging uten struktur, noe som preget hovedstaden på denne tiden. Selvaags visjon bestod av at sentrum skulle være et bomiljø som var preget av mennesker.

En av Selvaags fanesaker var Oslos tilknytning til fjorden. Ifølge Selvaag var de store veiene langs fjorden et hinder for tilgangen til sjøen. På bakgrunn av dette lanserte han på 1980-tallet ideen om vannlinjen – en senketunnel for biltrafikk som skulle gå under fjorden, fra Filipstad til Lodalen. Han tilbød seg både å bygge den og drive den ved hjelp av bompengefinansiering i 20 år. Selvaag var slik sett forut for sin tid. Det tok flere år før Oslo kommune og myndighetene bestemte seg for å gjøre noe med byens sjøfront.

Dagens oppfatning er at Olav Selvaag er en av Norges mest betydningsfulle boligutviklere

gjennom tidene. Selvaag Bolig viderefører denne særegne erfaringen fra byggingen av ca. 50 000 boliger gjennom mer enn 60 år.

Boligutviklingsvirksomheten til Selvaag Gruppen ble i 2008 skilt ut og fortsatte under navnet Selvaag Bolig. I 2011 fusjonerte Selvaag Bolig med de tilknyttede investerings -og boligutviklingselskapene Hansa Property og SPE KS, og kjøpte samtlige av aksjene i det Stavanger-baserte boligutviklingselskapet BO En.

2.1.1 Virksomheten

Etter § 3 i selskapets vedtekter er selskapets formål og "Erverve og utvikle boligprosjekter med sikte på salg, kjøp og salg av eiendom, samt annet tilknyttet virksomhet, herunder næringseiendom. Selskapet kan delta i andre selskaper i inn- og utland i tilknytning til boligutvikling".

Selskapets virksomhetsområder er tredelt: For det første driver selskapet med bygging av modulhus gjennom Selvaag Bolig Modulbygg AS. For det annet driver selskapet med eiendomsmegling, utleie samt oppgjør gjennom virksomheten Meglerhuset Selvaag AS. Til slutt driver Selvaag Bolig med tjenestetilbud i tilknytning til Plussbolig-konseptet gjennom Selvaag Pluss Service AS.

Boligutviklingsvirksomheten til Selvaag Bolig består av så vel heleide som deleide boligutviklingselskap, der noen er i eiersamarbeid med eksterne investorer.

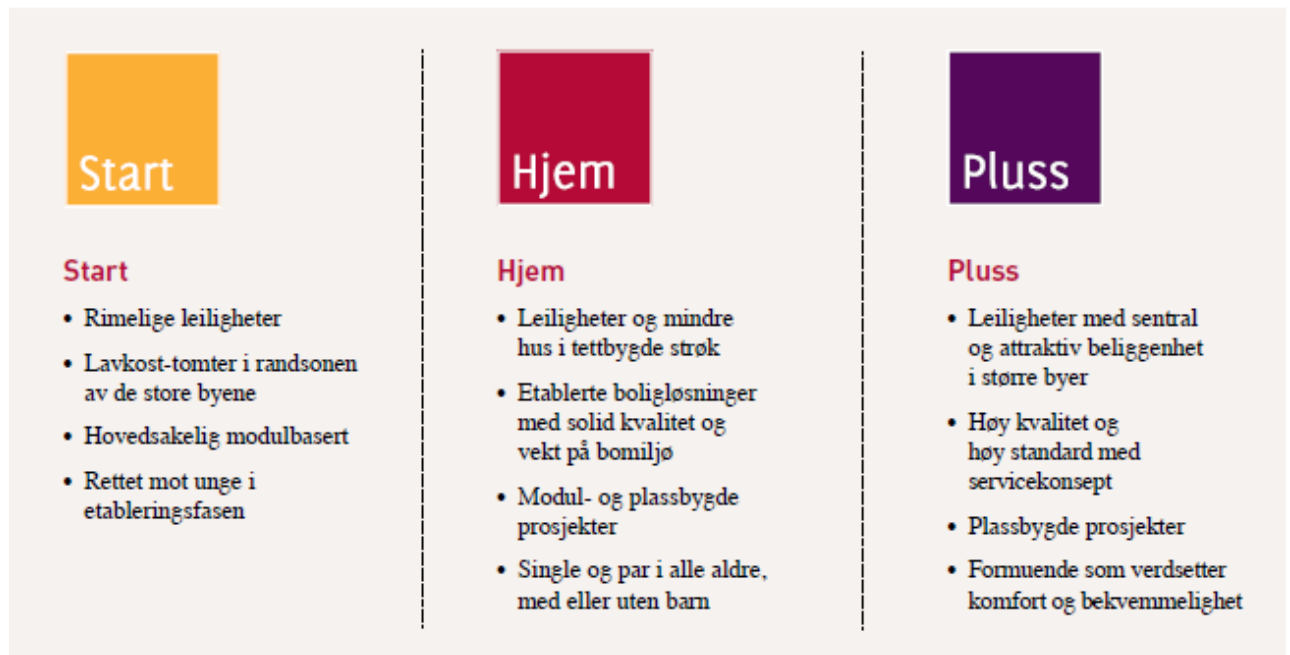
2.1.2 Forretningsbeskrivelse

Forretningsmodell/strategi

Selvaag Boligs tjenester er å utvikle og tilby boligkonsepter tilpasset spesifiserte kjøpegrupper i og rundt vekstområdene Oslo, Stavanger, Bergen og Trondheim. Selskapet kjøper og utvikler nye boligtomter, og gjennom kjøp av tjenester fra underleverandører tar Selvaag Bolig ansvar for hele verdikjeden - fra oppkjøp av tomt til salg av nøkkelferdige boliger.

Markedstilpassede boligkonsepter

Boligkonseptene Start, Hjem og Pluss skal sikre at Selvaag Bolig tilbyr boliger til et bredt spekter av kjøpegrupper i boligmarkedet. Selskapet utvikler også boligprosjekter som kombinerer de ulike konseptene. På denne måten gis det et markedstilpasset tilbud, samtidig som det bidrar til å optimalisere salgs- og inntektsprofilen i det enkelte prosjektet.



Figur. 1 – Konsept

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

Industriell tilnærming

Selvaag Boligs markedsposisjon er å være en kostnadseffektiv aktør gjennom en industriell tilnærming til boligutvikling. Det skal sikre at selskapet er forberedt til å overvinne eventuelle svingninger i boligmarkedet. Selskapets byggekostnader minimeres ved at Selvaags boligprosjekter i stor grad baseres på moduler. Modulene blir levert av erfarne underleverandører med betydelig produksjonserfaring, samt moderne og oppdaterte fabrikker. Selskapet har et sterkt fokus på standardisering, detaljplanlegging, duplisering av prosjekter og strategiske tomteutvikling. Dette bidrar til å sikre selskapet lave byggekostnader. Det resulterer i gode prosjektmarginer og fornuftige boligpriser for sluttkundene. Selskapet stiller høye krav til prosesskvalitet, og underleverandørers produkter og driftskonsept. Det gir lavere risiko for feil i prosjektene samt energieffektive boliger.

Verdiskaping i Selvaag Bolig

Selskapets verdiskaping er illustrert ved verdiskapningsmodell som skissert nedenfor:



Figur. 2 – Verdiskapningsmodell

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

Verdidrivere

Selskapets strategi for kjøp og utvikling av nye tomter er sentral i Selvaag Boligs verdiskaping. Selskapets store tomtebank bidrar til å sikre et høyt aktivitetsnivå. Derfor kan selskapet være mer selektiv når de velger tomter, og kritisk med henblikk på om nye tomter passer inn i selskapets portefølje. Selskapet kan kontinuerlig møte markedets behov hva gjelder størrelse, beliggenhet, pris og utbyggingspotensial.

Selskapets salgsstrategi står sentralt for en vellykket utvikling i 2013. Segmentering av boligprosjekter og optimalisering av sammensatte prosjekter har gitt gunstige salg og god salgstakt. Selvaag ønsker en salgandel på 60 % i prosjektene etter en salgsperiode på seks måneder. Dette indikerer en god balansering mellom pris og boligstandard i prosjektene.

Så langt det er mulig etterstreber selskapet å bruke moduler i utviklingen og byggingen av boligprosjekter. Moduler senker kostnadsnivået og bidrar til å optimalisere driften gjennom standardisering. Standardisering gjør gjenbruk av bygningsdesign mulig, noe som bidrar ytterligere til å redusere kostnadene i enda større grad.

Målsetninger

En av Selvaag Boligs målsetninger er å være en ledende boligbygger i Norge samt å produsere 1500 boliger årlig. Selskapet har en tilfredsstillende etterspørsel av sine tjenester.

Selskapets strategi har bidratt til å sikre en ledende markedsposisjon og en sterk konkurransekraft.

Utbyttepolicy

Målet til selskapet er å forvalte egne ressurser på en slik måte at aksjonærene tilbys utbytte, samt at selskapets verdi øker. Selvaag ønsker en konkurransedyktig utbyttepolitikk og en verdiutvikling på høyde med investeringer av tilsvarende karakter. Selskapets langsiktige mål er en utbyttegrad på inntil 50 % av resultat etter skatt. Selskapet prioriterer finansiell handlefrihet. På kort sikt kan det resultere i lavere utbytte.

Risikohåndtering

Selskapet arbeider aktivt for å redusere risiko for kostnadsoverskridelser og forsinkelser i løpende prosjekter. Omfattende standardisering i boligkonseptene og høy detaljeringsgrad i spesifikasjoner til entreprenør, minsker risikoen for forsinkelser i byggeprosessen. Selskapet forsøker å skape langsiktige relasjoner til et fåtall utvalgte store entreprenører. Gjentatte produksjoner av standardiserte prosjekter bidrar til effektiv prosjektgjennomføring og minsker faren for feil og forsinkelser, og innebærer gjennomgående læring hos entreprenørene. De benytter primært totalentrepriser for plassbygde prosjekter når avtaler inngås. Det sikrer forutsigbarhet i prosjektene. Etter 60 % forhåndssalg igangsettes byggestart, da er de vesentligste kostnadene sikret gjennom totalentreprise. Totalt medfører det lav risiko i prosjektet.

Nøkkeltall

Selvaag Bolig solgte i 2013 740 boliger. Det ble igangsatt 1083 boliger og 687 ble overlevert kunde. Ved årets utgang hadde selskapet 1474 boliger under bygging. Selvaags mål er å oppnå en prosjektmargin på 12 % for plassbygde prosjekter og 16 % for modulbygg.

2.1.3 Eierforhold

Per 02.04.14 har Selvaag Bolig en aksjekapital på NOK 187 531 376 fordelt på 93 765 688 aksjer. Pålydende verdi er NOK 2,00 (Selvaag Bolig ASA, 2013).

De 20 største aksjonærene per 31.12.2013 er listet i tabellen under (Selvaag Bolig

ASA, 2013):

20 største aksjonærer pr 31.12.2013	Antall aksjer	Eierandel
SELVAAG GRUPPEN AS	50 180 087	53,5 %
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	5 943 767	6,3 %
IKM EIENDOM AS	3 575 624	3,8 %
MP PENSJON PK	3 480 000	3,7 %
SKIPS AS TUDOR	2 839 477	3,0 %
HAVFONN AS	2 144 856	2,3 %
T S EIENDOM AS	1 782 568	1,9 %
PARETO AS	1 490 000	1,6 %
STOREBRAND VERDI	1 212 107	1,3 %
HOLBERG NORGE	1 205 334	1,3 %
HOLBERG NORDEN	1 100 000	1,2 %
HOLTA INVEST AS	1 050 000	1,1 %
UTHALDEN A/S	1 004 613	1,1 %
STOREBRAND NORGE I	818 441	0,9 %
J.P. MORGAN CHASE BANK N.A. LONDON	750 000	0,8 %
VERDIPAPIRFONDET OMEGA INVESTMENT	700 000	0,7 %
STOREBRAND AKSJE INNLAND	618 301	0,7 %
ODIN EIENDOM	537 542	0,6 %
HUSTADLITT A/S	501 449	0,5 %
SEB LONDON	452 349	0,5 %
Sum 20 største aksjonærer	81 386 515	86,8 %
Øvrige aksjonærer	12 379 173	13,2 %
Totalt antall aksjer	93 765 688	100,0 %

Tabell. 1 – Aksjonærer

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

Av tabellen ser vi at Selvaaggruppen As er selskapets majoritetsaksjonær. Selvaaggruppen As eies av familien Selvaag.

2.1.4 Aksjekursutvikling



Figur. 3 – Aksjekursutvikling

Kilde: (Oslo børs)

Figuren viser Selvaags kursutvikling fra 20. juli 2012 frem til 30. april 2014. En kan se at kursen lå på 20 kr da selskapet gikk på børs i juli 2012. Kursen har deretter hatt svingninger. I løpet av det siste året har kursen svekket seg med 10-12 %.

2.2 Eiendomsinvesteringer

Eiendomsinvesteringer er definert som investeringer i tomter eller bygninger, enten heleid eller deleid. Målet er å generere en attraktiv risikojustert avkastning. Dette gjøres ved å skape positive kontantstrømmer i form av leieinntekter (direkte avkastning) eller å realisere gevinst ved salg av eiendommer på et framtidig tidspunkt (indirekte avkastning). Det finnes to ulike måter å investere i eiendom på; direkte og indirekte. Direkte investering omfatter kjøp av eiendom uten mellomledd, mens indirekte investering omfatter kjøp av aksjer i eiendomsselskap eller andeler i eiendomsfond (Finansdepartementet, 2009).

2.2.1 Risikojustert avkastning

Tabellen nedenfor er utarbeidet av Lars Flåøyen i Aberdeen Property Investors og viser tall for avkastning og standardavvik for ulike aktivagrupper.

	1988-2009		1988-2014	
	Avkastning	Std.Dev	Avkastning	Std.Dev
Eiendom Norge	10,00 %	8,00 %	11,90	6,80 %
Norske Obligasjoner	7,70 %	4,70 %	8,50 %	4,70 %
Norske Aksjer	11 %	33,20 %	17,30 %	32,60 %

Tabell 2. - Historisk avkastning

Kilde:(Flåøyen, 2014)

Historisk kan en se at eiendom har høyere avkastning enn aksjer og obligasjoner. Med hensyn til risiko ligger eiendom mellom aksjer og obligasjoner. Årsaken til det redegjøres for nedenfor. Investeringer i eiendom i Norge omhandler i hovedsak næringseiendom. Slike

investeringer vil ha elementer fra både aksje -og obligasjonsinvesteringer. Når en investor leier ut et næringsbygg på lange kontrakter, vil vedkommende ha en jevn kontantstrøm med leieinntekter. Det kan sammenlignes med kupongen på en obligasjon. Dersom leiekontrakten er kortvarig eller eiendommen ikke leies ut, kan investeringen sammenlignes med en aksje. Eiendommens prisendring skjer da som et resultat av endringen i den generelle etterspørsel etter areal i markedet.

2.2.2 Diversifiseringsevne

Når en investoren vurderer ulike investering tar han hensyn til forventet avkastning og forventet volatilitet. I en investeringsportefølje må det tas hensyn til om risikoen kan diversifiseres bort. Investor kan redusere volatiliteten ved å foreta en kombinasjon av forskjellige investeringsobjekt med negativ samvariasjon i porteføljen. Dette vil resultere i en mer forutsigbar og sikrere avkastning.

Korrelasjon 1988-2014	Eiendom	Aksjer	Obligasjoner
Eiendom	1,00		
Aksjer	0,34	1,00	
Obligasjoner	-0,64	0,08	1,00

Tabell. 3 - Korrelasjon

Kilde: (Flåøyen, 2014)

I henhold til tabell 3 har eiendom i Norge historisk sett hatt en lav korrelasjon med aksjer og en negativ korrelasjon med obligasjoner. Begrunnelsen for den lave korrelasjonen mellom eiendom og aksjer er at veksten i eiendomsmarkedet ofte kommer sent i den realøkonomiske syklus (Flåøyen, 2014). Aksjemarkedet vil på sin side diskontere forventningene om inntjening og vekst, og vil på den måten ofte reagere tidligere og mer intenst enn eiendomsmarkedet. Den negative korrelasjonen mellom det norske eiendomsmarkedet og obligasjoner kan forklares ved at avkastningen i eiendomsmarkedet vil være høy i en oppgangskonjunktur, mens avkastningen for obligasjoner vil reduseres som følge av høyere rente og en generell innstramming i pengepolitikken. I en nedgangskonjunktur vil avkastningen i eiendomsmarkedet reduseres som et resultat av et vanskeligere utleiemarked, mens obligasjonsavkastningene på sin side vil øke som følge av en lavere rente. For å minimere risiko i en investeringsportefølje av aksjer og obligasjoner er det mulig å inkludere eiendomsportefølje.

2.2.3 Inflasjonssikring

Leieinntekter øker ved inflasjon, da leieinntektene til en eiendom som oftest inflasjonsjusteres i samsvar med konsumprisindeksen (Flåøyen, 2014). En eiendom med solide leietakere og lang gjenværende løpetid, vil derfor være mer avhengig av realrente enn den nominelle renten.

2.2.4 Komponent i en markedsnøytral portefølje

For å vurdere sammenhengen mellom avkastning og risiko brukes ofte kapitalverdimodellen. En optimal investeringsportefølje blir ifølge denne modellen satt sammen av markedsporteføljer, samt en risikofri plassering. Markedsporteføljer inneholder de investeringsinstrumenter som er tilgjengelige for en investor, vektet med markedsverdier. Flåøyen anslår at 14 % av de totale globale investeringer skjer i eiendomsinvesteringer. Av denne grunn bør en markedsnøytral portefølje inkludere eiendom.

2.2.5 Jevn kontantstrøm

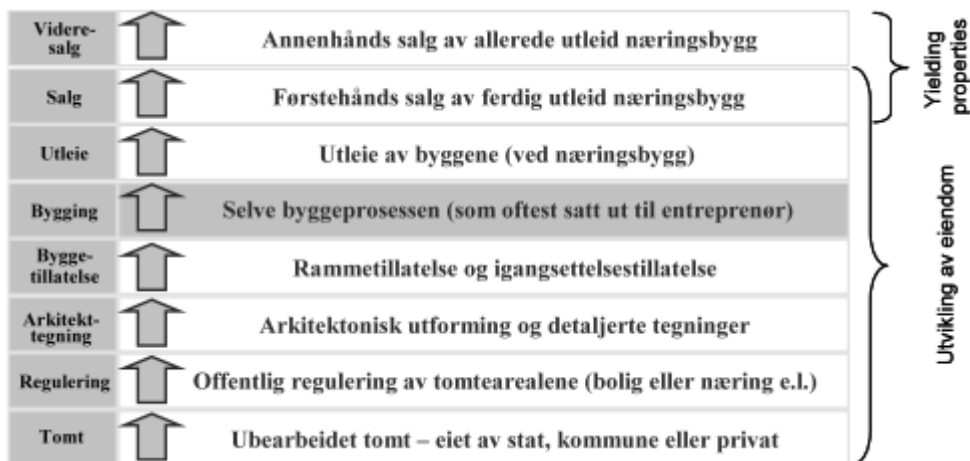
For en investor vil eiendom som leies ut vanligvis gi en stabil og løpende kontantstrøm. Denne kontantstrømmen står for hoveddelen av avkastningen til en eiendom (Flåøyen, 2014). Avkastningen vil variere hva gjelder utviklingen i leieinntekter og investorens avkastningskrav.

2.2.6 Skattemessig fordel

Eiendomsinvesteringer har lavere beskatning enn andre investeringer fordi de vurderes til ligningsverdi. I henhold til Flåøyen ligger ligningsverdien på eiendom rundt 70-90 % under omsetningsverdi. Dette resulterer i lav bokført formue og lavere formueskatt.

2.3 Eiendomsutvikling og verdikjeden for eiendom

Selvaag sitt forretningsfokus er eiendomsutvikling. Figurene nedenfor viser verdikjeden innenfor eiendomsutvikling:



Figur.4 – Verdikjeden for eiendomsutvikling

Kilde: (Thomson 2007)

Ifølge Thomson (2007) vil et eiendomsselskap som fokuserer på eiendomsutvikling ofte ta del i verdikjeden fra ubearbeidet tomt og frem til eiendommen er ferdig utleid eller solgt. Når den ubearbeidede tomten er kjøpt må den reguleres av offentlig myndighet, slik at tomten enten kan benyttes til næringsformål eller boligeiendom. Reguleringen vil ofte være en tidkrevende prosess, som innebærer en viss risiko for å få regulert området etter sitt konkrete ønske. Deretter vil man starte den arkitektoniske utformingen og planleggingen før eventuell byggetillatelse blir gitt fra myndighetene. Ofte avhenger selve utbyggingsprosessen av byggekapsitet og eiendomsselskapets oppbygningsstruktur. Enkelte selskaper overlater hele byggeprosessen til underleverandører (Estatia Resort), noen gjør deler av jobben selv og overlater resten til underleverandører (Faktor Eiendom) og andre står for alt arbeidet selv (Block Watne).

Salg eller utleie avhenger av selskapets forretningsstrategi. Dersom et selskap opptrer innenfor tradisjonell boligutvikling vil selskapet vanligvis selge boligen i førstehåndsmarkedet. Dersom selskapet fokuserer på utvikling av næringseiendom vil denne enten leies ut i regi av selskapet, eller man finner en langsiktig leietaker for bygget og tilbyr det til aktører som har spesialisert seg på eiendomsbesittelse (yielding properties). Eksempler på det siste er Storebrand og Vital, eller profesjonelle eiendomsfond som Aberdeen Property Investors.

2.3.1 Risikofaktorer

I henhold til Thomson (2007) vil et selskap som driver med eiendomsutvikling ha større risiko og høyere avkastningskrav enn et selskap som utelukkende opererer innenfor eiendomsbesittelse. En eiendomsbesitter med gode leietakere og langsiktige kontrakter vil vanligvis ha en forholdsvis beskjeden forretningsrisiko sammenlignet med en investor som investerer i en tomt uten reguleringer og som tar på seg både politisk risiko (reguleringsrisiko), byggerisiko (operasjonell risiko), prisrisiko (kostnader og salg) og eventuell salg og utleierisiko (markedsrisiko).

Selvaag er eksponert for alle disse risikofaktorene. Boliggetterspørsel og etterspørsel etter næringslokaler påvirkes av mange faktorer på mikro -og makronivå. En markant økning i langsiktige renter eller endringer i andre økonomiske variabler som sluttkundene er følsomme for, vil påvirke både boligpriser og etterspørsel. Selvaag benytter, som tidligere nevnt, eksterne aktører ved nye byggeprosjekter. Derfor vil selskapet være utsatt for byggerisiko og eventuelle prisendringer hos entreprenør. I tillegg vil selskapet være eksponert for politisk risiko i form av endringer eller fullføring av reguleringsplaner fra myndighetene. Ved endringer i reguleringsplaner kan effektene være store for Selvaags utviklingspotensial, herunder interessen hos potensielle kjøpere. Myndighetenes planlegging og tilrettelegging for infrastruktur i de områder hvor Selvaag utfører sine prosjekter medfører også en politisk risiko. Begrensninger i biltrafikk eller kollektiv transport kan påvirke tillatte volumer i årlig boligbygging og dermed føre til økte kostnader for selskapet. Selvaag er eksponert for renterisiko og likviditetsrisiko. Ved eventuelle brudd på bestemmelser i låneavtaler inntreffer også finansiell risiko.

3 Teoretisk fundament

Dette kapitlet omhandler verdsettelsen av Selvaags teoretiske fundament. Innledningsvis gjennomgås de viktigste verdidriverne. Derneft redegjøres for de mest anvendte metoder per i dag for verdsettelse av selskaper. Metodenes styrker og svakheter, samt anbefalte bruksområder gjennomgås. Til slutt redegjøres for den valgte verdsettelsesmetoden og på hvilken måte validitet og pålitelighet kan sikres i analysene.

3.1 Verdidrivere

For at verdiskapning skal skje må det skapes merverdier. Ved å investere kapital fra investor må det genereres en fremtidig kontantstrøm som har større avkastning enn kapitalkostnaden. Et selskaps verdi vil avhenge av dets evne til generere en solid avkastning på investert kapital og dets evne til å vokse (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

3.1.1 Avkastningskravet (WACC)

Avkastningskravet til et selskap beskriver den alternative avkastning en investor kan oppnå ved å investere i andre selskap med tilsvarende risiko med samme beløp. Verdsettelsesmetoden som velges anvendt regulerer valg av avkastningskrav. Avhandlingen tar utgangspunkt i et vektet avkastningskrav (WACC – Weighted average cost of capital) som ifølge Damodaran (2002) er kostnaden av de ulike finansieringskomponentene som selskapet bruker, vektet i forhold til andel av markedsverdi. Modellen bygger på kontantstrømmer både til kreditorene og eierne, og passer derfor det nevnte avkastningskravet til verdsettelse ved bruk av superprofittmodellen. I det videre benyttes WACC som diskonteringsrente når en skal diskontere de fremtidige kontantstrømmene i fremtidsbudsjettet.

I henhold til Koller m.fl. (2010) uttrykkes WACC etter skatt på denne måte:

$$WACC = \frac{E}{V} * k_e + \frac{D}{V} * k_g * (1 - s)$$

Hvor:

- k_e er selskapets egenkapitalkrav
- E er markedsverdien til egenkapitalen
- V er markedsverdien til egenkapital og gjeld

- G er selskapets gjeld
- k_g er avkastningskravet til selskapets rentebærende gjeld før skatt
- S er skattesatsen (28 %)

For å kunne beregne Selvaags vektete avkastningskrav må en beregne de ovenfor nevnte verdier. Som en kan se illustrerer formelen WACC på den enkleste måte – bestående av tre kritiske komponenter. Disse tre komponentene er (Koller et al., 2010):

- Kostnaden av egenkapital og etter-skatts kostnaden av gjeld
- Bedriftens målsatte sammensetning av egenkapital
- Gjeld

Målsatte vekter av gjeld og egenkapital er det kapitalkostnadene bør baseres på, ovenfor de nåværende vektene, da selskapets kapitalstruktur per nå ikke nødvendigvis er den ønskede. Gjennom selskapets levetid vil den nåværende kapitalstrukturen kunne forandre seg, og på denne måten gjenspeile et annet nivå enn det forventede.

Det er ingen av WACC's komponenter som direkte kan observeres, og en må dermed beregnes gjennom modeller av ulike typer. Modellene beregner avkastningen som er forventet på alternative investeringer med tilsvarende markedsrisiko ved anvendelse av markedspriser (Koller et al., 2010).

3.1.2 Estimering av egenkapitalen

Det er tre faktorer som utgjør egenkapitalkostnadene. Disse er:

- Den risikofrie renten
- Markedets risikopremie
- Risikojustering som gjenspeiler bedriftens usikkerhet i forhold til andre bedrifter

For å kunne estimere kostnaden av egenkapitalen finnes det tre ulike hovedmodeller. Disse er:

- Kapitalverdimodellen (CAPM)
- Fama-French tre-faktormodell
- Arbitrasje prisingsteori (APT)

Modellene skiller seg hovedsakelig fra hverandre gjennom hvordan de definerer risiko. CAPM definerer risikoen til en aksje som dens sensitivitet til aksjemarkedet. Fama-French definerer risiko som en aksjes sensitivitet til tre porteføljer: aksjemarkedet, en portefølje basert på selskapsstørrelse, og en portefølje basert på bok-til-marked ratioer (Koller et al., 2010), mens APT baseres på at multiple lineære risikofaktorer påvirker avkastningen på et verdipapir. APT, i likhet med Fama-French, anvender flere faktorer, der risiko for hver faktor måles gjennom faktorens tilhørende betaverdi (Koller et al., 2010). Den mest brukte og anbefalte modellen er CAPM, som jeg vil benytte meg av.

Kapitalverdimodellen (CAPM)

CAPM modellen definerer en aksjes risiko som dens sensitivitet til aksjemarkedet gjennom risikojusteringsfaktoren beta.

CAPM modellen hevder at den forventede avkastningsrenten til en hver aksje er lik den risikofrie renten pluss aksjens beta multiplisert med markedets risikopremie:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i (E(r_m) - r_f)$$

Hvor:

$E(r_i)$ = forventet avkastning for verdipapir i

r_f = risikofri rente

β_i = aksjens sensitivitet til markedet

$E(r_m)$ = forventet avkastning fra markedet

$E(r_m - r_f)$ = Markedets risikopremie

I CAPM modellen er den risikofrie renten og markedets risikopremie lik for alle bedrifter, mens kun beta varierer fra bedrift til bedrift. Beta måler aksjens kovarians med markedet og sier i hvilken grad en aksje kan diversifisere investorenes portefølje (Koller et al., 2010). Beta skal si noe om en aksje inkrementelle risiko for en diversifisert investor.

3.1.3 Risikofri rente

Den risikofrie renten er lik renten en oppnår på en risikofri plassering. For denne anbefales det å benytte en langsiktig statsobligasjonsrente. Denne kan ansees som et gjennomsnitt av fremtidig kortsiktig rente, og dermed avspeiler den forventede fremtidige prissettingen (Koller et al., 2010). Gjesdal og Johnsen (1999) argumenterer for at valget av risikofri basisrente, altså langsiktig eller kortsiktig rente, avhenger av hva en skal bruke kravet til, hvordan en tolker forskjellen mellom lange og kortsiktige renter, og analysens inflasjonsforutsetninger. Deres anbefaling er å bruke det de definerer som en langsiktig rente, nemlig treårig statsrente beregnet av Oslo Børs.

Koller et al. (2010) påpeker at det ideelle er å diskontere hver kontantstrøm med en rente med samme forfall, altså bruk av en tiårig statsobligasjonsrente for å diskontere en kontantstrøm som forekommer ti år fra nå, og en femårig statsobligasjon for en kontantstrøm som forekommer fem år frem i tid. I realiteten er det få som benytter seg av en slik praksis, hvor de fleste velger et avkastningskrav med samme forfall som den samlede kontantstrømmen og dermed bruker den samme statsobligasjonsrenten for alle år. Damodaran (2002) støtter også opp rundt bruken av en langsiktig statsobligasjonsrente, og inkluderer dette som gitt ved beregning av den risikofrie renten. Da valget mellom lang- eller kortsiktig statsrente vil ha stor betydning for størrelsen på avkastningskravet vil det være naturlig å tenke at denne avgjørelsen foretas basert på forholdene rundt verdsettelsesobjektet slik Gjesdal og Johnsen (1999) poengterer.

Da selskap som regel er langsiktige investeringer vil det være naturlig å benytte seg av en langsiktig statsobligasjonsrente for den risikofrie renten i verdsettelsen. Bruk av en langsiktig rente vil også føre til en stabilisering av avkastningskravet, noe som i seg selv har en verdi og derfor fører til at en langsiktig rente er mest brukt som risikofri basisrente (Gjesdal & Johnsen, 1999).

I Norge vil man derfor typisk benytte en 10-årig norsk statsobligasjonsrente, som er den lengste løpetiden på den norske stats obligasjoner. Denne vil gi et reelt bilde av den risikofrie renten i markedet. Basert på vurderinger ovenfor velger jeg å benytte den 10-årige norske obligasjonsrenten.

Pr. 30.04.14 var den 10-årige norske obligasjonsrenten 2,80 prosent (Oslo børs).

3.1.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er i følge Koller m.fl. (2005) et estimat på hva en investor bør kompenseres med ved å utsette seg for den gjennomsnittlige markedsrisiko. For å finne denne må man beregne forskjellen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente. Ofte benyttes historiske risikopremier for å estimere markedets risikopremie. Det finnes flere ulike estimat for hva markedspremien bør være men i følge Thore Johnsen (referert til i NOU 2000:18) har den gjennomsnittlige meravkastningen på Oslo Børs vært på 6,8 prosent mellom 1967-1998. Johnsen mener allikevel at det fremtidige normalnivået vil være lavere enn dette gjennomsnittet.

Baser på vurderinger ovenfor velger jeg derfor å bruke en risikopremie på 6,5 prosent.

3.1.5 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta, defineres i følge Boye (2002) som:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_s, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

- R_s er selskapets avkastning
- R_m er markedets risikopremie
- $\text{Cov}(R_s, R_m)$ er kovarians mellom selskapets avkastning og markedets avkastning
- $\text{Var}(R_m)$ er varians i markedets risikopremie.

Egenkapitalbeta er et mål på samvariasjon mellom avkastning på selskapets aksje og markedsporteføljens avkastning. Den uttrykker den systematiske risikoen som et selskap blir utsatt for. Normalt beregnes egenkapitalbeta på bakgrunn av månedlige avkastningstall for de siste 5 årene (Boye 2002).

En betaverdi lik 1 beskriver et selskap som har samme volatilitet i avkastningen som resten av markedet. En betaverdi over 1 betyr det at selskapets avkastning er mer volatil enn resten

av markedet, mens en betaverdi på under 1 illustrerer en lavere volatilitet enn markedet.

Kritikk av kapitalverdimodellen (CAMP)

Kapitalverdimodellen har møtt kritikk fra flere akademikere. Penman (2011) er en av de fremste kritikerne til modellen og påpeker flere konseptuelle problemer, slik som kapitalverdimodellens antakelse om at avkastning følger normalfordelingen, i tillegg til vanskelighetene ved implementering. Han fremhever spesielt problemene beta representerer ved at beta er vanskelig å beregne og selve betamålet inneholder betydelige feil da beta ikke er konstant. Dette fører til at bruk av betaestimat beregnet fra historisk avkastning for å estimere fremtidig avkastning blir problematisk (Penman, 2011). Han peker også på at markedets risikopremie som beta multipliseres med, er et svært usikkert mål som er resultatet av spekulative antagelser. Penman mener kapitalkostnaden ikke kan måles, og at bruk av CAPM modellen vil føre til at spekulasjon bygges inn i verdsettelsen (Penman, 2011). Modellen framstår likevel som det beste alternativet. Jeg velger derfor å benytte modellen i videre analyser.

Estimering av kostnaden av gjeld (etter-skatt)

Kostnaden av gjeld måler selskapets kostnad ved å låne finansieringsmidler fra kreditorer. Generelt sett bestemmes gjeldskostnaden av følgende variabler (Damodaran, 2002):

- Risikofri rente
- Risiko for mislighold
- Skattefordelen assosiert med å ha gjeld.

I følge Damodaran (2002) kan risiko for mislighold beregnes enten ved å se på tidligere lånehistorikk, eller ved estimering av syntetisk rating. Gjesdal og Johnsen (1999) påpeker at man også kan benytte de overnevnte CAPM-formlene for å finne avkastningskravet for selskapets rentebærende gjeld. For et normalt selskap forventes imidlertid gjeldsbetaen å være svært lav, fordi man forutsetter en veldiversifisert investor. Det som er mer vanlig, er å justere risikofri rente for et tapstillegg, det vil si forventet tap. For normal forretningsvirksomhet ligger dette tapstillegget i intervallet 0,7 – 2 % (Gjesdal & Johnsen, 1999). En annen metode for å beregne gjeldskostnaden er å se på historisk rentebetaling i

forhold til rentebærende gjeld (Boye & Meyer, 2000).

3.1.6 Balansejustering

For å få balansen tilpasset et investorperspektiv vil jeg benytte følgende omjusteringer av balansen:

NOA (Net operating assets)

Netto driftsrelaterte eiendeler. Hensikten her er å finne netto eiendeler som er relatert til driften og genererer kjerneinntekter for selskapet.

NFO (Net financial obligations)

Netto finansielle forpliktelser. Hensikten her er å finne netto finansielle forpliktelser som er relatert til driften.

3.1.7 ATO (Asset turnover)

Kapitalens omløpshastighet. Viser hvor mye salgsinntekter hver krone av netto driftsrelaterte eiendeler generer. Den viser altså netto driftskapitalens evne til å generere salgsinntekter og fremkommer ved å dividere det totale salget på netto driftsrelaterte eiendeler.

4 Metode

Målet med å verdsettelse et selskap, i min analyse Selvaag, er å finne et verdien av egenkapitalen. Estimater kan benyttes videre for å finne hva jeg mener er den virkelige verdien av selskapets aksjer. En slik verdi vil kunne være relevant ved kjøp og salg av selskap, kredittvurderinger eller ved fusjon/fisjon (Dahl m.fl. 1997). Ifølge Penman (2011) finnes det tre typer verdsettelsesteknikker som supplerer hverandre. Disse tre er; fundamental verdsettelse, opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse.

Felles for disse teknikkene er at de skal bidra til å måle verdiskapningen i selskapet. I følge Palepu m.fl (2007) kan disse verdsettelsesteknikkene benyttes sammen for å få ulike referansepunkter på selskapets verdi. Valg av teknikk vil avhenge av flere faktorer. Disse blir diskutert senere i kapitlet når jeg går gjennom valg av verdsettelsesteknikk for Selvaag.

4.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse er en verdivurdering som er basert på analyser av underliggende eller fundamentale forhold hvor målet er å finne selskapets underliggende verdi (Penman 2011). Dette gjøres ved at man først gjennomfører en strategisk analyse av selskapet hvor en ser på eksterne og interne forhold og deretter en analyse av regnskapet. Med utgangspunkt i dette utarbeider man et fremtidsregnskap for å få et bilde over den fremtidige økonomiske situasjonen til selskapet. Fremtidsregnskapet er basert på den utviklingen i driftsinntektene og resultatmarginene som forventes. Deretter benytter man resultatene fra fremtidsregnskapet for å finne verdien på selskapets egenkapital. Dette kan gjøres ved hjelp av to metoder, man kan enten verdsette egenkapitalen direkte ved å benytte seg av egenkapitalmetoden, eller indirekte ved bruk av totalkapitalmetoden. Metodene karakteriseres også ved at de er tidskrevende og kostbare.

Dersom man benytter egenkapitalmetoden, verdsetter man selskapet ved å diskontere egenkapital- kontantstrømmen med hensyn til avkastningskravet for selskapets egenkapital (Koller m.fl 2010). Slik vil man kunne finne en verdi på investorenes krav fra den driftsrelaterte kontantstrømmen. Dette kan i følge Penman (2011) gjøres ved hjelp av fire modeller. Disse er; utbyttmodellen, fri kontantstrømmmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Utbyttmodellen verdsetter selskapets egenkapital direkte ved å diskontere nåverdien av fremtidig utbytte. Fri kontantstrøm modellen verdsetter

selskapets egenkapital som nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapital. Superprofittmodellen verdsetter selskapets egenkapital som dagens balanseførte verdi av egenkapital pluss nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital. Superprofittvekstmodellen verdsetter selskapets egenkapital på bakgrunn av den kapitaliserte verdien av nettoresultat pluss nåverdi av superprofittvekst. Ved konsistent bruk vil alle modellene gi samme verdiestimat.

Totalkapitalmetoden er en indirekte verdsettelses metode som utføres ved at man finner egenkapitalen i selskapet som nåverdien av totalkapitalen. Deretter trekker man fra gjeld og minoritetsinteresser. I følge Penman (2011) kan dette gjøres ved hjelp av driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetode. Ved konsistent bruk vil disse gi samme verdiestimat som egenkapitalmetoden.

4.1.1 Komparativ verdsettelse

En komparativ verdsettelse er i følge Damodaran (2002) en enklere verdivurdering som baserer seg på sammenlikning av aksjeverdien på tilsvarende selskap eller eiendeler. Man kan dele denne typen verdsettelse inn i en direkte eller indirekte metode. Den direkte komparative verdsettelsen går ut på å bruke en multiplikator metode som verdsetter selskapet ved at egenkapitalen blir sammenlignet med børsverdien til komparative selskap. Ved indirekte komparativ verdsettelse benyttes substansverdimetoden som verdsetter selskapet ved at eiendeler og gjeld sammenlignes med komparative selskaps eiendeler og gjeld.

Komparativ verdsettelse blir ofte brukt ettersom den er mindre arbeidskrevende. En utfordring knyttet til metoden er at resultatet ofte avhengig er av hvilken multiplikator som benyttes, noe som gir verdsetter en viss grad av frihet til å påvirke verdiestimatet. Verdiestimatet vil også kunne påvirkes av fremtidsutsikten i aksjemarkedet. En optimistisk utviklingstrend i markedet vil kunne gi en for høy verdi, mens man vil observere det motsatte ved dersom utviklingstrenden er pessimistisk.

4.1.2 Opsjonsbasert verdsettelse

Målet med en opsjonsbasert verdsettelse er i følge Damodaran (2002) å finne nåverdien av fleksibilitet. Med fleksibilitet menes en opsjon som er knyttet til drift eller finansiering. Slike opsjoner kan dreie seg om selskapets muligheter for utviding av produksjon, salg av patenter eller terminering av drift i deler av virksomheten. Verdivurderingen utføres ved

hjelp av ulike metoder for opsjonsprising. Den opsjonsbaserte verdsettelsen blir ofte benyttet som en supplerer til den fundamentale verdsettelsen og det totale verdiestimatet fremkommer av det fundamentale verdiestimatet pluss nåverdien av fleksibilitet.

4.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Ved valg av verdsettelsesteknikk må man ta hensyn til flere ulike faktorer ved selskapet som skal verdsettes. I følge Knivsflå (2009) vil de viktigste faktorene være hvilken bransje selskapet opererer i, selskapets livssyklus og om det legges til grunn fortsatt drift eller avvikling av virksomhet. Jeg vil nå vurdere de ulike verdsettelsesteknikkene i forhold til Selvaag sin virksomhet for så å kunne velge riktig teknikk.

Komparativ verdsettelsesteknikk passer godt for ny oppstartede selskap som har kort driftshistorie og dermed lav tilgang på fundamental informasjon. I oppstartsfasen er det ikke uvanlig at et selskap har lave inntekter og negative resultat. Regnskapstallene kan i slike tilfeller ha store målefeil grunnet direkte kostnadsføring av immaterielle investeringer. Komparativ verdsettelse benyttes derfor også for selskap i en ung bransje. Dersom et selskap har planlagt å avvikle drift eller står i fare for konkurs vil man kunne benytte indirekte komparativ verdsettelse gjennom substansverdimetoden.

Fundamental verdsettelsesteknikk foretrekkes når selskapet er modent og har en relativt lang driftshistorie og dermed god tilgang på fundamental informasjon som regnskapstall for mange år. Det vil i slike tilfelle også være aktuelt å supplere med komparativ eller opsjonsbasert verdsettelse. Fundamental verdsettelse vil også kunne benyttes på selskap som viser tilbakegang.

Selvaag Bolig ASA ble etablert i 2012 og er således et relativt ungt selskap som befinner seg tidlig i livssyklusen. Selskapet har investert i store eiendomsarealer som skal utvikles med bolig og næringseiendom for salg. En slik forretningsstrategi vil innebære store kostnader i oppstartsperioden før driften begynner å generere positive kontantstrømmer. Det finnes allikevel mye tilgjengelig informasjon om selskapet, markedet og bransjen, og vi vil derfor benytte oss av den fundamentale verdsettelsesteknikken som utgangspunkt for verdivurderingen. For og predikere fremtiden vil vi benytte offentlig tilgjengelig informasjon som selskapets historiske årsregnskap sammen med bransjens regnskapstall i tillegg til informasjon om det norske eiendomsmarkedet. I tillegg til den fundamentale

verdsettelsesmodellen ønsker jeg å supplere med en komparativ verdsettelse, basert på multiplikatormodellen. Som tidligere nevnt er dette en modell som passer godt for relativt unge selskap.

4.2.1 Superprofittmodellen

Den fundamentale verdsettingen går ut på å verdsette selskapets egenkapital gjennom å neddiskontere estimerte fremtidige kontantstrømmer fra fremtidsregnskapet med hensyn på avkastningskravet. Her vil man også måtte ta stilling til hvilken av de fire modellene man ønsker å benytte. For å estimere Selvaags alminnelige egenkapital vil jeg benytte den driftsrelaterte superprofittmodellen. Denne verdsetter selskapets egenkapital som dagens balanseførte verdi av egenkapital pluss nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital.

Den driftsrelaterte superprofittmodellen kan utledes på følgende måte (Penman, 2011):

$$ReO_t = \text{Nettodriftsresultat}_t - \text{avkastningskrav til total kapital} * NOA_{t-1}$$

Hvor driftsrelatert superprofitt fremkommer av differansen mellom netto driftsresultat og avkastningskravet til total kapital multiplisert med inngående verdi av driftsrelaterte eiendeler. Ved å beregne superprofitten finner man den ekstra avkastning som selskapet sitter igjen med utover avkastningskravet. Verdien av netto driftsrelaterte eiendeler blir da:

$$V_0^{NOA} = NOA_0 + \frac{ReO_1}{(1+WACC)} + \frac{ReO_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{ReO_T}{(1+WACC)^T} + \frac{ReO_{T+1}}{(WACC-g)}$$

Hvor formelen viser at selskapets verdi med fokus på superprofitt er lik dagens verdi av netto driftsrelaterte eiendeler pluss nåverdi av fremtidig superprofitt. Det siste leddet i formelen viser den forventede verdien av superprofitt etter budsjett horisonten. På dette tidspunktet vil selskapet være i en stabil vekst, også kalt steady state (Penman, 2011).

Verdien på selskapets egenkapital finnes ved $V^{EK} = V^{NOA} - V^{NFO}$ (Penman, 2011).

Hvor egenkapitalen fremkommer av netto driftsrelaterte eiendeler fratrukket netto finansielle forpliktelser. Vi antar at den bokførte verdien på netto finansielle forpliktelser tilsvarer markedsverdien og kan dermed formulere verdien på egenkapital på denne måten:

$$V_0^{FK} = EK_0 + \frac{ReO_1}{(1+WACC)} + \frac{ReO_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{ReO_T}{(1+WACC)^T} + \frac{ReO_{T+1}}{(WACC-g)}$$

Det er altså denne modellen jeg ønsker å benytte ved verdsettelsen av Selvaag.

4.3 Forskningsdesign

Denne avhandlingen er en beskrivende casestudie. En casestudie er en empirisk undersøkelse som studerer et moderne fenomen i sine naturlige omgivelser, der multiple informasjonskilder og verktøy benyttes (Blumberg, Cooper, & Schindler, 2011). I oppgaven går jeg dypt inn i bedriften Selvaag, og undersøker flere aspekter rundt bedriften ved bruk av både kvantitative og kvalitative metoder. Bedriftsstudien min vil være beskrivende da formålet bak studien er å forsøke og kvantifisere verdien av selskapet Selvaag.

4.3.1 Datainnsamling

Oppgavens datainnsamling baserer seg i all hovedsak på analyse av sekundærdata og offentlig kjent informasjon. Det vil si årsrapporter, kvartalsrapporter, regnskapsdata, selskapspresentasjoner, offentlige statistikker og artikler i media. Dette er det primære grunnlaget for analysen og verdsettelsen av selskapet.

4.3.2 Validitet og pålitelighet

Validitet betyr at en undersøkelse måler det man som forsker ønsker å måle. Det betyr at de konklusjonene man trekker i studiet representerer virkeligheten på en god måte (Blumberg et al., 2011). Hovedsakelig baseres verdsettelsen på offentlig tilgjengelig informasjon utarbeidet etter strenge krav, noe som gjør at dataene anses som pålitelig. Samtidig kan studiets validitet svekkes av de kvalitative slutningene som trekkes i den strategiske analysen, samt de forutsetninger som må tas i forhold til vekst og avkastningskrav i forbindelse med prognostiseringen av fremtidige kontantstrømmer.

Forutsetningene som tas forankres imidlertid i historisk utvikling samt dagens virkelighet, i tillegg til at den verdien som fremkommer kryssjekkes ved bruk av andre metoder. Verdien vil også kunne sammenlignes med den faktiske salgsprisen som oppnås ved realisering av salget og begrunnelsene for denne. Validiteten i oppgaven anses dermed som tilfredsstillende.

Pålitelighet dreier seg om nøyaktighet, presisjon og konsistens i målingene (Blumberg et

al., 2011). Det er et nødvendig, men ikke et tilstrekkelig kriterium for en undersøkelses validitet. Oppgaven baseres som tidligere nevnt hovedsakelig på offentlig tilgjengelige data. Store deler av dette er regnskapsdata utarbeidet i samsvar med norsk lovverk, og godkjent av ekstern revisor. Graden av pålitelighet anses dermed som høy.

Den strategiske analysen har en mer kvalitativ tilnærming, og resultatene blir dermed påvirket av både egne og andres meninger og holdninger både til selskapet, bransjen og fremtiden. Jeg har forsøkt i å være kritisk i kildebruken og vurdert ulike forholdene fra flere sider. Verdiestimatene er testet gjennom utførelse av sensitivitetsanalyser, slik at oppgaven blir både så valid og troverdig som mulig.

5 Strategisk analyse

5.1 Formål og oppbygging av analyse

Ved å utføre en strategisk analyse kan jeg undersøke hvordan Selvaag Boligs fremtidige inntjeningssevne kan bli påvirket av ulike interne og eksterne forhold. Denne kvalitative analysen skal sammen med en regnskapsanalyse hjelpe meg med å budsjettere selskapets fremtidsregnskap. Formålet med den strategiske analysen er å undersøke selskapets evne til å generere superprofitt.

I den strategiske analysen vil jeg fokusere på de eksterne forholdene mer enn de interne. Grunnen til dette er at det er relativt få interne faktorer og prosesser som påvirker et selskap som driver med boligutvikling. De er derimot i stor grad påvirket av eksterne forhold, både makroøkonomiske og bransjespesifikke.

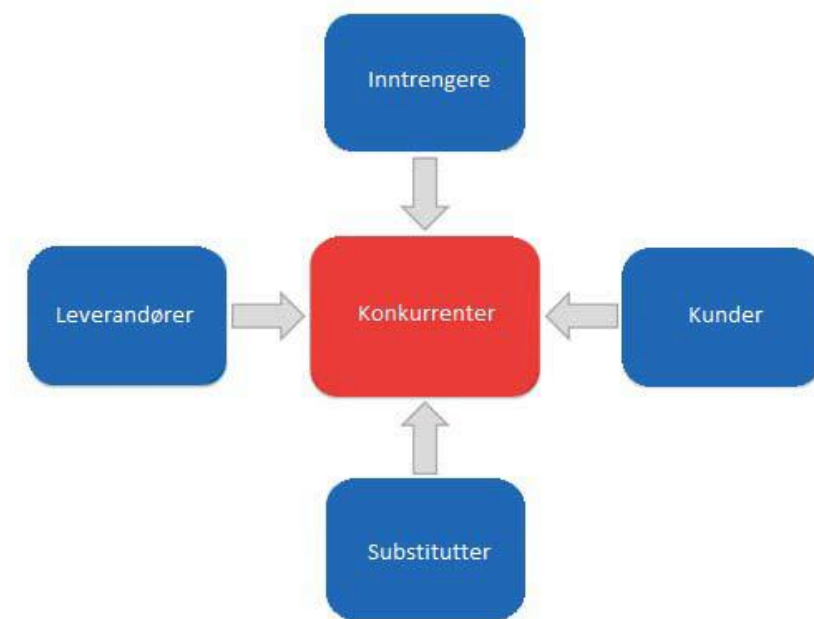
5.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Formålet med en ekstern strategisk analyse er å oppnå forståelse av en virksomhets fremtidige lønnsomhet. Dette gjøres ved å avdekke bransjens lønnsomhetsmuligheter. Jeg skal først utføre en analyse av bransjen selskapet opererer i, der jeg tar utgangspunkt i Michael Porters ”fem konkurranse krefter”. Deretter vil jeg utføre en analyse av makroøkonomiske forhold. Dette blir gjort gjennom en PEST-analyse, der politiske, økonomiske, sosiale og teknologiske forhold analyseres. Målet er en forståelse av de omgivelsene virksomheten opererer innenfor (Hill & Jones, 2004)

5.3 Porters ”fem konkurranse krefter”

Porters modell er basert på bedriftens strategi bør tilpasses seg best mulig å takle muligheter og trusler som oppstår i bedriftens eksterne miljø. Bedriftens strategi bør spesielt baseres på en forståelse av hvordan industrien selskapet opererer i er strukturert, og hvordan dennes endres. Porter har identifisert fem ulike konkurransekrefter som former enhver industri og ethvert marked. Disse kreftene er avgjørende for konkurranseintensitet, og dermed hvor lønnsom og attraktiv industrien er. Størrelsen på disse kreftene er bransjespesifikke, og i bransjer med svakere konkurranse har bedrifter mulighet til å oppnå høyere lønnsomhet. Målet med bedriftens strategi vil være å forsøke å påvirke disse kreftene på en måte som forbedrer bedriftens markedsposisjon (Porter, 1980). Porters modell analyserer drivkreftene,

og basert på den informasjonen modellen gir, er bedriftens ledelse bedre i stand til å forbedre sin markedsstrategi. De ulike kreftene er satt opp i figurene nedenfor (Porter, 1980):



Figur.5– Porters fem konkurransekrefter

Kilde: (Porter, M. E. (1980). Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors)

5.4 Nye aktører

En nyetablering i en bransje vil som regel føre til ny kapasitet og et ønske om å få markedsandeler fra etablerte aktører. Dette vil kreve stor innsats og bruk av kostbare ressurser for nyetablerer. Videre vil dette i mange tilfeller føre til reduserte priser eller høyere kostnader grunnet en tøffere konkurransesituasjon. En tøffere konkurransesituasjon vil redusere lønnsomheten til etablerte aktører i bransjen (Roos m.fl. 2010).

Trusselbildet for de etablerte aktørene vil avgjøres i stor grad basert på hvilke etableringshindre bransjen innehar, samt bransjens evne til å reagere på nye aktører.

Dersom bransjen har høye etableringshindre og / eller er i stand til å komme med kraftige reaksjoner, så vil etableringstrusselen være liten, noe som igjen vil føre til at eksisterende aktører vil kunne øke lønnsomheten. Det finnes syv årsaker til etableringshindringer (Roos m.fl. 2010):

Stordriftsfordeler

Stordriftsfordeler vil være til stede dersom et produkts eller tjenestes enhetskostnader synker ved et økt produksjonsvolum. Stordriftsfordeler vil tvinge en ny aktør til og enten starte stort eller godta høyere kostnader enn etablerte aktører. Grunnet økt bruk av internett i senere tid har stordriftsfordeler i enkelte bransjer blitt et mindre viktig etableringshinder.

Produktdifferensiering

Etablerte aktører har ofte innarbeidet sine merker i markedet og har over tid opparbeidet seg lojale kunder. Ved hjelp av produktets kvaliteter og selskapets kommunikasjon med kundene i markedet har de klart å etablere et hinder for nye aktører. En ny aktør må bruke mye ressurser for å utligne denne fordelene. Dette hinderet vil ofte være kostbart for nye aktører å fjerne grunnet høy risiko tilknyttet oppbygning av merkevarenavn, en slik investering vil man få lite eller ingenting igjen for om man må trekke seg ut fra markedet. Selskaper som opererer på internett vil her ofte oppleve et lavere hinder da det er vanskeligere å beskytte en internetttjeneste.

Kapitalbehov

Ved en nyetablering vil det kreves kapital. I bransjer hvor det kreves mye kapital, og hvor det er knyttet høy risiko til avkastning, vil behov for kapital kunne være et stort etableringshinder.

Byttekostnader

En byttekostnad er en kostnad en kunde vil oppleve ved bytte av leverandør. Eksempler på byttekostnader kan være kostnader ved opplæring av personell ved skifte av et datasystem samt tilleggsutstyr og support endringen vil medføre. En høy byttekostnad vil kreve at produktet / tjenesten en ny aktør tilbyr vil måtte være bedre enn hva bedriften hadde fra før.

Adgang til distribusjonskanaler

Dersom markedet kjennetegnes av få distribusjonskanaler, eller alle er opptatt, vil en ny aktør måtte overtale eksisterende distributører til å distribuere deres produkter.

Kostnadsulemper som er uavhengig av størrelsesfaktor

Eksempler på denne typen kostnadsulemper er en patent på produksjonsteknologi eller lokalisering i forhold til aktuelt segment. Kostnadene i enkelte bransjer vil gå ned etter hvert som en bedrift får erfaring med å produsere et produkt eller tilby en tjeneste.

Myndighetenes politikk

Det offentlige kan begrense nye aktører å starte opp i enkelte bransjer. Myndighetene kan gjøre dette ved hjelp av konsesjoner, begrensinger ved eierskap eller ved å legge miljøhensyn til grunn for å redusere antall aktører.

De mest aktuelle barrierene for en ny aktør i eiendomsmarkedet mener jeg er behovet for kapital, stordriftsfordeler og offentlige reguleringer.

Under finanskrisen merket flere aktører at det var vanskeligere å oppdrive kapital til nye prosjekter. Dette grunnet usikkerhet i markedet og lavere boligpriser. Det skal dog nevnes at tilgang til kapital for nye prosjekter i Norge ikke var like vanskelig å innhente som i andre land, eksempelvis USA.

Dersom en ny aktør skal inn i markedet og konkurrere med eksisterende store aktører, vil de mest sannsynlig ikke klare å forhandle frem like gode avtaler (Peiser & Frej, 2005). Selvaag har fremforhandlet gode avtaler med underleverandører da størrelsen på deres utviklingsprosjekter vil gi dem en bedre forhandlingsposisjon enn hva ville være tilfellet om det var snakk om et lite prosjekt. Administrasjonskostnadene til underleverandørene vil også være lavere om de kun trenger å forholde seg til få selskaper. En ny aktør har valget mellom og enten satse stort fra starten, eller godta at andre aktører vil klare å fremforhandle bedre avtaler enn dem.

Ledige tomtearealer er en begrenset ressurs, og attraktiviteten til ulike tomter som er egnet for eiendomsutvikling kan forandres. Beliggenhet bestemmer mye av verdien og lønnsomheten ved å utvikle et område. En annen faktor som gjør det vanskelig for en aktør er at det kun åpnes for bygging av boliger og næringseiendom et fåtall plasser avhengig av befolkningens demografiske sammensetning, økonomiske forhold, livsstils, preferanser og boligstørrelse. Områdereguleringen er et kommunalt ansvar og er nedfelt i lov om Plan og

byggningslov § 12–2 (2008):

Områderegulering brukes av kommunen der det er krav om slik plan i kommuneplanens arealdel, eller kommunen finner at det er behov for å gi mer detaljerte områdevisse avklaringer av arealbruken. Områderegulering utarbeides av kommunen. Kommunen kan likevel overlate til andre myndigheter og private å utarbeide forslag til områderegulering.

I Osloregionen beregnes det at det vil åpnes for nybygg av rundt 3400 boliger hvert år frem til 2025. (Oslo kommune).

Som nevnt opplevde mange nye aktører i flere bransjer at det var vanskelig å skaffe nødvendig kapital i etterkant av finanskrisen. Selv om det kreves mye kapital for å starte eiendomsutvikling kan det diskuteres hvorvidt dette er en vesentlig barriere. Sannsynligvis vil det åpnes for flere områder for bruk til næring og bolig i områdene Selvaag utvikler. Derfor kan andre aktører ønske å etablere seg. Selvaag sitter i dag med store arealer i så attraktive områder dette vil bidra til å minske trusselen fra andre aktører.

5.5 Etablerte aktører

Etablerte bedrifter i en bransje vil forsøke posisjonere seg best mulig i forhold til sine konkurrenter. Dette vil de gjøre ved hjelp av priskonkurransen, produktlanseringer, annonser, bedre kundeservice og forbedrede garantier. Dersom rivaliseringen i bransjen er intens, gjerne i form av priskonkurransen, vil bransjen ofte bli ustabil og lønnsomheten vil reduseres. Graden av konkurranse er et resultat av at en rekke strukturelle faktorer griper inn i hverandre (Roos m.fl. 2010):

Dersom en bransje har mange likeverdige aktører vil det være stor sannsynlighet for at enkelte går sine egne veier. Dette kan føre til ustabilitet da de andre aktørene evner å svare. Samme situasjon kan man få i markeder hvor man har få aktører som er like store. Er det en eller flere bransjeledere i et marked vil ikke slike situasjoner oppstå like enkelt.

Lav bransjevekst

Ved lav vekst i bransjen vil aktørene slåss om markedsandeler. Dette fører til ustabilitet i forhold til et marked i vekst hvor alle kan nyte godt av veksten, om man holder sin

posisjon ovenfor konkurrentene.

Høye faste kostnader eller lagerkostnader

Aktørene i bransjen vil bli tvunget til å benytte seg av deres produksjonskapasitet for å få lavest mulig enhetskostnader. Dette kan igjen føre til overproduksjon som vil redusere prisene og bedriftens lønnsomhet.

Stor strategisk satsing

I en situasjon hvor flere bedrifter satser stort i et marked, vil konkurransen i markedet øke. En bedrift kan ønske å satse i et marked av strategiske grunner. Dette kan føre til situasjoner hvor en bedrift er villig til å oppleve tap i en startfase, som videre vil føre til et ustabil marked.

Høye avviklingshindringer

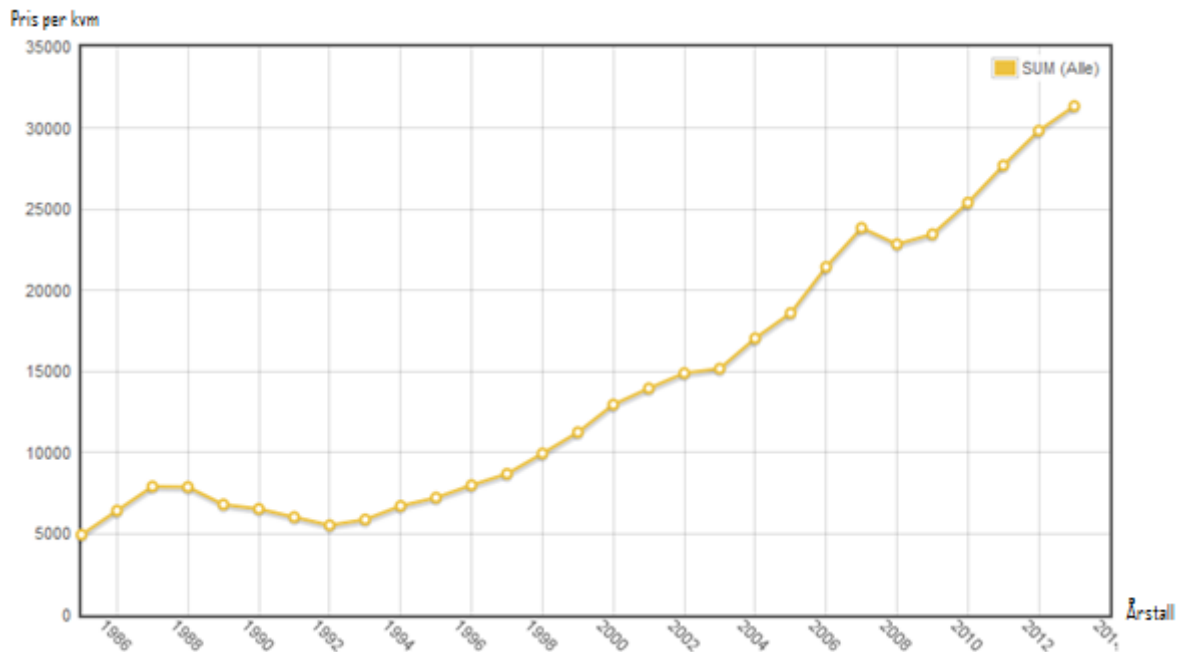
Disse kan betraktes som høye av flere årsaker: Driftsmidlene er tilpasset bransjen og realiseringsverdien for disse vil være lave. Høye avviklingskostnader grunnet avtaler som allerede er inngått. Ledelsen kan også ha følelsesmessige hindringer som kan føre til at korrekte økonomiske beslutninger ikke blir gjennomført. Dette kan være følelsen av å være knyttet til en bransje samt lojalitet ovenfor ansatte. Om bransjen har høye avviklingshindre vil den ofte preges av overkapasitet. Grunnen til dette er at tapende aktører ikke vil trekke seg ut grunnet avviklingskostnadene. Faren i en slik situasjon er at tapende aktører kan foreta drastiske konkurransetiltak som vil redusere bransjens lønnsomhet.

Eiendomsbransjen kjennetegnes av at det er mange aktører, hvor et fåtall er store og et flertall er mindre aktører. Mange eiendomsutviklere og mange nye prosjekter fører til at lønnsomheten blir presset ned i bransjen, selv om tilbydere av eiendom vil ha en sterk forhandlingsposisjon ved attraktive eiendommer. De store etablerte aktørene i bransjen vil i all hovedsak være bedre rustet til å tåle nedgangstider grunnet oppbygd kapital som gir dem mulighet til å investere i stedet for å selge i slike perioder, samt at de vil ha lavere faste kostnader.

Det er relativt lave avviklingshindringer innen bransjen. Eiendom er generelt sett lett å

videreselge, og man vil historisk sett få tilbake det meste fra sine investeringer. Det vil derfor ikke være noen åpenbar fare at en tapende aktør vil ty til drastiske konkurransetiltak. I all hovedsak vil en eiendoms beliggenhet være den avgjørende faktor for hvilken pris tilbyder kan få. Jeg kan her ikke se at Selvaag vil oppleve noen trussel fra eksisterende konkurrenter.

Som nevnt tidligere er eiendomsbransjen underlagt kommunale føringer som til en viss grad vil hindre at det startes for mange nye prosjekter i et område. Selvaag trues derfor ikke i særlig grad av eksisterende aktører som kan satse stort i områdene de opererer i. Det kan allikevel forekomme uforutsette endringer som kan skape ubalanse i markedet. Nedenfor kan du se påvirkningen finanskrisen hadde på eiendomsmarkedet i Norge. Grafen viser boligprisutviklingen i Norge før og etter finanskrisen inntraff.



Figur. 6 – Boligprisutvikling

Kilde: (SSB 2013)

5.6 Press fra substitutter

Dersom et produkt eller en tjeneste dekker samme funksjon og behov som det bransjen tilbyr, vil dette være et substitutt. I en bransje hvor det eksisterer mange substitutter vil dette bidra til å redusere lønnsomheten. Det er ikke alltid like lett å identifisere et substitutt, og det kan ofte være et produkt fra en helt annen bransje enn den bedriften opererer i.

Det er viktig å analysere eventuelle substitutter for å utarbeide en optimal strategi. Det vil være en større fare tilknyttet substitutter dersom det er lave byttekostnader i bransjen.

5.7 Kundenes forhandlingsposisjon

Dersom kundene i en bransje har en sterk forhandlingsposisjon i forhold til leverandør vil de utøve denne makten ved å prøve å presse ned prisene, kreve bedre kvalitet og bedre service. Dette vil selvsagt redusere lønnsomheten i bransjen og vil være en vesentlig faktor for en bedrift.

Forhandlingsposisjonen vil være stor dersom (Roos m.fl. 2010):

- Konsentrert kundegruppe eller en kundegruppe som kjøper i store kvantum
- Produktet er en vesentlig del av kundens totale kostnader
- Standardiserte eller udifferensierte produkter
- Vertikal integrasjon
- Produktet har liten påvirkning på kundens videre varer eller tjenester
- Kunden har full tilgang til all informasjon

Eiendomsmarkedet er et svært åpent marked, hvor mye informasjon er tilgjengelig for kundene gjennom media og rapporter som inneholder viktig informasjon for eksempel om omløpshastighet og pris kvm for forskjellige boligtyper. Det gir kunden viktig informasjon og kunden bedre rustet til å vurdere hva produkter og priser til Selvaag.

Det er knyttet betydelige kostnader til kjøp av ny bolig/salg av gammel bolig. Kundene vil kun velge å flytte dersom:

Nåverdi (boligtjenester fra ny bolig) - Nåverdi (boligtjenester fra eksisterende bolig) >
Flytte og transaksjonskostnader (DiPasquale & Wheaton, 1996).

Her vil vakansraten, som beskriver tiden det tar å selge en bolig, samt risiko ved å få solgt bolig, ha betydning.

Kundens forhandlingsmakt avhenger av beliggenhet på bolig og makroøkonomiske forhold. I nedgangstider vil færre etterspørre nye eksklusive boliger. Det gir kunden et sterkt forhandlingskort, mens utvikler kan tape på tomme usolgte enheter. Det samme vil være gyldig dersom en har valgt å utvikle et område som ikke er attraktivt.

5.8 Leverandørenes forhandlingsposisjon

Leverandører kan utnytte sin forhandlingsposisjon gjennom trusler om økte priser, dårligere kvalitet eller lengre leveringstider og lavere kvantum. Dersom aktørene i bransjen ikke kan øke sine egne priser i tilsvarende grad, vil dette bidra til redusert lønnsomhet i bransjen.

Ifølge Michael Porter vil leverandører ha stor forhandlingsmakt i følgende tilfeller:

- Få og store leverandører leverer til en bransje med mange mindre aktører
- Produktene leverandøren selger er ikke likeverdige
- Produktene leverandøren tilbyr er viktige for bedriftene i bransjen
- Bransjen er ikke en prioritert kunde for leverandøren. De selger mer til andre bransjer, disse vil bli prioritert fremfor denne bransjen
- Produktene leverandøren tilbyr er differensierte eller det vil kreves store byttekostnader å bytte leverandør
- Vertikal integrasjon

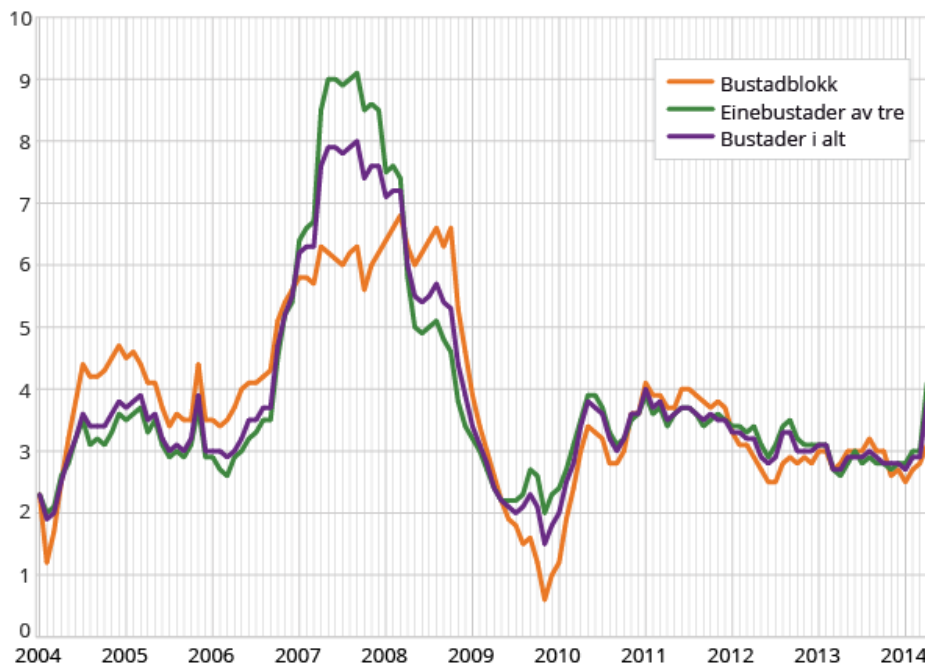
I senere tid har det blitt hevdet (Roos m.fl. 2010) at grunnet internett så har leverandørenes forhandlingsposisjon blitt svekket.

Eiendomsutviklernes leverandører vil være alt fra arkitekter til rørleggere. Felles for samtlige leverandører er at de er mange, de er i konkurransen med hverandre og de er utsatt for konjunkturedringer.

Som vist i grafen under er forhandlingsposisjon relatert til endringer i markedet. Det vil derfor være viktig for leverandørene å inngå langsiktige samarbeidsavtaler med utbyggere. Selvaag har en slik langsiktig avtale med Selmer ASA (Skanska Norge AS), som gir dem en rett og plikt til å utføre alt byggearbeid i deler av stor Oslo, dersom de er i stand til å utføre

byggingen til markedsvilkår (Selvaag Bolig ASA, 2013a). Denne bindende avtalen minimere risikoen til Selvaag. Forhandlingsposisjonen til leverandørene avhenger også av hvor mange nybygg som startes.

Figur 1. Byggjekostnadsindeks for bustader. Endring frå same månaden året før
Prosent



Figur. 7 – Byggjekostnadsindeks

Kilde: (SSB 2013)

Grafen viser utvikling i byggekostnadene over en periode på 10 år for ulike boligtyper. Etter finanskrisen rammet Norge, gikk byggekostnaden ned samtidig som vi vet at prisnivået på boliger gikk ned og det ble startet færre nye prosjekter. Denne korrelasjon gir eiendomsutbyggere en viss reduksjon i risiko, da reduserte priser også førte til reduserte byggekostnader.

5.9 PESTLE analyse

Selvaag er eksponert mot ulike risikofaktorer. De viktigste er: operasjonell risiko, markedsrisiko samt finansrisiko og likviditetsrisiko. (Selvaag Bolig ASA, 2013a). Porters rammeverk tar ikke i tilstrekkelig grad hensyn til de samfunnsøkonomiske forhold da de kan oppleves som litt statisk. Jeg har valgt å se nærmere på disse ved hjelp av en PESTLE

analyse. Jeg benytter videreutviklingen av PEST analysen som også tar hensyn til miljømessige faktorer. PESTLE er en forkortelse for: "Political, Economic, Social, Technological, Environmental og Legal". PESTLE analysen er et nyttig rammeverk for å få en forståelse av samfunnet Selvaag opererer og befinner seg i. Forståelse av samfunnet kan føre til redusert påvirkning av eksterne trusler samt en økt utnyttelse av potensielle muligheter (Roos m.fl. 2010).

P	Politiske faktorer	Stabilitet, skattepolitikk, handelsreguleringer og tariffavtaler
E	Økonomiske faktorer	Konjunkturer, valutautviklinger, inflasjon, styringsrenten, lønnsnivå, arbeidsledighet og bokostnader
S	Sosiologiske faktorer	Trender, befolkningsvekst, utdanningsnivå, HMS, alder
T	Teknologiske faktorer	Forbedrede byggemetoder, infrastruktur, endrede salgs- og kjøpskanaler.
L	Juridiske faktorer	Nasjonal og lokal lovgiving eiendom, internasjonal lovgiving eiendom, regnskapslovgivning og forbrukerpolitikk
E	Miljømessige faktorer	Forurensing og miljømessige trender

Figur.8 – PESTLE

Kilde: (Roos m.fl 2010)

Jeg har kun valgt å se nærmere på enkelte elementer i PESTLE analysen, da flere er beskrevet i Porters fem krefter modell, eller er av liten betydning for Selvaag.

5.9.1 Politiske faktorer

Politiske faktorer vil være reguleringer og lover som kan påvirke Selvaags drift og utvikling. Et politisk skifte kan føre til nye retningslinjer for aktører i bransjen, og er noe Selvaag må være oppmerksomme på.

Markedet Selvaag opererer i, (Norge og Sverige) er regnet som en stabil politisk region. Det er derfor lite som tyder på at det vil forekomme store uforutsette endringer fra statlig hold som vil påvirke Selvaags. Et punkt som kan påvirke lønnsomheten i negativ retning er endringer i bolig beskatninger. I statsbudsjettet for 2013 ble det vedtatt at sekundærboliger vil verdsettes til 50 prosent av omsetningsverdi, samt at regjeringen går inn for nye og mer retterferdige verdsettningsregler for bolig. (Finansdepartementet, 2013)

Endringer i offentlige tariffavtaler vil kunne påvirke prisnivået på boliger. Økt kjøpekraft fører til økt forbruk og økt boliggetterspørsel.

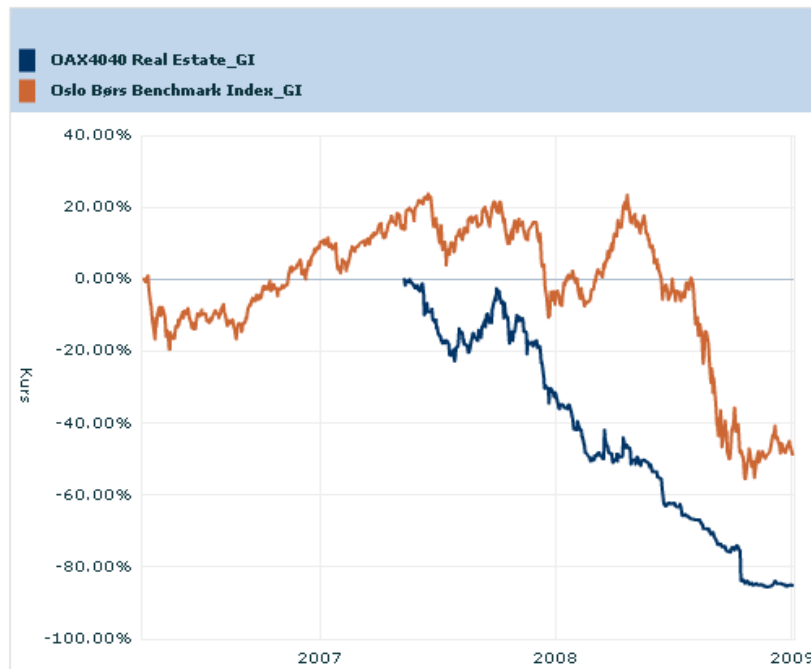
5.9.2 Makroøkonomiske faktorer

Makroøkonomiske faktorer er svært sentral for eiendomsbransjen. Endringer i styringsrent, lønnsnivå, sysselsetting og bokostnader vil kunne ha store påvirkninger for Selvaags.

I Norges Banks Pengepolitiske rapport (Norges Bank rapportserie 1-2014) går man inn for en årsvekst på 2,5 prosent i konsumprisene. En viktig faktor for å klare dette er setting av styringsrenten, som forble uendret på 1,50 prosent etter forrige rentemøte 15. mars 2014. I rapporten meldes det om at renten skal opp mot rundt 5 prosent de neste årene.

Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene melder om en gjennomsnittlig årslønnsvekst for ansatte i organiserte virksomheter og i det offentlige på rundt 3,75 prosent fra 2013 til 2014 (Arbeidsdepartementet). Denne veksten forventes å stige til 4 prosent i løpet av 2014. Grunnen til denne økningen er økt aktivitet i den norske økonomien og at arbeidsledigheten er lav. Det forventes at høy arbeidsinnvandring samt at lønnsveksten blant Norges handelspartnere er lav vil dempe den norske lønnsveksten.

Finanskrisen rammet eiendomsbransjen i Norge relativt hardt grunnet redusert boligsalg og nedskrivning av verdi på eiendommer. Eiendomsbransjen var blant bransjene som merket finanskrisen hardest. Det henger sammen med finanskrisens utspring, at bankene var mer restriktive i sin utlånspolitikk og at folk flest var mer avventende til å foreta store investeringer. Dette vises i grafen nedenfor hvor eiendomsindeksen på Oslo Børs opplevde en større nedgang enn OSEBX.



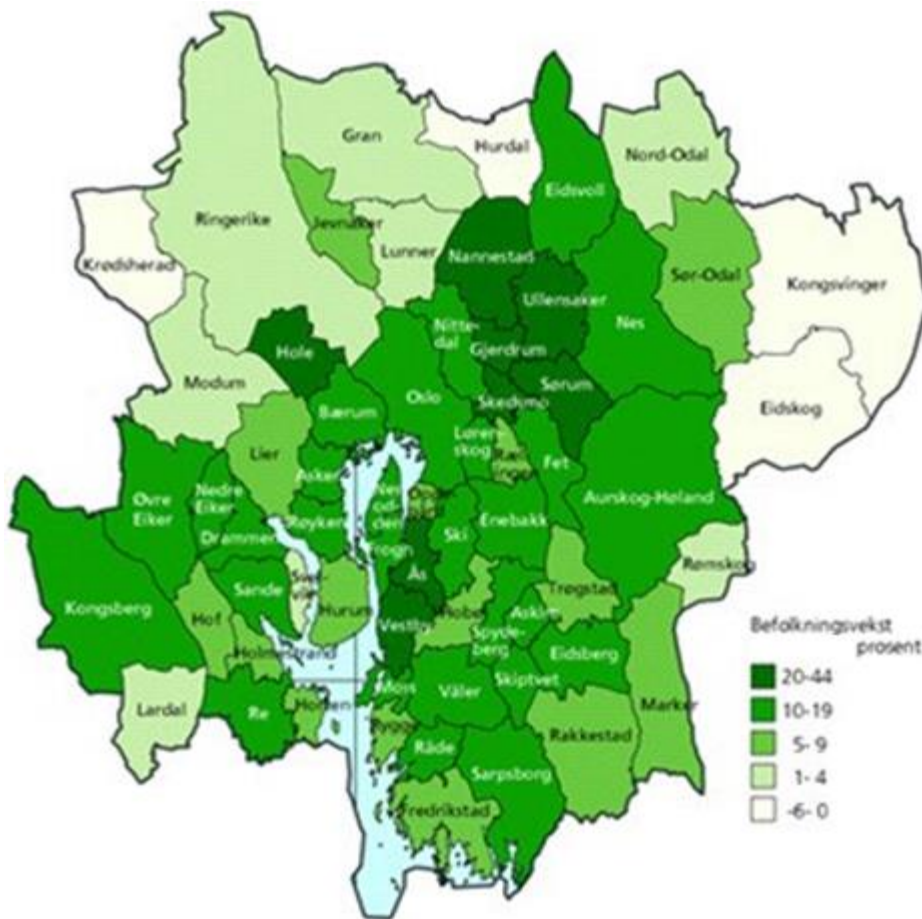
Figur.9 Eiendomsindeks

Kilde: (Oslo børs)

Dette tyder på at Selvaag er utsatt for makroøkonomiske faktorer. Strategisk vil det være riktig for selskapet å prøve og redusere effekten av denne type endringer.

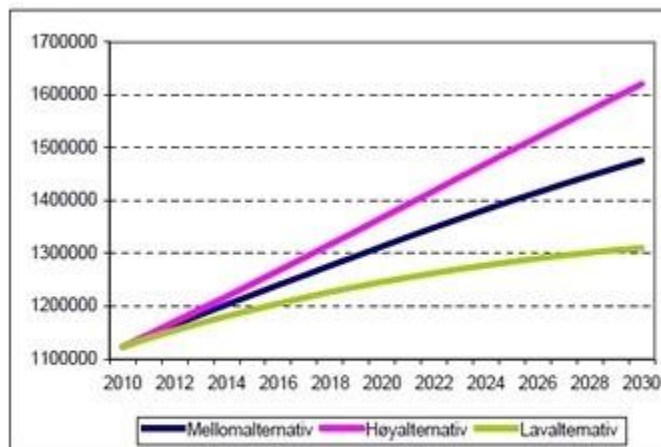
5.9.3 Sosiologiske faktorer

Oslo-region bestod i 2014 av 35 prosent av Norges befolkning, og vokste med 210 000 fra 2000 til 2012 som var over 50 prosent av den norske befolkningsveksten i denne perioden. I følge Statistisk sentralbyrås befolkningsframskrivninger, er det ikke noe som tyder på at denne utviklingen vil forandres. Befolkningsveksten i dette området begrunnes med tilflytting fra andre steder i Norge, samt innvandring. Undersøkelser viser at innvandrere helst bor i bystrøk, noe som er en faktor som kan bidra med å forklare regionens vekst. (SSB 2013) Nedenfor vises prosentvis befolkningsvekst i Oslo-regionen fra 2000 til 2013, samt en prognose for videre vekst frem mot 2030.



Figur. 10 – Befolkningsvekst

Kilde: (SSB 2013)



Framsikret samlet folkemengde i Akershus og Oslo 2011-2030

Figur. 11 – Befolkningsprognoser

Kilde: (Akershus Fylkeskommune)

Oslo-regionen har i likhet med resten av landet en økende andel eldre. Frem mot 2030 vil befolkningsgruppen over 67 år øke med hele 87 prosent. Regionen hadde i 2013 om lag 44 prosent med høyere utdanning. Dette er hele 16 prosentpoeng over landsgjennomsnittet (SSB 2013).

Det viser seg at de som bosetter seg utenfor bykjernen har andre preferanser enn de som bosetter seg i bykjernen. I følge Hjorthol og Lian (2004) er trygge omgivelser for barna, mindre trafikk og større bolig de viktigste faktorene for gruppen som kan tenke seg å bosette seg utenfor bykjerne. For mange i denne gruppen har det de siste årene vært mest aktuelt å bosette seg i rimelige usentrale boliger, men som nevnt tidligere er trenden i 2013 at dyre boliger nær sjøen med høy kvalitet selger best.

Økt befolkning i Oslo-regionen vil, slik jeg ser det, være utelukkende positivt for Selvaag. Større behov for nye boliger vil føre til økte priser på produktene Selvaag tilbyr.

5.9.4 Teknologiske faktorer

Vegtrafikken har siden 1970 økt med over 200 prosent mens befolkningen har økt med 30 prosent. Stor trafikk setter store krav til veibygging og annen infrastruktur ved bygging av nye boligområder. Gode pendlemuligheter, men også skjerming fra trafikk nevnes som viktige faktorer for beboere utenfor bysentre.

Per dags dato er ansvaret for kollektivtransporten i Norge delt mellom stat, fylkeskommune og kommune. Staten har i all hovedsak konsentrert seg om jernbane- og riksveiutbygging, mens fylkeskommunene og kommunene har hatt ansvaret for trikk og t-bane. Høyre vedtok under årets landsmøte at "For å møte den sterke veksten i transportterspørsel rundt de større byområdene må derfor staten i større grad bidra til drift og investering i kollektivtrafikk. (Høyre). Grunnet økt befolkningsvekst i Oslo-regionen vil det med andre ord bli satset mer på kollektivtrafikktilbudet.

5.10 Oppsummering ekstern analyse

Ved hjelp av Michael Porters fem krefter modell forsøker jeg å kartlegge Selvaags omgivelser. Ut fra de fem konkurransekraftene prøvde jeg å finne hvorvidt Selvaag innehar

ulike konkurransefortrinn. Sentralt i Selvaags drift er eiendommene de besitter og utvikler for salg. Disse eiendommene mener jeg er Selvaags største konkurransefortrinn.

Beliggenhet til eiendommene er attraktive for potensielle boligkjøpere. Eiendommene kan ikke erstattes av nye eller eksisterende aktører, og størrelsen på eiendomsprosjektene i Selvaag representerer en sterk forhandlingsposisjon overfor leverandører.

PESTLE analysen er utført for å supplere konkurransemodellen med makroøkonomiske muligheter og trusler. Min konklusjon er at Selvaag er utsatt for makroøkonomiske endringer, både positivt og negativt. Befolkningsvekst, bolyst og miljøbevissthet er utviklingstrender jeg mener Selvaag kan utnytte positivt i tiden som kommer.

6 Verdsettelse

6.1 Resultatregnskap

Jeg vil nå presentere det historiske resultatregnskapet og balanse for Selvaag i perioden 2012- 2013. Hensikten med dette er å skape en forenklet fremstilling av selskapets økonomiske utvikling.

Resultatregnskap		
Beløp i 1000 NOK	2012	2013
Salgsinntekter	kr 2.758.044	kr 2.133.271
Øvrige inntekter	kr 53.976	kr 63.693
Sum driftsinntekter	kr 2.812.020	kr 2.196.964
Prosjektkostnader	kr 2.141.346	kr 1.709.646
Lønns- og personalkostnader	kr 76.806	kr 87.656
Avskrivning og amortisering	kr 21.861	kr 22.089
Andre driftskostnader	kr 135.905	kr 121.116
Øvrige gevinster (tap), netto	kr 73	kr 419
Andel av resultat fra tilknyttede selskaper	kr 53.419	kr 10.933
Sum driftskostnader	kr 2.322.426	kr 1.929.993
Driftsresultat	kr 489.594	kr 266.971
Finansinntekter	kr 23.861	kr 16.419
Finanskostnader	kr 65.326	kr 46.402
Netto finansposter	kr 41.465	kr 29.983
Resultat før skatt	kr 448.129	kr 236.988
Skattekostnad	kr 101.782	kr 51.408
Årets resultat	kr 346.347	kr 185.580
<i>Omregningsdifferanser</i>	<i>kr 41</i>	<i>kr 115</i>
Årets totalresultat	kr 346.388	kr 185.465

Tabell. 4 – Resultatregnskap

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

Resultatregnskapet ovenfor viser at selskapet har gått med overskudd siden oppstarten i 2012. Selskapet har i forbindelse med oppstart hatt store investeringer i utviklingsarealer og det var først i 2013 at inntjeningen på enkelte prosjekter

startet. Jeg ser følgelig at selskapets driftsresultat i 2013 har svekket seg fra det foregående året, men at det fortsatt befinner seg på pluss siden.

6.2 Balanse

Balanse		
Beløp i 1000 NOK	2012	2013
Anleggsmidler		
Goodwill	kr 389.183	kr 383.376
Andre immaterielle eiendeler	kr 70.421	kr 51.106
Varige driftsmidler	kr 6.454	kr 4.914
Investering i tilknyttede selskaper	kr 158.369	kr 150.705
Lån til tilknyttende selskaper og felleskontrollerte virksomheter	kr 35.500	kr 12.251
Andre langsiktige fordringer	kr 116.916	kr 154.336
Sum anleggsmidler	kr 776.843	kr 756.688
Omløpsmidler		
Varelager (eiendom)	kr 3.910.684	kr 4.283.850
Kundefordringer	kr 199.676	kr 107.015
Andre kortsiktige fordringer	kr 289.673	kr 235.254
Kontanter og kontantekvivalenter	kr 557.989	kr 587.042
Sum omløpsmidler	kr 4.958.022	kr 5.213.161
Sum eiendeler	kr 5.734.865	kr 5.969.849

Tabell. 5 – Balanse - eiendeler

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

Ut i fra balansen ser man at selskapet har et betydelig varelager som i all hovedsak består av eiendomsarealene som selskapet har kjøpt i stor Oslo. Jeg ser videre at varelageret økes gradvis. Dette til tross for at utbygging og salg av eiendommene kommer i gang.

6.3 Egenkapital og gjeld

Egenkapital og gjeld

Beløp i 1000 NOK	2012	2013
Egenkapital og gjeld		
Egenkapital		
Egenkapital fordelt på aksjonærer i Selvaag Bolig	kr 2.072.200	kr 2.236.268
Ikke-kontrollerende interesser	kr 74.421	kr 22.718
Sum egenkapital	kr 2.146.621	kr 2.258.986
Gjeld		
Langsiktig gjeld		
Pensjonsforpliktelser	kr 372	kr 1.183
Forpliktelse ved utsatt skatt	kr 105.620	kr 154.097
Avsetninger	kr 92.112	kr 92.578
Annen langsiktig ikke-rentebærende gjeld	kr 15.000	kr 10.269
Langsiktig rentebærende gjeld	kr 1.461.463	kr 2.116.176
Sum langsiktig gjeld	kr 1.674.567	kr 2.374.303
Kortsiktig gjeld		
Kortsiktig rentebærende gjeld	kr 1.368.835	kr 669.039
Leverandørgjeld	kr 181.379	kr 115.157
Betalbar skatt	kr 1.106	kr 2.255
Annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld	kr 362.357	kr 550.109
Sum kortsiktig gjeld	kr 1.913.677	kr 1.336.560
Sum gjeld	kr 3.588.244	kr 3.710.863
Sum egenkapital og gjeld	kr 5.734.865	kr 5.969.849

Tabell. 6 – Balanse - egenkapital og gjeld.

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

Det som tydelig kommer fram i tabellen over egenkapital og gjeld er forandringen på posten langsiktig rentebærende gjeld og kortsiktig rentebærende gjeld. I forbindelse med børsnoteringen tok selskapet opp et nytt langsiktig obligasjonslån som de benyttet til å innfri store deler av den kortsiktige gjelden. Dette for å posisjonere seg bedre for fremtiden og for å få den rentekostnaden.

6.4 Beregning av vektet avkastningskrav (WACC)

6.4.1 Risikofri rente

Som beskrevet tidligere benyttes 10 år norsk statsobligasjon per 30.04.14 som var 2,80 %.

6.4.2 Skattesats

Bruker gjeldende norsk sats på 28 %.

6.4.3 Beregning av beta

Som beskrevet i kapitel 3.1.5 (Se vedlegg 1).

Jeg har valgt å bruke daglige data fra børsnotering 14.06.12 og sammenligner med data fra osebx. Beregner varians til osebx og kovarians mellom Selvaag og osebx. Får da en betaverdi på 0,194. Gjør også en excel-beregning for stigningstallet mellom disse to variablene som indikerer en beta på 0,193. Dette er en veldig lav beta som indikerer liten korrelasjon mellom aksjen og indeksen. Dette ser vi av grafen hvor indeksen har steget og aksjen har svekket seg.



Figur. 12 – Selvaag vs osebx

Kilde: (Oslo børs)

Siden jeg har såpass kort historikk og det er lite omsetning i aksjen gjør det at jeg velger å se bort i fra denne lave verdien og benytter meg av en bransje beta på 0,98 (Nordea, 2013).

6.4.4 Beregning av egenkapitalavkastning

Jeg bruker CAPM som beskrevet i kapitel 3.1.2.

$$E(r_i) = r_f + \beta_i (E(r_m) - r_f)$$

Vi vil ha egenkapitalavkastning etter skatt derfor bruker jeg følgende formel:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f (1-s)], \text{ hvor } s \text{ er skattesats.}$$

Bruker risikofri rente 2,8 %, risikopremie på 6,5 %, beta 0,98 og får da følgende egenkapitalavkastning:

$$E(r_i) = 2,8 \% + 0,98 [6,5 \% - (2,8 \% * 0,72)] = 6,41032 \%$$

6.4.5 Beregning av selskapets gjeldskostnad

Selskapet har forskjellige typer lån og har oppgitt at de har gjennomsnittlig kostnad på 6,58 % på obligasjonslån, gjennomsnittlig kostnad på 4,35 % på tomtelån og gjennomsnittlige kostnad på 4,22 % på byggelån og andre lån har en gjennomsnittlig kostnad på 5,24 %. Vi summer opp de forskjellige lånene og vekter. Kommer da frem til en gjennomsnittlig lånekostnad for selskapet på 4,71 %.

Låneinstrument	Beløp	Rentesats	Vekta sats
Obligasjonlån	kr 489 908	6,58 %	1,16 %
Tomtelån	kr 235 694	4,35 %	0,37 %
Tomtelån	kr 131 000	4,35 %	0,20 %
Tomtelån	kr 195 000	4,35 %	0,30 %
Tomtelån	kr 77 943	4,35 %	0,12 %
Tomtelån	kr 59 250	4,35 %	0,09 %
Tomtelån	kr 42 000	4,35 %	0,07 %
Tomtelån	kr 73 700	4,35 %	0,12 %
Tomtelån	kr 65 010	4,35 %	0,10 %
Tomtelån	kr 21 300	4,35 %	0,03 %
Tomtelån	kr 29 400	4,35 %	0,05 %
Tomtelån	kr 67 049	4,35 %	0,10 %
Byggelån	kr 205 575	4,22 %	0,31 %
Byggelån	kr 133 090	4,22 %	0,20 %
Byggelån	kr 88 456	4,22 %	0,13 %
Byggelån	kr 154 187	4,22 %	0,23 %
Byggelån	kr 58 339	4,22 %	0,09 %
Byggelån	kr 39 240	4,22 %	0,06 %
Byggelån	kr 151 473	4,22 %	0,23 %
Byggelån	kr 31 105	4,22 %	0,05 %
Byggelån	kr 116 516	4,22 %	0,18 %
Byggelån	kr 58 267	4,22 %	0,09 %
Tomtelån	kr 34 600	4,35 %	0,05 %
Byggelån	kr 41 536	4,22 %	0,06 %
Tomtelån	kr 69 888	4,35 %	0,11 %
Byggelån	kr 41 944	4,22 %	0,06 %
Andre lån	kr 75 745	5,24 %	0,14 %
Sum rentebærende gjeld	kr 2 787 215		4,71 %

Tabell. 7 – Gjeld

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

Skattejustert er gjeldskostnaden på 3,39 %.

6.4.6 Beregning av gjeldsgrad

Benytter markedsverdi av egenkapital og netto finansielle forpliktelser. For utregning av netto finansielle forpliktelser se kapittel 4.

	<i>Kurs</i>	<i>Antall aksjer</i>	<i>Verdi</i>	<i>%</i>
Markedsverdi egenkapital per 30.04	17,8	93765688	kr 1 669 029 246	43,16 %
Netto finansielle forpliktelser			kr 2 198 173 000	56,84 %
Totalkapital			kr 3 867 202 246	100,00 %

Tabell. 8 – Finansielle forpliktelser

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

6.4.7 Beregning av WACC

Som beskrevet i kapitel 3.1.1 benytter jeg følgende formel for utregning av WACC.

$$WACC = \frac{E}{V} * k_e + \frac{D}{V} * k_g * (1 - s)$$

Setter inn verdier for variablene og finner WACC:

$$WACC = (1\,669\,029\,246 \text{ kr} / 3\,867\,202\,246 \text{ kr}) * 6,41 \% + (2\,198\,173\,000 \text{ kr} / 3\,867\,202\,246 \text{ kr}) * 3,39 \% = 4,7 \%$$

Jeg vil benytte en WACC på 4,7 %.

WACC	
Egenkapital	kr 1 669 029 246
Rentebærende gjeld	kr 2 198 173 000
Totalkapital	kr 3 867 202 246
Skattejustert rentekostnad gjeld	3,39 %
Avkastningskrav EK	6,41 %
WACC	4,70 %

Tabell. 9 – WACC

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

7 Fremtidsbudsjett

I prognostiseringen av Selvaags fremtidsbudsjett vil jeg kombinere den strategiske analysen med regnskapsanalysen. Jeg vil på denne måten å forsøke å estimere utviklingen i selskapets økonomiske poster for fremtiden. Fremtidsbudsjettet jeg til slutt kommer frem til vil danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen i neste kapittel. I følge Penman (2011) baseres et fremtidsbudsjett på følgende tre faktorer:

- Driftsinntekter
- Omløpshastighet
- Normal profitmargin

Før disse tallene skal estimeres må vi velge en budsjettthorisont. Det er vanlig å benytte en budsjettperiode på 5-10 år. Dette valget vil ofte avhenge om hvorvidt selskapet oppnår ”steady state” i nærmeste fremtid. Steady state betyr at selskapet har kommet inn i en periode med stabil vekst, nær den generelle økonomien (Penman, 2011). Dersom det er lenge til selskapet oppnår steady state må man velge en lenger budsjettthorisont. Har selskapet allerede oppnådd steady state eller ser ut til å oppnå denne i overskuelig fremtid kan man velge en kortere budsjettperiode. Jeg har valgt å lage budsjett fram til og med 2017.

7.1 Prognose for driftsinntekter

Selvaags driftsinntekter består av salgsinntektene fra boligene som blir bygget. For å estimere fremtidig endring i disse salgsinntektene må vi se på boligprisutvikling og antall boliger som blir ferdigstilt.

Beløp i 1000 nok					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	kr 2 196 964	kr 2 821 660	kr 2 934 527	kr 3 051 908	kr 3 173 984
endring %		28,43 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %

Tabell. 10– Driftsinntekter

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

Jeg regner med en stor økning av driftsinntekter fra 2013 til 2014. Videre framover legger jeg inn en stødig vekst på 4 %. Den store økningen fra 2013 til 2014 skyldes et svakt 2013 der det var et stort press eiendomsmarkedet og det ble overlevert færre boliger enn antatt. Selskapet har nå per 30.04 1474 boliger i produksjon der 75 % av disse er solgt. Selvaag er godt rustet for videre vekst gjennom en solid tomtebank. De har tomter for 10 650 boliger hvor ca 75 % er i stor-Oslo.

Selvaag har en framtidig målsetning om å kunne overlevere 1500 boliger i året.

For 2014 har selskapet bokført en salgsverdi på 405 millioner kroner i tillegg til det som opprinnelig var budsjettet. Dette er penger som kommer fra prosjekt Lervik Brygge.

7.2 Prognose for omløpshastighet

I følge Morningstar (2011) har eiendomsbransjen på S&P en gjennomsnittlig en ATO på 0,8. Bedrifter som har investert mye i anleggsmidler (tungindustri) har ofte en lav omløpshastighet i forhold til kapitalen (Boye, Heskestad & Holm, 2004).

7.3 Prognose for Normal profittmargin

Som figuren viser er det en relativt stor økning i driftskostnader fra 2013 til 2014. Dette på grunn av høyere aktivitet og at kostnadene følger inntektene. Videre utover har vi lagt inn en jevn kostnadsøkning som er litt over inflasjonsestimater på 2,5 %. Dette gir en margin som flater mot 15 %. Selskapet har satt en målsetning om 16 % margin på modulbygg og 12 % på plassbygde prosjekter.

Beløp i 1000 nok					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	kr 2 196 964	kr 2 821 660	kr 2 934 527	kr 3 051 908	kr 3 173 984
endring %		28,43 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Driftskostnader	kr 1 929 993	kr 2 296 692	kr 2 365 592	kr 2 436 560	kr 2 509 657
Driftsresultat før skatt	kr 266 971	kr 524 969	kr 568 934	kr 615 348	kr 664 327
Skattekost	kr 74 752	kr 146 991	kr 159 302	kr 172 297	kr 186 012
Driftsresultat etter skatt	kr 192 219	kr 377 977	kr 409 633	kr 443 050	kr 478 316
Margin	8,75 %	13,40 %	13,96 %	14,52 %	15,07 %

Tabell. 11– Driftsoversikt

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

8 Fundamental verdsettelse av Selvaag

8.1 Terminalverdi

Ved beregning av superprofitt vil jeg som forklart i kapittel 4.2.1 beregne en terminalverdi for utløp av budsjettperioden. Formelen for denne er gitt ved:

Terminalverdi = $NOA_{t+1} / (WACC - g)$, g = jevn veksttakt, som regel lik BNP-vekst.

Altså forutsetter man at superprofitten har kommet til en steady state og vil vokse jevnt.

Jeg vil i denne oppgaven forutsette at på grunn av markedseffesiens, økt konkurranse, høyere rente og dermed høyere kapitalkostnader slik at superprofitten ikke vil vedvare. Av den grunn setter jeg terminalverdien lik 0.

8.2 Fundamental verdsettelse

Jeg vil nå utføre en fundamental verdsettelse av Selvaag ved hjelp av superprofittmodellen og totalkapitalmetoden. Begrunnelse for valg av modell fremgår i kapittel.4. Grunnlaget for verdsettelsen vil være fremtidsregnskapet som ble utarbeidet i forrige kapittel samt WACC.

Selvaag Bolig

Beløp i 1000 nok

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	kr 2 812 020	kr 2 196 964	kr 2 821 660	kr 2 934 527	kr 3 051 908	kr 3 173 984
Endring %		-21,87 %	28,43 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Driftskostnader	kr 2 322 426	kr 1 929 993	kr 2 296 692	kr 2 365 592	kr 2 436 560	kr 2 509 657
Driftsresultat før skatt	kr 489 594	kr 266 971	kr 524 969	kr 568 934	kr 615 348	kr 664 327
Skattekost	kr 137 086	kr 74 752	kr 146 991	kr 159 302	kr 172 297	kr 186 012
Driftsresultat etter skatt	kr 352 508	kr 192 219	kr 377 977	kr 409 633	kr 443 050	kr 478 316
Margin	12,54 %	8,75 %	13,40 %	13,96 %	14,52 %	15,07 %
Sum driftsrelaterte eiendeler	kr 4 887 203	kr 5 147 553	kr 5 188 733	kr 5 230 243	kr 5 272 085	kr 5 314 262
Sum driftsrelaterte forpliktelser	kr 1 749 424	kr 1 034 309	kr 1 042 583	kr 1 050 924	kr 1 059 332	kr 1 067 806
NOA	kr 3 137 779,00	kr 4 113 244,00	kr 4 146 149,95	kr 4 179 319,15	kr 4 212 753,70	kr 4 246 455,73
ATO		0,5341	0,6805	0,7022	0,7244	0,7474
RNOA		0,0373	0,0728	0,0783	0,0840	0,0900
g		2,50				
wacc		4,70				
ReOI		kr 44 875	kr 184 827	kr 214 937	kr 246 797	kr 280 492
Diskonteringsrate		1,000470	1,000939	1,001409407	1,00187965	1,002350
Nåverdi av ReOI		kr 44 854	kr 184 654	kr 214 635	kr 246 334	kr 279 835
Sum nåverdi til og med 2017		kr 970 311				
Terminalverdi		kr 0				
Selskapsverdi		kr 5 083 555				
Netto finansiell gjeld		kr 2 198 173				
Verdi egenkapital		kr 2 885 381,98				
Antall aksjer		93765,688				
Verdi per aksje		kr 30,77				

Tabell.12 – Fundamental verdsettelse

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

I beregningene har jeg tatt utgangspunkt i fremtidsbudsjettet. Jeg har videre lagt til avkastningskravet (WACC) jeg beregnet i kapittel 6 på 4,70 prosent og en generell økonomisk vekst på 2,5 prosent. Jeg ser da at jeg får en estimert verdi på egenkapitalen som ligger på kr 2 885 381 000. Når denne verdien deles på antall aksjer får vi en estimert aksjepris på 30,77 NOK. Aksjen omsettes per 30.04. på Oslo børs for 17,8 og er derfor ut ifra mitt estimat underpriset. Det vil være stor usikkerhet knyttet til denne aksjeverdien og små endringer i budsjettdriverne som ligger bak beregningen vil kunne endre prisen. Jeg vil derfor utføre en sensitivitetsanalyse i kapittel 9 for å se hvor sensitiv den estimerte aksjekursen er for endringer i forutsetningene som er tatt.

8.3 Komparativ verdsettelse

	Markedsverdi	Egenkapital	Salgsinntekter	P/B	P/S	Antall aksjer	kurs
Norwegian Property ASA	4 140,77	5 057,40	769,80	0,82	5,38	548 446 832,00	7,55
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	11 687,70	10 953,22	1 930,00	1,07	6,06	10 644 532,00	1 098,00
Borgestad	234,14	473,00	71,20	0,50	3,29	3 393 310,00	69,00
Gjennomsnitt	5 354,20	5 494,54	923,67	0,97	5,80		
Selvaag Bolig	1 669,03	1 966,60	219,60	0,85	7,60	93 765 688,00	17,80

Tabell.13 – Komparativ verdsettelse

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{((P/B) * \text{Balanseført Egenkapital})}{\text{Antall Aksjer}}$$

Ut i fra fremstillingen ovenfor får jeg en P/B multiplikator for bransjen på 0,97. Ved å bruke formelen får jeg da en estimert aksjeverdi for Selvaag på 20,43 kr.

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (0,97 * 1966,60) / 93\,765,688 = 20,43 \text{ kr.}$$

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{((P/S) * \text{Salgsinntekter})}{\text{Antall Aksjer}}$$

P/S multiplikatoren for bransjen er på 5,8. Dette gir en estimert aksjeverdi på 13,58 kr.

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (7,6 * 219,6) / 93\,765,688 = 13,58 \text{ kr.}$$

Med å vekte begge metodene likt får jeg følgende aksjekurs:

$$(20,43 \text{ kr} + 13,58 \text{ kr}) / 2 = 17,005 \text{ kr.}$$

Som jeg ser er Selvaag priset på linje med sine konkurrenter. Aksjen er derfor ikke noe billigere enn andre eiendomsaksjer på prising av tallene i dag. Vurderingen om man vil eie Selvaag framfor andre eiendomsaksjer må da baseres på framtidsutsiktene til de forskjellige selskapene.

9 Sensitivitetsanalyse

Aksjeverdien vi beregnet basert på den fundamentale verdsettelsen på 30,77 NOK for Selvaag er veldig usikker. De budsjett drivere og krav som er benyttet er mine estimat som baserer seg på analyser og teori. For å synliggjøre denne problematikken vil jeg nå utføre en sensitivitetsanalyse som ved å endre kritiske budsjett- og verdi drivere viser utslaget på den estimerte aksjeverdien. Jeg vil se på endring i avkastningskrav, endring i driftsresultat og kombinasjonen mellom disse.

Først ser jeg på endringer i avkastningskravet. Her benytter jeg intervaller fra 2,57 % til 12,57 %. Jeg ser at aksjeverdien er veldig følsom for valg av avkastningskrav, hvor kursutslagene varierer fra 14,19 kr til 34,99 kr.

Endring i avkastningskrav						
Akastningkrav	2,57 %	4,57 %	6,57 %	8,57 %	10,57 %	12,57 %
Estimert aksjeverdi	kr 34,99	kr 30,77	kr 26,82	kr 22,60	kr 18,39	kr 14,19

Tabell.14 – Endring i avkastningskrav

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

Deretter ser jeg på endringer i driftsresultatet. Her benytter jeg intervaller fra -40 % til 40 %. Da har jeg forutsatt at driftsresultatet for alle år i budsjettperioden endres i intervaller på 20 %.

Også her ser jeg at aksjeverdien er veldig følsom for endring i driftsresultat, hvor kursutslagene varierer fra 23,49 kr til 38,05 kr.

Endring i driftsresultat					
Prosentvis endring DI	-40 %	-20 %	0 %	20 %	40 %
Estimert aksjeverdi	kr 23,49	kr 27,13	kr 30,77	kr 34,41	kr 38,05

Tabell.15 – Endring i driftsresultat

Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

Så ser jeg på kombinasjonen av endring i avkastningskrav og endring i driftsresultat. Jeg ser et «worst case» scenario hvor driftsresultatet er 40 % lavere enn først antatt og hvor avkastningskravet er på 12,57 %. Dette gir en aksjevurdering på 6,93 kr.

Motsatt et «best case» scenario hvor driftsresultatet er 40 % høyere enn først antatt og hvor avkastningskravet er på 2,57 %. Dette gir en aksjevurdering på 42,55 kr.

Endring driftsresultat					
Avkastningskrav	-40,00 %	-20,00 %	0,00 %	20,00 %	40,00 %
2,57 %	kr 27,98	kr 31,62	kr 34,99	kr 38,90	kr 42,55
4,57 %	kr 23,76	kr 27,40	kr 30,77	kr 34,68	kr 38,05
6,57 %	kr 19,54	kr 23,18	kr 26,82	kr 30,45	kr 34,09
8,57 %	kr 15,34	kr 18,97	kr 22,60	kr 26,24	kr 29,87
10,57 %	kr 11,13	kr 14,76	kr 18,39	kr 22,03	kr 25,66
12,57 %	kr 6,93	kr 10,56	kr 14,19	kr 17,82	kr 21,45

Tabell.16 – Sensitivitetsanalyse
Kilde: (Selvaag Bolig årsrapport 2013)

10 Konklusjon

10.1 Formål og funn

Formålet med denne masteravhandlingen har vært å verdsette Selvaag Bolig ASA. I den sammenhengen har jeg gjennomført en fundamental verdsettelse, en komparativ og en sensitivitetsanalyse. I forbindelse med studien har jeg gjort flere interessante funn.

10.2 Fundamental verdsettelse

Ved bruk av superprofittmodellen har jeg funnet et verdiestimat som indikerer et kursmål på 30,77 kr. Det innebærer en betydelig oppside fra kurs per 30.04.14 på kr 17,80. Ved innfrielse av kursmål tilsvarer dette en oppside på 57,85 %.

10.3 Den komparative analysen

Den komparative analyse konkluderer med at selskapet er priset på linje med sine konkurrenter i forhold til bokførte verdier og salgsinntekter. En prising på linje med konkurrentene kan likevel være en attraktiv investering, da bransjen som helhet kan være gjenstand for positiv verdiutvikling. Mer - eller mindre verdier er ikke analysert. Dette kunne gi positive eller negative utslag for Selvaag.

10.4 Sensitivitetsanalyse

Analysen er sensitiv for endringer i de forutsetningene som er lagt til grunn. En av de mest sentrale forutsetningene er rentenivå med tilsvarende kapitalkostnader. Positiv utvikling i norsk økonomi med tilsvarende godt eiendomsmarked vil ut fra dagens renteprognose kun representere en liten økning i rentenivå. (forutsetter at nasjonalt inflasjonsmål holdes). I motsatt fall, og dersom makroøkonomiske forhold flater ut eller viser en negativ vekst, vil framtiden for eiendomsmarkedet være usikker. Begge disse forholdene vil gi utslag i lønnsomhet og resultat. Sensitivitetsanalysen viser med tydelighet at dette vil påvirke prisingen av selskapet i vesentlig grad.

eiendomsmarkedet i Norge og bransjen som helhet er veldig usikker. Dette vil gi utslag i driftsresultatet og som sensitivitetsanalysen viser vil det ha stor betydning for vurderingen av selskapet.

10.5 Andre faktorer

I tillegg vil det også være en rekke andre faktorer som kan påvirke selskapet og aksjekursen. Dette kan være oppkjøp, fusjoner, endring av strategi og kraftige investeringer som gir behov for refinansiering. Disse er ikke analysert i oppgaven.

Referanseliste

Bøker

Barney, J. (2002) *Gaining and sustaining competitive advantage*. Upper Sadle River N.J: Prentice Hall.

Barney, J. Clark. D. *Resource-Based Theory. Creating and Sustaining Competitive Advantage*. Oxford: Oxford University Press.

Boye, K. Heskestad, T. Holm, E. (2004) *Kostnads- og inntekstanalyse*. Oslo: Universitetsforlaget

Boye, Knut & Meyer, Christine B. (2000). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Blumberg, Boris, Cooper, Donald R. & Schindler, Pamela S. (2011). *Business Research Methods*. Maidenhead, Berkshire: McGraw-Hill.

Dahl, G.A., Hansen, T., Hoff, R., & Kinserdahl, A. (1997) *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk forlag.

Damodaran, A. (2002) *Investment valuation : tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: Wiley.

DiPasquale , D. Wheaton, W. (1996) *Urban economics and real estate markets*. Englewood Cliffs, N.J. : Prentice Hall

Gjesdal, Frøystein & Johnsen, Thore. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Hawkins, D. F. (1997) *Corporate Financial Report And Analysis: Text and Cases*. Boston: Mcgraw-Hill.

Hill, Charles W.L. & Jones, Gareth R. (2009). *Theory of Strategic Management*. Canada: South-Western Cengage Learning.

Hoff, K. G. (2002) *Bedriftens økonomi*. Oslo: Universitetsforlaget.

Koller, T., Copeland, T.E., Wessels, D., & Goedhart, M. (2010) *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J: Wiley.

Kristoffersen, T. (2002) *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.

Madura, J. Fox, R. (2007) *International financial management*. London: Thomson Learning.

Palepu, K. G., Healy, P. M., & Bernard, V. L. (2007) *Business analysis & valuation: using financial statements*. Mason, Ohio: South-Western College Pub.

Peiser, R. Frej, A. (2003) *Professional real estate development: The uli guide to business*. Washington D.C. :Urban Land Institute.

Penman, S.H. (2011) *Financial statement analysis and security valuation*. Boston, Mass: McGraw-Hill.

Porter, Michael E. (1980b). Industry Structure and Competitive Strategy: Keys to Profitability. *Financial Analysts Journal*, 36(4), 30-41.

Roos, G. Krogh, G. Roos, J. Boldt-Christmas, L. (2010) *Strategi: en innføring*. Bergen: Fagbokforlaget

Salaman, G. & Asch, D. (2003) *Strategy and capability: Sustaining organizational change*. Oxford: Blackwell Publication.

Stickney, C. Brown, P.R. Wahlen, J.M.(2004) *Financial reporting and statement analysis : a strategic perspective*. Mason, Ohio: South-Western.

Nettsider

Akershus Eiendom.(17.03.2011) *The Norwegian Commercial Property Market*. Lastet ned 11. April 2011, fra <http://www.akershus-eiendom.no/markedsrapporter/>

Akershus fylkeskommune (24.06.2010) *Sterk befolkningsvekst i Akershus og Oslo*. Lastet 24.april 2014, fra http://www.akershus.no/tema/Statistikk/Befolkning/?article_id=39992

Borgestad ASA. (2013a) *Årsregnskap 2014*. Lastet, fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=349841>

Byggeindustrien, NTB. (13.10.2009) – *Endret boligskatt gir ikke lavere boligpris*. Lastet 03.april 2011, fra <http://www.bygg.no/id/47512>

Finansdepartementet (2007) (18. juni 2007) *Direkte og indirekte investeringer*. Lastet fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2007-2008/stmeld-nr-1-2007-2008-/9.html?id=483066>

Finansdepartementet (2009) (Oktober 2009) *Nasjonalbudsjettet 2010*. Lastet ned 03. april 2014, fra <http://www.regjeringen.no/pages/2249931/PDFS/STM200920100001000DDDPDFS.pdf>

NEF (2013) *Boligprisstatistikk*. Lastet 28. mars 2013, fra <http://www.nef.no/xp/pub/topp/boligprisstatistikk>

Norges Bank (2014) *Risikofri rente*. Lastet fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/>

Norwegian Property ASA. (2013a) *Årsregnskap 2014*. Lastet, fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=348594>

NOU 2000:18 (2000) *Skattlegging av petroleumsvirksomheten*. Lastet 03.mai 2011, fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2000/nou-2000-18/16.html?id=359951>

NOU 2011:1 (2011) *Bedre rustet mot finanskriser*. Lastet fra <http://www.regjeringen.no/pages/15296179/PDFS/NOU201120110001000DDDPDFS.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2013a) *Årsregnskap 2014*. Lastet, fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=351138>

Oslo Børs (2013). *Oslo Børs - Kursutvikling – SBO*. Lastet ned 14.april 2014, fra http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=SBO&newt_menuCtx=1.1.16

Oslo kommune (2008). *Oslo mot 2025*. Lastet ned 13.mars 2014, fra [http://www.byrådsavdeling-for-finans-og-naring.oslo.kommune.no/getfile.php/byrådsavdeling%20for%20finans%20\(FIN\)/Internett%20\(FIN\)/Dokumenter/Kommuneplan%20vedtatt_2008_uten%20kart.pdf](http://www.byrådsavdeling-for-finans-og-naring.oslo.kommune.no/getfile.php/byrådsavdeling%20for%20finans%20(FIN)/Internett%20(FIN)/Dokumenter/Kommuneplan%20vedtatt_2008_uten%20kart.pdf)

Plan og bygningsloven. (2008) *Lov om planlegging og byggesaksbehandling*. 27.06.2008. Lastet fra:

http://www.lovdatab.no/cgi-wift/wiftldles?doc=/app/gratis/www/docroot/ltavd1/filer/nl-20080627-071.html&emne=omr%E5deregulering*%26%2312-2

Regnskapsloven.(2005) *Kongruensprinsippet*. Lastet fra <http://www.lovdatab.no/all/tl-19980717-056-004.html#4-3>

Selvaag Bolig ASA. (2013a) *Årsregnskap 2014*. Lastet, fra <http://www.hugin.info/148038/R1773677/604491.pdf>

Selvaag Bolig ASA. (2013a) *Om selskapet*. Lastet ned 10 april, fra <http://selvaagboligasa.no/nb-NO/OmOss.aspx>

Selvaag Bolig ASA. (2014) *20 største aksjonærer*. Lastet ned 01. april 2014, fra <http://selvaagboligasa.no/nb-NO/Aksjeinformasjon/Aksjonarer.aspx>

Selvaag Bolig ASA. (2014) *4. kvartal 2013*. Lastet ned 02. feb 2014, fra <http://hugin.info/148038/R/1764875/598958.pdf>

Selvaag Bolig ASA (2014) *Gjeldsinformasjon*. Lastet 05. feb 2014, fra <http://selvaagboligasa.no/nb-NO/Gjeld.aspx>

SSB (2011) *Konjunkturer - statistikk, analyser og prognoser*. Lastet 25.mars 2011, fra <http://www.ssb.no/emner/08/okind/main.shtml>

SSB (2011) *Byggekostnadsindeks*. Lastet 12. mai 2011, fra <http://www.ssb.no/bkibol/fig-2011-05-12-01.html>

SSB (2010) *Befolkningsvekst rundt Oslo*. Lastet 24.april 2011, fra <http://www.ssb.no/samfunnsspeilet/utg/201005/02/>

SSB 2009 (01.10.2009) *Nær halvparten I Oslo har høyere utdanning*. Lastet 24. april 2011, fra <http://www.ssb.no/utniv/>

Artikler

Flåøyen, L. (2009). Hvorfor og hvordan investere i næringsseiendom. *Praktisk økonomi & finans*(4), 29-38.

Koller, Tim, Goedhart, Marc & Wessels, David. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J: Wiley

Hjorthol, R. Lian J. I. (2004) *Samfunnsmessige trender - betydning for mobilitet og transport i storbyområdet*. TØI 718/2004. Lastet fra <http://www.toi.no/getfile.php/Publikasjoner/T%D8I%20rapporter/2004/718-2004/718-rapport.pdf>

Thomson, T.V. (2007). Eiendom og finansiell strategi. *Praktisk økonomi & finans*(3), 68-79

Undervisningsmaterieell

Knivsfå, K. H. (2013). Forelesningsplansjer. Upubliserte forelesningsplansjer

Vedlegg: Beta

Dato	Selvaag	%	Osebx	%	Dato	Selvaag	%	Osebx	%	Dato	Selvaag	%	Osebx	%
30.04.2014	17,8	1,71 %	578,37	0,39 %	04.02.2014	18,7	-0,53 %	534,61	-0,02 %	07.11.2013	17,5	0,57 %	539,53	-0,62 %
29.04.2014	17,5	-3,31 %	576,12	1,64 %	03.02.2014	18,8	4,44 %	534,71	-0,19 %	06.11.2013	17,4	-0,57 %	542,88	1,61 %
28.04.2014	18,1	4,62 %	566,82	0,10 %	31.01.2014	18	-0,55 %	535,73	-0,78 %	05.11.2013	17,5	-0,57 %	534,28	-0,46 %
25.04.2014	17,3	-3,35 %	566,24	0,60 %	30.01.2014	18,1	-1,09 %	539,92	0,50 %	04.11.2013	17,6	-2,22 %	536,73	0,33 %
24.04.2014	17,9	-1,65 %	562,89	0,62 %	29.01.2014	18,3	2,81 %	537,22	-1,18 %	01.11.2013	18	-1,10 %	534,98	0,50 %
23.04.2014	18,2	0,55 %	559,41	-0,31 %	28.01.2014	17,8	-0,56 %	543,65	-0,13 %	31.10.2013	18,2	0,55 %	532,33	-0,69 %
22.04.2014	18,1	-1,09 %	561,13	1,93 %	27.01.2014	17,9	-3,24 %	544,34	-0,69 %	30.10.2013	18,1	2,26 %	536,05	-0,29 %
16.04.2014	18,3	0,55 %	550,53	0,86 %	24.01.2014	18,5	3,93 %	548,1	-1,55 %	29.10.2013	17,7	-1,12 %	537,63	0,64 %
15.04.2014	18,2	2,25 %	545,82	0,10 %	23.01.2014	17,8	-0,56 %	556,72	-0,99 %	28.10.2013	17,9	2,29 %	534,23	-0,62 %
14.04.2014	17,8	-2,20 %	545,29	0,63 %	22.01.2014	17,9	0,00 %	562,29	-0,51 %	25.10.2013	17,5	-1,13 %	537,58	0,87 %
11.04.2014	18,2	1,68 %	541,85	-2,22 %	21.01.2014	17,9	-0,56 %	565,16	0,59 %	24.10.2013	17,7	0,00 %	532,92	1,00 %
10.04.2014	17,9	-2,19 %	554,18	-0,01 %	20.01.2014	18	1,12 %	561,87	-0,23 %	23.10.2013	17,7	-2,21 %	527,62	-0,20 %
09.04.2014	18,3	3,39 %	554,22	1,09 %	17.01.2014	17,8	-0,56 %	563,19	-0,29 %	22.10.2013	18,1	1,69 %	528,69	0,70 %
08.04.2014	17,7	-2,21 %	548,24	-0,92 %	16.01.2014	17,9	1,70 %	564,82	0,33 %	21.10.2013	17,8	0,00 %	525,04	1,08 %
07.04.2014	18,1	0,00 %	553,32	-1,54 %	15.01.2014	17,6	0,00 %	562,95	1,11 %	18.10.2013	17,8	-1,66 %	519,41	1,03 %
04.04.2014	18,1	-0,55 %	561,96	0,52 %	14.01.2014	17,6	0,00 %	556,77	-0,27 %	17.10.2013	18,1	1,69 %	514,09	0,22 %
03.04.2014	18,2	4,00 %	559,04	-0,20 %	13.01.2014	17,6	0,00 %	558,28	0,32 %	16.10.2013	17,8	-3,26 %	512,98	0,05 %
02.04.2014	17,5	0,57 %	560,15	0,00 %	10.01.2014	17,6	0,57 %	556,51	0,52 %	15.10.2013	18,4	0,55 %	512,73	1,13 %
01.04.2014	17,4	2,35 %	560,14	-0,32 %	09.01.2014	17,5	0,00 %	553,63	0,62 %	14.10.2013	18,3	0,00 %	507,01	0,39 %
31.03.2014	17	0,00 %	561,95	0,23 %	08.01.2014	17,5	-1,13 %	550,22	0,58 %	11.10.2013	18,3	0,00 %	505,05	0,11 %
28.03.2014	17	0,00 %	560,66	0,08 %	07.01.2014	17,7	-1,67 %	547,04	0,08 %	10.10.2013	18,3	0,00 %	504,52	1,46 %
27.03.2014	17	-1,73 %	560,19	-0,32 %	06.01.2014	18	1,12 %	546,59	-0,22 %	09.10.2013	18,3	0,55 %	497,28	-0,20 %
26.03.2014	17,3	0,58 %	562	0,90 %	03.01.2014	17,8	0,00 %	547,79	0,16 %	08.10.2013	18,2	-0,55 %	498,27	-1,20 %
25.03.2014	17,2	1,78 %	556,99	0,82 %	02.01.2014	17,8	0,56 %	546,93	-0,35 %	07.10.2013	18,3	0,00 %	504,31	-0,62 %
24.03.2014	16,9	-1,74 %	552,47	-0,38 %	30.12.2013	17,7	3,51 %	548,86	-0,15 %	04.10.2013	18,3	0,00 %	507,46	-0,24 %
21.03.2014	17,2	0,58 %	554,55	1,10 %	27.12.2013	17,1	0,59 %	549,7	1,00 %	03.10.2013	18,3	1,10 %	508,69	0,80 %
20.03.2014	17,1	0,00 %	548,54	0,33 %	23.12.2013	17	-2,86 %	544,24	1,30 %	02.10.2013	18,1	0,56 %	504,66	0,26 %
19.03.2014	17,1	-1,72 %	546,72	-0,04 %	20.12.2013	17,5	-2,78 %	537,27	1,08 %	01.10.2013	18	-2,17 %	503,33	0,31 %
18.03.2014	17,4	-1,14 %	546,96	0,43 %	19.12.2013	18	0,56 %	531,53	0,68 %	30.09.2013	18,4	-2,13 %	501,76	-1,26 %
17.03.2014	17,6	1,15 %	544,63	0,91 %	18.12.2013	17,9	-0,56 %	527,92	-0,51 %	27.09.2013	18,8	0,00 %	508,15	-0,36 %
14.03.2014	17,4	-0,57 %	539,72	-0,68 %	17.12.2013	18	0,00 %	530,6	-0,01 %	26.09.2013	18,8	1,08 %	509,97	-0,09 %
13.03.2014	17,5	-1,69 %	543,43	-0,51 %	16.12.2013	18	5,26 %	530,63	0,56 %	25.09.2013	18,6	0,00 %	510,44	0,33 %
12.03.2014	17,8	0,00 %	546,23	-1,46 %	13.12.2013	17,1	-1,72 %	527,68	0,45 %	24.09.2013	18,6	-1,06 %	508,74	-0,05 %
11.03.2014	17,8	-2,20 %	554,34	0,35 %	12.12.2013	17,4	0,58 %	525,32	-0,93 %	23.09.2013	18,8	0,00 %	508,99	-0,45 %
10.03.2014	18,2	0,55 %	552,4	-0,78 %	11.12.2013	17,3	-0,57 %	530,27	-0,64 %	20.09.2013	18,8	1,62 %	511,3	0,26 %
07.03.2014	18,1	-0,55 %	556,72	-0,27 %	10.12.2013	17,4	1,16 %	533,69	-0,09 %	19.09.2013	18,5	-2,12 %	509,98	0,72 %
06.03.2014	18,2	0,55 %	558,21	0,21 %	09.12.2013	17,2	0,00 %	534,16	0,36 %	18.09.2013	18,9	0,00 %	506,32	0,07 %
05.03.2014	18,1	0,56 %	557,06	-0,28 %	06.12.2013	17,2	1,18 %	532,23	-0,23 %	17.09.2013	18,9	0,53 %	505,96	-0,12 %
04.03.2014	18	1,12 %	558,6	0,99 %	05.12.2013	17	-1,16 %	533,44	-0,10 %	16.09.2013	18,8	1,62 %	506,55	0,03 %
03.03.2014	17,8	-2,20 %	553,15	-0,46 %	04.12.2013	17,2	0,00 %	533,98	-0,76 %	13.09.2013	18,5	-3,14 %	506,38	0,13 %
28.02.2014	18,2	-0,55 %	555,72	0,57 %	03.12.2013	17,2	0,00 %	538,07	-0,79 %	12.09.2013	19,1	0,00 %	505,73	-0,46 %
27.02.2014	18,3	-1,61 %	552,59	0,05 %	02.12.2013	17,2	1,78 %	542,37	-0,08 %	11.09.2013	19,1	-2,55 %	508,07	0,61 %
26.02.2014	18,6	1,64 %	552,33	0,15 %	29.11.2013	16,9	0,00 %	542,79	-0,15 %	10.09.2013	19,6	1,03 %	505	0,32 %
25.02.2014	18,3	-0,54 %	551,48	-0,91 %	28.11.2013	16,9	1,20 %	543,61	0,38 %	09.09.2013	19,4	-0,51 %	503,4	0,12 %
24.02.2014	18,4	-2,13 %	556,52	0,46 %	27.11.2013	16,7	-1,18 %	541,53	0,75 %	06.09.2013	19,5	0,00 %	502,8	-0,05 %
21.02.2014	18,8	-2,08 %	553,97	0,47 %	26.11.2013	16,9	1,20 %	537,51	-0,20 %	05.09.2013	19,5	-1,52 %	503,05	-0,01 %
20.02.2014	19,2	0,52 %	551,37	0,44 %	25.11.2013	16,7	0,00 %	538,61	-0,04 %	04.09.2013	19,8	0,00 %	503,12	-0,05 %
19.02.2014	19,1	-2,05 %	548,94	0,16 %	22.11.2013	16,7	0,60 %	538,82	0,37 %	03.09.2013	19,8	1,54 %	503,38	0,08 %
18.02.2014	19,5	0,52 %	548,04	-0,15 %	21.11.2013	16,6	-2,35 %	536,81	-0,69 %	02.09.2013	19,5	1,04 %	502,97	1,25 %
17.02.2014	19,4	1,57 %	548,87	0,29 %	20.11.2013	17	0,00 %	540,55	-0,47 %	30.08.2013	19,3	-1,53 %	496,78	-1,04 %
14.02.2014	19,1	1,06 %	547,28	0,48 %	19.11.2013	17	2,41 %	543,11	-0,29 %	29.08.2013	19,6	-2,49 %	502,01	0,31 %
13.02.2014	18,9	-3,08 %	544,66	-0,65 %	18.11.2013	16,6	-2,35 %	544,69	0,17 %	28.08.2013	20,1	1,01 %	500,44	0,74 %
12.02.2014	19,5	3,72 %	548,21	-0,40 %	15.11.2013	17	0,00 %	543,74	0,81 %	27.08.2013	19,9	1,02 %	496,78	-0,80 %
11.02.2014	18,8	0,00 %	550,42	0,58 %	14.11.2013	17	-0,58 %	539,39	0,79 %	26.08.2013	19,7	-4,37 %	500,8	-0,09 %
10.02.2014	18,8	-0,53 %	547,24	-0,25 %	13.11.2013	17,1	-2,29 %	535,18	-0,29 %	23.08.2013	20,6	4,57 %	501,24	-0,17 %
07.02.2014	18,9	1,61 %	548,6	2,01 %	12.11.2013	17,5	0,00 %	536,73	-1,03 %	22.08.2013	19,7	-0,51 %	502,1	0,77 %
06.02.2014	18,6	0,00 %	537,77	0,96 %	11.11.2013	17,5	0,57 %	542,34	0,81 %	21.08.2013	19,8	-1,00 %	498,25	0,00 %
05.02.2014	18,6	-0,53 %	532,65	-0,37 %	08.11.2013	17,4	-0,57 %	537,98	-0,29 %	20.08.2013	20	0,00 %	498,26	-1,04 %

Dato	Selvaag	%	Oseb	%	Dato	Selvaag	%	Oseb	%	Dato	Selvaag	%	Oseb	%
19.08.2013	20	1,01 %	503,51	0,37 %	29.05.2013	21,6	-1,82 %	491,75	-0,90 %	27.02.2013	20	0,00 %	472,55	0,15 %
16.08.2013	19,8	-3,41 %	501,67	0,37 %	28.05.2013	22	0,46 %	496,23	1,01 %	26.02.2013	20	-0,50 %	471,84	-0,61 %
15.08.2013	20,5	-2,84 %	499,8	-0,74 %	27.05.2013	21,9	2,82 %	491,26	0,84 %	25.02.2013	20,1	2,03 %	474,73	0,77 %
14.08.2013	21,1	0,96 %	503,53	0,63 %	24.05.2013	21,3	1,43 %	487,15	0,21 %	22.02.2013	19,7	2,07 %	471,1	0,28 %
13.08.2013	20,9	-1,42 %	500,36	0,06 %	23.05.2013	21	-0,47 %	486,12	-1,68 %	21.02.2013	19,3	-2,53 %	469,78	-1,40 %
12.08.2013	21,2	2,42 %	500,07	-0,09 %	22.05.2013	21,1	2,43 %	494,45	0,02 %	20.02.2013	19,8	5,88 %	476,47	0,33 %
09.08.2013	20,7	1,97 %	500,51	0,21 %	21.05.2013	20,6	0,49 %	494,36	1,04 %	19.02.2013	18,7	-0,53 %	474,92	0,87 %
08.08.2013	20,3	-1,46 %	499,46	0,99 %	16.05.2013	20,5	0,49 %	489,27	0,16 %	18.02.2013	18,8	0,53 %	470,81	-0,06 %
07.08.2013	20,6	0,49 %	494,57	0,11 %	15.05.2013	20,4	3,03 %	488,5	-0,08 %	15.02.2013	18,7	-1,58 %	471,1	0,26 %
06.08.2013	20,5	-0,97 %	494,03	-0,63 %	14.05.2013	19,8	1,54 %	488,87	-0,12 %	14.02.2013	19	0,53 %	469,87	-0,58 %
05.08.2013	20,7	-2,36 %	497,18	-0,02 %	13.05.2013	19,5	-1,02 %	489,46	0,27 %	13.02.2013	18,9	0,00 %	472,6	0,19 %
02.08.2013	21,2	-0,47 %	497,29	-0,10 %	10.05.2013	19,7	1,03 %	488,16	0,07 %	12.02.2013	18,9	0,53 %	471,7	0,76 %
01.08.2013	21,3	-1,39 %	497,77	0,49 %	08.05.2013	19,5	-1,02 %	487,83	0,38 %	11.02.2013	18,8	-2,08 %	468,12	-0,88 %
31.07.2013	21,6	-0,92 %	495,36	0,39 %	07.05.2013	19,7	0,51 %	485,97	0,18 %	08.02.2013	19,2	3,23 %	472,28	0,65 %
30.07.2013	21,8	2,35 %	493,46	-0,16 %	06.05.2013	19,6	-1,01 %	485,11	0,29 %	07.02.2013	18,6	-0,53 %	469,24	1,14 %
29.07.2013	21,3	0,00 %	494,25	0,01 %	03.05.2013	19,8	-0,50 %	483,71	1,51 %	06.02.2013	18,7	0,00 %	463,97	-0,65 %
26.07.2013	21,3	-2,29 %	494,22	-0,39 %	02.05.2013	19,9	2,05 %	476,5	-0,76 %	05.02.2013	18,7	-1,06 %	467	-0,35 %
25.07.2013	21,8	1,40 %	496,16	-0,38 %	30.04.2013	19,5	-0,51 %	480,13	0,46 %	04.02.2013	18,9	1,07 %	468,62	-0,44 %
24.07.2013	21,5	-1,38 %	498,03	0,08 %	29.04.2013	19,6	0,00 %	477,93	-0,57 %	01.02.2013	18,7	2,19 %	470,69	1,05 %
23.07.2013	21,8	1,40 %	497,61	0,27 %	26.04.2013	19,6	0,00 %	480,68	0,07 %	31.01.2013	18,3	-1,61 %	465,79	-0,39 %
22.07.2013	21,5	0,00 %	496,29	0,02 %	25.04.2013	19,6	3,70 %	480,33	1,24 %	30.01.2013	18,6	0,00 %	467,61	-0,13 %
19.07.2013	21,5	0,00 %	496,18	0,90 %	24.04.2013	18,9	-1,05 %	474,46	0,66 %	29.01.2013	18,6	-1,06 %	468,21	0,18 %
18.07.2013	21,5	-1,83 %	491,75	-0,67 %	23.04.2013	19,1	0,00 %	471,37	1,37 %	28.01.2013	18,8	1,08 %	467,38	-0,82 %
17.07.2013	21,9	1,86 %	495,07	0,31 %	22.04.2013	19,1	-2,55 %	465,01	-0,21 %	25.01.2013	18,6	-2,11 %	471,24	0,40 %
16.07.2013	21,5	0,00 %	493,56	-0,14 %	19.04.2013	19,6	1,03 %	465,99	1,14 %	24.01.2013	19	1,06 %	469,35	0,12 %
15.07.2013	21,5	5,39 %	494,26	0,48 %	18.04.2013	19,4	0,00 %	460,73	0,77 %	23.01.2013	18,8	-2,08 %	468,8	0,76 %
12.07.2013	20,4	0,00 %	491,9	-0,30 %	17.04.2013	19,4	1,04 %	457,23	-1,22 %	22.01.2013	19,2	1,05 %	465,25	-0,58 %
11.07.2013	20,4	0,00 %	493,37	1,58 %	16.04.2013	19,2	-3,52 %	462,86	-0,06 %	21.01.2013	19	-1,04 %	467,97	0,09 %
10.07.2013	20,4	0,00 %	485,68	0,70 %	15.04.2013	19,9	1,53 %	463,16	-1,51 %	18.01.2013	19,2	0,52 %	467,57	0,32 %
09.07.2013	20,4	2,51 %	482,3	0,02 %	12.04.2013	19,6	0,00 %	470,25	-0,69 %	17.01.2013	19,1	-0,52 %	466,1	1,03 %
08.07.2013	19,9	0,00 %	482,18	0,65 %	11.04.2013	19,6	-1,01 %	473,54	0,22 %	16.01.2013	19,2	-1,03 %	461,34	0,47 %
05.07.2013	19,9	0,51 %	479,07	0,11 %	10.04.2013	19,8	-1,00 %	472,52	0,95 %	15.01.2013	19,4	1,04 %	459,16	-0,17 %
04.07.2013	19,8	2,06 %	478,55	1,62 %	09.04.2013	20	0,00 %	468,09	0,37 %	14.01.2013	19,2	-3,52 %	459,95	0,39 %
03.07.2013	19,4	0,00 %	470,93	-1,24 %	08.04.2013	20	0,00 %	466,38	0,71 %	11.01.2013	19,9	2,58 %	458,16	-0,15 %
02.07.2013	19,4	-2,51 %	476,86	0,63 %	05.04.2013	20	-0,50 %	463,1	-1,70 %	10.01.2013	19,4	2,11 %	458,84	0,13 %
01.07.2013	19,9	0,00 %	473,89	1,09 %	04.04.2013	20,1	-0,50 %	471,09	-1,12 %	09.01.2013	19	-2,06 %	458,23	0,48 %
28.06.2013	19,9	1,02 %	468,79	-0,39 %	03.04.2013	20,2	-0,98 %	476,41	0,29 %	08.01.2013	19,4	1,04 %	456,04	0,43 %
27.06.2013	19,7	-1,50 %	470,63	-0,03 %	02.04.2013	20,4	4,08 %	475,02	0,81 %	07.01.2013	19,2	0,52 %	454,11	-0,63 %
26.06.2013	20	-2,44 %	470,77	1,04 %	27.03.2013	19,6	-2,00 %	471,21	-0,23 %	04.01.2013	19,1	1,06 %	456,97	0,38 %
25.06.2013	20,5	-1,44 %	465,94	1,74 %	26.03.2013	20	-0,50 %	472,3	0,20 %	03.01.2013	18,9	0,00 %	455,26	0,17 %
24.06.2013	20,8	1,46 %	457,98	-2,81 %	25.03.2013	20,1	0,00 %	471,34	-0,69 %	02.01.2013	18,9	5,59 %	454,5	2,34 %
21.06.2013	20,5	0,00 %	471,23	-0,03 %	22.03.2013	20,1	0,00 %	474,61	0,10 %	28.12.2012	17,9	1,13 %	444,09	-0,77 %
20.06.2013	20,5	-2,38 %	471,35	-1,23 %	21.03.2013	20,1	-1,95 %	474,13	-0,37 %	27.12.2012	17,7	-2,75 %	447,55	-0,27 %
19.06.2013	21	-0,47 %	477,23	-0,83 %	20.03.2013	20,5	0,49 %	475,88	-0,34 %	21.12.2012	18,2	0,55 %	448,75	0,47 %
18.06.2013	21,1	-1,40 %	481,21	0,66 %	19.03.2013	20,4	0,99 %	477,49	-0,34 %	20.12.2012	18,1	1,12 %	446,64	-0,69 %
17.06.2013	21,4	0,94 %	478,07	0,85 %	18.03.2013	20,2	-0,49 %	479,1	-0,28 %	19.12.2012	17,9	-1,65 %	449,76	0,90 %
14.06.2013	21,2	-1,85 %	474,03	0,25 %	15.03.2013	20,3	-1,46 %	480,45	-0,34 %	18.12.2012	18,2	0,55 %	445,73	0,51 %
13.06.2013	21,6	-1,82 %	472,86	-0,25 %	14.03.2013	20,6	0,00 %	482,08	0,75 %	17.12.2012	18,1	0,56 %	443,49	-0,38 %
12.06.2013	22	0,00 %	474,03	0,86 %	13.03.2013	20,6	1,48 %	478,51	-0,50 %	14.12.2012	18	0,56 %	445,16	-0,12 %
11.06.2013	22	-1,35 %	470,01	-1,74 %	12.03.2013	20,3	0,50 %	480,92	0,32 %	13.12.2012	17,9	-1,65 %	445,69	-0,37 %
10.06.2013	22,3	3,24 %	478,35	-0,51 %	11.03.2013	20,2	1,51 %	479,37	0,09 %	12.12.2012	18,2	-1,62 %	447,33	0,53 %
07.06.2013	21,6	0,47 %	480,78	0,23 %	08.03.2013	19,9	-1,00 %	478,94	0,64 %	11.12.2012	18,5	-0,54 %	444,98	0,86 %
06.06.2013	21,5	-2,27 %	479,7	-0,66 %	07.03.2013	20,1	0,00 %	475,88	-0,25 %	10.12.2012	18,6	-0,53 %	441,19	0,03 %
05.06.2013	22	-0,45 %	482,89	-0,76 %	06.03.2013	20,1	0,00 %	477,09	-0,41 %	07.12.2012	18,7	0,00 %	441,05	-0,12 %
04.06.2013	22,1	-1,34 %	486,57	-0,40 %	05.03.2013	20,1	0,50 %	479,04	1,54 %	06.12.2012	18,7	2,19 %	441,58	1,12 %
03.06.2013	22,4	-3,45 %	488,51	-0,65 %	04.03.2013	20	0,00 %	471,79	-0,01 %	05.12.2012	18,3	0,55 %	436,67	-0,11 %
31.05.2013	23,2	4,04 %	491,71	-0,05 %	01.03.2013	20	0,00 %	471,86	-0,26 %	04.12.2012	18,2	1,68 %	437,16	-1,13 %
30.05.2013	22,3	3,24 %	491,97	0,04 %	28.02.2013	20	0,00 %	473,07	0,11 %	03.12.2012	17,9	-3,76 %	442,14	0,01 %

Dato	Selvaag	%	Osebx	%
30.11.2012	18,6	-2,11 %	442,08	0,14 %
29.11.2012	19	-2,06 %	441,48	1,70 %
28.11.2012	19,4	-2,02 %	434,1	-1,61 %
27.11.2012	19,8	1,54 %	441,21	0,17 %
26.11.2012	19,5	0,00 %	440,45	-0,80 %
23.11.2012	19,5	0,52 %	444,02	-0,05 %
22.11.2012	19,4	1,04 %	444,26	1,14 %
21.11.2012	19,2	0,00 %	439,27	-0,12 %
20.11.2012	19,2	-1,54 %	439,78	0,14 %
19.11.2012	19,5	1,04 %	439,17	2,20 %
16.11.2012	19,3	-1,03 %	429,73	-0,30 %
15.11.2012	19,5	5,41 %	431,04	-0,59 %
14.11.2012	18,5	0,00 %	433,6	0,30 %
13.11.2012	18,5	-1,07 %	432,32	-0,75 %
12.11.2012	18,7	0,00 %	435,6	-0,24 %
09.11.2012	18,7	-1,58 %	436,64	-0,28 %
08.11.2012	19	1,06 %	437,85	-0,52 %
07.11.2012	18,8	2,17 %	440,12	-0,73 %
06.11.2012	18,4	0,00 %	443,34	0,48 %
05.11.2012	18,4	0,00 %	441,22	-0,55 %
02.11.2012	18,4	-0,54 %	443,65	-0,48 %
01.11.2012	18,5	0,54 %	445,79	0,82 %
31.10.2012	18,4	0,00 %	442,18	-0,27 %
30.10.2012	18,4	0,00 %	443,36	0,27 %
29.10.2012	18,4	0,00 %	442,17	0,11 %
26.10.2012	18,4	-0,54 %	441,69	-0,75 %
25.10.2012	18,5	0,00 %	445,03	1,06 %
24.10.2012	18,5	0,00 %	440,37	1,37 %
23.10.2012	18,5	-2,63 %	434,42	-2,70 %
22.10.2012	19	0,00 %	446,48	-0,46 %
19.10.2012	19	0,00 %	448,56	-0,50 %
18.10.2012	19	-2,56 %	450,81	-0,23 %
17.10.2012	19,5	2,09 %	451,83	-0,11 %
16.10.2012	19,1	-3,05 %	452,33	0,91 %
15.10.2012	19,7	0,51 %	448,25	0,04 %
12.10.2012	19,6	0,00 %	448,08	-0,45 %
11.10.2012	19,6	-1,51 %	450,11	0,58 %
10.10.2012	19,9	0,00 %	447,51	-0,59 %
09.10.2012	19,9	0,00 %	450,15	0,10 %
08.10.2012	19,9	-0,50 %	449,69	-0,91 %
05.10.2012	20	0,00 %	453,84	1,54 %
04.10.2012	20	1,01 %	446,97	-0,54 %
03.10.2012	19,8	-0,50 %	449,4	-0,39 %
02.10.2012	19,9	0,51 %	451,14	-0,24 %
01.10.2012	19,8	1,54 %	452,23	1,42 %
28.09.2012	19,5	-1,02 %	445,92	-0,31 %
27.09.2012	19,7	-0,51 %	447,32	0,37 %
26.09.2012	19,8	0,00 %	445,66	-2,21 %
25.09.2012	19,8	2,06 %	455,73	0,59 %
24.09.2012	19,4	-3,00 %	453,07	-0,79 %
21.09.2012	20	0,00 %	456,69	1,37 %

Dato	Selvaag	%	Osebx	%
20.09.2012	20	0,00 %	450,5	-0,63 %
19.09.2012	20	0,00 %	453,37	-0,53 %
18.09.2012	20	-0,99 %	455,8	-0,86 %
17.09.2012	20,2	0,50 %	459,76	-0,29 %
14.09.2012	20,1	0,00 %	461,1	2,94 %
13.09.2012	20,1	0,50 %	447,95	0,15 %
12.09.2012	20	-0,50 %	447,3	0,25 %
11.09.2012	20,1	-0,99 %	446,18	0,10 %
10.09.2012	20,3	0,00 %	445,72	0,19 %
07.09.2012	20,3	0,50 %	444,86	0,42 %
06.09.2012	20,2	1,00 %	443,02	1,74 %
05.09.2012	20	-0,50 %	435,43	0,44 %
04.09.2012	20,1	-0,99 %	433,53	-1,34 %
03.09.2012	20,3	-0,49 %	439,43	0,97 %
31.08.2012	20,4	1,49 %	435,22	1,09 %
30.08.2012	20,1	-0,50 %	430,54	-1,18 %
29.08.2012	20,2	3,59 %	435,68	0,62 %
28.08.2012	19,5	-2,01 %	432,99	-0,40 %
27.08.2012	19,9	0,00 %	434,71	0,74 %
24.08.2012	19,9	0,51 %	431,51	-0,10 %
23.08.2012	19,8	-1,00 %	431,94	-1,05 %
22.08.2012	20	0,00 %	436,51	-0,84 %
21.08.2012	20	0,50 %	440,22	1,03 %
20.08.2012	19,9	-0,50 %	435,74	-0,89 %
17.08.2012	20	0,50 %	439,65	0,77 %
16.08.2012	19,9	0,51 %	436,31	0,17 %
15.08.2012	19,8	0,00 %	435,59	0,48 %
14.08.2012	19,8	2,06 %	433,53	0,86 %
13.08.2012	19,4	-0,51 %	429,85	-0,11 %
10.08.2012	19,5	-2,01 %	430,31	-0,50 %
09.08.2012	19,9	2,05 %	432,49	1,08 %
08.08.2012	19,5	0,52 %	427,85	-1,11 %
07.08.2012	19,4	0,00 %	432,67	0,87 %
06.08.2012	19,4	1,04 %	428,95	0,42 %
03.08.2012	19,2	-1,03 %	427,16	2,28 %
02.08.2012	19,4	0,52 %	417,62	-1,25 %
01.08.2012	19,3	-1,53 %	422,91	-0,09 %
31.07.2012	19,6	0,51 %	423,31	-0,57 %
30.07.2012	19,5	-1,02 %	425,75	0,13 %
27.07.2012	19,7	0,00 %	425,2	1,26 %
26.07.2012	19,7	0,00 %	419,92	1,71 %
25.07.2012	19,7	0,51 %	412,86	0,34 %
24.07.2012	19,6	2,08 %	411,45	-0,33 %
23.07.2012	19,2	-4,00 %	412,8	-2,63 %
20.07.2012	20	0,00 %	423,94	-0,75 %
19.07.2012	20	1,01 %	427,13	0,64 %
18.07.2012	19,8	1,54 %	424,4	1,27 %
17.07.2012	19,5	0,00 %	419,06	0,54 %
16.07.2012	19,5	-2,01 %	416,8	0,17 %
13.07.2012	19,9	0,00 %	416,09	2,15 %
12.07.2012	19,9	1,02 %	407,35	-1,12 %

Dato	Selvaag	%	Osebx	%
11.07.2012	19,7	-2,96 %	411,95	-0,40 %
10.07.2012	20,3	1,50 %	413,59	2,32 %
09.07.2012	20	3,09 %	404,22	-0,51 %
06.07.2012	19,4	0,52 %	406,31	-1,39 %
05.07.2012	19,3	0,00 %	412,04	-0,77 %
04.07.2012	19,3	-1,53 %	415,23	-0,94 %
03.07.2012	19,6	0,00 %	419,15	2,02 %
02.07.2012	19,6	-0,51 %	410,84	0,92 %
29.06.2012	19,7	1,03 %	407,09	3,36 %
28.06.2012	19,5	1,56 %	393,86	0,35 %
27.06.2012	19,2	1,05 %	392,5	2,54 %
26.06.2012	19	1,06 %	382,77	0,23 %
25.06.2012	18,8	0,53 %	381,91	-0,94 %
22.06.2012	18,7	-1,06 %	385,54	-1,80 %
21.06.2012	18,9	-0,53 %	392,6	-1,74 %
20.06.2012	19	-0,52 %	399,55	0,89 %
19.06.2012	19,1	-0,52 %	396,02	1,48 %
18.06.2012	19,2	0,52 %	390,26	-0,37 %
15.06.2012	19,1	0,53 %	391,71	2,52 %
14.06.2012	19		382,09	

Varians osebx: 0,000068326
 Kovarians Selvaag - Osebx: 0,000013215
 Beta: 0,193
 Excel stigningstall funksjon: 0,194