



Masteroppgave

BØK950 Økonomi og administrasjon

Tittel: Fundamental Verdivurdering av Byggma ASA

Vegar Lilleeide Prozenko

Totalt antall sider inkludert forsiden: 142

Molde, 15.11.2021



Obligatorisk egenerklæring/gruppeerklæring

Den enkelte student er selv ansvarlig for å sette seg inn i hva som er lovlige hjelpemidler, retningslinjer for bruk av disse og regler om kildebruk. Erklæringen skal bevisstgjøre studentene på deres ansvar og hvilke konsekvenser fusk kan medføre. Manglende erklæring fritar ikke studentene fra sitt ansvar.

| Du/dere fyller ut erklæringen ved å klikke i ruten til høyre for den enkelte del 1-6: | | |
|---|---|-------------------------------------|
| 1. | Jeg/vi erklærer herved at min/vår besvarelse er mitt/vårt eget arbeid, og at jeg/vi ikke har brukt andre kilder eller har mottatt annen hjelp enn det som er nevnt i besvarelsen. | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 2. | Jeg/vi erklærer videre at denne besvarelsen: <ul style="list-style-type: none">• ikke har vært brukt til annen eksamen ved annen avdeling/universitet/høgskole innenlands eller utenlands.• ikke refererer til andres arbeid uten at det er oppgitt.• ikke refererer til eget tidligere arbeid uten at det er oppgitt.• har alle referansene oppgitt i litteraturlisten.• ikke er en kopi, duplikat eller avskrift av andres arbeid eller besvarelse. | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 3. | Jeg/vi er kjent med at brudd på ovennevnte er å <u>betrakte som fusk</u> og kan medføre annullering av eksamen og utestengelse fra universiteter og høgskoler i Norge, jf. Universitets- og høgskoleloven §§4-7 og 4-8 og Forskrift om eksamen §§14 og 15. | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 4. | Jeg/vi er kjent med at alle innleverte oppgaver kan bli plagiatkontrollert i URKUND, se Retningslinjer for elektronisk innlevering og publisering av studiepoenggivende studentoppgaver | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 5. | Jeg/vi er kjent med at høgskolen vil behandle alle saker hvor det forligger mistanke om fusk etter høgskolens retningslinjer for behandling av saker om fusk | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 6. | Jeg/vi har satt oss inn i regler og retningslinjer i bruk av kilder og referanser på biblioteket sine nettsider | <input checked="" type="checkbox"/> |

Personvern

Personopplysningsloven

Forskningsprosjekt som innebærer behandling av personopplysninger iht.

Personopplysningsloven skal meldes til Norsk senter for forskningsdata, NSD, for vurdering.

Har oppgaven vært vurdert av NSD?

ja nei

- Hvis ja:

Referansenummer:

- Hvis nei:

Jeg/vi erklærer at oppgaven ikke omfattes av Personopplysningsloven:

Helseforskningsloven

Dersom prosjektet faller inn under Helseforskningsloven, skal det også søkes om forhåndsgodkjenning fra Regionale komiteer for medisinsk og helsefaglig forskningsetikk, REK, i din region.

Har oppgaven vært til behandling hos REK?

ja nei

- Hvis ja:

Referansenummer:

Publiseringsavtale

Studiepoeng: 30

Veileder: Knut Peder Heen

Fullmakt til elektronisk publisering av oppgaven

Forfatter(ne) har opphavsrett til oppgaven. Det betyr blant annet enerett til å gjøre verket tilgjengelig for allmennheten (Åndsverkloven. §2).

Alle oppgaver som fyller kriteriene vil bli registrert og publisert i Brage HiM med forfatter(ne)s godkjenning.

Oppgaver som er unntatt offentlighet eller båndlagt vil ikke bli publisert.

Jeg/vi gir herved Høgskolen i Molde en vederlagsfri rett til å gjøre oppgaven tilgjengelig for elektronisk publisering:

ja nei

Er oppgaven båndlagt (konfidensiell)?

ja nei

(Båndleggingsavtale må fylles ut)

- Hvis ja:

Kan oppgaven publiseres når båndleggingsperioden er over?

ja nei

Dato: 15. November 2021

Forord

Denne masteroppgaven markerer avslutningen på masterstudiet mitt ved høyskolen i Molde. Det har vært et utfordrende og lærerikt studium, hvor jeg har vekst faglig og som person, så i denne sammenheng vil jeg gi en stor takk til mine medstudenter og undervisere for tiden sammen.

Jeg har besluttet at min avsluttende oppgave skal være innenfor verdivurdering av Byggma ASA. Jeg har valgt verdivurdering på bakgrunn av et lenger studiebakgrunn, da jeg anser en verdivurdering som en mulighet får å benytte hele spekteret av tilegnet kunnskap. Selskap og bransje har også vært et klart valg for meg, siden jeg har jobbet i bransjen og når det til min kunnskap ikke er gjennomført en verdivurdering av Byggma eller direkte byggematerial-bransjen, anser jeg dette som en god mulighet. I arbeidet med oppgaven har jeg fordypet meg i regnskap, revisjon, finans og strategi i praksis, og jeg føler jeg har fått ny forståelse og kunnskaper på feltet.

Avslutningsvis vil også overrekke en takk til min veileder, Knut Peder Heen, i samband med oppgaven og samtidig takke Kjell Henry Knivsflå ved NHH for å gjøre sitt undervisningsopplegg innenfor verdivurdering tilgjengelig på nett.

Helt til slutt vil jeg også overrekke en stor takk til min samboer, min sønn og venner og familie som har støttet meg i arbeidet med oppgaven. Sammen har vi gjort dette mulig

Vegar Lilleide Prozenko

Aukra, November 15, 2021

Sammendrag

I min masteroppgave har jeg vurdert egenkapitalen til Byggma ASA pr 31.11.2021. Vurderingen er basert på Kjell Henry Knivflås rammeverk for verdivurderingen fra BUS440 ved NHH. Da jeg ikke studerer på NHH, har jeg vært så heldig å kunne følge undervisningsopplegget på Knivflås nettsider. I tråd med undervisningsopplegget har jeg gjennomført en strategisk analyse av selskapets underliggende økonomiske forhold, hvor Byggma har antydnet en gjennomsnittlig historisk fordel på 15,1%. Denne er i stor grad knytt til bransjefordel og driftsfordel.

Med det strategiske grunnlaget har jeg videre utarbeidet et framtidig estimat på regnskapet, balansen og kontantstrømmene, hvor jeg har regnet ut en langsiktigvekst prognose som avtar og stabiliserer seg på 3% på langsikt

Jeg har senere benyttet de estimerte fremtidige regnskapstallene og kravene og estimert verdien til egenkapitalen ved å neddiskontere budsjetterte framtidige kontantstrømmer med hensyn på aktuelle krav. Verdiestimatene har videre blitt undersøkt med en sensitivitetsanalyse, hvor jeg fant det fundamentale verdi estimatet til å være 19,35NOK pr aksje.

Jeg har i tillegg gjennomført en supplerende relativ verdivurdering som gav et verdiestimat på 26,74NOK pr aksje. Jeg har sådan vektet de 2 estimatene og fått et endelig på 21,567NOK pr aksje.

Til slutt har jeg gitt min handlingsstrategi, hvor jeg har benyttet et $\pm 10\%$ av mitt verdiestimat. På basis av dette har jeg anbefalt å selge Byggma aksjen.

Innhold

| | | |
|------------|---|-----------|
| 1.0 | Innledning | 1 |
| 1.1.1 | Hvorfor verdivurdering av Byggma? | 1 |
| 1.1.2 | Problemstilling | 2 |
| 1.1.3 | Forutsetninger og begrensinger | 2 |
| 1.2 | Presentasjon av Byggmateriabransjen og Byggma | 2 |
| 1.2.2 | Hvem er Byggma?..... | 3 |
| 1.2.3 | Sammenligningsgrunnlaget – Assa Abloy & Rockwool AS | 5 |
| 2.0 | Valg av verdsettelsesteknikk | 7 |
| 2.1 | Kriterier for en vellykket relativ verdsettelse | 7 |
| 2.2 | Former for verdivurdering | 8 |
| 2.2.1 | Fundamental verdivurdering | 8 |
| 2.2.2 | Relativ verdsettelse modeller | 9 |
| 2.2.3 | Opsjonsbasert verdivurdering | 10 |
| 2.3 | Valg av verdsettelses modell | 10 |
| 3.0 | Strategisk analyse..... | 13 |
| 3.1.1 | Ekstern analyse..... | 13 |
| 3.1.2 | Intern analyse og oppsummering | 23 |
| 3.1.3 | Oppsummering ekstern/intern analyse – SWOT analyse..... | 25 |
| 4.0 | Regnskapsanalyse..... | 27 |
| 4.1.1 | Knivsflå's rammeverk for regnskapsanalyse | 27 |
| 4.1.2 | Knivsflå's rammeverk – Komparative selskaper; Assa Abloy & Rockwool | 28 |
| 4.1.3 | Rapport regnskapstall - Byggma | 29 |
| 4.1.4 | Omgruppering for analyse..... | 33 |
| 4.1.5 | Omgruppering av kontantstrøm | 47 |
| 4.1.6 | Analyse av målefeil og justering | 48 |
| 5.0 | Analyse av risiko | 49 |
| 5.1.1 | Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse | 49 |
| 5.1.2 | Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse | 56 |
| 5.1.3 | Oppsummering – Syntetisk rating..... | 61 |
| 6.0 | Analyse av historisk avkastningskrav | 65 |
| 6.1 | Krav til egenkapital | 65 |
| 6.1.1 | Risikofri rente..... | 65 |
| 6.1.2 | Markedets risikopremie (mrp)..... | 66 |

| | | |
|-------------|---|------------|
| 6.1.3 | Egenkapitalbeta | 67 |
| 6.1.4 | Egenkapitalkrav..... | 70 |
| 6.2 | Finansiell gjelds krav..... | 71 |
| 6.2.1 | Finansielt gjeldskrav (fgk) | 71 |
| 6.2.2 | Finansielt eiendelskrav | 72 |
| 6.2.3 | Netto finansielt gjeldskrav (nfgk) | 73 |
| 6.3 | Beta til netto finansiell gjeld | 73 |
| 6.3.1 | Beta til finansielle gjeld (FEK) | 74 |
| 6.3.2 | Beta til finansielle eiendeler..... | 74 |
| 6.3.3 | Beta til netto finansiell gjeld | 75 |
| 6.4 | Selskapskrav - krav til netto driftskapital..... | 76 |
| 7.0 | Analyse av lønnsomhet | 77 |
| 7.1.1 | Strategisk fordel | 77 |
| 7.1.2 | Oppsummering strategisk fordel | 85 |
| 8.0 | Fremtidsregnskap | 86 |
| 8.1.1 | Valg av budsjett horisont og framskrivingsteknikk | 86 |
| 8.1.2 | Valg av budsjett drivere og detaljnivå | 87 |
| 8.1.3 | Vekstanalyse | 88 |
| 8.1.4 | Budsjettert fremtidsregnskap | 98 |
| 9.0 | Framtidig avkastningskrav | 99 |
| 9.1.1 | Krav til egenkapital | 99 |
| 9.1.2 | Framtidig krav til egenkapital | 101 |
| 10.0 | Fundamental verdivurdering..... | 107 |
| 10.1 | Egenkapitalmetoden..... | 107 |
| 10.1.1 | Fri kontantstrøm-modellen (FKE-modellen) | 107 |
| 10.2 | Selskapsmetoden..... | 109 |
| 10.3 | Analyse av usikkerhet – Sensitivitetsanalyse | 111 |
| 10.3.1 | Sensitivitetsanalyse – Endring i driftsinntektsveksten..... | 111 |
| 10.3.2 | Sensitivitetsanalyse – Endring i netto driftsmargin | 112 |
| 10.3.3 | Sensitivitetsanalyse – Endring i egenkapitalkrav..... | 113 |
| 10.4 | Er estimatet rimelig? – Oppsummering fundamental verdivurdering | 114 |
| 11.0 | Relativ verdivurdering..... | 115 |
| 11.1.1 | Valg av relativ verdivurderingsmetode/teknikk..... | 115 |
| 11.1.2 | Oppsummering relativ verdivurdering..... | 118 |

| | | |
|-------------|--|------------|
| 12.0 | Handlingsstrategi | 119 |
| 13.0 | Referanser | 120 |
| 14.0 | Vedlegg | 130 |
| 14.1 | Omgruppert regnskap – Assa Abloy | 130 |
| 14.1.1 | Fullstendig resultat regnskap – Assa Abloy | 130 |
| 14.1.2 | Omgrupperte balanse, eiendeler – Assa Abloy | 131 |
| 14.1.3 | Omgrupperte balanse, egenkapital og gjeld – Assa Abloy | 131 |
| 14.2 | Omgruppert regnskap – Rockwool International Group | 132 |
| 14.2.1 | Fullstendig resultat regnskap – Rockwool | 132 |
| 14.2.2 | Omgrupperte balanse, Eiendeler – Rockwool | 132 |
| 14.2.3 | Omgrupperte balanse, Egenkapital og gjeld – Rockwool | 133 |

1.0 Innledning

I denne masterutredningen er formålet å gjennomføre en verdivurdering av bygg material leverandøren Byggma ASA (Heretter Byggma). Jeg ønsker samtidig å gi interessenter et innblikk i bransjen og selskapet.

I dette delkapittelet vil jeg presisere min motivasjon for valg av oppgave, selskap og bransjen og samtidig og videre presisere problemstilling, forutsetninger og begrensinger for oppgaven

1.1.1 Hvorfor verdivurdering av Byggma?

Verdi defineres i følge Oxford Dictionaries som *«how much something is worth in money or other goods for which it can be exchanged»* (Oxford Learner's Dictionaries, 2021).

Verdsettelse eller verdivurdering av et firma vil med andre ord finne verdien av et selskap i kroner og ører. Knivsfå (2021a) presiserer at de beste verdivurderingene dykker dypt og presist ned i selskapets interne og eksterne finansielle, markedsrelaterte og økonomiske faktorer. Den brede og omfattende veien til verdierstatimtet er en av hovedårsakene til at jeg ønsker å fordype ytterligere på dette feltet, da jeg her kan utnytte hele spekteret fra studiet. Samtidig har jeg erfaring fra bransjen, slik at jeg anser dette som en mulighet for å sette kombinere både min akademiske verden og min arbeidsverden

Årsakene for valg av selskap er på grunnlag av eksempelvis den omfattende produktbredden til Byggma som jeg vil diskutere nærmere i kapittel 1.3.2. Byggma leverer samtidig til alle aktører i det norske markedet, slik selskapet framstår som en svært sentral og spennende aktør i norsk setting og ikke minst for en spennende bransje. Et annet argument for denne oppgaven er uvisse om like oppgaver i norsk setting. Jeg har naturlig nok ikke oversikt over alle oppgaver som skrives i dag eller har vært skrevet ifra en norsk setting, men til kunnskap vil dette være den første oppgaven som er skrevet i denne settingen om dette selskapet, noe jeg også anse som en ekstra motivasjon. Høy etterspørsel og høy aktivitet i bransjen er en annen faktor som gjør at Byggma og byggebransjen er et spennende felt og spesialisere seg innenfor.

1.1.2 Problemstilling

I kapittel 1,1,1, har jeg dannet et grunnlag for problemstillingen for oppgaven, som er som følger:

Hva er aksjeverdien til Byggma ASA pr 31.11.2021?

Tidsperioden er valgt av hensyn til tilgjengelig informasjon og estimert fullført oppgave. Regnskapsinformasjonen som er tilgjengelig og benyttet i denne oppgaven årsregnskap fra 2016-2020, samt kvartalsrapport Q1 og Q2 for 2021 for analyseselskap og sammenligningsgrunnlaget. Den fulle referanselisten kan ses under referanser i kapittel 13

1.1.3 Forutsetninger og begrensninger

Av tidsmessige, praktiske og prioriteringsårsaker har jeg tatt ulike forutsetninger og begrensninger. Datamaterialet er som nevnt tidligere ikke helt oppdatert med kvartalsrapporter og all tilgjengelig informasjon løpende. I en optimal verden skulle jeg hatt tilgang til Q3rapporter og informasjon direkte fra selskapene for å kunne gi et så godt estimat som mulig, men jeg avgrensner oppgaven til offentlig tilgjengelig informasjon (Årsrapporter etc.)..

En annen forutsetning er også tatt med hensyn på «benchmarken» eller sammenligningsgrunnlaget, hvor selskapene som sammenlignes vil være forskjellige av natur, men hensyn på størrelse, ledelse, etc. Sammenligningsgrunnlaget vil bli nærmere presentert i kapittel 1.3.3

En annen begrensning er dybde på ulike aspekter. Siden profilen for min mastergrad er innenfor økonomisk analyse, vil jeg begrense litt fokuset på eksempelvis den strategiske analysen i kapittel 3.

1.2 Presentasjon av Byggmateriabransjen og Byggma

Dette kapittelet vil presentere nærmere byggematerialbransjen og videre presentere ulike segmenter, og aktører bransjen. Videre vil kapittelet presentere kort Byggma konsernet og videre sammenligningsgrunnlaget for oppgaven.

1.2.1.1 Verdikjeden i byggematerial bransjen

Verdikjeden i byggematerialbransjen delt inn i råstoff leverandører, leverandører, forhandlere og sluttforbrukere. Sluttforbrukere kan videre deles i 3 overordnede segmenter; Industri, proff og forbruker. Industri vil her defineres som eksempelvis byggentreprenører som er ansvarlige for større byggprosjekter, som eksempelvis skoler, boligblokker etc. Proffsegmentet her er tømrere og byggefirma som renoverer og bygger boliger. Mens forbruker vil danne det populære «Gjør det selv» fenomenet Jeg vil nå presentere analyseselskapet, Byggma og sammenlikningsgrunnlaget.

1.2.2 Hvem er Byggma?

Byggma konsernet er en av de største innenfor byggevaremarkedet i Norge. Konsernet kan skilte seg med å være leverandør til alle byggevarekjedene i Norge. I den norske byggevarebransjen er de synlige under merkevarene; Forestia, Huntonit, Uldal, Smartpanel, Byggform, Scan Lamps, Aneta belysning og Masonite Beams (Byggma ASA, 2021) Byggma sin største tilstedeværelse er enda i det norske markedet, men deres visjon er å være en ledende leverandør av byggevareløsninger i hele Norden. Byggma ønsker samtidig at deres selskaper skal drive effektiv ressursbruk og utvikle innovative produkter som gir økt verdiskapning (Byggma ASA, 2020). Under vil alle selskapene som utgjør Byggma ASA bli nærmere presentert.

1.2.2.1 Forestia AS

Forestia AS er produsent av møbelplater, bygningsplater, konstruksjonsplater og interiørplater både til proff og forbrukermarked. Forestia leverer plater til det Skandinaviske og nordeuropeiske markedet med merkevarer som Walls4You, Walls2Paint og Premium Ceiling. Konseptet baseres på ferdig tapetserte veggplater, og plater som er ferdig grunnet og klar til maling (Byggma ASA, 2021).

1.2.2.2 Huntonit AS

Huntonit AS utvider rekkevidden til Byggmakonsernet ytterligere innenfor interiør panel, med ferdigmalte trefiberpanel. Platene her fås i ulike design, farger og dekor, både til

vegg og tak. Huntonit operer hovedsakelig i det norske markedet, men har også kunder i andre europeiske land (Byggma ASA, 2021).

1.2.2.3 Uldal AS

Uldal AS er produsent av vinduer og ytterdører. Vinduer og dører som produseres i dagens marked lages enten i tre (med og uten aluminiumskledning), PCV eller gjennomgående aluminium. Valg av vinduer og ytterdører kommer ofte an på budsjett, bruksområde og stil. Uldal tilbyr produkter som dekker disse områdene (Uldal.no, 2021)

1.2.2.4 Masonite Beams AS

Masonite Beams AS er et annet selskap i Byggmakonsernet. Masonite Beams produserer moduler og stenderverk til tak, vegger og gulv i treverk. Masonite Beams fører blant annet I-bjelken som sitt flaggmerke, hvor allsidigheten til bjelken er et stort salgsargument. Nyere bygg følger i dag standarden TEK17. TEK17 stiller krav til både tettheten og isolasjonen i bygget ved hjelp av U-verdier. Kravet her vil kunne variere med hensyn på vinduer, dører og isolasjonen som er i veggene. Masonite Beams store styrke med høy allsidighet ved (fra 20-40cm bredde) gir dermed forbrukeren større muligheter for å opprettholde TEK17 standarden for tetthet og isolering (Masonite, 2021). Masonite Beams operer både i det norske- og det europeiske markedet (Byggma ASA, 2021).

1.2.2.5 Byggform AS og Smartpanel AS

Byggform AS er et leverandørfirma som jobber sammen med produsenter fra flere steder i verden. Deres segment er leveranse av OBS, kryssfiner og bygningsplater til det norske markedet (Byggma ASA, 2021). Smartpanel AS på sin side tilbyr panel i MDF plater og er markedsleder i Norge og Sverige. I motsetning til Byggform distribuerer de sine produkter også ut i det europeiske markedet (Smart panel , 2021).

1.2.2.6 Scan Lamps AS og Aneta Belysning AB

Scan Lamps AS og Aneta Belysning AB operer begge i belysningsmarkedet for boliger og fritidsboliger i Skandinavia. Dette innebærer både komplette armatur, dekorativ belysning

og annet tilbehør. Scan Lamps og Aneta Belysning distribuerer sine produkter gjennom møbel- og belysningskjeder. Deres produkter kan også finnes i de store elektrogrossistene i Norge. Søsterselskapene jobber side om side under Byggmakonsernet, for å markedsføre og selge sine produkter i Norden (Aneta belysning AB, 2021)

1.2.3 Sammenligningsgrunnlaget – Assa Abloy & Rockwool AS

I utvelgelse av sammenlignbare selskaper kan dette løses på ulike måter med ulike dybde og spesifisitet. Det er vanskelig å finne aktører i Norge som matcher Byggmas størrelse og forretningsmodell. Noen aktører som Arbor, Moelven Industrier og Fritzøe Treshhow operer i samme bransje, men på grunnlag av størrelse og profil vil selskapene ikke danne et tilstrekkelig sammenligningsgrunnlag. Jeg velger derfor i denne oppgaven å sammenligne med utvalgte aktører i Skandinavia. Benchmarken vil dermed bestå av Svenske Assa Abloy og Danske Rockwool group. De to konsernene er børsnoterte og operer både i det norske markedet og det europeiske byggematerialmarkedet. Selskapene vil nå presenteres i kap 2.1.3.1 (Assa Abloy) og kapittel 2.1.3.2 (Rockwool)

1.2.3.1 Sammenligningsgrunnlaget – Assa Abloy AB

Assa Abloy er et konsern som fokuserer på produkter og service relatert til sikkerhet- og låssystemer. De tilbyr både manuelle og automatiserte produkter enkeltvis, eller som et helhetlig sikkerhetssystem. Dette omfatter blant annet automatiserte låssystemer på dører og porter, som opererer med digital adgangskontroll. Kunden kan velge om det skal brukes spesielle nøkler, nøkkelkort eller biologisk verifikasjon. De opererer i over 70 land globalt, med over 100 varemerker (Assa Abloy, 2020). I Norge presenteres Assa Abloy AB som heleier av Assa Abloy Norge AS. Assa Abloy Norge AS har også flere datterselskaper som opererer under Assa Abloy navnet (Assa Abloy, 2020)

1.2.3.2 Sammenligningsgrunnlaget – Rockwool Group

Rockwool Group er verdens største steinullsprodusent. Konsernet har flere datterselskaper og opererer i over 39 land (Rockwool Group, 2020). De ønsker med sine fem merkevarer

Rockwool, Rockfon, Rockpanel, Lapinus og Grodan markedsføre seg i hele verden. Konsernet baserer seg hovedsakelig på robuste produkter, som er basert på steinull laget av vulkansk stein. Grunnlaget er at de ser på steinull som en allsidig naturlig utømmelig ressurs. Produkter konsernet blant annet tilbyr er brannsikker isolasjon, fasadesystemer og spesialfremstilte løsninger til industrielle applikasjoner. De tilbyr også produkter til mer spesifikke markeder ved vekstmedier til dyrking av planter og fremstilling av bremses i bilindustrien (Rockwool International, 2021).

2.0 Valg av verdsettelsesteknikk

Dette delkapittelet vil presenterer noen av de aktuelle teoriene innenfor verdsettelse og argumentere ytterligere for hvilke teknikker som vil bli benyttet i denne oppgaven og hvorfor.

2.1 Kriterier for en vellykket relativ verdsettelse

Damodaran (2013) presenterer 3 ulike metodikker for verdsettelse; Fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. De 3 teknikkene har sine styrker og svakheter, som jeg vil komme inn på senere. Fra et mer generelt synspunkt er det visse kriterier som kan avgjøre om en verdivurdering er rettvise, eller mindre rettvise. Enkle krav her er blant riktig framgangsmåte, riktige tall, riktig analysenivå etc.

Samtidig som tall og informasjon må være riktig, argumenterer eksempelvis Knivsflå (2021a) for viktigheten av tilstrekkelig mengde informasjon, både fra tall, men også fra strategi i form av anlyseselskapets styrker, svakheter muligheter og trusler. Det er også verdt å merke seg at uansett hvor nøyaktig man er, vil en verdivurdering ikke være uten feilmarginer og risiko for at virkeligheten endrer seg. Man tar selvsagt steg for å hindre feil for eksempel i form av eksempelvis sensitivitetsanalyser, men som både Knivsflå og Damodaran (2012) antyder gir ikke en verdivurdering nødvendigvis et 100% riktige svar, da denne vil være preget av hvor partisk analytikeren er, og naturlig nok informasjonen rundt faktorer som påvirker aksjens verdi. Vi kommer dermed tilbake til Knivsflå og Damodaran som argumenterer at man ikke bare skal vite hva verdien er, men også hvor verdien kommer fra (Damodaran, 2012). I prosessen med å finne ut hvor verdiene kommer fra, vil du samtidig også kunne få mye annen viktig informasjon, slik at det er viktig å ikke gå seg fast i bare resultatet, men også veien til resultatet (Damodaran, 2012). Selv om vegen til resultatet er viktig, betyr ikke dette nødvendigvis at den vanskeligste og mest kompleks vegen er den beste, da bryderiet fort kan i lys av hva du får og tiden du legger ned i variablene ikke være verdt jobben. Damodaran (2013) presiserer videre at verdien på en aksje bør være tungt argumentert i henhold til kontantstrømmen til aksjen, og bør ikke være argumentert av emosjonelle eller estetiske årsaker.

2.2 Former for verdivurdering

Damodaran (2012) diskuterer 3 ulike former for verdsettelse; diskontert kontantstrøm verdsettelse (DCF), relativ verdsettelse (Multipler) og opsjonsbasert verdsettelse. De ulike formene vil bli kort presentert nedenfor

2.2.1 Fundamental verdivurdering

Denne metoden, som det ligger i navnet, har et mer helhetlig perspektiv, og skal dermed fange både et regnskapsmessig perspektiv og et strategisk perspektiv. Mer spesifikt tar man utgangspunkt i historiske regnskapstall og finner krav for avkastning og risiko og fremskriver en framtidig kontantstrøm som diskonteres for å finne verdien av egenkapitalen. En konsensus blant forskerne er viktigheten av tilstrekkelig og relevant informasjon ved en fundamental analyse, slik at man har en tilstrekkelig basis for å gjøre vurderingene man gjør.

Damodaran (2012) presenterer en generell modell for fundamental verdsettelse som rent matematisk kan uttrykkes som vist i linkingen nedenfor, hvor n = antall år/levetid, mens CF_t = kontantstrøm i perioden t og r er diskonteringsrente.

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Knivsflå (2021b) deler fundamental verdsettelse inn i to underteknikker; egenkapitalmetoden og selskapsmetoden; Egenkapitalmetoden analyser ifølge Knivsflå (2021b) selskapets egenkapital direkte, mens selskapsmetoden benytter en indirekte tilnærming (Knivsflå, 2021b). Selv om metodene benytter forskjellige utgangspunkt, skal metodene ved konsistent bruk gi samme verdiestimatet (Damodaran, 2012). I tillegg til de 2 underteknikkene kan man fordele verdsettelsesmetodene i 4 modeller, utbyttmodellen, Fri KS-modellen, Superprofittmodellen og Superprofittvekstmodellen. De ulike perspektivene gir fundamentale verdsettelser ytterligere treffsikkerhet, da metodene skal gi samme verdiestimat ved konsistent bruk (Knivsflå, 2021b)

Som det kommer frem fra beskrivelsen vil denne typen analyse ha flere fordeler og styrker. Noen av disse er blant annet grundigheten man får som interessant i selskapet, da man i fundamental verdivurdering har for seg bransjen, eksterne og interne faktorer i tall og strategi etc.

Fundamentale verdivurderinger har samtidig også sine svakheter. Analyyseselskapene som skal vurderes bør ha en positiv gjengående kontantstrøm. Samtidig er også tilgjengelig informasjon et annet moment som kan hindre en fullgod fundamental verdsettelse.

Et annet moment som kan skape konflikt er om selskapet er syklisk, da en svak økonomi i syklusen, kan skade driften for hele året. Andre moment som kan skape konflikt er konkursrisiko, hvorvidt selskapet er børsnotert, regnskapsteknikker i form av deling av informasjon etc.

2.2.2 Relativ verdsettelse modeller

Relativ verdsettelse benytter seg av multipler, hvor verdien på en eiendel blir utregnet med hensyn på sammenlignbare eiendeler (E.g. inntjening, kontantstrømmer, bokverdi, inntekter etc.) Multipler er grunnet sitt enkle og oversiktlige format veldig populære blant investorer og interessenter, men samtidig er det enkle å gjennomføre på feil måte (Damodaran, 2012).

Damodaran (2012) viser til to viktige kriterier for å unngå feil når man skal gjennomføre verdsettelse. Det første kriteriet er at verdiene må konverteres til nøkkeltall eller multipler som kan sammenlignes. Samtidig må selskapene som sammenlignes være «like». Det er her mye av utfordringene ligger, siden 2 selskaper ikke er identiske og vil være styrt etter egne verdier som gjør at risikosøking, vekstpotensialet og kontantstrømmer osv. Jeg har i denne oppgaven valgt en bred definisjon på byggematerial-bransjen, som er støttet av Damodaran (2021) tilnærming til bransjedefinisjon (Damodaran, 2021)

Selv om relative verdsettelses teknikker har sine begrensninger og utfordringer, har de også sine fordeler. En fordel her er blant annet friheten med hensyn på antagelser, den lave tidsbruken. Samtidig er denne formen for verdsettelse lettere å presentere og forstå for interessenter den sine mer omfattende alternativer (Damodaran, 2012). Dersom vi ser på treffsikkerhet viser Damodaran (2012) til at relative verdsettelse mer sannsynlig reflekterer svingninger i markedet.

Relative verdsettelses teknikker har naturlig nok også noen baksider. En svakhet her er blant annet ufullstendige verdier siden risiko, vekst og potensielle kontantstrømmer ikke er fullstendig hensyntatt (Damodaran, 2012). En annen fallgruve kan her være over og undervurdering av et selskap. Over/undervurderingen kan fort være en problematikk siden verdsettelsesteknikken følger markedet tett, og dersom markedet over/undervurderer, vil også verdsettelsen bli over/undervurdert (Damodaran, 2012). Et tredje problem er ifølge Damodaran (2012) mangel av «Transparacny» i antagelsene bak verdsettelsene. Siden multipler baseres på ulike parametere, kan valg av verdsettelses metode manipuleres ved «Riktig» valg av verdsettelses teknikk.

2.2.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Den tredje verdivurderingsteknikken er opsjon basert verdivurdering. Denne metoden verdsetter eiendeler, og sammenligner dem imot like eiendeler. Denne metoden vil ikke bli benyttet i denne oppgaven så jeg vil derfor ikke presenterer denne nærmere

2.3 Valg av verdsettelses modell

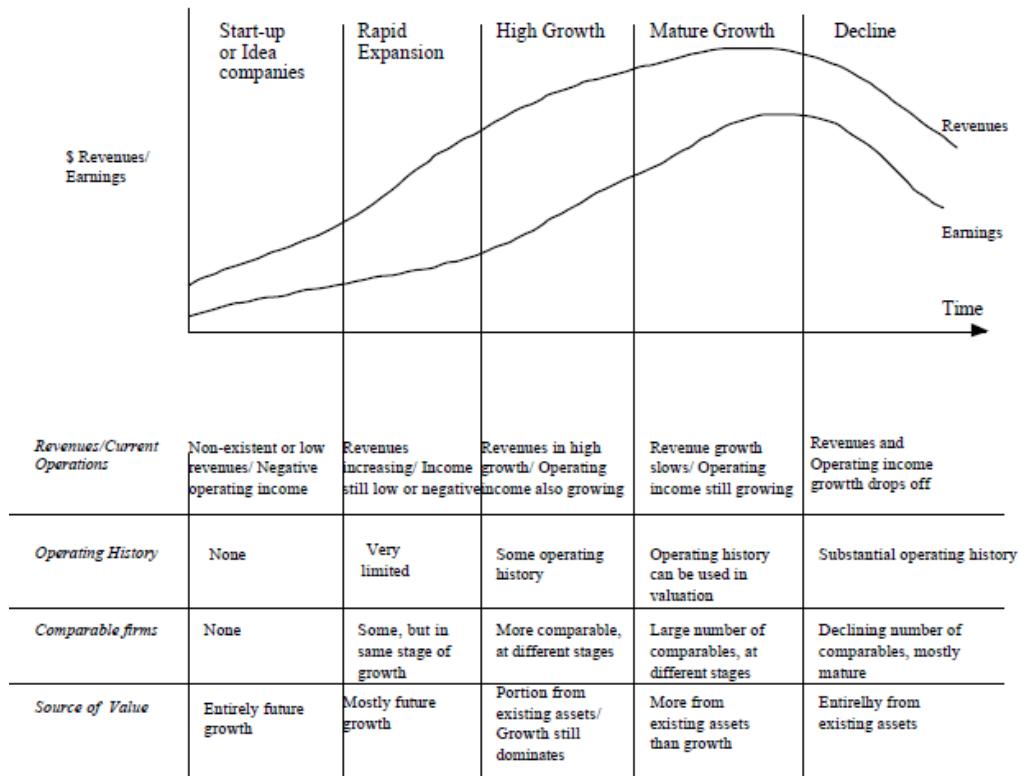
Som vist ovenfor er det mange ulike tilnærminger til en verdivurderingssak. Damodaran (2012) presenterer modellen «Valuation issues Across the Life Cycle» som vist nedenfor, som skal hjelpe til å velge riktig metoder. Byggma som selskap og Byggmas bransje kan klassifiseres som «Mature Growth» i denne modellen, basert på inntekter, driftshistorikk, selskapssammenligninger og verdikilder.

Inntektene i bransjen er som presisert nedenfor sent voksende, noe som gir muligheter for analyse av kontantstrømmene. Driftshistorikken til Byggma viser et modent etablert selskap, som betyr tilstrekkelig data for å underbygge verdivurderingen.

Sammenligningsgrunnlaget fra markedet er også relativt tilstrekkelig noe som hjelper oss til å kunne danne et bransjesnitt og gi oss utgangspunkt for multiplikator modeller.

Denne sammensetningen argumentere for å benytte en fundamental analyse og videre supplere med en komparativ analyse. En fundamental analyse vil gi oss en stor dybde i både selskap og bransje, og vil samtidig gi oss det mest grundige svaret. Ved å supplere med en komparativ analyse får vi mye informasjon for å ytterligere danne innsikt

Figure 23.1: Valuation Issues across the Life Cycle



Figur 1: Valuation issues across the Life Cycle (Damodaran, 2012)

Rent metodisk kan en fundamental oppgave deles inn i 6 steg (Knivsflå, 2021b);

«Steg 0: Mål og utgangspunkt

Steg 1: Strategisk analyse

Steg 2: Regnskapsanalyse

Steg 3: Fremtidsregnskap og krav

Steg 4: verdsettelse og usikkerhet

Steg 5: Verdiestimat»

«Steg 0» tar som overskriften indikerer seg om hva som faktisk er formålet med oppgaven, og hva er utgangspunktet til analyseobjektet. Dette har vært kapittel 1-2 i denne oppgaven. Videre gjennomføres det i denne typen oppgave en strategisk analyse, som utgjør en kvalitativ del (Kapittel 3) og en kvantitativ del (Kap 4, regnskapsanalyse). Dette datagrunnlaget blir videre analysert og omgruppert for videre analyse av risiko (Kapittel

5), avkastningskrav (Kapittel 6) og lønnsomhet (kapittel 7). Dette vil videre bli utredet et fremtidsregnskap (kapittel 8) basert på historisk data og strategisk regnskapsanalyse med sine fremtidige krav (kapittel 9) som deretter gir en kontantstrøm som kan diskonteres og verdivurderes (kapittel 10/kapittel 11). Neste steg nå er dermed den strategiske analysen.

3.0 Strategisk analyse

Den strategiske analysen skal styrke reliabiliteten for regnskapstallene og dermed den fundamentale verdivurderingen ved å gi oss en mer helhetlig oversikt av de underliggende økonomiske forholdene til selskapet (Knivsflå, 2021c). Denne strategiske analysen vil undersøke eksterne og interne faktorer som videre vil bli oppsummert i en SWOT-matrise.

3.1.1 Ekstern analyse

Den eksterne analysen vil gi oss en oversikt over faktorer som ligger utenfor selskapets rammer. De ulike analysen vil være en PESTEL-analyse og Porter's fem-faktor analyse.

3.1.1.1 PESTEL-analyse

PESTEL-rammeverket undersøker nærmere makroomgivelsene gjennom de ulike dimensjonene; politisk, økonomisk (Economical), sosiale, teknologiske, miljømessige (Environmental) og lovmessige faktorer (Investopedia.com, 2021).

Politiske faktorer

Den politiske dimensjonen refererer til rollen og makten som myndighetene har for å tilrettelegge og vanskeliggjøre driften (Investopedia.com, 2021). Noen elementer som kan påvirke her er det grønne skifte, skattenivå og proteksjonisme.

Det grønne skifte står sterkt i Norge, hvor forbrukere og interessenter ønsker grønne og miljøvennlige produkter. Dette fokuset har gitt ytterligere krav for dokumentasjon og produksjon. Dette resulterer naturligvis i høyere kvalitetsprodukter

Skattenivå vil naturligvis også påvirke kjøpekraften til slutt kunder som videre påvirker forhandlere og Byggmas etterspørsel.

Proteksjonisme i form av større grad av støtte til lokale bedrifter kontra tilrettelegging for internasjonale aktører vil også være en faktor som vil påvirke Byggmas industri.

Et annet illustrert eksempel på hvordan denne politiske og globale faktorer kan påvirke er vist gjennom koronapandemien. Under pandemien har det vært restriksjoner på reise og turisme, og dette har ført til at mange har heller investert i bolig. Med høyere aktivitet i oppussing og renovasjon, vil dette påvirke Byggmas drift i positiv favør.

Risiko: **HØY**

Økonomiske forhold

Den økonomiske dimensjonen presenterer nærmere direkte makroøkonomiske forhold som eksempelvis et lands BNP og valutasingninger (Investopedia.com, 2021). For Byggmas del vil konjunktursvingninger, renteforhold, lønnsnivå og prisnivå på byggemateriale være noen drivere til driften.

Konjunktursvingninger vil påvirke i større grad i en byggsektor enn for eksempel i matvarebransjen, siden oppussingsprosjekter ofte dreier seg om oppgradering kontra nødvendige rehabilitering. Gjør dette mønsteret at mange kan utsette denne luksusgoden. Dette vil være spesielt gjeldende for privatmarkedet, men også til dels proff markedet, siden sluttkunden vil være preget av økonomiske forhold.

Rentenivå er en annen økonomisk faktor som vil påvirke etterspørselen i byggmaterialbransjen. Styringsrenten har fra 7/5/2020 vært 0%, med en renteøkning 23/09 ifølge Norgesbank (2021) En lav styringsrente skal fungere som et middel for å høyne aktiviteten i økonomien, og vil dermed hjelpe Byggma med økt byggeaktivitet.

Andre økonomisk moment som vil påvirke er eksempelvis lønnsnivå og for Byggmasdel også prisnivå på byggvarer. SSB (2021a) viser til generell lønnsøkning på 2,2% fra 2019-2020 noe som gir økt kjøpekraft hos slutt kunder til Byggmas tjenester..

Selv om kjøpekraften til kunder går opp, vil det som antydnet i mikroøkonomiens verden bli mindre attraktivt å kjøpe en varer når prisene øker. Statistiske sentralbyrå (2021b) har samlet inn data for å undersøke dette fenomenet nærmere som vist i tabell nedenfor.

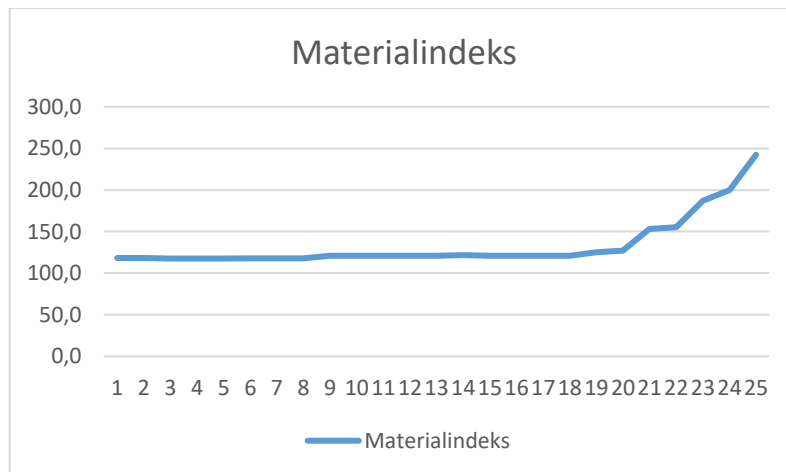
Dataen jeg har hentet her operer med en material-indeks hvor referanseåret er 2015 = 100. Dataene vil dermed antyde en økning på eksempelvis 18,4% fra referanse året ved en verdi på 118,4. utviklingen som vist nedenfor presenterer økning fra måned til måned (merket økning månedlig) og økning fra samme tid året før. Månedlig ser vi en økning på pluss-minus 3,6% fra august 2019 – mars 2021, noe som viser til lik utvikling årlig (3,6 poeng pr år i gjennomsnitt). Fra april 2021 kan vi derimot se en ekstra ordinær økning på hele 20,55% fra mars 2021-april 2021 og videre 1,37% i Mai, med ytterligere 20,49% fra mai - Juni og 21,38 fra juli-august. Slike ekstra ordinære tall skyldes naturligvis høy etterspørsel, men samtidig også antydes det her problematikk hos leverandører for å kunne levere materialer og råstoff. Årlig kan vi se en økning fra august 2019-august 2020 på 2,03%. Denne trenden opprettholdes fra til februar 2020- februar 2021, hvor vi ser tallene øke fra

6,19%, 7,72 i mars osv. helt opp til toppunktet på 100,66% i fra august 2020-august 2021.

Hele tabellen samt en grafisk framstilling kan sees nedenfor.

| | Materialindeks | Økning i % (Månedlig) | Økning i % (Fra i fjor) |
|---------|----------------|-----------------------|-------------------------|
| 2019M08 | 118,4 | | |
| 2019M09 | 118,4 | 0,00 % | |
| 2019M10 | 117,6 | -0,68 % | |
| 2019M11 | 117,6 | 0,00 % | |
| 2019M12 | 117,6 | 0,00 % | |
| 2020M01 | 117,7 | 0,09 % | |
| 2020M02 | 117,9 | 0,17 % | |
| 2020M03 | 117,9 | 0,00 % | |
| 2020M04 | 120,8 | 2,46 % | |
| 2020M05 | 120,8 | 0,00 % | |
| 2020M06 | 120,8 | 0,00 % | |
| 2020M07 | 120,8 | 0,00 % | |
| 2020M08 | 120,8 | 0,00 % | 2,03 % |
| 2020M09 | 121,8 | 0,83 % | 2,87 % |
| 2020M10 | 120,8 | -0,82 % | 2,72 % |
| 2020M11 | 120,8 | 0,00 % | 2,72 % |
| 2020M12 | 120,8 | 0,00 % | 2,72 % |
| 2021M01 | 120,9 | 0,08 % | 2,72 % |
| 2021M02 | 125,2 | 3,56 % | 6,19 % |
| 2021M03 | 127,0 | 1,44 % | 7,72 % |
| 2021M04 | 153,1 | 20,55 % | 26,74 % |
| 2021M05 | 155,2 | 1,37 % | 28,48 % |
| 2021M06 | 187,0 | 20,49 % | 54,80 % |
| 2021M07 | 199,7 | 6,79 % | 65,31 % |
| 2021M08 | 242,4 | 21,38 % | 100,66 % |

Tabell 1: Material indeks 2019-2021



Figur 1: Material indeks

Oppsummert vil bransjen endre seg mye da det er gunstig høye etterspørsel og priser, slik at dette definitivt vil skape ringvirkninger.

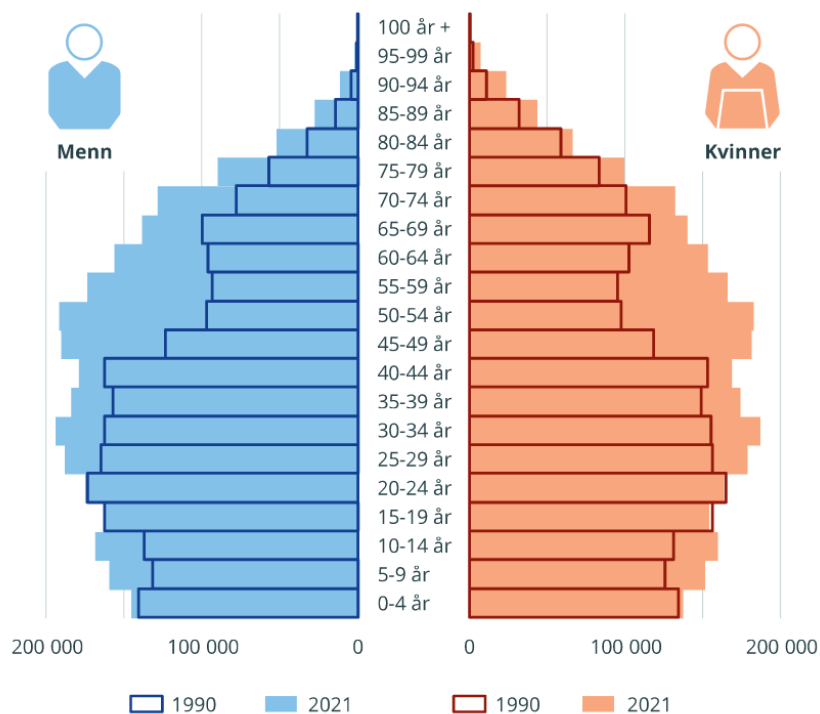
Trusselnivå: **HØY**

Sosiale forhold

Den sosiale dimensjonen viser til mer kulturelle og demografiske faktorer (Investopedia.com, 2021). Noen sosiale faktorer som vil påvirke Byggma er blant annet demografisk vekst, arbeidsledighet og bygg kultur og trender.

Fra et demografisk perspektiv kan vi se at den norske befolkningen øker som vist i grafene nedenfor. Dette antyder flere personer som trenger en plass å bo, noe som fremmer aktivitet i bygg bransjen. Alder er en annen faktor som vil ha en effekt da på når personer kjøper bolig, og når det eventuelt renoverer bolig, slik at alders gruppen fra 25-61 vil her bli ansett som den aktuelle aldersgruppen bygg materiell. Fra modell 2 nedenfor kan vi se at majoriteten av befolkningen er fra 0/49 for menn og kvinner, slik at både dagens kunder og fremtidens kunder vil er i majoritet.

Befolkningspyramide. 1990-2021



Figur 2: Befolkningspyramide fra 1990-2021 (Statistiske Sentral Byrå - SSB, 2021c)

Arbeidsledighet er et annet sosialt moment som vil påvirke Byggmas etterspørsel. Vi vet hvilke aldersgrupper som er mest aktuelle for Byggmas varer, men vi vet også at varenes

natur, er slik at dette er mer et luksusgode, enn en gode som kundene må ha, dermed vil arbeidsledighet være en viktig indikator på hvor mye etterspørselen etter varene vil være. Jeg har hentet ut tall fra NAV.no angående arbeidsledighet, og vi kan se nedenfor at 70 329 er helt arbeidsledige pr 14/09, mens 48 764 er delvis ledige pr 14/09 og tilslutt at 15 181 pr 14/09 er på arbeidssøker tiltak (NAV.no, 2021).

Ved nærmere undersøkelse kan vi se de ulike aldersgruppene mellom 25-59 utgjør størsteparten av gruppene med helt (77,41%, 54 446stk) og delvis arbeidsledige (82,53% (40 248stk) (NAV.no, 2021). Disse gruppene overlapper samtidig også med aldersgruppen som er mest aktuell for Byggmas produkter.

Totalt antall ledige – (NAV.no, 2021)

| I alt | 24.08.21 | 31.08.21 | 07.09.21 | 14.09.21 |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|
| Helt ledige | 79 888 | 75 806 | 73 042 | 70 329 |
| Delvis ledige | 48 509 | 49 729 | 49 445 | 48 764 |
| Arbeidssøkere på tiltak | 13 973 | 14 629 | 14 718 | 15 181 |

Tabell 2: Total oversikt over arbeidsledige per 14.09.21 (NAV.no, 2021)).

Helt arbeidsledig - (NAV.no, 2021)

| I alt | 24.08.21 | 31.08.21 | 07.09.21 | 14.09.21 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| I alt | 79 888 | 75 806 | 73 042 | 70 329 |
| 19 år og under | 1 767 | 1 771 | 1 732 | 1 710 |
| 20-24 år | 8 645 | 8 259 | 8 032 | 7 749 |
| 25-29 år | 10 379 | 9 995 | 9 643 | 9 266 |
| 30-39 år | 23 967 | 22 811 | 21 920 | 21 221 |
| 40-49 år | 16 223 | 15 226 | 14 640 | 13 986 |
| 50-59 år | 11 657 | 10 872 | 10 429 | 9 973 |
| 60 år og over | 7 250 | 6 872 | 6 646 | 6 424 |

Tabell 3: Oversikt over helt arbeidsledige per 14.09.21 (NAV.no, 2021).

Delvis arbeidsledig - (NAV.no, 2021)

| I alt | 24.08.21 | 31.08.21 | 07.09.21 | 14.09.21 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| I alt | 48 509 | 49 729 | 49 445 | 48 764 |
| 19 år og under | 335 | 316 | 314 | 291 |
| 20-24 år | 3 531 | 3 474 | 3 393 | 3 362 |
| 25-29 år | 5 176 | 5 172 | 5 107 | 4 997 |
| 30-39 år | 12 804 | 13 129 | 13 079 | 12 780 |
| 40-49 år | 11 821 | 12 249 | 12 181 | 12 066 |
| 50-59 år | 10 297 | 10 595 | 10 519 | 10 405 |
| 60 år og over | 4 545 | 4 794 | 4 852 | 4 863 |

Tabell 4: Oversikt over delvis arbeidsledige per 14.09.21 (NAV.no, 2021).

Et annet sosialt moment som utgjør en forskjell, er bygg trender og bygg historikk. Trendene i dagens marked er mye enkle slette plater, gjerne med et minimalistisk preg. Byggma's «Walls2Paint» og «Premium Ceiling» er 2 produkter til henholdsvis vegg og tak som oppfyller nettopp dette kriteriet, slik mange velger nettopp denne kombinasjonen. Privatmarkedssegmentet med «Gjør det selv» bølgen er samtidig også sterkt i vinden, hvor mange ønsker å gjøre mye selv, og nettopp dette reklamerer Byggma med på disse produktene.

Bygg kulturen i Norge vært hovedsakelig med treverk. Denne historikken veier positivt for leverandører som operer i dette segmentet, som Byggma. Andre materialer som sementbaserte løsninger, kan fort være en substitutt, som nevnt under Porters femfaktor modell (3.1.2), mens historiske bygg trender taler Byggmas sak.

Trussel nivå: **LAV**

Teknologiske forhold

Den teknologiske dimensjonen undersøker nærmere blant annet innovasjon og infrastruktur (Investopedia.com, 2021).

Byggma er ofte tidlig ute med å lansere nyheter til det norske markedet først, og dette skyldes naturlig nok investering i forskning og utvikling, for å styrke de teknologiske forholdene. Noen av innovasjonene Byggma har lansert siste årene, er blant annet Walls2Paint og Premium Ceiling til DIY markedet, som har blitt godt tatt imot som nevnt tidligere.

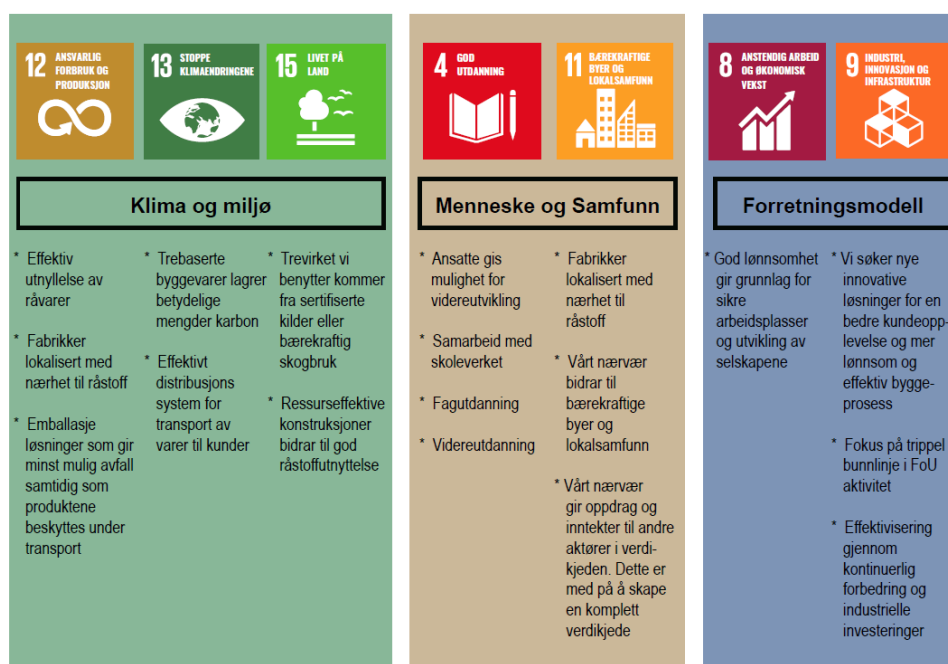
Med hensyn på infrastruktur, vil det trolig ikke være store teknologiske restriksjoner på hvordan lage Byggmas produkter, da maskineri kan antas å være tilnærmet standardiserte.

Trussel nivå: **MEDIUM**

Miljømessige forhold

De 2 siste faktorene er den miljømessige dimensjonen og den legale dimensjonen. Den miljømessige dimensjonen tar for seg eksempelvis fokus og viktigheten av praktisering av god miljøstyring mens den lovmessige faktoren undersøker nærmere hvilke lover og regler som vil påvirke selskapet (Investopedia.com, 2021).

Fra Byggmas bærekraft rapport (Byggma ASA, 2020)) argumenterer Byggma for deres bærekraft og ansvarlighet. Byggma skal også ifølge Byggmas konsernsjef, Geir Drangland, jobbe imot 7 av de 17 bærekraftsmålene fastsatt av FN's 2030 agenda. De 7 målene de har prioritert er som vist i figuren nedenfor. Oppsummert ser vi at de jobber sterkt og målrettet på feltene klima og miljø, menneske og samfunn og forretningsmodell (Byggma ASA, 2020). Siden Byggma jobber målrettet imot de miljømessige faktorene, vil jeg anslå denne risikofaktoren for lav



Figur 3: Illustrasjon av 7 av 17 FN's Bærekraftsmål i Byggmas bærekraft rapport (Byggma ASA, 2020).

Trussel nivå: **LAV**

Legale forhold

Den legale siden av PESTEL-rammeverket vil også kunne prege Byggma både fra et miljømessige synspunkt gjennom større krav til «grønn drift», og også nye krav til husstander i tråd med eksempelvis nybygg og liknende. Byggteknisk forskrift (TEK 17) presenter tekniske minimumskrav til byggverk for å kunne bygges lovlig i Norge (Direktoratet for Byggkvalitet, 2017). Dette er et fagfelt som kan skrives en masterutredning om alene, men siden denne oppgaven skal fokusere på det økonomiske aspektet av Byggma, vil ikke kravene og de tekniske spesifikasjonene fokuseres nærmere

på i denne oppgaven. Trusselnivået vil også settes til medium, da Byggmas profil anses som bevegelig og innovativ, slik den ikke anses som høy risiko

Trussel nivå: **LAV**

PESTEL-rammeverket vil nå oppsummeres kort i tabell 5 nedenfor. Fra tabellen kan vi se at den politiske og økonomiske risiko faktoren er høy, mens den teknologiske er medium, mens det resterende er lave.

| PESTEL | Risiko |
|-------------|--------|
| Politisk | HØY |
| Økonomisk | HØY |
| Sosial | LAV |
| Teknologisk | MEDIUM |
| Miljømessig | LAV |
| Legalt | LAV |

Tabell 5: Pestel-rammeverke).

3.1.1.2 Porters fem faktor model

Porter's 5 faktor modell er en mer markedsorientert analyse som operer med 5 ulike dimensjoner; trusler fra nyetableringer, trusler fra substitutter, forhandlingsmakt hos leverandør, forhandlingsmakt hos kunder og intern konkurranse (Investopedia.com, 2021).

Trusler fra nyetableringer

I 2021 framstår byggmaterialindustrien som en industri med høye inngangsbarriere grunnet tilgang på råstoff samt høye etableringskostnader. Samtidig er industrien preget av sterke og etablerte aktører nasjonalt og internasjonalt, så fra et internasjonalt standpunkt kan denne trusselen være reell. Samtidig operer mange av selskapene som eksempelvis Rockwool, Assa Abloy, Saint Gobain etc. i samme marked, men i forskjellige produktsegmenter. Andre aktører som eksempelvis Kronospan, opererer direkte innenfor Byggmas segment og har etablert seg i det norske lavpris segmentet innenfor

gulvmarkedet igjennom varehus som Rusta og Biltema. Andre større aktører som Etex Buildign Perfomrnace GmbH, Steico SE og James Hardie Europe GmbH operer i Europa, og kan også utgjøre en trussel, som presisert tidligere vil også ved etablering i det norske markedet utgjør en stor trussel for Byggma

Trussel nivå: **High**

Trusler fra substitutter

Med hensyn på substituerer til bygg materiell vil både andre former for materialer utgjøre en trussel. Som underlag til gulv, vegg og tak vil støypte løsninger kunne erstatte treverk løsninger. I Norge er historisk sett treverk benyttet i stor grad, med en naturlig kombinasjon av støypte løsninger og trevirke løsninger. De ulike materialene vil naturlig nok ha forskjellige egenskaper med hensyn på brannsikkerhet, vedlikeholdsintervall, isoleringsevne for lyd og varme og komfort og opplevelse og mye mer. Med hensyn på brannsikkerhet vil rene sementbaserte løsninger naturlignok komme ut som den beste løsningen. Samtidig kan smarte løsninger som isolasjonsplater i steinull, hjelpe med brannsikkerhet (Rockwool Group, 2020). Samtidig vil slike typer isolasjonsløsninger også bidra til bedre isoleringsevne. Treverk vil også hjelpe for et bedre inneklima (Forskning.no, 2018) gitt den pustende naturen til treverk.

En annen potensiell substitutt er stål og aluminiumløsninger. Stål og aliminiumløsninger vil som sementløsninger ha andre egenskaper enn treverk. Styrke, vedlikeholds intervall, brannsikkerhet vil hos denne typen løsninger være bedre enn hos betong og treverk, men samtidig vil vekt, pusteegenskaper og opplevelse og komfort være mindre fordelaktige. Som med betongløsninger, er ofte aluminium og stålløsninger en del av et totalt byggprosjekt. Et konkret eksempel kan være i byggkonstruksjon hvor stålbjelke kan benyttes som drager eller konstruksjonsvirke, med større krav for styrke egenskaper. Hvilke egenskaper og styrker som trengs vil være mer ingeniørrettet, så dette vil ikke gås nærmere innpå.

Trussel nivå: **Medium**

Forhandlingsmakt hos leverandør

I henhold til Byggma leverandører sier Byggma selv det er en mer komplett leverandør en noen gang, og jeg velger derfor å gå videre med antagelsen om at Byggma står for mye av

råvarene til produksjonen selv også. På grunnlag av at mye av trematerialet fortsatt vil trolig være eid av en annen leverandør, velger jeg å sette trusselnivået til medium;

Trussel nivå: **Medium**

Forhandlingsmakt hos kunder

Med hensyn på Byggmas kunder har dette både egne forhandlere som Bygger'n E.A. Smith, Optimera Monter, Coop, Byggmix, XL Bygg, Maxbo som videre selger produktene til slutt kunder. Gitt Byggma's størrelse og posisjon i det norske markedet stiller Byggma sterkt, men som antydte tidligere kan både nasjonale og internasjonale aktører ta deler av markedet dersom Byggma skulle være mindre gunstige. Samtidig har Byggmas produkter en sterk posisjon i markedet, slik at kundene kjenner igjen produktet og ønsker produktene for både navnet og egenskapene det har. En potensiell faktor som kan styrke forhandlingsmakten til Byggmas kunder er trenden hvor forhandlere kjøper opp større kvantum av tilsvarende produkter og selger dette som egne merkevarer. Denne fremgangsmåten kan illustreres i malingsbransjen, hvor Gjøco AS selger større kvantum til Maxbo som videre selger navnet under deres eget varemerke, Harmoni. Coop (Infra) Optimera Monter (Opus).

Trusselnivå: **Høy**

Intern konkurranse.

I henhold til intern konkurranse vil selskaper som Arbor, Fibo, Moelven Industrier Fritzøe Treschow, Kronospan være blant selskaper som danner direkte intern konkurranse i det norske markedet.. Arbor vil her utgjøre en konkurrent på segmentene hos Huntonit, Forestia og Smart Panel. Fibo operer med våtromsløsninger, og Forestia, operer i samme segmentet. Moelven Industrier, Fritzøe Treschow og Kronospan operer alle med bygningsplater, hvor kryssfiner, OSB og MDF vil være konkurrerende produkter. De ulike selskapene er allikevel, som nevnt tidligere, i en annen størrelse kategori en Byggma, men gitt Byggmas produktbredde den interne konkurransen være reell på de gitte produktkategoriene. Forhandlingsmakten hos kunder vil også høyne den interne konkurransen som nevnt tidligere.

Trusselnivå: **Høyt**

| | |
|--|---------------|
| Trusler fra nyetableringer | Høy |
| Trusler fra substitutter | Medium |
| Forhandlingsmakt hos leverandører | Medium |
| Forhandlingsmakt hos kunder | Høy |
| Intern konkurranse | Høy |

Tabell 6: Oppsummering Porters 5 forces

3.1.2 Intern analyse og oppsummering

Den interne analysen vil gi oss en oversikt over faktorer som ligger innenfor selskapets rammer. De ulike analysen vil være en VRIO-analyse som sammen med den eksterne analysen danner grunnlaget for en SWOT-analyse.

3.1.2.1 VRIO rammeverk

VRIO-rammeverket er en ressurs eller evne analyse som spør 4 spørsmål for å evaluere ressurser. De 4 spørsmålene er: Hvor verdifull (Valuable), sjelden (Rare), imiterbar (Imitatable) og Organisatorisk (Organizational) er en ressurs eller egenskap. Resultatet av denne analysen kan hjelpe oss å avgjøre om selskapet har en konkurranse ulempe (Competitive disadvantage), en konkurranse paritet eller likevekt (Competitive Parity), en midlertidig konkurranse fortrinn (Temporary competitive advantage) eller et bærekraftig konkurransefortrinn (Strategic Management Insight , 2021). Dette kan videre fordele i 4 ulike kategoriseringer av ressurser; finansiell kapital, fysisk kapital, human kapital og organisasjons/arbeidskapital. Finansiell kapital viser her til raske omløpsmidler i form av likviditet og rask anvendbar kapital. Fysisk kapital viser til en annen side av regnskapet, hvor produksjonsfasiliteter, teknologi og liknende vil være gruppert. Human kapital tar for seg menneskene i organisasjonen, hvor erfaring, relasjoner, lederskap og liknende vil grupperes. Den siste dimensjonen er organisasjonskapital. Dette innebærer rennomme, verdikjede arbeidskultur og liknende (Strategic Management Insight , 2021). Med det fulle tablerete rammeverket kan vi nå se nærmere på Byggmas ressurser.

Finansiell kapital

I henhold til den finansielle kapitalen til Byggma kan vi se fra de ulike økonomiske analysene at Byggma har kortsiktige og langsiktige risikoelementer, hvor de ligger lavere enn markedet og enkelte teoretiske krav i flere kategorier (Kapittel 5 for mer detaljer). Fra resultatregnskapet, kan vi se at selskapet viser til positivt og økt resultat. Den finansielle kapitalen blir undersøkt fra flere vinkler fra kapittel 6-9, hvor det fremstilles nye tall og analyser. Fra et VRIO-perspektiv, vil jeg oppsummere denne kategorien slik at Byggmas finansielle kapital er verdifull, men hverken sjelden eller vanskelig å imitere.

Fysisk kapital

Under posten fysisk kapital vil vi se nærmere på Byggmas teknologiske attributter, lokasjon og produksjons fasiliteter.

Byggmas produkter har som nevnt tidligere en sterk posisjon i det norske markedet med sine innovative og minimalistiske stilarter, og man kan ved bruk av VRIO rammeverket kalle ressursen teknologi for verdifull. Med hensyn på hvor sjelden teknologien er kan vi se fra markedet konkurrenten Arbor, produserer sin imitasjon av Walls2paint «malingsklar». Dermed er heller ikke ressursen vanskelig å imitere. Rent organisatorisk vil teknologiske attributter skåre høyt, men dette hjelper naturlig nok ikke siden ressursen er hverken sjelden eller vanskelig å imitere.

Byggma's lokasjon til det norske og det skandinaviske markedet vil også være verdifullt for Byggma suksess til markedene, men ressursen kan ikke klassifiseres som hverken sjelden, vanskelig å imitere eller organisatorisk da ved konkurrenter kan opprette egen produksjon i Skandinavia/Norge å dermed imitere lokasjonen til konsernet.

Med hensyn på Byggmas produksjonsfasiliteter og råvaresituasjon, har jeg tatt forutsetning om Byggmas mål om å være en komplett leverandør, og jeg vil dermed anta at selskapet har tilgang til dette til en viss grad. Dersom dette er i høy grad, vil ressursen absolutt anses som verdifull fra en kontroll på verdikjede og kvalitetsperspektiv. Denne ressursen kan også være relativt vanskelig å imitere, da bransjen ikke har ubegrenset med råvarer, kan kontroll over råvarer skape et positivt maktforhold i Byggmas favør. Med hensyn på imiterbare, kan ressursen også være vanskelig å imitere, da det kan være en kostbar affære å skaffe ressursposisjonen selv.

Human kapital

Under human kapital vil vi snakke nærmere rundt menneskene i Byggma med hensyn på kompetanse og relasjoner. Rent teknisk sitter personene i Byggma på mye kompetanse

innenfor sine fagfelt, og som nevnt tidligere stilles det stadig høyere tekniske og miljømessige krav, og den kjernekompetansen som personene sitter med vil kunne klassifiseres som verdifull, men ikke sjelden og vanskelig å imitere da dette er harde fakta som kan læres.

Byggma nettverk og relasjoner til sine kunder og sine interessenter, vil kunne klassifiseres som verdifull, sjelden, vanskelig å imitere og organisatorisk, da dette er ressurser som tar tid å bygge, og er avhengig av riktige personer i riktige roller.

Organisasjonskapital

Fra et organisasjonsperspektiv skal vi se nærmere på punktene verdikjede og renommé Organisasjon. Byggma presentere seg som en mer komplett leverandør en noen gang (Byggma ASA, 2020), og med stor kontroll over verdikjeden kan man ved å benytte VRIO-rammeverket si at denne ressursen vil klassifiseres som verdifull, sjelden, vanskelig å imitere og naturligvis også organisatorisk.

Renommet til Byggma er som nevnt tidligere sterkt i det norske markedet, hvor kunder kan velge eksempelvis Walls2Paint siden det er merkevaren de kjenner. Denne ressursen vil selvsagt klassifiseres som både verdifull, sjelden, vanskelig å imitere og organisatorisk, da kvalitet i alle ledd hjelper Byggma å opprettholde renommet.

Oppsummert vil ressursene bli slik

| | Verdifull | Sjelden | Imiterbar | Organisatorisk |
|------------------------|-----------|---------|-----------|----------------|
| Finansielle stilling | X | | | |
| Teknologi | X | | | X |
| Lokasjon | X | | | X |
| Produksjonsfasiliteter | X | X | | X |
| Kompetanse | X | | | X |
| Relasjoner | X | X | X | X |
| Verdikjede | X | X | X | X |
| Renomme | X | X | X | X |

Tabell 7: Oversikt over VRIO rammeverk oppsummert.

3.1.3 Oppsummering ekstern/intern analyse – SWOT analyse

De eksterne og interne egenskapene kan oppsummeres via en SWOT-analyse som vist nedenfor. I denne matrisen er styrker og svakheter hentet fra den interne analysen, mens

muligheter og trusler er fra den eksterne analysen. Dette vil hjelpe oss å danne Syntetisk Rating i 5.1.3.

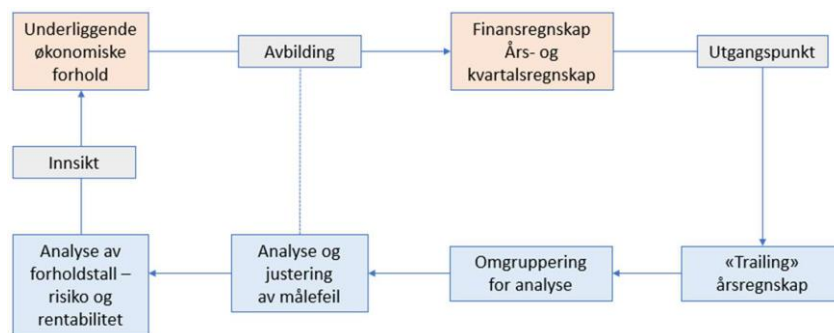
| | |
|--|---|
| <p>Stryker Karakter: Høy</p> <p>Teknologisk og innovativ bedrift</p> <p>Relasjoner</p> <p>Verdikjede og produksjons</p> <p>Renomme</p> <p>Sterkt fremme i miljøvennlig produksjon</p> | <p>Svakheter Karakter: HØY</p> <p>Mindre god finansiering</p> <p>Sterkt påvirkelig av politiske og økonomiske avgjørelser.</p> |
| <p>Muligheter Karakter: MEDIUM</p> <p>Markedsleder i det norske markedet og kan ved riktig opptreden opprettholde kundelojalitet og markedsandeler.</p> <p>Kan styrke kundeforhold og nå ut til store kundemengder med nye og eksisterende produkter</p> | <p>Trusler Karakter: HØY</p> <p>Politiske og økonomiske nedstengninger og restriksjoner kan ytterligere skade resultater</p> <p>Imitering av produktlinje og teknologi spiser av markedsandeler og profitt.</p> |

Tabell 8: SWOT-analyse.

4.0 Regnskapsanalyse

Denne regnskapsanalysen vil gjennomføre en kvantitativ analyse av finansregnskapet i tråd med Knivsflå (2021c). I dette kapittelet skal jeg først presentere rammeverket som blir benyttet (4.1.1), før analysenivå (4.1.1.1) og analyseperiode (4.1.1.2) blir undersøkt. Når dette er ivaretatt, vil jeg presenterer regnskapstall og starte prosessen i jakten på det omgrupperte regnskapstallene (4.1.4-4.1.6)

4.1.1 Knivsflå's rammeverk for regnskapsanalyse



Figur 4: Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2021c)

Denne oppgaven vil følge rammeverket som vist ovenfor , hvor vi ser at tilgjengelig offentlig informasjon danner utgangspunkt for «trailing» årsregnskap (4.1.3.1) som sammen med historiske regnskapstall blir omgruppert for analyse. Senere vil resultatregnskap, balansen og kontantsrømmene bli benyttet til forholdstallsanalyse som skal danne innsikt i analyseselskapet.

4.1.1.1 Knivsflå's rammeverk – Valg av analysenivå

Et viktig første steget i innhenting av informasjon er ifølge Damodaran (2012) å forsikre at tallene som er hentet er korrekt i henhold til tidsperiode, selskap etc. En fallgrube her eksempelvis være å hente tall fra kvartal istedenfor hele året og eksempelvis hente tall på konsernnivå og ikke selskapsnivå. Når analyseselskapet er av en viss størrelse vil det ha både et konsernregnskap og regnskap for datterselskap. Byggma har flere datterselskap, slik at selskapet kan analyseres fra ulike potensielle vinkler og nivåer. En nedside når analysenivået blir mer spesifikt er derimot at tilgang og tilgjengelig offentlig

regnskapsinformasjonen kan være mer begrenset (Knivsflå, 2021d). Jeg skal som nevnt gjennomføre en fundamental analyse og skal ikke ta kontakt med analyseselskapet, og jeg vil derfor gjennomføre analysen i denne oppgaven på konsernnivå og dermed ta utgangspunkt i konsernregnskapet.

4.1.1.2 Knivsflå's rammeverk – Analyseperiode

Et annet viktig valg i regnskapsanalysen er analyseperioden. Knivsflå (2021d) presiserer her viktigheten av detaljert undersøkelse av selskapets stabilitet i henhold til drift og utvikling. Ved stabil drift kan analyseperioden være lenger, mens i utviklings/vekstfaser vil analyseperioden være kortere, siden de eldre regnskapstallene før og etter utviklingsfasen ikke samsvarer i like stor grad med dagens drift.

Byggma opererer i en bransje som er stabil og moden, men samtidig har også selskapet vært involvert i utvalg av eksempelvis Fibo Trespo i 2014, slik at jeg ikke vil benytte tall eldre og i nærheten av dette for å få reelle regnskapstall. Jeg anser derfor 2014 og 2015 som uaktuelle år, og ønsker derfor å analysere selskapet i en 5års periode, fra 2017-2021. Jeg vil også benytte enkelte balansetall fra 2016, og jeg anser balansetallene fra 2016 som siste aktuelle år for denne analysen. Regnskapstall for Byggma og sammenligningsgrunnlaget vil bli hentet fra årsrapporter for de ulike selskapene i analyseperioden.

4.1.2 Knivsflå's rammeverk – Komparative selskaper; Assa Abloy & Rockwool

Under valget med komparative selskaper, har jeg hatt ulike kriterier som jeg har ønsket oppfylt. Kriteriene skal naturligvis hjelpe meg i å danne et presist estimat for Byggma. Samtidig ønsker jeg å fange tall fra et større perspektiv enn bare Norge, og jeg kommer derfor til å benytte aktører i Byggmaterialbransjen i Skandinavia. Selskapene jeg har valgt her er fra henholdsvis Danmark og Sverige, og opererer med en bred definisjon i byggmaterialbransjen. Sammenligningsgrunnlaget vil dermed bestå av svenske Assa Abloy og danske Rockwool International. De 3 selskapene opererer i sammen i sine nasjonale markeder og i enkelte internasjonale markeder.

4.1.3 Rapport regnskapstall - Byggma

Dette delkapittelet vil presentere nærmere Byggma's regnskapstall fra 2017 -2021. Det vil først bli presentert en resultatoppstilling (5.1.3.1) og en balanseoppstilling (5.1.3.2). Videre vil regnskapstallene bli omgruppert for analyse (5.1.5). Jeg vil også hente ut rapporterte regnskapstall for Assa Abloy (Kapittel 14.1) og Rockwool (14.2) er plassert i vedlegg for ryddighetens skyld.

4.1.3.1 «Trailing» resultatregnskap – Byggma

Nedenfor kan vi se resultatregnskapet for Byggma de siste 5 årene. Tallene er hentet fra årsrapporter fra 2017-2020, samt kvartalsrapporter for Q1 og Q2 for 2021. Ideelt sett kunne denne oppgaven også tatt med Q3 for å skape et så presist estimat som mulig, men av tidsmessige årsaker og sen publisering av denne vil ikke dette bli hensyn tatt i min oppgave.

Fremgangsmåten for å estimere trailing årsregnskapet (T2021) er basert på Knivsfå's rammeverk (Knivsfå, 2021e). Regnskapstallene fra 2017-2020 er hentet direkte fra årsrapporter fra 2017-2020. Utrekningene for ulike poster i 2021T er som følger;

$$\begin{aligned} & Q1Q2\ 2021 + (\text{Årsregnskap}\ 2020 - Q1Q2\ 2020) \\ & \text{E.g. Salgsinntekter: } 1\ 166\ 400 + (2\ 052\ 4000 - 1\ 022\ 800) \\ & = 2\ 196\ 000 \end{aligned}$$

Denne oppgaven tar ikke utgangspunkt i vekstfaktoren på grunnlag av forutsatt normalisering av etterspørsel i bransjen vil spise opp vekstgrunnlaget, og dermed gjøre veksten minimal (Knivsfå, 2021e).

Skattekostnaden i «Trailing» årsregnskapet kan beregnes ved formelen nedenfor;

$$SK = dss \cdot DR + fiss \cdot (FI + UFR) - fkss \cdot RK$$

Formel skattesats «Trailing år (Knivsfå, 2021e)

Hvor,

SK er Skattekostnad,

DSS er driftsskattesatsen (estimert via formel (Knivsflå, 2021e)),

DR er driftsresultat, (Hentet fra regnskap)

FISS er finansinntektskattesats (Benytter tommelfingerregel som sier at denne er 2/3 av FKSS (Knivsflå, 2021e), dvs 15%)

FI er finansinntekt, (Hentet fra regnskap)

UFR er uvanlig finansiell renteinntekt/kostnad (Hentet fra regnskap)

FKSS er finanskostnadsskattesats (22% (Altinn, 2021))

I denne likningen vil DSS bli utregnet som vist nedenfor;

$$dss = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{skatt på finansresultat}}{\text{Driftsresultat}}$$

Formel Driftsskattesats (Knivsflå, 2021e)

Siden oppsettet her tar utgangspunkt i kvartalsrapporter fra forskjellige år, må det her vektet ulikt (Knivsflå, 2021e). Denne vektingen vil variere utfra når kvartalsrapportene er hentet fra. I vårt tilfelle har vi benyttet Q1Q2 fra 2021, og vår vekting vil dermed være 50%-50%. Samlet sett vil oppsettet for å finne skattekostnaden bli som følger;

| Utregning skattekostnad 2021T | | | |
|----------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Skattesats finanskostnad (FKSS) | 22 % | | |
| Skattesats finansinntekt (FISS) | 15 % | | |
| Driftsskattesats 2020/2021 (DSS) | 22 % | 22 % | |
| Vekting skattekostnad | 0,5 | 0,5 | |
| Estimert driftsskattesats 2021 | 22 % | | |
| Trailing Skattekostnad * | kr 22 140 | kr 11 998 | kr 35 276 |
| | | | kr 45 418 |

Tabell 9: «Trailing» skattekostnad (Byggma ASA, 2021a-b)

Det totale «trailing årsregnskapet» for T2021, blir dermed;

| Resultatregnskap (Alle beløp i NOK tusen) | Q1-Q2 2021 | Q1-Q2 2020 | Årsregnskap 2020 | Trailing årsregnskap 2021 |
|---|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------------|
| Salgsinntekter | kr 1 166 400 | kr 1 022 800 | kr 2 052 400 | kr 2 196 000 |
| Andre Inntekter | kr 11 600 | kr 15 500 | kr 23 100 | kr 19 200 |
| Sum Inntekter | kr 1 178 000 | kr 1 038 300 | kr 2 075 500 | kr 2 215 200 |
| Varekost og tilvirkningskostnader | -kr 603 600 | -kr 520 500 | -kr 954 900 | -kr 1 038 000 |
| Lønnskostnader | -kr 251 800 | -kr 225 900 | -kr 439 400 | -kr 465 300 |
| Avskrivninger og nedskrivninger | -kr 40 300 | -kr 38 100 | -kr 77 100 | -kr 79 300 |
| Frakt og reklamasjonskostnader | -kr 88 700 | -kr 80 600 | -kr 162 800 | -kr 170 900 |
| Markedsføringskostnader | -kr 35 000 | -kr 36 000 | -kr 92 700 | -kr 91 700 |
| Andre tap/gevinster - netto | kr 700 | kr 2 100 | kr 700 | -kr 700 |
| Andre driftskostnader | -kr 54 100 | -kr 55 600 | -kr 156 700 | -kr 155 200 |
| Sum driftskostnader | -kr 1 072 800 | -kr 954 600 | -kr 1 882 900 | -kr 2 001 100 |
| Driftsresultat | kr 105 200 | kr 83 700 | kr 192 600 | kr 214 100 |
| Finansinntekter | kr 7 100 | kr 0 | kr 0 | kr 7 100 |
| Finanskostnader | kr 9 700 | kr 29 400 | kr 32 800 | kr 13 100 |
| Netto finanskostnad/inntekt | -kr 2 600 | -kr 29 400 | -kr 32 800 | -kr 6 000 |
| Resultat før skattekostnad | kr 102 600 | kr 54 300 | kr 159 800 | kr 208 100 |
| Skattekostnad * | kr 22 400 | kr 12 100 | kr 34 800 | kr 45 418 |
| Minoritetsinteresser | kr 0 | kr 0 | kr 0 | kr 0 |
| Årsresultat | kr 80 200 | kr 42 200 | kr 125 000 | kr 162 682 |
| Annet fullstendig resultat | -kr 2 700 | kr 8 900 | kr 11 000 | -kr 600 |
| Fullstendig netto årsresultat | kr 77 500 | kr 51 100 | kr 136 000 | kr 162 082 |

Tabell 10: Trailing årsregnskap 2021T (Byggma ASA, 2021a-b, 2020)

Hele resultatregnskapet fra 2017.2021 blir dermed som vist nedenfor;

| Resultatregnskap (Alle beløp i NOK tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Salgsinntekter | kr 2 196 000 | kr 2 052 371 | kr 1 783 388 | kr 1 655 279 | kr 1 619 451 |
| Andre Inntekter | kr 19 200 | kr 23 109 | kr 23 448 | kr 22 408 | kr 17 543 |
| Sum Inntekter | kr 2 215 200 | kr 2 075 480 | kr 1 806 836 | kr 1 677 687 | kr 1 636 994 |
| Endring i beholdning av varer (Tilvirkning og ferdigvarer) | kr 0 | kr 0 | kr 13 389 | kr 780 | -kr 1 327 |
| Varekost og tilvirkningskostnader | -kr 1 038 000 | -kr 954 884 | -kr 856 903 | -kr 780 751 | -kr 741 866 |
| Lønnskostnader | -kr 465 300 | -kr 439 432 | -kr 424 154 | -kr 404 622 | -kr 387 205 |
| Avskrivninger og nedskrivninger | -kr 79 300 | -kr 77 064 | -kr 70 132 | -kr 54 227 | -kr 54 415 |
| Frakt og reklamasjonskostnader | -kr 170 900 | -kr 162 831 | -kr 146 396 | -kr 143 453 | -kr 135 467 |
| Markedsføringskostnader | -kr 91 700 | -kr 92 667 | -kr 90 839 | -kr 72 489 | -kr 74 783 |
| Andre tap/gevinster - netto | -kr 700 | kr 715 | -kr 3 060 | kr 561 | kr 5 797 |
| Andre driftskostnader | -kr 155 200 | -kr 156 732 | -kr 156 215 | -kr 158 960 | -kr 153 967 |
| Sum driftskostnader | -kr 2 001 100 | -kr 1 882 895 | -kr 1 734 310 | -kr 1 613 161 | -kr 1 543 233 |
| Driftsresultat | kr 214 100 | kr 192 585 | kr 72 526 | kr 64 526 | kr 93 761 |
| Finansinntekter | kr 7 100 | kr 5 314 | kr 7 388 | kr 6 742 | kr 6 015 |
| Finanskostnader | kr 13 100 | -kr 38 165 | -kr 17 941 | -kr 15 395 | -kr 15 393 |
| Netto finanskostnad/inntekt | -kr 6 000 | -kr 32 851 | -kr 10 553 | -kr 8 653 | -kr 9 378 |
| Resultat før skattekostnad | kr 208 100 | kr 159 734 | kr 61 973 | kr 55 873 | kr 84 383 |
| Skattekostnad * | kr 45 418 | -kr 34 825 | -kr 13 026 | -kr 9 088 | -kr 19 994 |
| Minoritetsinteresser | kr 0 | kr 0 | kr 0 | kr 0 | kr 0 |
| Årsresultat | kr 162 682 | kr 124 909 | kr 48 947 | kr 46 785 | kr 64 389 |

Tabell 11: Årsregnskap Byggma ASA, 2017- 2021T (Byggma ASA, 2020;2019;2018;2017)

4.1.3.2 Trailing balanseregnskap (MÅ SETTE INN OPPDATTERT MODELL)

Nedenfor kan vi se nærmere på balanseregnskapet for Byggma i analyseperioden 2017-2021. Også her tar vi utgangspunkt i Q1-Q2 2021 og Byggma's årsrapporter fra 2017-2020.

Ved oppsett av trailing balanse kan man ifølge Knivsflå (2021e) ta utgangspunkt i siste tilgjengelige balansetall for selskapet. Dette vil i mitt tilfelle være fra kvartalsrapport Q2, dvs. balansetall fra 30.06.2021. Dette gir følgende oppsett fra 2017-2021T

| Balanse regnskap (Alle beløp i NOK tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| EIENDELER | | | | | |
| Anleggsmidler | | | | | |
| Varige driftsmidler | kr 929 200 | kr 931 857 | kr 933 134 | kr 801 055 | kr 759 724 |
| Immaterielle eiendeler | kr 23 400 | kr 25 002 | kr 26 677 | kr 25 956 | kr 20 349 |
| Utsatt skattefordel | kr 5 300 | kr 6 863 | kr 4 721 | kr 4 990 | kr 5 748 |
| Finansielle derivater | 0 | kr 0 | kr 2 753 | kr 0 | kr 0 |
| Andre fordringer | kr 500 | kr 200 | kr 201 | kr 252 | kr 313 |
| Sum anleggsmidler | kr 958 400 | kr 963 922 | kr 967 486 | kr 832 253 | kr 786 134 |
| Omløpsmidler | | | | | |
| Varer | kr 278 800 | kr 263 501 | kr 289 179 | kr 257 538 | kr 216 637 |
| Kundefordringer og andre fordringe | kr 446 200 | kr 379 288 | kr 236 007 | kr 220 955 | kr 189 058 |
| Finansielle derivater | | kr 0 | 186 | kr 0 | kr 0 |
| Kontanter og kontantekvivalenter | kr 36 600 | kr 525 222 | kr 322 591 | kr 377 039 | kr 358 873 |
| Sum omløpsmidler | kr 761 600 | kr 1 168 011 | kr 847 963 | kr 855 532 | kr 764 568 |
| Sum Eiendeler | kr 1 720 000 | kr 2 131 933 | kr 1 815 449 | kr 1 687 785 | kr 1 550 702 |
| EGENKAPITAL OG GJELD | | | | | |
| EGENKAPITAL | | | | | |
| EK tilordnet selskapets aksjonærer | | | | | |
| Aksjekapital og overkurs | kr 52 700 | kr 52 652 | kr 52 655 | kr 52 772 | kr 53 114 |
| Annen egenkapital ikke resultatført | kr 14 200 | kr 16 910 | kr 5 907 | kr 6 874 | kr 9 890 |
| Opptjent egenkapital | kr 442 300 | kr 920 656 | kr 802 865 | kr 764 782 | kr 735 877 |
| Sum Egenkapital | kr 509 200 | kr 990 218 | kr 861 427 | kr 824 428 | kr 798 881 |
| GJELD | | | | | |
| Langsiktig Gjeld | | | | | |
| Lån | kr 446 200 | kr 452 774 | kr 370 999 | kr 353 364 | kr 255 724 |
| Finansielle derivater | kr 4 600 | kr 9 671 | kr 1 157 | kr 2 785 | kr 7 174 |
| Utsatt skatt | kr 91 000 | kr 89 949 | kr 84 309 | kr 77 005 | kr 76 363 |
| Pensjonsforpliktelser | | kr 0 | kr 0 | kr 0 | kr 0 |
| Sum langsiktig gjeld | kr 541 800 | kr 552 394 | kr 456 465 | kr 433 154 | kr 339 261 |
| Kortsiktig Gjeld | | | | | |
| Lev.gjeld og annen KG | kr 441 900 | kr 409 138 | kr 361 510 | kr 385 222 | kr 344 958 |
| Betalbar skatt | kr 29 400 | kr 33 015 | kr 4 230 | kr 8 006 | kr 19 105 |
| Lån | kr 197 500 | kr 144 230 | kr 131 553 | kr 35 782 | kr 47 564 |
| Finansielle derivater | kr 200 | kr 2 940 | kr 263 | kr 1 193 | kr 932 |
| Sum Kortsiktig Gjeld | kr 669 000 | kr 589 323 | kr 497 556 | kr 430 203 | kr 412 559 |
| Sum Gjeld | kr 1 210 800 | kr 1 141 717 | kr 954 021 | kr 863 357 | kr 751 820 |
| Sum Egenkapital og Gjeld | kr 1 720 000 | kr 2 131 935 | kr 1 815 448 | kr 1 687 785 | kr 1 550 701 |

Tabell 12: Balanseregnskap Byggma ASA, 2017-2021T (Byggma ASA, 2020;2019;2018;2017)

4.1.4 Omgruppering for analyse

I dette kapitlet skal vi omgruppere regnskapstallene for investororientert analyse. Knivsflå (2021e) presiserer at omgruppering fungerer som et medium for å skreddersy regnskapsoppstillinger til en investororientert analyse. Hvordan dette gjøres vil vises under omgrupperingen av resultatoppstillingen i 5.1.4.1 og deretter omgrupperingen av balanseoppstillingen i 5.1.4.2 og kontantstrømmen i 5.1.4.3.

4.1.4.1 Omgruppering av resultat

Omgrupperingen av resultatregnskapet kan ifølge Knivsflå (2021f) deles i 4 steg som vist nedenfor. De ulike stegene vil bli videre illustrert i detalj i dette delkapittelet.



Figur 5: Omgruppering av resultatregnskap (Knivsflå, 2021f).

Steg 1 – Identifisere det fullstendige nettoresultatet

Det Fullstendige NettoResultatet (FNR) kan ifølge Knivsflå (2021h) regnes ut ved summere rapportert årsresultat (RES), Annet fullstendig resultat (AFR) og «Dirty Surplus» DSP som vist i formelen nedenfor.

$$FNR = RES + AFR + DSP$$

De ulike postene er her hentet fra resultatregnskapet og årsrapportene for gjeldende år. Årsresultatet er hentet direkte fra omgrupperingen som vist ovenfor, mens AFR er hentet fra endringer i EK i års og kvartalsrapporter 2017-2021. «Dirty surplus», som vist nedenfor, er betegnet som brudd på kongurensprinsippet (Knivsflå, 2021h), hvor inntekter og kostnader er ført direkte imot egenkapitalen. Byggma operer som nevnt tidligere under IFRS, og som presisert av Knivsflå (2021h) skal selskaper som følger dette lovsettet etter

definisjonen ikke ha «Dirty Surplus». Det kan derimot oppstå ved endringer regnskapsløsninger eller ved eksempelvis en aksjeemisjon (Knivsflå (2021h)). Ifølge Byggmas årsrapport 2017 (2017) kan vi se at den eneste endringene i basisprinsippene vil være den som følger IFRS. Endringen i 2017 er presisert for Byggma å være IAS 7, IAS 12 og IFRS 12. IAS 7 stiller ifølge Byggma (2017) høyere krav til oppstillingen av kontantstrømmer, hvor de nå har et noteopplysningskrav. Dette vil ifølge Byggma ikke ha noen regnskapsmessig effekt. IAS 12 omhandler endring på inntektsskatt (2017). Heller ikke denne endringen vil få noen regnskapsmessig effekt sier Byggma (2017). Den siste endringen er ifølge Byggma (2017) IFRS 12, som omhandler opplysninger rundt endringer i andre foretak i form av høyere krav til noter. Denne endringen vil heller ikke skape noen regnskapsmessig effekt (Byggma ASA, 2017).

I 2018 ble også Byggmas regnskapsprinsippet endret ved endring med å gå vekk fra IAS39 (Bytter til IFRS 9) og IAS 18 og IAS 11 (Erstattet av IFRS 15). Endringen til IFRS 9 forenkler oppsettet i IAS 39, med en modell som nå har 2 klassifiseringer (Amortisert kost og virkelig verdi) (Byggma ASA, 2018). Denne endringen vil heller ikke skape noen regnskapsmessig effekt. Implementeringen av IFRS 15 skal ifølge Byggma (2018) gi større kontroll rundt inntektsføringer. Denne endringen vil heller ikke ha noen regnskapsmessig effekt (Byggma ASA, 2018).

Byggmas årsrapport 2019 (2019) viser til en endring ved implementering av IFRS 16 som har erstattet IAS 17. Denne endringen påvirker leie og leasingavtaler ved at leiekostnader ikke lenger er under andre driftskostnader. Dette har ifølge Byggma (2019) hatt en regnskapsmessig effekt, hvor selskapet nå kan vise til økt total balansesum, (114,4MNOK), EBITDA (19MNOK), og driftsresultatet (2MNOK) men påvirket resultatregnskapet negativt (-2MNOK). Denne effekten på resultatet kan ses i tabellen nedenfor under «Dirty Surplus» 2019.

I år 2020 sier Byggma (2020) at det ikke har vært noen prinsippendringer, og presiserer også i kvartalsrapport Q2 for 2021, at det vises til regnskapsprinsipp for 2020, slik det ikke forventes noen regnskapsmessig effekt her.

Ved nærmere undersøkelse av Byggma's publiserte rapporter ser vi samtidig at det ikke har vært noen aksjeopsjoner som også kan generere dirty surplus. Samlet sett finner vi dermed annet fullstendige resultat (AFR) i notene for Byggmas rapporter i egne tabeller siden de benytter IFRS. Når vi har nå identifisert de ulike postene kan vi nå samle informasjonen og finne fullstendig netto årsresultatet som vist i tabellen nedenfor.

| Resultatregnskap (Alle beløp i NOK tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|--|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| Årsresultat (RES) | kr 162 682 | kr 124 909 | kr 48 947 | kr 46 785 | kr 64 389 |
| Annet fullstendig resultat (AFR) | -kr 600 | kr 11 003 | -kr 967 | -kr 3 015 | kr 6 183 |
| "Dirty Surplus" (DSP) | 0 | 0 | -2000 | 0 | 0 |
| Fullstendig netto årsresultat (FNR) | kr 162 082 | kr 135 912 | kr 45 980 | kr 43 770 | kr 70 572 |

Tabell 13: Fullstendig netto årsresultat for Byggma, 2027-2021T

Steg 2 – Fordel det fullstendige nettoresultatet på alle kapitaler i balansen

Det neste steget er ifølge Knivsflå (2021i) å fordele FNR på alle kapitaler i balansen, som vist i figuren nedenfor.



Figur 6: Fordeling av FNR (Knivsflå, 2021i).

Dette gjennomføres for å finne kildene til verdiskapning og fordelingene med hensyn på de ulike postene nedenfor. I vår oppgave kan vi fra resultatregnskapet se at driftsrelaterte og finansrelaterte poster er delt inn kronologisk og de trenger dermed ikke nærmere forklaring.

Annet fullstendig resultat (AFR) og Dirty Surplus (DSP) er derimot ikke like tydelig og vil bli presisert nærmere. Knivsflå (2021i) understreker at disse postene kan være både knytt til drift og finans. I vårt tilfelle kan vi ved nærmere undersøkelse av Byggmas rapporter se at postene knytt til AFR, under noter knytt til omregningsdifferanser, se at dette er knytt til valutaomregning. Denne posten vil dermed her bli regnet under finans. Dirty Surplus for 2019 er også knytt til finans, som vist under (Tabell 14). Fullstendige tabeller blir dermed som vist nedenfor:

| Fullstendig driftsresultat før skatt for Byggma 2017-2021 | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|---|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| Driftsinntekter | kr 2 215 200 | kr 2 075 480 | kr 1 806 836 | kr 1 677 687 | kr 1 636 994 |
| Driftskostnader | -kr 2 001 100 | -kr 1 882 895 | -kr 1 734 310 | -kr 1 613 161 | -kr 1 543 233 |
| Driftsresultat fra egen virksomhet | kr 214 100 | kr 192 585 | kr 72 526 | kr 64 526 | kr 93 761 |
| Nettoresultat fra driftstilknnytt virksomhet | | | | | |
| Driftsrelatert AFR | kr 0 | kr 0 | kr 0 | kr 0 | kr 0 |
| Driftsrelatert DSP | kr 0 | kr 0 | kr 0 | kr 0 | kr 0 |
| Fullstendig driftsresultat før skatt | kr 214 100 | kr 192 585 | kr 72 526 | kr 64 526 | kr 93 761 |

Tabell 14: Fullstendig driftsresultat før skatt for Byggma, 2017-2021T

| Fullstendig finansresultat før skatt for Byggma 2017-2021 | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|---|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Finansinntekter | kr 7 100 | kr 5 314 | kr 7 388 | kr 6 742 | kr 6 015 |
| Finanskostnader | kr 13 100 | -kr 38 165 | -kr 17 941 | -kr 15 395 | -kr 15 393 |
| Finansresultat | kr 20 200 | -kr 32 851 | -kr 10 553 | -kr 8 653 | -kr 9 378 |
| Resultat fra diskontinuerlig virksomhet | | | | | |
| Finansrelatert AFR | -kr 600 | kr 11 003 | -kr 967 | -kr 3 015 | kr 6 183 |
| Finansrelatert DSP | kr 0 | kr 0 | -kr 2 000 | kr 0 | kr 0 |
| Fullstendig finansresultat før skatt | kr 19 600 | -kr 21 848 | -kr 13 520 | -kr 11 668 | -kr 3 195 |

Tabell 15: Fullstendig finansresultat før skatt for Byggma, 2017-2021T

Steg 3 – identifisering av normale og unormale poster

I prosessen med å utarbeide fremtidsregnskapet må vi ytterligere dykke ned i regnskapstallene, for å identifisere de normale og de unormale postene i regnskapet for å finne hvilke poster som kan danne et representativt bilde for fremtiden (Knivsflå, 2021j). Normale poster er ifølge Knivsflå (2021j) poster som forventes å komme igjen hver regnskapsperiode, mens unormale motsetning dukker opp i en periode og ikke forventes å komme igjen i regnskapsperiodene. For å ytterligere identifisere forløpene vil jeg også dele postene med hensyn på finansielt og driftsrelatert opphav.

De driftsrelaterte postene vil her være hentet fra ulike noter i ulike årsrapporter. Den første unormale driftsposten vil her være gevinst/tap på salg av varige driftsmidler. Tabellen nedenfor oppsummerer funnene fra årsrapportene, hvor vi ser tap på salg av varig driftsmiddel i 2020, 2018 og 2017, mens det ble en gevinst i 2019. Selv om denne posten har en type trend, er ikke dette en post som forventes å komme igjen og framstår sporadisk, så denne vil derfor bli definert som unormal. Nedskrivninger er også ifølge Knivsflå (2021j) ofte definert som unormal på grunnlag av vanskelighet å predikere og utydelig mønster med hensyn på trend, derfor er også denne posten unormal.

Driftsrelatert AFR og driftsrelatert DSP er ofte definert som unormale, men i vårt tilfelle er begge postene 0, slik at dette ikke vil påvirke det unormale netto driftsresultatet.

De 2 siste postene, unormal driftsskatt på normalt driftsresultat og unormal skattekostnad er også involvert her for å hjelpe oss å finne unormalt netto driftsresultat som vist i tabell nedenfor.

| Unormale driftsposter | 2021 T* | | 2020 | | 2019 | | 2018 | | 2017 | | |
|---|---------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|---|
| Gevinst/tap på salg av varig driftsmidler | kr | - | -kr | 55 | kr | 5 | -kr | 664 | -kr | 1 973 | |
| Nedskrivning for tap kundefordringer | kr | - | -kr | 2 900 | -kr | 2 560 | -kr | 2 453 | -kr | 2 321 | |
| Unormalt driftsresultat før skatt | kr | - | -kr | 2 955 | -kr | 2 555 | -kr | 3 117 | -kr | 4 294 | |
| Skatt unormal driftsresultat | kr | - | -kr | 650 | -kr | 562 | -kr | 717 | -kr | 1 031 | |
| Driftsrelatert AFR | | kr | 0 | kr | 0 | kr | 0 | kr | 0 | kr | 0 |
| Driftsrelatert DSP | | kr | 0 | kr | 0 | kr | 0 | kr | 0 | kr | 0 |
| Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat | -kr | 51 878 | -kr | 46 664 | -kr | 17 573 | -kr | 15 635 | -kr | 22 719 | |
| Unormal skattekostnad | kr | - | -kr | 392 | kr | - | -kr | 3 124 | -kr | 3 130 | |
| Unormalt netto driftsresultat | -kr | 51 878 | -kr | 47 707 | -kr | 18 136 | -kr | 19 476 | -kr | 26 879 | |

Tabell 16: Unormale driftsposter for Byggma, 2017-2021T

Hos de finansielle unormale postene har det blitt identifisert ulike poster.

- Urealisert tap/gevinst derivat - Mangler tydelig trendmønster og er vanskelig å predikere. Defineres derfor som unormal. For «trailingen» har det her blitt gjort en forutsetning hvor 2021T er estimert å være 70% av posten for 2020 (14 129 x 70%).
- Andre renteinntekter – Framstår ikke tydelig hva denne posten innebærer. Posten er ifølge Knivsflå (2021j) ofte definert som unormal, og vil også her bli definert så. 2021T er her også forutsatt verdi på 6351 som er funnet ved å finne gjennomsnittet for 2019 og 2020 ((5314+7388) / 2)
- Andre rentekostnader og Andre finanskostnader har samme argumenter som andre renteinntekter. Posten andre rentekostnader er forutsatt være 20% høyere, for å danne et rettviseende bilde. Andre finanskostnader er hentet direkte fra årsrapporter som vist nedenfor

| Unormale finansposter | 2021 T* | | 2020 | | 2019 | | 2018 | | 2017 | |
|--|---------|--------|------|--------|------|-------|------|-------|------|-------|
| Urealisert tap/gevinst derivat* | kr | 9 890 | kr | 14 129 | -kr | 5 496 | -kr | 4 128 | -kr | 3 301 |
| Andre renteinntekter* | kr | 6 351 | kr | 5 314 | kr | 7 388 | kr | 6 742 | kr | 6 015 |
| Andre rentekostnader* | -kr | 436 | -kr | 363 | -kr | 337 | -kr | 2 246 | -kr | 2 036 |
| Andre finanskostnader | -kr | 900 | -kr | 1 213 | -kr | 1 179 | -kr | 1 008 | -kr | 738 |
| Unormalt finansresultat før skatt | kr | 14 906 | kr | 17 867 | kr | 376 | -kr | 640 | -kr | 60 |
| Skatt på unormalt finansresultat | kr | 3 279 | kr | 3 931 | kr | 83 | -kr | 147 | -kr | 14 |
| Resultat fra diskontinuerlig verksemd | | | | | | | | | | |
| Finansrelatert AFR | -kr | 600 | kr | 11 003 | -kr | 967 | -kr | 3 015 | kr | 6 183 |
| Finansrelatert DSP | kr | 0 | kr | 0 | -kr | 2 000 | kr | 0 | kr | 0 |
| Unormalt netto finansresultat | kr | 2 679 | kr | 14 934 | -kr | 2 884 | -kr | 3 162 | kr | 6 169 |

Tabell 17: Unormale finansposter for Byggma, 2017-2021T (Byggma, 2021).

Steg 4 – Fordel skattekostnaden på alle resultatene

Det fjerde og siste steget i omgrupperingen av resultatet er fordeling av skattekostnaden. Denne fordelingen vil bli gjort for det normale og unormale resultatet. Prosessen her er først identifisering av selskapsskatten (sss) for perioden.

| Skattesats (sss) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 22,00 % | 22,00 % | 22,00 % | 23,00 % | 24,00 % |

Tabell 18: Skattesats 2017-2021T, regjeringen.no (2021;2020;2019;2018;2017)

Selskapsakten ovenfor vil videre bli benyttet for å finne finansskattesatsen, fiss, som vist i tabellen nedenfor. Knivsflå operer som nevnt tidligere med en tommelfingerregel, hvor 2/3 av sss er et godt estimat på fiss. Med denne reglen får vi følgende satser;

| Finansinntektsskattesats (fiss) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 14,67 % | 14,67 % | 14,67 % | 15,33 % | 16,00 % |

Tabell 19: Finansinntektsskattesats 2017-2021T (Knivsflå, 2021j).

Neste steg når vi har både når vi har både selskapskattesatsen (sss) og finansinntektssatsen (fiss) er ifølge Knivsflå (2021j) å regne ut netto finanskostnad (NFK) og nettofinansinntekt (NFI). De 2 finanspostene kan regnes ut ved å benytte følgende formler;

$$NFK = (1-sss) \times fk$$

$$NFI = (1-fiss) \times fi + rfd$$

| Netto finansinntekt (nfi) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Finansinntekt - normal | kr 7 100 | kr 5 314 | kr 7 388 | kr 6 742 | kr 6 015 |
| Finansinntektsskatt - normal | kr 1 041 | kr 779 | kr 1 084 | kr 989 | kr 882 |
| Netto finansinntekt | kr 6 059 | kr 4 535 | kr 6 304 | kr 5 753 | kr 5 133 |

Tabell 20: Netto finansinntekt for Byggma 2017-2021T (Byggma, 2021).

| Netto finanskostnad (nfk) | | 2021 T* | | 2020 | | 2019 | | 2018 | | 2017 |
|---------------------------|----|---------|-----|--------|-----|--------|-----|--------|-----|--------|
| Finanskostnad - normal | kr | 13 100 | -kr | 38 165 | -kr | 17 941 | -kr | 15 395 | -kr | 15 393 |
| Finanskostnadsskatt | kr | 1 921 | -kr | 5 598 | -kr | 2 631 | -kr | 2 258 | -kr | 2 258 |
| Netto finanskostnad | kr | 11 179 | -kr | 32 567 | -kr | 15 310 | -kr | 13 137 | -kr | 13 135 |

Tabell 21: Netto finanskostnad for Byggma 2017-2021T (Byggma 2021).

Med NFK og NFI kan vi nå regne ut den driftsskattesatsen, samt den gjennomsnittlig og median driftsskattesatsen (NDSS). Dette gjøres ved å benytte formelen for dss, som presisert ved Knivsfå (2021j). I formelen blir vi kjent med noen nye begrep; NSK (Rapportert skattekostnad), FI (Normale finansinntekter), UFR (unormalt finansresultat), FK (Normale finanskostnader), DR (Normalt driftsresultat) og Unormalt driftsresultat (Knivsfå, 2021j)

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} \cdot (FI + UFR) + s_{ss} \cdot FK}{DR + UDR}$$

Ved hjelp av formelen kan vi utarbeide følgende tabell;

| dss, ndss & unormal dss | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| Driftsskattesats (dss) | 21,05 % | 24,59 % | 25,88 % | 22,09 % | 27,54 % |
| Gjennomsnittlig driftsskattesats (ndss) | 24,23 % | | | | |
| Median driftsskattesats (ndss) | 24,59 % | | | | |
| Unormal driftsskattesats | -3,18 % | 0,36 % | 1,65 % | -2,14 % | 3,31 % |

Tabell 22: Driftsskattesats, normal driftsskattesats og unormal driftsskattesats for Byggma 2017-2021T

Vi kan lese fra tabellen at vi nå har fått en driftsskattesats (dss) som varierer fra 21,05%-27,54%, mens den gjennomsnittlige og median driftsskattesatsen (ndss) ligger på 24,23% og 24,59%. selskapsskatten for 2021 er 22%, og var 24% i 2017 og 23% i 2018. Verdien her omtaler dermed at den gjennomsnittlige driftsatsen vil være den som kan gi oss det mest presise utfallet, så jeg vil derfor benytte denne satsen videre i kalkylene i fordeling av skattekostnad (tabell 23) og endring egenkapital (tabell 24).

| | 2021 T* | | 2020 | | 2019 | | 2018 | | 2017 | |
|---|---------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|
| Normal driftsskatt | kr | 47 102 | kr | 42 369 | kr | 15 956 | kr | 14 841 | kr | 22 503 |
| Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat | -kr | 51 877 | -kr | 46 663 | -kr | 17 573 | -kr | 15 635 | -kr | 22 718 |
| Skatt på unormal driftskostnad | -kr | 12 570 | -kr | 11 559 | -kr | 4 394 | -kr | 4 719 | -kr | 6 513 |
| Skatt på finansinntekter | kr | 1 041 | kr | 779 | kr | 1 084 | kr | 1 034 | kr | 962 |
| Skatt på finanskostnader | kr | 2 882 | -kr | 8 396 | -kr | 3 947 | -kr | 3 541 | -kr | 3 694 |
| Skatt på unormalt finansresultat | -kr | 880 | kr | 6 377 | kr | 3 715 | kr | 3 394 | kr | 3 425 |
| Unormal skatt | kr | - | -kr | 392 | kr | - | -kr | 3 124 | -kr | 3 130 |
| Skattekostnad | -kr | 14 301 | -kr | 17 486 | -kr | 5 160 | -kr | 7 749 | -kr | 9 165 |

Tabell 23: Fordeling av skattekostnad for Byggma 2017-2021T

Den fullstendige omgrupperte resultatregnskapet kan dermed ses i tabell 24 nedenfor.

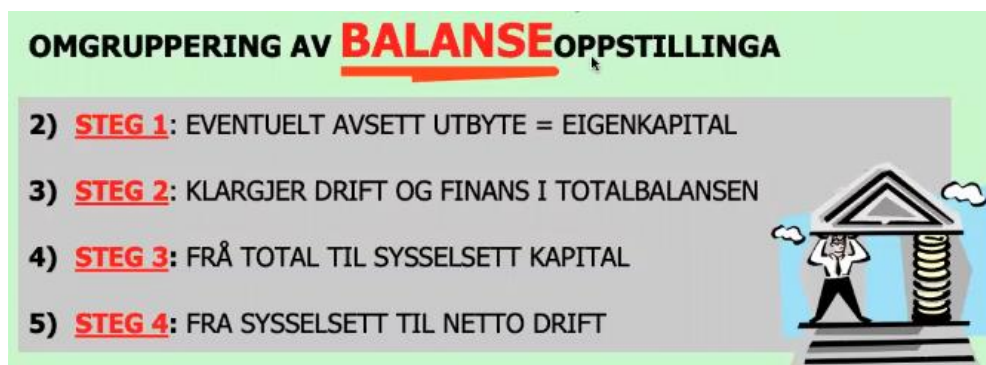
| | 2021 T* | | 2020 | | 2019 | | 2018 | | 2017 | |
|--|------------|------------------|------------|------------------|------------|------------------|------------|------------------|------------|------------------|
| Salgsinntekter | kr | 19 200 | kr | 2 052 371 | kr | 1 783 388 | kr | 1 655 279 | kr | 1 619 451 |
| Andre Inntekter | kr | 2 215 200 | kr | 23 109 | kr | 23 448 | kr | 22 408 | kr | 17 543 |
| Sum Inntekter | -kr | 1 038 000 | kr | 2 075 480 | kr | 1 806 836 | kr | 1 677 687 | kr | 1 636 994 |
| Endring i beholdning av varer (Tilvirkning) | kr | 0 | kr | 0 | kr | 13 389 | kr | 780 | -kr | 1 327 |
| Varekost og tilvirkningskostnader | -kr | 465 300 | -kr | 954 884 | -kr | 856 903 | -kr | 780 751 | -kr | 741 866 |
| Lønnskostnader | -kr | 79 300 | -kr | 439 432 | -kr | 424 154 | -kr | 404 622 | -kr | 387 205 |
| Avskrivninger og nedskrivninger | -kr | 170 900 | -kr | 77 064 | -kr | 70 132 | -kr | 54 227 | -kr | 54 415 |
| Frakt og reklamasjonskostnader | -kr | 91 700 | -kr | 162 831 | -kr | 146 396 | -kr | 143 453 | -kr | 135 467 |
| Markedsføringskostnader | -kr | 700 | -kr | 92 667 | -kr | 90 839 | -kr | 72 489 | -kr | 74 783 |
| Andre tap/gevinster - netto | -kr | 155 200 | kr | 715 | -kr | 3 060 | kr | 561 | kr | 5 797 |
| Andre driftskostnader | -kr | 2 001 100 | -kr | 156 732 | -kr | 156 215 | -kr | 158 960 | -kr | 153 967 |
| Sum driftskostnader | kr | 214 100 | -kr | 1 882 895 | -kr | 1 734 310 | -kr | 1 613 161 | -kr | 1 543 233 |
| Driftsresultat fra egen verksemd | kr | 7 100 | kr | 192 585 | kr | 72 526 | kr | 64 526 | kr | 93 761 |
| Driftsrelatert skattekostnad | kr | 1 720 | kr | 46 663 | kr | 17 573 | kr | 15 635 | kr | 22 718 |
| Netto driftsresultat fra egen verksemd | kr | 5 380 | kr | 145 922 | kr | 54 953 | kr | 48 891 | kr | 71 043 |
| Nettoresultat fra tilknytt verksemd | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Netto driftsresultat | kr | 5 380 | kr | 145 922 | kr | 54 953 | kr | 48 891 | kr | 71 043 |
| Finansinntekt | kr | 6 059 | kr | 4 535 | kr | 6 304 | kr | 5 753 | kr | 5 133 |
| Nettoresultat fra sysselsatt kapital | kr | 11 438 | kr | 150 456 | kr | 61 257 | kr | 54 644 | kr | 76 175 |
| Netto finanskostnad | kr | 11 179 | -kr | 32 567 | -kr | 15 310 | -kr | 13 137 | -kr | 13 135 |
| Netto minoritetsresultat | kr | - | kr | - | kr | - | kr | - | kr | - |
| Nettoresultat til egenkapital | kr | 260 | kr | 183 024 | kr | 76 567 | kr | 67 782 | kr | 89 311 |
| Unormalt netto driftsresultat | -kr | 51 877 | -kr | 47 706 | -kr | 18 135 | -kr | 19 476 | -kr | 26 879 |
| Unormalt netto finansresultat | kr | 2 687 | kr | 14 934 | -kr | 2 884 | -kr | 3 162 | kr | 6 169 |
| Fullstendig nettoresultat til egenkapital | -kr | 48 930 | kr | 150 252 | kr | 55 547 | kr | 45 144 | kr | 68 600 |
| Netto betalt utbytte | -kr | 551 600 | -kr | 6 982 | -kr | 7 028 | kr | 7 028 | kr | 7 160 |
| Endring i egenkapital | -kr | 600 530 | kr | 143 270 | kr | 48 519 | kr | 52 172 | kr | 75 760 |

Tabell 24: Fullstendig omgruppert resultatregnskap

4.1.4.2 Omgruppering av balanse

Dette delkapittelet vil omhandle omgruppering av balanseregnskapet. Formålet med denne omgrupperingen er blant annet å identifisere eiendelene og kapitalen som driver Byggmas

verdiskaping, og samtidig gjøre oppstillingen mer investororientert kontra kreditororientert (Knivsflå, 2021k). Knivsflå (2021k) presentere et rammeverk for hvordan dette kan gjøres i 4 steg som vist i figuren nedenfor:



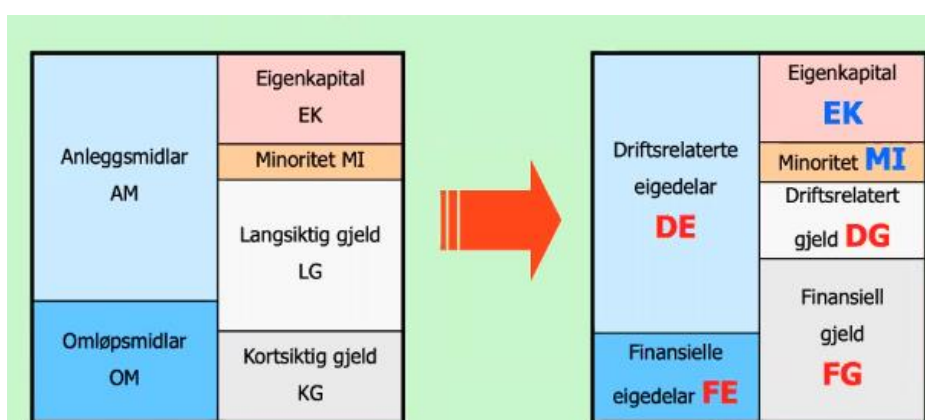
Figur 7: Omgruppering av balanseoppstillingen (Knivsflå, 2021k).

Steg 1: Avsetting av eventuelt utbytte

Byggma operer etter IFRS, og dette regnskapsvalget gjør at det ikke er avsatt utbytte, slik en omgruppering ikke vil være nødvendig her (Knivsflå, 2021l).

Steg 2: Klargjør drift og finansiering i totalbalansen

Steg 2 i Knivsflås rammeverk skal skille mellom driftseiendeler, finansielle eiendeler og finansiell gjeld og driftsrelatert gjeld (Knivsflå, 2021m) som ytterligere illustrert i figuren nedenfor.



Figur 8: Fra kreditor- til investororientert total balanse (Knivsflå, 2021m).

De ulike postene også dekomponeres ytterligere som vist i tabell 25 nedenfor

| |
|---|
| <p>Driftsrelaterte eiendeler (DE) Driftsrelaterte anleggsmiddel (DAM) Driftsrelaterte omløpssmiddel (DOM)</p> <p>Finansielle eiendeler (FE) Finansielle anleggsmiddel (FAM) Finansielle omløpssmiddel (FOM)</p> <p>Driftsrelatert gjeld (DG) Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG) Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)</p> <p>Finansrelatert gjeld (FG) Langsiktig finansrelatert gjeld (LFG) Kortsiktig finansrelatert gjeld (KFG)</p> |
|---|

Tabell 25: Ytterligere spesifisering av eiendeler og gjeld

Driftsrelaterte eiendeler kan ifølge Knivsflå (2021m) bli definert som «*eiendeler som inngår i driftssyklusen eller representerer infrastruktur til denne*» (Knivsflå, 2021m). DAM vil her dermed innebære infrastruktur, mens DOM vil inneholde varer i arbeid og liknende.

FE er ifølge Knivsflå (2021m) definert som pengeplasseringer, hvor FAM bli definert som langsiktige likvide finansielle eiendeler, mens FOM blir definert som kortsiktige likvide finansielle eiendeler. Omgrupperingen hos Byggma blir dermed som vist i tabell 26 nedenfor, hvor;

- Driftsrelaterte eiendeler består her av varige driftsmidler, immaterielle eiendeler og andre fordringer.
- Varer og kundefordringer og andre fordringer utgjør de driftsrelaterte omløpsmidlene
- Utsatt skatt og finansielle derivater utgjør de finansielle anleggsmidlene
- Finansielle derivater og kontanter og kontantekvivalenter utgjør de finansrelaterte omløpsmidlene.

| Omgrupperte eiendeler (Alle beløp i NOK tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| EIENDELER | | | | | |
| Driftsrelaterte eiendeler | | | | | |
| Varige driftsmidler (DAM) | kr 929 200 | kr 931 857 | kr 933 134 | kr 801 055 | kr 759 724 |
| Immaterielle eiendeler (DAM) | kr 23 400 | kr 25 002 | kr 26 677 | kr 25 956 | kr 20 349 |
| Andre fordringer (DAM) | kr 500 | kr 200 | kr 201 | kr 252 | kr 313 |
| Driftsrelaterte anleggsmidler (∑ DAM) | kr 953 100 | kr 957 059 | kr 960 012 | kr 827 263 | kr 780 386 |
| Varer (DOM) | kr 278 800 | kr 263 501 | kr 289 179 | kr 257 538 | kr 216 637 |
| Kundefordringer og andre fordringer (DOM) | kr 446 200 | kr 379 288 | kr 236 007 | kr 220 955 | kr 189 058 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler (∑ DOM) | kr 725 000 | kr 642 789 | kr 525 186 | kr 478 493 | kr 405 695 |
| Driftseiendeler (DE) | kr 1 678 100 | kr 1 599 848 | kr 1 485 198 | kr 1 305 756 | kr 1 186 081 |
| Finansrelaterte eiendeler | | | | | |
| Utsatt skattefordel (FAM) | kr 5 300 | kr 6 863 | kr 4 721 | kr 4 990 | kr 5 748 |
| Finansielle derivater (FAM) | 0 | kr 0 | kr 2 753 | kr 0 | kr 0 |
| Finansrelaterte anleggsmidler (∑ FAM) | kr 5 300 | kr 6 863 | kr 7 474 | kr 4 990 | kr 5 748 |
| Finansielle derivater (FOM) | kr 0 | kr 0 | 186 | kr 0 | kr 0 |
| Kontanter og kontantekvivalenter (FOM) | kr 36 600 | kr 525 222 | kr 322 591 | kr 377 039 | kr 358 873 |
| Finansrelaterte omløpsmidler (∑ FOM) | kr 36 600 | kr 525 222 | kr 322 777 | kr 377 039 | kr 358 873 |
| Finansielle eiendeler (FE) | kr 41 900 | kr 532 085 | kr 330 251 | kr 382 029 | kr 364 621 |

Tabell 26: Omgruppert balanse - eiendeler Byggma 2017- 2021T

De neste postene som undersøkes er gjeldssiden av balansen; DG og FG. Den driftsrelaterte gjelden klassifiseres ifølge Knivsflå (2021m) som «lån som er tatt opp som en del av driftssyklusen». LDG og KDG vil her være langsiktig -og kortsiktig driftsrelatert finansiell gjeld mens det LFG og KFG er finansrelaterte langsiktig -og kortsiktig finansiell gjeld.

Den fullstendige omgrupperingen av egenkapital og gjeld blir dermed som vist i tabell 27 nedenfor, hvor;

- Utsatt skatt og pensjonsforpliktelser blir definert som langsiktig driftsrelatert gjeld som argumentert ved Knivsflå (2021).
- Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld vil her bli satt som kortsiktig driftsrelatert gjeld.
- Lån og langsiktige finansielle derivater blir her satt som langsiktig finansrelatert gjeld
- Betalbarskatt, kortsiktig lån og finansielle derivater blir dermed satt som kortsiktig finansrelatert gjeld.

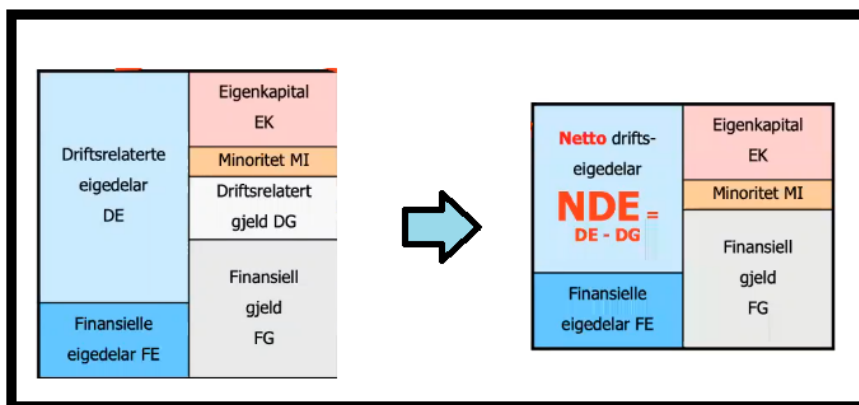
| Omgruppert EK og gjeld (Alle beløp i NOK tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| EGENKAPITAL | | | | | |
| EK tilordnet selskapets aksjonærer | | | | | |
| Aksjekapital og overkurs | kr 52 700 | kr 52 652 | kr 52 655 | kr 52 772 | kr 53 114 |
| Annen egenkapital ikke resultatført | kr 14 200 | kr 16 910 | kr 5 907 | kr 6 874 | kr 9 890 |
| Opptjent egenkapital | kr 442 300 | kr 920 656 | kr 802 865 | kr 764 782 | kr 735 877 |
| Sum Egenkapital | kr 509 200 | kr 990 218 | kr 861 427 | kr 824 428 | kr 798 881 |
| GJELD | | | | | |
| Driftsrelatert gjeld (DG) | | | | | |
| Utsatt skatt (LDG) | kr 91 000 | kr 89 949 | kr 84 309 | kr 77 005 | kr 76 363 |
| Pensjonsforpliktelse (LDG) | kr 0 | kr 0 | kr 0 | kr 0 | kr 0 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld (∑ LDG) | kr 91 000 | kr 89 949 | kr 84 309 | kr 77 005 | kr 76 363 |
| Lev.gjeld og annen KG (KDG) | kr 441 900 | kr 409 138 | kr 361 510 | kr 385 222 | kr 344 958 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld ((∑ KDG) | kr 441 900 | kr 409 138 | kr 361 510 | kr 385 222 | kr 344 958 |
| Driftsrelatert gjeld (∑ LDG+KDG) | kr 532 900 | kr 499 087 | kr 445 819 | kr 462 227 | kr 421 321 |
| Finansrelatert gjeld (FG) | | | | | |
| Lån (LFG) | kr 446 200 | kr 452 774 | kr 370 999 | kr 353 364 | kr 255 724 |
| Finansielle derivater (LFG) | kr 4 600 | kr 9 671 | kr 1 157 | kr 2 785 | kr 7 174 |
| Langsiktig finansrelatert gjeld (∑ LFG) | kr 450 800 | kr 462 445 | kr 372 156 | kr 356 149 | kr 262 898 |
| Betalbar skatt (KFG) | kr 29 400 | kr 33 015 | kr 4 230 | kr 8 006 | kr 19 105 |
| Lån (KFG) | kr 197 500 | kr 144 230 | kr 131 553 | kr 35 782 | kr 47 564 |
| Finansielle derivater (KFG) | kr 200 | kr 2 940 | kr 263 | kr 1 193 | kr 932 |
| Kortsiktig finansrelatert gjeld (∑ KFG) | kr 227 100 | kr 180 185 | kr 136 046 | kr 44 981 | kr 67 601 |
| Finansrelatert gjeld (∑ LFG+KFG) | kr 677 900 | kr 642 630 | kr 508 202 | kr 401 130 | kr 330 499 |
| Total Gjeld (∑ DG + FG) | kr 1 210 800 | kr 1 141 717 | kr 954 021 | kr 863 357 | kr 751 820 |
| Sum Egenkapital og Gjeld | kr 1 720 000 | kr 2 131 935 | kr 1 815 448 | kr 1 687 785 | kr 1 550 701 |

Tabell 27: Omgruppert balanse - egenkapital og gjeld Byggma 2017-2021T

Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Totalkapital begrepet fanger mye av den driftsrelatert og den finansrelaterte aktiviteten, men den driftsrelaterte gjelden (DG) er som argumentert av Knivsfå (2021n) ikke sysselsatt kapital.

Knivsfå (2021n) presenterer en løsning på dette problemet, ved å flytte DG over til eiendelsiden i balansen, slik driftseiendeler (DE) – driftsgjeld (DG) gir oss NDE (netto drift eiendeler). Dette utgjør vår nykomponerte balanse er satt opp som vist i figuren 9 nedenfor



Figur 9: Nykomponert balanse (Knivsflå, 2021n).

NDE kan ifølge Knivsflå (2021n) videre fordeles i 2 typer netto driftseiendeler;

$$\text{Netto anleggsmiddel (NAM)} = \text{DAM} - \text{LDG}$$

$$\text{Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)} = \text{DOM} - \text{KDG}$$

Netto anleggsmiddel er her knytt til infrastruktur, mens driftsrelatert arbeidskapital er knytt til driftssyklusen (Knivsflå, 2021n)

Sysselsatt kapital kan ifølge Knivsflå (2021n) beregnes ved å benytte følgende fremgangsmåte;

$$\begin{aligned} \text{SSK} &= \text{SSE} \\ &= (\text{DE} - \text{DG} + \text{FE}) \\ &= \text{NDE} + \text{FE} \end{aligned}$$

Dersom vi setter formlene nå i praksis kan vi beregne SSK-balansen som vist nedenfor.

| SSK -BALANSEN (Alle beløp i NOK tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Driftsrelaterte anleggsmiddel (∑ DAM) | kr 953 100 | kr 957 059 | kr 960 012 | kr 827 263 | kr 780 386 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld (∑ LDG) | kr 91 000 | kr 89 949 | kr 84 309 | kr 77 005 | kr 76 363 |
| Netto anleggsmiddel (NAM) = DAM - LDG | kr 862 100 | kr 867 110 | kr 875 703 | kr 750 258 | kr 704 023 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler (∑ DOM) | kr 725 000 | kr 642 789 | kr 525 186 | kr 478 493 | kr 405 695 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld (∑ KDG) | kr 441 900 | kr 409 138 | kr 361 510 | kr 385 222 | kr 344 958 |
| Driftsrelatert arbeidskapital (DAK) = DOM - KDG | kr 283 100 | kr 233 651 | kr 163 676 | kr 93 271 | kr 60 737 |
| Netto driftseiendeler(NDE) = NAM - DAK | kr 1 145 200 | kr 1 100 761 | kr 1 039 379 | kr 843 529 | kr 764 760 |
| Finansielle eiendeler (FE) | kr 41 900 | kr 532 085 | kr 330 251 | kr 382 029 | kr 364 621 |
| Sysselsatte eiendeler (SSE) = NDE + FE | kr 1 187 100 | kr 1 632 846 | kr 1 369 630 | kr 1 225 558 | kr 1 129 381 |
| Sum Egenkapital | kr 509 200 | kr 990 218 | kr 861 427 | kr 824 428 | kr 798 881 |
| Langsiktig finansrelatert gjeld (∑ LFG) | kr 450 800 | kr 462 445 | kr 372 156 | kr 356 149 | kr 262 898 |
| Kortsiktig finansrelatert gjeld (∑ KFG) | kr 227 100 | kr 180 185 | kr 136 046 | kr 44 981 | kr 67 601 |
| Finansiell Gjeld (∑ DG + FG) | kr 1 210 800 | kr 1 141 717 | kr 954 021 | kr 863 357 | kr 751 820 |
| Sysselsatt kapital (SSK) = EK + FG | kr 1 720 000 | kr 2 131 935 | kr 1 815 448 | kr 1 687 785 | kr 1 550 701 |

Tabell 28: SSK balanse Byggma 2017-2021T

Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto drift

I steg 4 skal vi gå fra sysselsatt kapital til netto drift som vist i figuren nedenfor. Knivsflå (2021o) presenterer her et likt oppsett som fra steg 3, hvor vi nå flytter de finansielle eiendelene (FE) over på gjeld siden for å finne netto finansiell gjeld. Dette regnes ut på følgende måte;

$$NFG = FG - FE$$

Med denne justeringen har vi nå en eiendelside som gjenspeiler nettodriften (NDE) som er finansiert med EK og netto finansiell gjeld.

Jeg skal nå finne netto driftskapital ved å benytte følgende formel (Knivsflå, 2021o);

$$NDK = EK + MI + NFG$$

| NDK -BALANSEN (Alle beløp i NOK tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| Netto anleggsmiddel (NAM) = DAM - LDG | kr 862 100 | kr 867 110 | kr 875 703 | kr 750 258 | kr 704 023 |
| Driftsrelatert arbeidskapital (DAK) = DOM - KDG | kr 283 100 | kr 233 651 | kr 163 676 | kr 93 271 | kr 60 737 |
| Netto driftseiendeler(NDE) = NAM - DAK | kr 1 145 200 | kr 1 100 761 | kr 1 039 379 | kr 843 529 | kr 764 760 |
| Sum Egenkapital | kr 509 200 | kr 990 218 | kr 861 427 | kr 824 428 | kr 798 881 |
| Netto finansiell gjeld (NFG) = FG - FE | kr 636 000 | kr 110 545 | kr 177 951 | kr 19 101 | -kr 34 122 |
| Netto driftskapital (NDK) = EK + MI + NFG | kr 1 145 200 | kr 1 100 763 | kr 1 039 378 | kr 843 529 | kr 764 759 |

Tabell 29: Netto driftskapital Byggma 2017-2021T

4.1.5 Omgruppering av kontantstrøm

Vi har til nå omgruppert både regnskapsoppstillingen og balanseoppstillingen, og nå er det kontantstrømoppstillingen som står for tur. Kontantstrømmene som vi møter i årsrapporter og liknende er mest kreditororientert, og vi vil derfor omgruppere denne slik den får et mer investororientert preg og samtidig hjelpe oss å framheve driftsaktivitetene. Dette kan ifølge Knivsflå (2021q) gjøres ved å ta kontantstrømmen fra drift og trekke fra driftsinvesteringene, slik vi finner den «frie» kontantstrømmen fra driften. Den frie kontantstrømmen er ifølge Knivsflå (2021q) definert som kapitalgenerert kontantstrøm etter reinvesteringer.

Nå kan vi også finne den frie kontantstrømmen til egenkapitalen ved å trekke fra den frie kontantstrømmen til nettofinansiell gjeld og den frie kontantstrømmen til minoriteten som vist i figur 10 nedenfor.

| | | |
|---|---|------------|
| | Kontantstrøm frå drift | KFD |
| - | Kontantstrøm til driftsinvestering | KTDI |
| = | Fri kontantstrøm frå drift | FKD |
| - | «Fri» kontantstrøm til netto finansiell gjeld | FKNFG |
| - | «Fri» kontantstrøm til minoritet | FKMI |
| = | Fri kontantstrøm til egenkapital | FKE |

Figur 10: Omgruppert investororientert kontantstrøm (Knivsflå, 2021q).

Den fullstendige omgrupperte kontantstrømmen blir om vist nedenfor. Endring netto driftseiendeler, finansielle eiendeler og finansiell gjeld er funnet ved finne endringen fra 20x0-20x1 (e.g. 2021-2020), hvorav de andre postene er hentet direkte fra omgruppert resultatregnskap og omgruppert balanse.

| Omgruppert Kontantstrøm (Alle beløp i NOK tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Netto driftsresultat | kr 5 380 | kr 145 922 | kr 54 953 | kr 48 891 | kr 71 043 |
| Unormalt netto driftsresultat | -kr 51 877 | -kr 47 706 | -kr 18 135 | -kr 19 476 | -kr 26 879 |
| Endring i netto driftseiendeler | kr 44 439 | kr 61 382 | kr 195 850 | kr 78 769 | kr 143 363 |
| Fri kontantstrøm fra drift | -kr 90 936 | kr 36 834 | -kr 159 032 | -kr 49 353 | -kr 99 199 |
| Netto finansinntekt | kr 6 059 | kr 4 535 | kr 6 304 | kr 5 753 | kr 5 133 |
| Unormale finansinntekter | kr 2 687 | kr 14 934 | -kr 2 884 | -kr 3 162 | kr 6 169 |
| Endring i finansielle eiendeler | kr 490 185 | -kr 201 834 | kr 51 778 | -kr 17 408 | -kr 35 411 |
| Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler | -kr 572 375 | kr 258 136 | -kr 207 390 | -kr 29 354 | -kr 52 487 |
| Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler | -kr 663 311 | kr 294 970 | -kr 366 422 | -kr 78 708 | -kr 151 686 |
| Rentekostnader | kr 11 179 | -kr 32 567 | -kr 15 310 | -kr 13 137 | -kr 13 135 |
| Endring i finansiell gjeld | -kr 69 083 | -kr 187 696 | -kr 90 664 | -kr 111 537 | -kr 62 100 |
| Fri kontantstrøm til finansiell gjeld | -kr 80 262 | -kr 155 129 | -kr 75 354 | -kr 98 400 | -kr 48 965 |
| Netto minoritetsresultat | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| Endring i minoritet | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| Fri kontantstrøm til minoritet | kr - | kr - | kr - | kr - | kr - |
| Fri kontantstrøm til egenkapital | -kr 743 573 | kr 139 842 | -kr 441 777 | -kr 177 108 | -kr 200 651 |

Tabell 30: Omgruppert kontantstrøm Byggma 2017-2021T ((Byggma ASA, 2020;2019;2018;2017)

4.1.6 Analyse av målefeil og justering

Dette delkapittelet har som formål å kvalitetssikre regnskapstallene ved å identifisere eventuelle målefeil og eventuelt justere hvor dette kan være hensiktsmessig for å få dette så nært virkeligheten som mulig.

Justering kan ifølge Knivsflå (2021) blir identifisert som endring av rapporterte regnskapstall slik de i større grad reflekterer underliggende økonomiske forhold. Hvorvidt en justering skaper høyere kvalitet på underliggende økonomiske forhold eller potensielt skaper mer støy har ikke konsensus hos forskerne på feltet (Knivsflå, 2021). På grunnlag av dette argumentet og faktumet at Byggma benytter statsautoriserte revisorfirma, PwC, og er reviderte pr 31.12, velger jeg i denne oppgaven å ikke å justere tallene ytterligere, men heller benytte tallmaterialet som er hentet fra de finansielle rapportene.

Vi har nå omgruppert regnskapstallene og det neste steget nå vil være å gjennomføre analyse av risiko (kap 6).

5.0 Analyse av risiko

Risikoanalysen er en essensiell del av den fundamentale analysen, for å danne et korrekt bilde av avkastningskravet som videre blir benyttet ved diskontering av den fremtidige kontantstrømmen og rentabilitetsanalysen. Risiko ifra et bedriftsperspektiv vil her være konkursfare, hvor vi da vil benytte ulike teknikker for å undersøke dette fenomenet. Dette gjøres gjennom både kortsiktige og langsiktige risikoanalyser, for å danne kortsiktig og et langsiktig bilde. Den kortsiktige risikoanalysen benytter likviditetsanalyser (5.1.1) mens den langsiktige risikoanalysen benytter soliditetsanalyser (5.1.2) som vist nedenfor. Risikoanalysene vil oppsummeres i 5.1.3 hvor jeg skal finne en syntetiske rating for Byggma.

5.1.1 Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse

Den kortsiktige likviditetsanalysen har som formål å undersøke om selskapet har midler til dekke kortsiktige krav (Knivsflå, 2021r). Knivsflå (2021r) presenterer ulike fremgangsmåter (Jamført kap. 5.1.1.1- 5.1.1.4) og sammenligningsgrunnlag. For sammenligningsgrunnlaget benytter jeg 3 krav hvor de er tilgjengelige. Kravene her er tidsutvikling, «benchmark» for bransjen og en teoretiske nedregrenser for «gode» forholdstall (Knivsflå, 2021r).

Forholdstallene i sammenligningsgrunnlaget følger en praktisk intuitiv metodikk, hvor forholdstall fra et tidsutviklingsperspektiv anses som positivt ved en avtagende risikotrend, mens stigende forholdstall som måler lønnsomhet anses som positivt. Dette gjelder også for et bransjesnitt hvor det sammenlignes trender med sammenligningsgrunnlaget, hvor det er positivt for selskapet å ligge på riktig side av graven med hensyn på lønnsomhet og risiko. Forholdstall målt imot et teoretisk krav, anses som «gode» forholdstall når de er høyere en kravet..

Et annet viktig moment ifølge Knivsflå (2021r) å skille mellom fullstendige og normaliserte tall i denne typen analyser. Fullstendige tall, benytter både normale og det unormale tall, mens det normaliserte benytter de normale postene. Det vil dermed antas at normaliserte tall er mer relevant for en verdivurdering på grunnlag av at tallene ikke er unormale. Denne oppgaven vil derfor benytte normaliserte tall og verdier

De 4 kortsiktige risiko analyseperspektivene er Likviditetsgrad 1 (6.1.1.1), Likviditetsgrad 2 (6.1.1.2), finansiell gjeldsdekningsgrad (6.1.1.3) og rentedekningsgrad (6.1.1.4);

5.1.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 ser nærmere på de mest likvide eiendelene dividert på den kortsiktige gjelden som vist nedenfor (Knivsflå, 2021s).

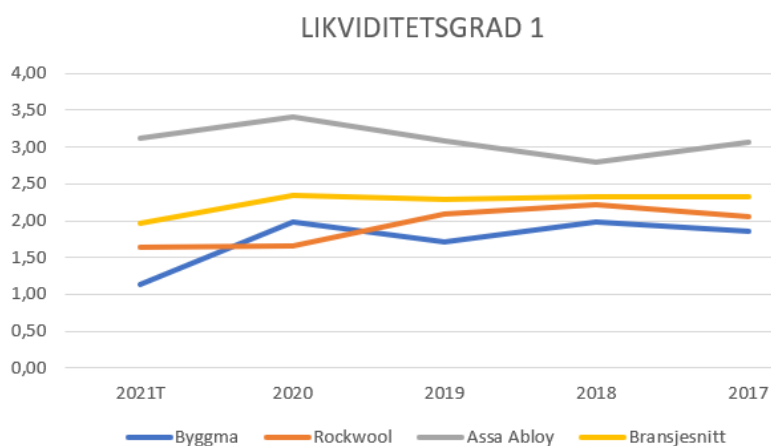
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{(DOM + FOM)}{(KDF + KFG)}$$

Som nevnt ovenfor er det ulike «krav» eller pekepinner på hva som er gode verdier. Det teoretiske kravet for likviditetsgrad 1 er $lg1 > 2$ (Knivsflå, 2021s), men for å ytterligere styrke analysen vil vi også undersøke Byggmas resultater i lys av gjennomsnittet i bransjen og imot et tidsvektet snitt for selskapet og bransjen.

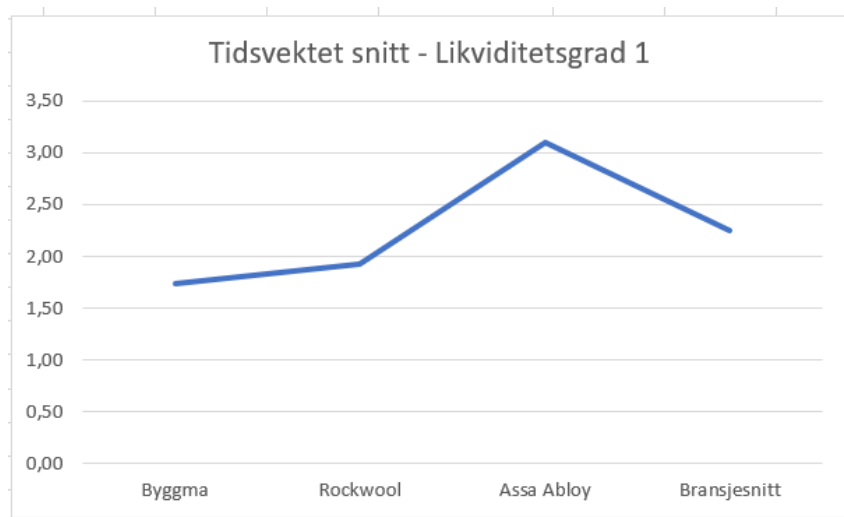
Resultatene for likviditetsgraden er som vist i tabell 31, hvor vi kan se at Byggma skårer under både det teoretiske minstekravet på 2 og samtidig under både det tidvektede snittet og bransjesnittet. Dette er ytterligere illustrert grafisk nedenfor i graf 2 og 3 og tabell 31 nedenfor.

| Likviditetsgrad 1 (Krav: > 2) | Formel: Omløpsmidler / Kortsiktig gjeld | | | | | Tidsvektet snitt |
|-------------------------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | |
| Byggma | 1,14 | 1,98 | 1,70 | 1,99 | 1,85 | 1,73 |
| Rockwool | 1,64 | 1,65 | 2,09 | 2,22 | 2,06 | 1,93 |
| Assa Abloy | 3,13 | 3,42 | 3,09 | 2,79 | 3,07 | 3,10 |
| Bransjesnitt | 1,97 | 2,35 | 2,29 | 2,33 | 2,33 | 2,25 |

Tabell 31: Likviditetsgrad 1 2017-2021T



Graf 2: Likviditetsgrad 1 2017-2021T – Byggma og bransjen



Graf 3: Tidsvektet snitt for Likviditetsgrad 1

5.1.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 ser også nærmere på omløpsmidlene, hvor den ser på forholdet mellom de finansielle omløpsmidlene (FOM) og den kortsiktige gjelde (KDG+KFG) som vist nedenfor (Knivsflå, 2021s).

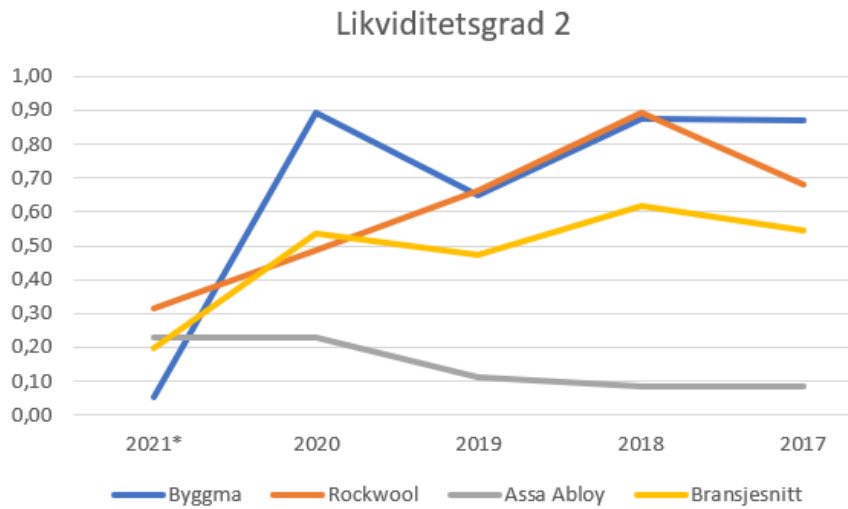
$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{\text{FOM}}{\text{KDG} + \text{KFG}}$$

En tommelfingerregel sier at kravet for likviditetsgrad 2 er $lg2 > 1$ (Knivsflå, 2021s).

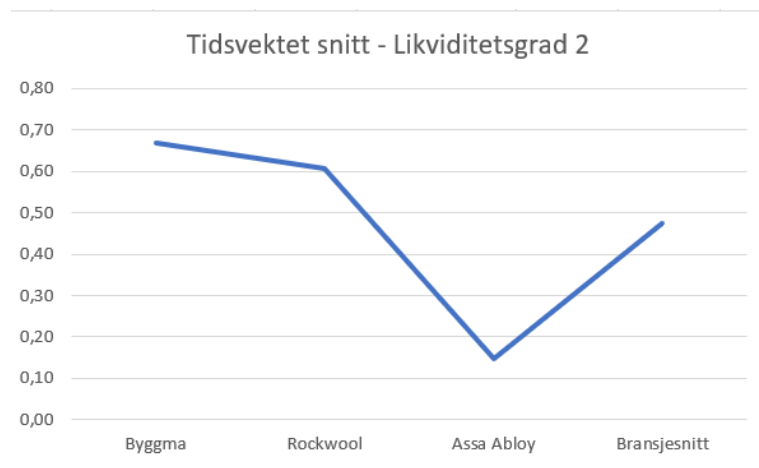
Byggma og bransjen skårer her sterkt lavere en kravet på 1, men siden byggmaterialbransjen er karakterisert av selskap med høy grad av omløpsmidler som er bundet i kundefordringer og varelager, vil jeg ikke anse dette som en varselampe, men heller se resultatene fra bransjesnittet og det tidsvektede snittet. Fra tabellen nedenfor ser vi at Byggmas resultater er over bransjesnittet med unntak fra 2021 hvor kontantbeholdningen er veldig lav. Oppsummert kan vi en historisk god likviditetsgrad 2, men en svak likviditet ifølge Q2 2021. Denne trenden er ytterligere illustrert i graf 4 og 5 med hensyn på bransjesnittet og konkurrentene og tabell 32 med hensyn på det tidsvektede snittet.

| Likviditetsgrad 2 Krav >1 | Formel: (Omløpsmidler - Varelager) / Kortsiktig gjeld | | | | | Tidsvektet snitt |
|---------------------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| | 2021* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | |
| Byggma | 0,05 | 0,89 | 0,65 | 0,88 | 0,87 | 0,67 |
| Rockwool | 0,32 | 0,49 | 0,66 | 0,89 | 0,68 | 0,61 |
| Assa Abloy | 0,23 | 0,23 | 0,11 | 0,09 | 0,09 | 0,15 |
| Bransjesnitt | 0,20 | 0,54 | 0,47 | 0,62 | 0,55 | 0,47 |

Tabell 32: Likviditetsgrad 2 2017-2021T Byggma og bransjer



Graf 4: Likviditetsgrad 2 2017-2021T, Byggma og bransjer.



Graf 5: Tidsvektet snitt for Likviditetsgrad 2, Byggma og bransje.

5.1.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Dette forholdstallet bør ifølge Knivsflå (2021s) være over 1 for at selskapet kan innfri hele den finansielle gjelden ved hjelp av de finansielle eiendelene. Samtidig gir denne analysen også et litt lenger tidsperspektiv, som vil gi oss en styrket kortsiktig analyse med et forlenget tidsperspektiv (Knivsflå, 2021s).

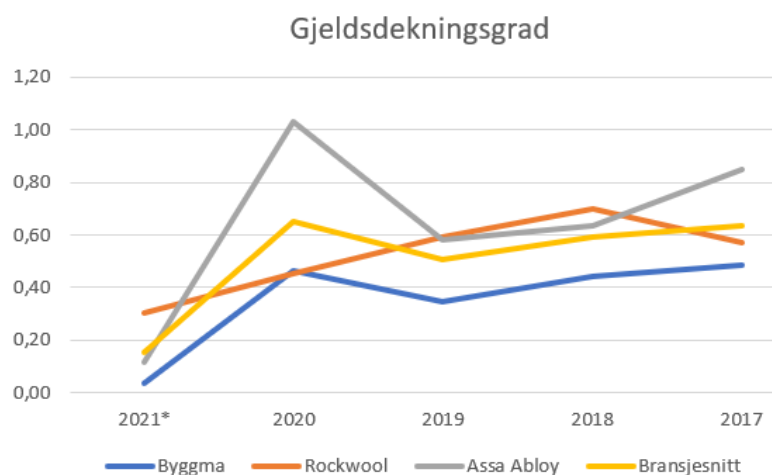
Knivsflå (2021s) presiserer at den finansielle gjeldsdekningsgraden undersøker forholdet mellom de finansielle eiendelene (FE) og den finansielle gjelden (FG) som vist i likningen nedenfor.

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}} = \frac{FE}{FG}$$

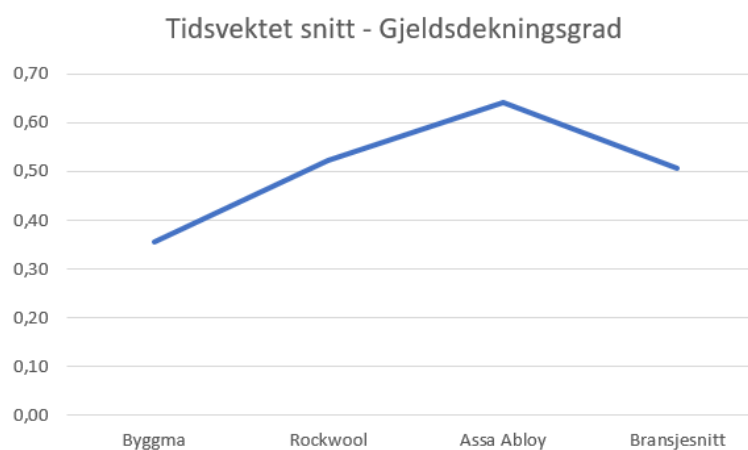
For Byggma og de andre i bransjen kan vi se at ingen av de utvalgte selskapene i bransjen innfrir kravet. Dette kan argumenteres å skyldes naturen til bransjen, da byggmaterialbransjen er ansett som kapitalintensiv, vil dette tallet forventes å ligge under det teoretiske kravet. Jeg vil derfor som hos tidligere analyser sammenligne med bransjesnittet og det tidsvektede snittet. Resultatene fra tabell 33 indikerer her at Byggma har ligget litt under begge snittene fra 2017-2020, hvor Byggma i 2021, har sterkt redusert kontantbeholdning som ytterligere svekker de finansielle eiendelene (FE). Den reduserte kontantbeholdningen vil naturlig nok betraktelig svekke Byggmas bevegelighet i markedet, men vi kan se fra balansen at selskapet har økt sine kortsiktige lånebetingelser og sine kundefordringer og andre fordringer som vist i resultatregnskapet. Det samlede gjeldsdekningsresultatet kan undersøkes nærmere i tabell (33) og grafisk (Graf 6 &7) nedenfor.

| Gjeldsdekningsgrad | Krav > 1 | Formel: Finansiell eiendeler / Finansiell gjeld | | | | | Tidsvektet snitt |
|---------------------|----------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| | | 2021* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | |
| Byggma | | 0,03 | 0,47 | 0,35 | 0,44 | 0,48 | 0,35 |
| Rockwool | | 0,30 | 0,45 | 0,59 | 0,70 | 0,57 | 0,52 |
| Assa Abloy | | 0,11 | 1,03 | 0,58 | 0,63 | 0,85 | 0,64 |
| Bransjesnitt | | 0,15 | 0,65 | 0,51 | 0,59 | 0,64 | 0,51 |

Tabell 33: Gjeldsdekningsgrad 2017-2021T, Byggma og bransje.



Graf 6: Gjeldsdekningsgrad 2017-2021T, Byggma og bransje.



Graf 7: Tidsvektet snitt for gjeldsdekningsgrad, Byggma og bransje.

5.1.1.4 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgrad utgjør den siste likviditetsanalysen, og denne undersøker forholdet mellom nettoresultatet fra sysselsatt kapital og netto finanskostnader (Knivsflå, 2021s) som vist i formelen nedenfor.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

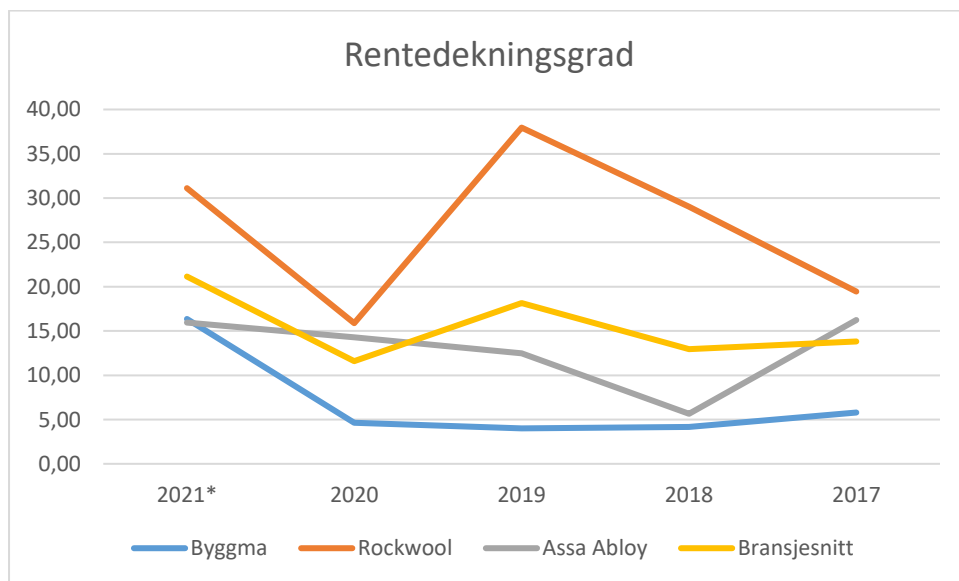
Dette forholdstallet skal gi en pekepinn på selskapets muligheter til å påta seg mer renteforpliktelser (Knivsflå, 2021s). Det teoretisk minste kravet her er > 3 , men som

tidligere vil vi legge hovedvekt på bransjesnittet og tidsutviklingen i vurderingen av dette nøkkeltallet.

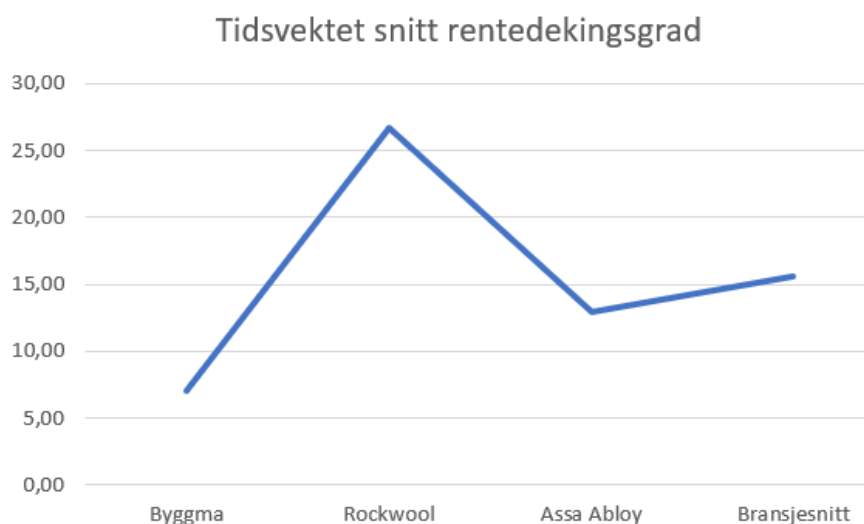
Fra tabell 34 kan vi se at Byggma skårer over det teoretiske kravet fra 2017-2020, hvor det rentedekningsgraden ligger lavere i 2021. Samtidig kan vi se at med hensyn på bransjen - og tidssnittet ligger Byggma betraktelig lavere her. Med hensyn på konkurrisiko, vil Byggma fortsatt ligge innenfor det teoretiske kravet, så jeg vil ikke anse dette som en risiko, men sammenlignet med bransjen og tidsutviklingen skårer Byggma mindre godt i denne kategorien. Denne utviklingen kan ses i tabell 34 og graf 8 nedenfor.

| Rentedekningsgrad | 2021* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| Byggma | 16,36 | 4,62 | 4,00 | 4,16 | 5,80 | 6,99 |
| Rockwool | 31,14 | 15,88 | 37,96 | 29,03 | 19,45 | 26,69 |
| Assa Abloy | 15,94 | 14,28 | 12,49 | 5,65 | 16,23 | 12,92 |
| Bransjesnitt | 21,14 | 11,59 | 18,15 | 12,95 | 13,83 | 15,53 |

Tabell 34: Rentedekningsgrad 2017-2021T, Byggma og bransje.



Graf 8: Rentedekningsgrad 2017-2021T, Byggma og bransje.



Graf 9: Tidsvektet snitt for rentedekningsgrad, Byggma og bransje.

5.1.2 Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse

Den langsiktige kreditrisikoanalysen skal som den kortsiktige analysen forsøke å identifisere risiko. Denne analysen ønsker å avdekke om bedriften har finansielle midler for å dekke et lenger tidsperspektiv med tap (Knivsflå, 2021t)

For å avdekke den langsiktige risikoanalysen vil jeg benytte egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet og finansieringsmatrise som presentert under Knivsflå (2021t). Med hensyn på sammenligningsgrunnlag og tall for analyse vil oppgaven benytte samme utgangspunkt som ved kortsiktig kreditrisikoanalyse.

De 3 analysene vil nå bli presentert nærmere

5.1.2.1 Egenkapitalprosent

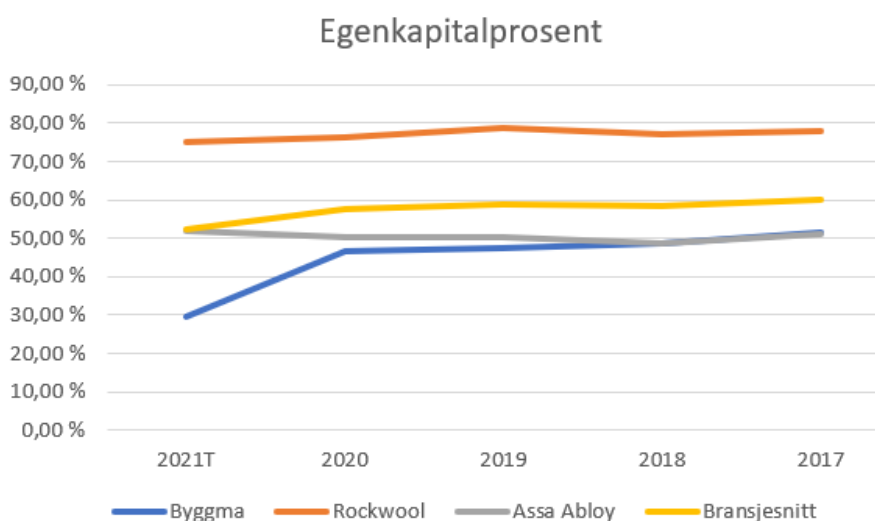
Egenkapitalprosenten kan regnes ut ved å ta egenkapitalen multiplisert med 100 og dividere summen med egenkapital pluss gjeld. Dette forholdstallet forteller oss i hvilken grad selskapet er finansiert med egenkapital og gjeld. En tommelfingerregel for dette forholdstallet er at det skal bør ligge mellom 20 og 30%, men desto høyere desto bedre (Knivsflå, 2021t).

$$EK\% = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Egenkapital} + \text{Gjeld}} \times 100\%$$

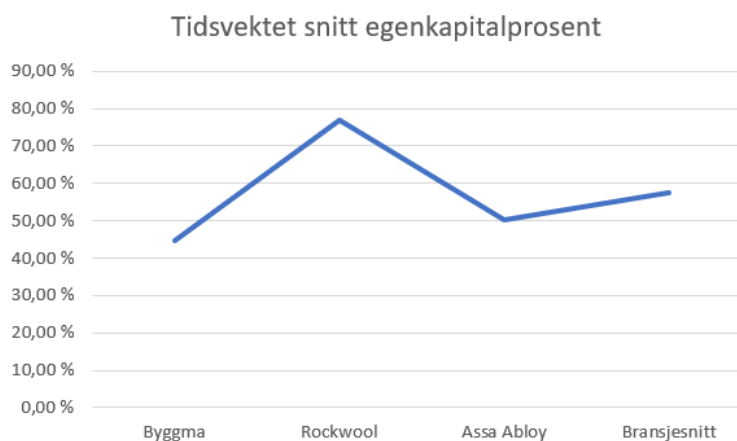
Fra Byggmas del kan vi se at de skårer over egenkapitalprosentkravet i høy grad i 2017-2020, hvor de faller til 29,60% i 2021. Dette er fortsatt i øvrekant av det teoretiske kravet, men derimot om vi undersøker nærmere bransje og det tidvektede snittet kan vi at Byggma ligger kravene. På grunnlag av hvor høyt Byggma ligger i forhold til det teoretiske kravet, anser jeg ikke denne egenkapitalprosenten som et faretegn, men samtidig vil de her få lavere skår totalt sett som sett under syntetisk rating (6.1.3) Den samlede EK-prosent utviklingen kan ses grafisk i tabell 35 og graf 10.

| EK% (Krav >20-30%) | (EK / (EK+G) x 100%) | | | | | |
|---------------------|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| Egenkapitalprosent | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt |
| Byggma | 29,60 % | 46,45 % | 47,45 % | 48,85 % | 51,52 % | 44,77 % |
| Rockwool | 75,14 % | 76,24 % | 78,62 % | 77,21 % | 77,84 % | 77,01 % |
| Assa Abloy | 52,07 % | 50,14 % | 50,11 % | 48,70 % | 50,94 % | 50,39 % |
| Bransjesnitt | 52,27 % | 57,61 % | 58,73 % | 58,25 % | 60,10 % | 57,39 % |

Tabell 35: Egenkapitalprosent 2017-2021T, Byggma og bransje



Graf 10: Egenkapitalprosent 2017-2021T, Byggma og bransje.



Graf 11: Tidsvektet snitt for egenkapitalprosent, Byggma og bransje

5.1.2.2 Netto driftsrentabilitet

Et annet viktig forholdstall er netto driftsrentabilitet (ndr). Dette nøkkeltallet viser oss lønnsomheten i form av avkastning for nettodriftskapital til selskapet (Knivsflå, 2021t). Dette kan ifølge Knivsflå (2021t) regnes ut ved følgende formel;

$$ndr = \frac{NDRt}{NDKt - 1 - (\Delta NDK - NDRt)/2}$$

Hvor;

NDRt er netto driftsresultat for år t,

NDKt-1 er netto driftskapital for år t -1 og

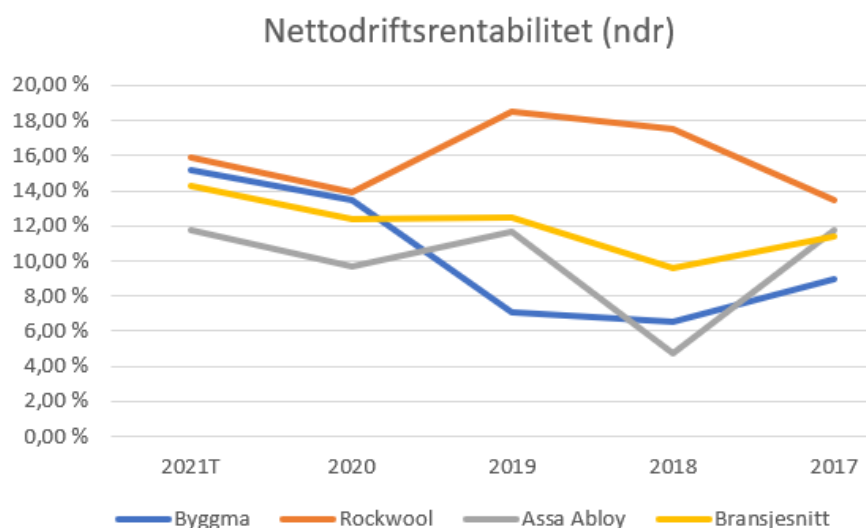
ΔNDK er endring nettodriftskapital

Kravet til dette nøkkeltallet vil være bransje-tidssnitt, av samme årsaker som tidligere. Når vi setter inn formelen får vi følgende resultater;

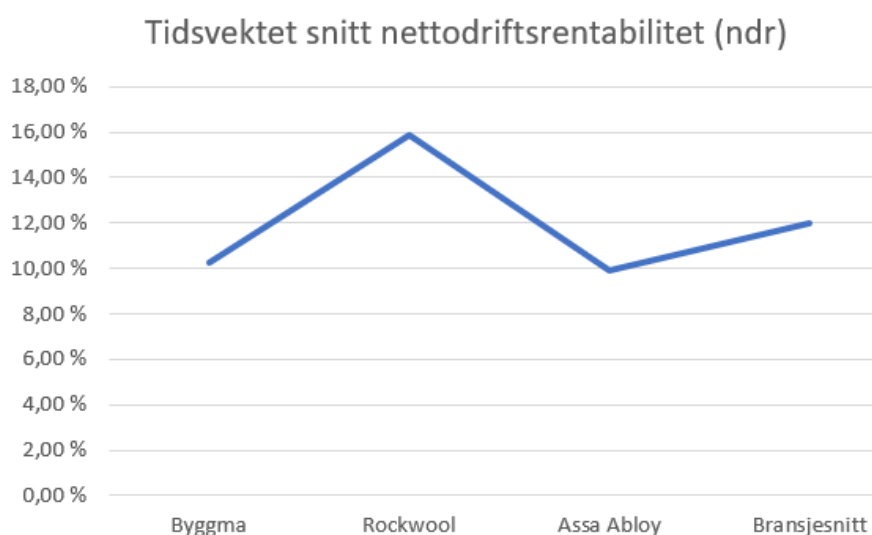
| Nettodriftsrentabilitet (ndr) | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|------------------|
| Byggma | 15,15 % | 13,49 % | 7,11 % | 6,52 % | 9,01 % | 10,26 % |
| Rockwool | 15,85 % | 13,95 % | 18,50 % | 17,48 % | 13,49 % | 15,85 % |
| Assa Abloy | 11,80 % | 9,67 % | 11,70 % | 4,76 % | 11,72 % | 9,93 % |
| Bransjesnitt | 14,27 % | 12,37 % | 12,44 % | 9,59 % | 11,41 % | 12,01 % |

Tabell 36: Nettodriftsrentabilitet 2017-2021T, Byggma og bransje.

Tabell 36 ovenfor og graf 12 og 13 indikerer en positiv trend, hvor Byggma har gått fra lavere ndr med hensyn på bransjesnitt og tidsvektet snitt fra 2017-2019, hvor denne har snudd i 2020 og 2021, hvor Byggma nå skårer over snittet.



Graf 12: Nettodriftsrentabilitet 2017-2021T, Byggma og bransje.

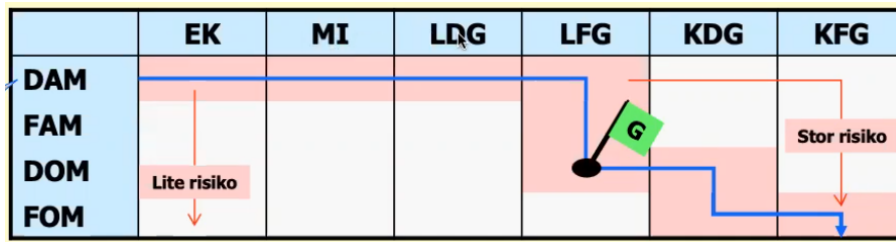


Graf 13: Tidsvektet snitt Nettodriftsrentabilitet, Byggma og bransje.

5.1.2.3 Finansieringsmatrise

En finansieringsmatrise er ifølge (Knivsfå, 2021t) en statisk finansieringsanalyse som illustrerer hvordan eiendelene (DAM, FAM, DOM & FOM) er finansiert med hensyn på; EK, MI, LDG, LFG, KDG og KFG. Som vist i figuren nedenfor, indikerer en høy grad av EK-finansiering liten risiko, mens en høy grad av KFG finansiering indikerer høy risiko. Matrisen er videre strukturert slik de mest illikvide eiendelene er rangert etter grad av ikke

likvid (DAM -> FAM -> DOM -> FOM), og fra mest trygg (EK) til minst trygg (KFG) kapital.



Figur 11: Finansieringsmatrise (Knivsflå, 2021t).

Dersom vi plotter våre regnskapstall for 2021 inni matrisen får vi tabellene som vist nedenfor. I denne tabellen kan vi se at 53,43% av de driftsrelaterte anleggsmidlene (DAM) er finansiering med egenkapital mens de resterende prosentene er finansiert med langsiktig driftsrelatert og finansrelatert gjeld. De finansielle anleggsmidlene (FAM) er 100% finansiert med LFG, mens de driftsrelaterte omløpsmidlene (DOM) og 100% av de finansielle omløpsmidlene (FOM) er finansiert med kortsiktig finansiell gjeld. Situasjonen med omløpsmidlene hvor over 85% er av de driftsrelaterte og 100% av de finansielle omløpsmidlene er finansiert med dyrere og mer risikofylt kortsiktig gjeld, er ikke veldig gunstig for Byggma. idere kan vi se at hele anleggssiden er finansiert med EK+LDG+LFG, slik at vi ser at de minst likvide eiendelene i alle fall er finansiert med relativt «rask» kapital.

| BYGGMA | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG | TE |
|--------|------------|------|-----------|------------|------------|------------|--------------|
| DAM | kr 509 200 | | kr 91 000 | kr 352 900 | | | kr 953 100 |
| FAM | | | | kr 5 300 | | | kr 5 300 |
| DOM | | | | kr 92 600 | kr 441 900 | kr 190 500 | kr 725 000 |
| FOM | | | | | | kr 33 600 | kr 33 600 |
| TK | kr 509 200 | kr - | kr 91 000 | kr 450 800 | kr 441 900 | kr 227 100 | kr 1 717 000 |

Tabell 37: Finansieringsmatrise Byggma - Hele tall

| BYGGMA | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG | TE |
|--------|---------|--------|--------|----------|---------|----------|---------|
| DAM | 53,43 % | | 9,55 % | 37,03 % | | | 55,51 % |
| FAM | | | | 100,00 % | | | 0,31 % |
| DOM | | | | 12,77 % | 60,95 % | 26,28 % | 42,22 % |
| FOM | | | | | | 100,00 % | 1,96 % |
| TK | 29,66 % | 0,00 % | 5,30 % | 26,26 % | 25,74 % | 13,23 % | 100 % |

Tabell 38: Finansieringsmatrise Byggma - Prosent (Byggma, 2021).

Til sammenligning med bransjen kan vi se fra finansieringsmatrisen i prosenttall nedenfor at Byggma har lavere andel egenkapital finansiering enn bransjesnittet, hvor snittet ligger på høye 52,29% kontra Byggmas 29,66% for EK-finansiering og 6,04% kontra 5,3% for den langsiktige driftsrelaterte gjelden (LDG). For KDG og KFG kan vi se at Byggma ligger faretruende høyt med KDG, hvor den er 25,74% kontra 13,54%, mens KFG er under snittet med 13,23% kontra 13,57%. Oppsummert fra finanseringsmatrisen kan vi se at Byggmas egenkapital burde vært høyere kontra gjelden for å matche bransjesnittet, men samtidig ligger Byggmas verdier innenfor Ek-prosent tallet som argumentert i 6.1.2.1.

| BRANSJESNITT | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG | TE |
|--------------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| DAM | 76,37 % | 0,00 % | 6,40 % | 17,23 % | 0,00 % | 0,00 % | 64,03 % |
| FAM | 33,33 % | 0,00 % | 0,00 % | 66,67 % | 0,00 % | 0,00 % | 1,67 % |
| DOM | 7,68 % | 0,00 % | 8,38 % | 28,06 % | 31,49 % | 24,39 % | 29,88 % |
| FOM | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % | 15,56 % | 17,78 % | 66,67 % | 4,42 % |
| TK | 52,29 % | 0,00 % | 6,04 % | 19,79 % | 13,54 % | 13,57 % | 100 % |

Tabell 39: Finansieringsmatrise bransjen i prosent (Byggma, 2021).

5.1.3 Oppsummering – Syntetisk rating

Som en oppsummering av risikoanalysen skal jeg nå benytte likviditet -og solditetsanalysen for å anslå syntetiske ratingen til Byggma. Syntetisk rating er ifølge Knivsflå (2021) prosessen for å gi en karakter for et selskap, og det er det dette delkapittelet skal gjennomføre. Det er gjort flere empiriske studier som argumenterer for linken mellom forholdstall og syntetisk rating (Knivsflå, 2021u).

Syntetiske ratinger benytter en karakterskalaer og analyserer forholdstall for å finne hvor bedriften rangerer i dette systemet. I denne oppgaven vil jeg benytte Standard & Poor's karakterskala som går fra AAA-D, hvor AAA er beste karakter og D er laveste.

For å supplere å forenkle utregningene fester jeg tallverdier til karakterene hvor AAA = 10 AA= 9 osv.

Knivsflå (2021) har i sitt undervisningsopplegg hentet ut 4 utvalgte forholdstall; likviditetsgrad, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet som tidligere regnet ut ovenfor.

| Rating | Likviditets- grad lg | Rentedekningsgrad (etter skatt) rdg | Egenkapitalprosent (I forhold til TK) ekp | Netto drifts- rentabilitet ndr |
|--------|-----------------------------------|--|--|---|
| AAA | 11,400 | 16,900 | 0,934 | 0,330 |
| | 8,700 | 11,600 | 0,886 | 0,288 |
| AA | 6,000 | 6,300 | 0,837 | 0,246 |
| | 4,400 | 4,825 | 0,738 | 0,196 |
| A | 2,800 | 3,350 | 0,638 | 0,146 |
| | 2,150 | 2,755 | 0,527 | 0,111 |
| BBB | 1,500 | 2,160 | 0,417 | 0,076 |
| | 1,250 | 1,690 | 0,358 | 0,062 |
| BB | 1,000 | 1,220 | 0,300 | 0,048 |
| | 0,850 | 1,060 | 0,252 | 0,034 |
| B | 0,700 | 0,900 | 0,204 | 0,020 |
| | 0,550 | 0,485 | 0,162 | 0,006 |
| CCC | 0,400 | 0,070, | 0,120 | -0,008 |
| | 0,350 | -0,345 | 0,096 | -0,022 |
| CC | 0,300 | .0,760 | 0,073 | -0,036 |
| | 0,250 | -1,170 | 0,028 | -0,050 |
| C | 0,200 | -1,580 | -0,018 | -0,064 |
| | 0,150 | -1,995 | -0,090 | -0,078 |
| D | 0,100 | -2,410 | -0,161 | -0,092 |

Tabell 40: Karakterskala (Knivsflå, 2021t)

Basert på forholdstallene og skalaen fra Knivsflå (2021t) som vist ovenfor har jeg nå dannet en syntetisk rating for Byggma (tabell 40) og for bransjen (Tabell 41). Utfallet her viser at Byggma får en samlet skår på BBB, fra 2017-2021 og tidsvektet. Karakteren fra AAA-BBB ligger ifølge Knivsflå (2021t) under kategorien «investment grade» hvor selskapene anslås som sterkt kredittsikre. Den vanligste karakteren for selskaper som blir vurdert i henhold til denne skalaen BBB (Knivsflå, 2021u), noe som anslår at Byggma ligger på det generelle snittet.

Med hensyn på bransjen kan vi derimot se at Byggma skårer dårlige enn bransjen, hvor bransjen har et tidsvektetsnitt på A med A-karakter fra 2017-2021. Denne ligger en karakter over Byggma, og antyder samtidig at Byggma ligger under vårt bransjesnittet.

| Byggma | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Tidsvektet |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| Likviditet | | | | | | |
| Likviditetsgrad 1 | 1,85 | 1,99 | 1,70 | 1,98 | 1,14 | 1,73 |
| Rating | BBB | BBB | BBB | BBB | BB | BBB |
| Rentedekingsgrad | 5,8 | 4,16 | 4,00 | 4,62 | 16,36 | 6,99 |
| Rating | A | A | A | A | AAA | AA |
| Soliditet | | | | | | |
| Egenkapital prosent | 0,5152 | 0,4885 | 0,4745 | 0,4645 | 0,2960 | 0,4477 |
| Rating | BBB | BBB | BBB | BBB | B | BBB |
| Netto driftsrentabilitet | 0,091 | 0,0652 | 0,0711 | 0,1349 | 0,1515 | 0,1026 |
| Rating | BBB | BBB | BBB | A | AA | BBB |
| Samlet vurdering | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB |
| Rating i tall (AAA = 10, D = 1) | 7,25 | 7,25 | 7,25 | 7,5 | 7,25 | 7,3 |

Tabell 41: Syntetisk rating Byggma 2017-2021T.

| Bransjesnitt | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Tidsvektet |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| Likviditet | | | | | | |
| Likviditetsgrad 1 | 2,33 | 2,33 | 2,29 | 2,35 | 1,97 | 2,25 |
| Rating | A | A | A | A | BBB | A |
| Rentedekingsgrad | 13,83 | 12,95 | 18,15 | 11,59 | 21,14 | 15,53 |
| Rating | AAA | AAA | AAA | AA | AAA | AAA |

| Soliditet | | | | | | |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Egenkapital prosent | 0,6010 | 0,5825 | 0,5873 | 0,5761 | 0,5227 | 0,5739 |
| Rating | A | A | A | A | BBB | A |
| Netto driftsrentabilitet | 0,1141 | 0,0959 | 0,1244 | 0,1237 | 0,1427 | 0,1201 |
| Rating | A | BBB | A | AA | A | A |
| Samlet vurdering | A | A | A | A | A | A |
| Rating i tall (AAA = 10, D = 1) | 8,5 | 8,25 | 8,5 | 8,5 | 8 | 8,35 |

Tabell 42: Syntetisk rating Bransjen 2017-2021T.

Vurderingen basert på regnskapsanalysen anslår dermed Byggma for å være på BBB. Får å undersøke ratingen nærmere vi jeg nå diskutere funn fra den strategiske analysen.

Byggma anses som en sterk aktør og jeg vil derfor rangere selskapets styrker på AA basert på argumentene fra SWOT-analysen, for det skandinaviske markedet.

Mulighetene vil også bli klassifisert som høy, og dermed få karakter A basert på argumentasjonen ovenfor.

Svakhet og trusler vil derimot skade selskapets syntetiske rating, da selskapets finansielle stilling pr 2021, ikke er spesielt konkurransedyktig sett fra både et teoretisk og et bransjemessig perspektiv. Samtidig kan selskapet vise til bedre resultater fra tidligere år, så ratingen vil ikke være helt i bunn, men rangert som BB basert på argumentasjon i kapittel 4, under SWOT-analysen.

Den siste faktoren er trusler, og også her må Byggma se den syntetiske ratingen bli ytterligere skadet, da politiske og økonomiske effekter anses som store trusler på eksempelvis befolkningsatferd og bedriftsmessig atferd. Samtidig vil markedsdynamikken med hensyn på imitasjoner være en risikofaktor, slik at denne ratingen vil bli klassifisert på B.

Sammenlagt vil selskapet få en rating på BBB fra det strategiske analysen. Totalt sett vil selskapet få en strategisk rating på «BBB» for Byggma med hensyn på SWOT-analysen og den finansielle stillingen.

6.0 Analyse av historisk avkastningskrav

Det neste steget i denne analysen er å beregne avkastningskravene til videre rentabilitetsanalyse (Kapittel 7) og diskontering av fremtidige kontantstrømmer (8-11)). Avkastningskravet vil bli beregnet ved å beregne avkastningskrav for egenkapital (6,1) og gjeld (6,2).

6.1 Krav til egenkapital

I jakten på kravet til egenkapitalen ville vi vanligvis også funnet et krav til minoritetskapitalen, men da denne er 0 i vårt regnskap, vil ikke dette bli vurdert nærmere. Avkastningskravene til egenkapitalen derimot, kan bli beregnet ved ulike metodikker, men jeg har valgt å benytte den klassiske kapitalverdimetoden eller CAPM-metoden. Denne teorien bygger på forutsetninger om et perfekt kapitalmarked hvor usystematisk risiko er diversifisert bort (Knivsflå, 2021v). Modellen kan ifølge Knivsflå (2021v) uttrykkes ved følgende formel

$$ekk = r_f \cdot (1-s) + \beta_{EK} \cdot (r_m - r_f \cdot (1-s)) + arp_{EK}$$

hvor;

r_f er risikofri rente,

β_{EK} , er egenkapitalbeta

R_m , er aksjemarkedsavkastning

Og arp_{EK} er annen risikopremie for EK

Egenkapital kravet og de ulike variablene vil nå bli gjennomgått i detalj i de kommende delkapitlene

6.1.1 Risikofri rente

Betegnelsen risikofri rente kan virke noe idealistisk, da ingen investeringer er uten risiko, så risikofri rente defineres dermed som en investering med så lav risiko som mulig.

Knivsflå (2021w) viser til 2 ulike metoder for å estimere risikofri rente; statsobligasjoner

og NIBOR renter. Det er argumenter for og imot å benytte de ulike teknikkene, men jeg velger her å benytte 3 måneders NIBOR renter fra 2017-2021 da denne gir muligheter for å fange et mer tidsvektet krav (Statistisk Sentral Byrå - SSB, 2021). Den risikofrie renten etter skatt kan dermed beregnes ved å først finne den 3måneders NIBOR-renten før skatt og deretter trekke ut den korte kredittrisikopremien ($0,04 / (1-ss)$) og deretter trekke ut skatten (SS) for det gjeldende året.

Dette har blitt gjennomført i tabell 44 nedenfor.

| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Gjennomsnitt |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Gjennomsnittlig bankrating | AA | AA | AA | AA | AA | AA |
| NIBOR - rente, 3 måneder | 0,089 | 0,01 | 0,016 | 0,066 | 0,035 | 0,043 |
| Kredittrisikopremie | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 |
| Risikofri rente før skatt | 0,084 | 0,005 | 0,011 | 0,061 | 0,030 | 0,038 |
| Skatt | 0,018 | 0,001 | 0,002 | 0,014 | 0,007 | 0,009 |
| Risikofri rente etter skatt | 0,065 | 0,004 | 0,008 | 0,047 | 0,023 | 0,029 |

Tabell 43: Risikofri rente etter skatt.

Det neste steget nå er å undersøke Ek-risikopremie

6.1.2 Markedets risikopremie (mrp)

MRP kan regnes ut med forskjellige utgangspunkt og metoder. Denne oppgaven vil benytte forhåndsutregnede verdier fra Knivsflå (2021), på grunnlag av samvariasjon med pwc's tall (PwC, 2020). MRP er tidligere kjent fra likning for ekk ovenfor, og er uttrykt nedenfor;

$$(r_m - r_f \cdot (1-s))$$

Knivsflå (2021w) benytter i sine kalkulasjoner et kortsiktig og et langsiktig perspektiv ved beregningen, og har i sine kalkulasjoner hjulpet oss til følgende tabell;

| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Gjennomsnitt |
|-----------------------------|-------|-------|-------|------|-------|--------------|
| Løpende risikopremie | 0,046 | 0,046 | 0,051 | 0,05 | 0,047 | 0,048 |

Tabell 44: Markedets risikopremie Byggma 2017-2021T.

6.1.3 Egenkapitalbeta

Den neste variabelen som vil undersøkes er egenkapitalbetaen, β_{EK} . Egenkapitalbetaen er et mål på den systematiske risiko som oppstår i en aksjehandel. Denne regnes ut ved å sammenligne avkastningen hos et selskap oppimot en indeks. Jeg vil i denne oppgaven sammenligne Byggmas (BMA) oppimot Oslo Børs (OSEBX) med hensyn på månedlige gjennomsnittlige børsavkastning i analyseperioden, 2017-2021. Børsdataene vil videre bli plottet i en regresjonsmodell som vist i tabell 46 nedenfor.

| | A | B | C | D | E | F | G | H | I | |
|----|-----------------------|--------------|----------------|--------------|-------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 1 | SUMMARY OUTPUT | | | | | | | | | |
| 2 | | | | | | | | | | |
| 3 | Regression Statistics | | | | | | | | | |
| 4 | Multiple R | 0,419415292 | | | | | | | | |
| 5 | R Square | 0,175909188 | | | | | | | | |
| 6 | Adjusted R | 0,160925718 | | | | | | | | |
| 7 | Standard E | 0,154074501 | | | | | | | | |
| 8 | Observatic | 57 | | | | | | | | |
| 9 | | | | | | | | | | |
| 10 | ANOVA | | | | | | | | | |
| 11 | | df | SS | MS | F | Significance F | | | | |
| 12 | Regressior | 1 | 0,278700455 | 0,278700455 | 11,74021742 | 0,001164168 | | | | |
| 13 | Residual | 55 | 1,305642347 | 0,023738952 | | | | | | |
| 14 | Total | 56 | 1,584342802 | | | | | | | |
| 15 | | | | | | | | | | |
| 16 | | Coefficients | Standard Error | t Stat | P-value | Lower 95% | Upper 95% | Lower 95,0% | Upper 95,0% | |
| 17 | Intercept | -0,04536439 | 0,020575467 | -2,204780572 | 0,031670211 | -0,086598548 | -0,004130233 | -0,086598548 | -0,004130233 | |
| 18 | X Variable | 0,548308443 | 0,160024642 | 3,426400067 | 0,001164168 | 0,227611895 | 0,869004991 | 0,227611895 | 0,869004991 | |

Tabell 45: Utkast fra regresjonsanalysen for Byggma.

I regresjonsanalysen ovenfor er «X variable 1» egenkapitalsbetaen (0,1435). For regresjonsanalysen vil 0,5483 indikere at 1% månedlig avkastning på OSEAX, gir 0,5483% avkastning for Byggmas aksje. Skjæringspunktet (intercept) vises ovenfor som -0,045%, som antyder at ved 0% avkastning på OSEBX får Byggmas aksje en avkastning på -0,045%.

Et annet viktig moment vi får innsikt i ved regresjonsanalysen er forklaringskraften, R^2 . Dette forholdstallet gir oss informasjon om forholdet mellom systematisk og usystematisk risiko, hvor vi kan se at vår R^2 forklarerer 17,59% den systematiske risikoen, mens det resterende 82,41% er usystematisk.

Knivsfå (2021w) og andre eksperter på feltet presiserer at egenkapitalbetaer konvergerer mot markedsbetaen som er 1. Får å fange opp dette momentet kan man da justere betaverdiene her formelen nedenfor (Knivsfå, 2021w);

$$\beta_{juster} = \beta_{marked} \times \frac{1}{3} + \beta_{EK} \times \frac{2}{3}$$

$$\beta_{juster} = 1 \times \frac{1}{3} + 0,5483 \times \frac{2}{3}$$

$$\beta_{juster} = 0,6988$$

Den justerte betaverdien er dermed 0,6988. Denne justerte betaverdien vil være konstant for analyseperioden på grunnlag av Miller – Modigliani proposition 1, som sier at verdien av et selskap er ikke avhengig av hvordan selskapet er finansiert.

For å ytterligere vurdere betaverdiene kan vi undersøke andre aktører som presenterer Betaverdier som eksempelvis Dagens næringsliv, E24 m.f. Med hensyn på vårt estimat kan vi se at vi har et lavere estimat enn kalkuleringer fra Dagens Næringsliv (2021) og E24 (2021) at begge de har en 1årig betaverdi på 1,14. Det er verdt å merke seg at dette er 1 års periode og ikke for en 5 års periode som denne oppgaven har.

For bransjen kan vi beregne selv vårt bransjesnitt eller benytte bransjetall fra eksempelvis Damodaran (2021) for videre analyse. Bransjebetaen er ifølge Damodaran (2021) et vektet snitt av X selskaper fra Y bransje. Siden Byggma, Rockwool og Assa Abloy vektet under «building materials» sammen med 39 andre selskaper, velger jeg her å benytte Damodarans bransjebeta for videre kalkulasjon på grunnlag av at denne omfavner et større utvalg bransjen. Fra tabell 47, kan vi se at bransjebeta verdien er på 0,91.

| Industry Name | Number of firms | Unlevered bet | Unlevered beta corrected for cash | Unlevered beta corrected for cash - Over time | | | | | Average (2016-21) |
|--------------------|-----------------|---------------|-----------------------------------|---|------|------|------|------|-------------------|
| | | | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | |
| Building Materials | 42 | 0,91 | 0,97 | 0,98 | 0,87 | 0,99 | 0,91 | 1,02 | 0,96 |

Tabell 46: Bransjebeta (Damodaran, 2021)

6.1.3.1 Årlig egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen som er beregnet tidligere, tilsvarer den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen for selskapet. Da denne vil endres over tid, jamfør, må vi finne de årlige egenkapitalbetaene for årene i analyseperioden (Knivsflå, 2021x). Miller og Modigliani kan hjelpe oss for å finne de årlige egenkapitalbetaene, med preposisjon 1, som argumenterer for at verdien på et selskap ikke er påvirket av finansieringen (Knivsflå, 2021x). Dette betyr at også netto driftsbeta (β_{ndk}) er upåvirket (konstant). Dette er

relevant for oss siden egenkapitalbetaen (Merket aksjebeta nedenfor) inngår i formelen for nettdriftsbeta, β_{NDK} . Dersom vi beregner dette for bransjen, og benytter Miller og Modigliani's forutsetning, kan vi dermed sette NDK-beta lik for alle år, slik vi får en likning som kan løses for X (Knivsflå, 2021x). Tabell 48 og likningen nedenfor viser veien til nettdriftsbetaen og tabell 48 viser hvordan jeg regner meg frem til årlige aksjebetaer/EK-beta.

$$\beta_{NDK} = \frac{EK+MI}{NDK} \cdot \beta_{EK} + \beta_{EK} \frac{NFG}{NDK} \cdot \beta_{EK}$$

Fra formelen ovenfor mangler vi 2 variabler, nfg og ndk. De regnes ut i kapittel 6.3. Vi kan dermed regne ut NDE-beta. Fra utklippene nedenfor kan vi bemerke oss at aksjebetaen for Byggma er lavere en bransjebetaen

| NDK | Selskap | | | | | Tidsvektet snitt | Bransje Tidsvektet snitt |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-----------------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | | |
| Bransjebeta | | | | | | 0,913 | |
| Aksjebeta | 1,024 | 0,513 | 0,555 | 0,474 | 0,445 | 0,602 | 0,913 |
| EK/NDK | 0,445 | 0,900 | 0,829 | 0,977 | 1,045 | 0,839 | 0,821 |
| MI-beta | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,548 | 0,548 |
| MI/NDK | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| NFG-beta | 0,015 | 0,026 | 0,024 | 0,023 | 0,027 | 0,023 | 0,055 |
| NFG/NDK | 0,555 | 0,100 | 0,171 | 0,023 | -0,045 | 0,161 | 0,179 |
| NDK-beta | 0,509 | 0,509 | 0,509 | 0,509 | 0,509 | 0,509 | 0,760 |
| Netto driftsbeta (Vekting: bransjebeta (50%), aksjebeta (50%)) | | | | | | 0,7577 | |

Tabell 47: Nettdriftsbeta.

| Årlig aksjebeta | | |
|-----------------|--|------------|
| 2017 | $X \cdot 1,045 + (0,027 \cdot -0,045) = 0,464$ | X = 0,4451 |
| 2018 | $X \cdot 0,977 + (0,023 \cdot 0,023) = 0,464$ | X = 0,4743 |
| 2019 | $X \cdot 0,829 + (0,024 \cdot 0,171) = 0,464$ | X = 0,5547 |
| 2020 | $X \cdot 0,900 + (0,026 \cdot 0,100) = 0,464$ | X = 0,5126 |
| 2021 | $X \cdot 0,445 + (0,015 \cdot 0,555) = 0,464$ | X = 1,0239 |

Tabell 48: Årlig aksjebeta/egenkapital beta.

6.1.3.2 Annen risiko premie for EK (Illikviditetspremie)

ARP eller illikviditetspremien skal ifølge Knivsflå (2021w) være en samlepost hvor elementer som ikke blir ivaretatt via CAPM blir fanget. Dette fenomenet mangler en enkel teori, og er ofte skjønnsbasert, men størrelsen vil avhenge av ulike elementer som for eksempel, bransje og selskapsrisiko, selskapsstørrelse, lokasjon, omløpshastighet på aksjer etc. (Knivsflå, 2021).

For Byggma kan vi se fra risikoanalysen (kapittel 5) at Byggma ligger under bransjesnittet i flere kategorier, men samtidig ligger innenfor det teoretiske kravet i enkelte kategorier. Med hensyn på størrelse på selskap har vi sett fra regnskapstallene (Kapittel 4) at Byggma kan klassifiseres som et stort selskap, med aksjer som kan meldes å være lett omsettelige. Volumtall fra Oslo Børs, som antydes i tabell 50 nedenfor, viser at Byggma aksjen ble solgt i 10 929 777 antall, som tilsier 910815 pr måne i snitt og 29 945 pr dag. Basert på denne informasjonen foretar jeg en skjønsmessig vurdering og setter likviditetspremien til 1%.

| Antall aksjer solgt (05.04.2020-08.31.2021) | |
|---|----------|
| Årlig | 10929777 |
| Månedlig | 910815 |
| Daglig | 29945 |

Tabell 49: Antall aksjer solgt (Euronext.com, 2021)

6.1.4 Egenkapitalkrav

Siden vi nå har regnet ut årlige aksjebetaer, kan vi nå regne ut egenkapitalkravet (ekk) via følgende formel og oppsett;

$$ekk = r_f \cdot (1-s) + \beta_{EK} \cdot (r_m - r_f \cdot (1-s)) + arp_{EK}$$

| EKK | Selskap | | | | | Tidsvektet snitt | Bransje Tidsvektet snitt |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-----------------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | | |
| Risikofri rente etter skatt | 0,065 | 0,004 | 0,008 | 0,004 | 0,003 | 0,017 | 0,017 |
| Aksjebeta | 1,024 | 0,513 | 0,555 | 0,474 | 0,445 | 0,602 | 0,913 |
| Risikopremie etter skatt | 0,046 | 0,046 | 0,051 | 0,050 | 0,047 | 0,048 | 0,000 |
| Egenkapitalkrav | 0,113 | 0,027 | 0,037 | 0,028 | 0,024 | 0,046 | 0,017 |
| Annen risiko likviditetspremie | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 |
| Egenkapitalkrav etter skatt | 0,123 | 0,037 | 0,047 | 0,038 | 0,034 | 0,056 | 0,027 |

Tabell 50: Egenkapitalkrav Byggma og bransje.

6.2 Finansiell gjelds krav

Nå som vi har funnet kravene til egenkapitalen er det fremmedkapitalen som står for tur. Under finansielle gjeldskrav skal vi finne 3 krav; finansielt gjeldskrav (fgk), finansielt eiendelskrav (fek) og til slutt den vektete differansen, netto finansielt gjeldskravet (nfgk). De ulike kravene vil bli gjennomgått i delkapitlene 6.2.1-6.2.3 nedenfor.

6.2.1 Finansielt gjeldskrav (fgk)

Det finansielle gjeldskravet tar utgangspunkt i risikofri rente etter skatt og en kredittrisikopremie. Denne risikopremien er basert på den «syntetiske ratingen» og kan leses av i tabell 52 nedenfor. Denne tabellen er hentet i sin helhet fra Knivsflå (2021x), og er tabulert til eget formål.

| Rating | Kort krp etter skatt | Lang KRP etter skatt |
|--------|----------------------|----------------------|
| AAA | 0,002 | 0,004 |
| | 0,003 | 0,005 |
| AA | 0,004 | 0,006 |
| | 0,005 | 0,008 |
| A | 0,006 | 0,009 |
| | 0,009 | 0,012 |
| BBB | 0,011 | 0,014 |
| | 0,020 | 0,024 |
| BB | 0,029 | 0,033 |
| | 0,037 | 0,041 |
| B | 0,044 | 0,049 |
| | 0,065 | 0,071 |
| CCC | 0,086 | 0,092 |
| | 0,122 | 0,128 |
| CC | 0,157 | 0,164 |
| | 0,193 | 0,200 |
| C | 0,228 | 0,236 |
| | 0,264 | 0,272 |
| D | 0,299 | 0,307 |

Tabell 51: Risikopremie (Knivsflå, 2021x)

Fra tabellen kan vi se fra Byggma finansieringsstruktur at de har majoriteten kortsiktig gjeld, slik vi her benytter kort kreditrisikopremie etter skatt. Endelig utregninger kan ses i tabell 53 nedenfor.

| FGK | Selskap | | | | | Bransje | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt | Tidsvektet snitt |
| KRAV | | | | | | | |
| Rating | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | A |
| Risikofri rente | 0,065 | 0,004 | 0,008 | 0,004 | 0,003 | 0,017 | 0,017 |
| Kreditrisikopremie | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,006 |
| FG-KRAV | 0,076 | 0,015 | 0,019 | 0,015 | 0,014 | 0,028 | 0,023 |

Tabell 52: Finansielt gjeldskrav Byggma og bransjen

6.2.2 Finansielt eiendelskrav

Det finansielle eiendelskravet (fek) blir regnet ut ved å se nærmere på 3 ulike aspekter; kontanter (KON/FE), fordringer (FOR/FE) og investeringer (INV/FE) sitt forhold til de finansielle eiendelene. Utregningen har 2 forutsetninger (Knivsflå, 2021x); hvor det forutsettes at fordringene har rating BBB (dvs. kortsiktig 1,1% gjennomsnittlig), jamfør tabell 54. Den andre forutsetningen er innimot investeringene, hvor det forutsettes at; $\beta_{INV} = 1$ eller $\beta_{INV} = \beta_{NDK}$ og $arp_{INV} = 0$ (Knivsflå, 2021x) Det finansielle eiendelskravet kan dermed regnes ut med formelen nedenfor;

$$fek = r_f \cdot (1 - s) \cdot (KON/FE) + (r_f \cdot (1 - s) + krp_{FOR}) \cdot (FOR/FE) + (r_f \cdot (1 - s) + \beta_{INV} \cdot erp + arp_{INV}) \cdot (INV/FE)$$

Hvor Knivsflå (2021x) definerer begrepene på følgende metoder;

fek er finansielt eiendelskrav,

KON er kontantbeholdning,

FOR er finansielle fordringer

INV er finansielle investeringer

KRP_{for} er kreditrisikopremie fordringer,

β_{INV} er finansiell investeringsbeta som er summen av markedsetsrisikopremien, MRP, og

risikofri rente, r_f

arp_{INV} er annen risikopremie for investeringer

Dersom vi setter formelen ovenfor i praksis, kan vi utforme tabell 54 nedenfor, som gir oss følgende;

| FEK | Selskap | | | | | Tidsvektet snitt | Bransje Tidsvektet snitt |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|-----------------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | | |
| KRAV | | | | | | | |
| Kontantkrav | 6,54 % | 0,38 % | 0,85 % | 0,45 % | 0,28 % | 1,70 % | 1,70 % |
| KON/FE | 0,874 | 0,987 | 0,977 | 0,987 | 0,984 | 0,962 | 0,679 |
| Fordringskrav | 7,54 % | 1,38 % | 1,85 % | 1,45 % | 1,28 % | 2,70 % | 2,70 % |
| FOR/FE | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Investeringskrav | 11,14 % | 4,98 % | 5,95 % | 5,45 % | 4,98 % | 6,50 % | 6,50 % |
| INV/FE | 0,000 | 0,000 | 0,009 | 0,000 | 0,000 | 0,002 | 0,114 |
| FE-Krav | 5,714 % | 0,375 % | 0,881 % | 0,441 % | 0,272 % | 1,537 % | 1,893 % |

Tabell 53: Finansielt eiendelskrav (FE-krav).

6.2.3 Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)

Nå som vi har funnet det finansielle gjelds kravet (nfk) og det finansielle eiendelskravet (FEK) kan vi nå regne ut netto finansielt gjeldskrav. Dette kan gjøres ved hjelp av formelen nedenfor (Knivsflå, 2021x)

$$Nfgk = fgk \cdot (FG/NFG) - fek \cdot (FE/NFG)$$

Dersom vi setter formelen i praksis, kan vi utrede tabell 55 nedenfor, hvor vi ser tall for selskapet og bransjen.

| FGFK | Selskap | | | | | Tidsvektet snitt | Bransje Tidsvektet snitt |
|-------------------------------|----------------|----------------|---------------|----------------|-----------------|------------------|-----------------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | | |
| KRAV | | | | | | | |
| Finansielt gjeldskrav (FGK) | 7,64 % | 1,48 % | 1,95 % | 1,55 % | 1,38 % | 2,80 % | 2,30 % |
| Finansiell gjeld / NFG | 1,904 | 10,328 | 5,361 | 45,200 | -22,033 | 8,152 | 5,507 |
| Finansielt eiendelskrav (FEK) | 5,71 % | 0,38 % | 0,88 % | 0,44 % | 0,27 % | 0,015 | 1,40 % |
| Finansielle eiendeler / NFG | 0,066 | 4,813 | 1,856 | 20,000 | -10,686 | 3,210 | 2,045 |
| FGFK | 14,17 % | 13,48 % | 8,81 % | 61,10 % | -27,42 % | 14,03 % | 9,80 % |

Tabell 54: Netto finansielt gjeldskrav (nfgk) for Byggma og bransjer.

6.3 Beta til netto finansiell gjeld

Beta til netto finansiell gjeld kan følge Knivsflå (2021x) regnes ut ved formelen nedenfor,

$$B_{NFG} = \beta_{FG} \cdot \left(\frac{FG}{NFG}\right) - \beta_{FE} \cdot \left(\frac{FE}{NFG}\right)$$

Vi mangler her dermed beta FG og beta FE, dermed vil de bli kalkulert i kapittel 6.3.1 (β_{FG}) og kapittel 6.3.2 (β_{FE}).

6.3.1 Beta til finansielle gjeld (FEK)

Beta til finansielle gjeld kan ifølge Knivsflå (2021x) regnes ut ved å regne ut produktet av markedsrisikodelen (mrd) og kreditrisikopremien (krp) og dividere summen på markedsrisikopremien (mrp) som vist nedenfor (Knivsflå, 2021x)

$$\beta_{fg} = \frac{mrd \cdot krp}{mrp}$$

Vi har fra tidligere av definert kreditrisikopremien (0,005) og markedsrisikopremien (0,046) slik vi nå mangler markedsrisikodelen. Denne kan regnes ut på forskjellige måter, blant annet ved å benytte R^2 for aksjebetaregresjonen (Knivsflå, 2021x). Knivsflå (2021x) presiserer at R^2 må vektet med (1/3) for å gi et passende estimat for mrd. I tabellen nedenfor finner vi dermed beta til finansiell gjeld slik;

| FG-beta | Selskap | | | | | | Bransje |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt | Tidsvektet snitt |
| Rating | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | A |
| Løpetid lån K/L | L | L | L | L | L | L | L |
| Kreditrisikopremie, L | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,006 |
| Markedsrisikodel ($R^2 \times 1/3$) | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 |
| Markedsrisikopremie | 0,046 | 0,046 | 0,051 | 0,05 | 0,047 | 0,048 | 0,048 |
| Finansiell gjeldsbeta | 0,014 | 0,014 | 0,013 | 0,013 | 0,014 | 0,013 | 0,007 |

Tabell 55: Finansiell gjeldsbeta Byggma og bransje.

6.3.2 Beta til finansielle eiendeler

Beta til finansielle eiendeler kan ifølge Knivsflå (2021x) beregnes ved følgende formel

$$\beta_{FE} \cdot FE = \beta_{KON} \cdot KON + \beta_{FOR} + \beta_{INV} \cdot INV$$

Hvor;

$$\beta_{FE} = \frac{\beta_{FOR} \cdot x_{for} + \beta_{INV} \cdot Inv}{FE}$$

$$\beta_{KON} = 0$$

$$\beta_{FOR} = \frac{KRP \text{ for fordringer} \cdot mrd}{mrp}$$

$$\beta_{INV} = \beta_B$$

I oppsettet her forutsettes det at kontanter er risikofrie ($\beta_{KON} = 0$), finansielle fordringer er utsatt for kredittrisiko og finansielle investeringer har $\beta_{INV} = \beta_{bransjesnitt}$.

| FE-beta | Selskap | | | | | Bransje | |
|-------------------|---------|-------|-------|-------|-------|------------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt | Tidsvektet snitt |
| KON-Beta | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| KON/FE | 0,874 | 0,987 | 0,977 | 0,987 | 0,984 | 0,962 | 0,679 |
| FOR BETA (K, BBB) | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 |
| FOR/FE | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| INV BETA | 0,91 | 0,91 | 0,91 | 0,91 | 0,91 | 0,910 | 0,910 |
| INV/FE | 0,000 | 0,000 | 0,009 | 0,000 | 0,000 | 0,002 | 0,114 |
| FE-Beta | 0,000 | 0,000 | 0,008 | 0,000 | 0,000 | 0,002 | 0,104 |

Tabell 56: Finansielt eiendelskrav.

6.3.3 Beta til netto finansiell gjeld

Beta til finansiell gjeld kan ifølge Knivsflå (2021) regnes ut ved følgende formel;

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} \cdot \left(\frac{FG}{NFG}\right) - \beta_{FE} \cdot \left(\frac{FE}{NFG}\right)$$

Videre kan vi dermed bergene tabell 58 nedenfor.

| NFG | Selskap | | | | | Bransje | |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|------------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt | Tidsvektet snitt |
| FG-KRAV | 0,014 | 0,014 | 0,013 | 0,013 | 0,014 | 0,013 | 0,007 |
| FG/(FG-FE) | 1,036 | 1,873 | 1,529 | 1,794 | 1,942 | 1,635 | 1,429 |
| FE-KRAV | 0,000 | 0,000 | 0,008 | 0,000 | 0,000 | 0,002 | 0,104 |
| FE/(FG-FE) | 0,036 | 0,873 | 0,529 | 0,794 | 0,942 | 0,635 | 0,429 |
| NFG-KRAV | 0,0145 | 0,0263 | 0,0236 | 0,0231 | 0,0266 | 0,0230 | 0,0548 |

Tabell 57: Finansielt eiendelskrav.

6.4 Selskapskrav - krav til netto driftskapital

Nå som vi har regnet ut betaverdiene og andre aktuelle krav. Jeg velger i denne oppgaven å finne krav til netto driftskapital, da jeg ønsker å benytte dette nøkkeltallet til videre analyse. Det vektete snittet av netto driftskravet kan ifølge Knivsflå (2021y) regnes ut ved følgende likning;

$$\text{ndk} = \text{ekk} \cdot \frac{EK}{NDK} + \text{MIK} \cdot \frac{MI}{NDK} + \text{nfgk} \cdot \frac{NFG}{NDK}$$

Vi har tidligere i kapittelet regnet ut alle de nødvendige variablene, og vi kan dermed utrede tabell 59, som vist nedenfor:

| NDK | Selskap | | | | | Bransje | |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt | Tidsvektet snitt |
| EK-krav | 3,738 % | 4,677 % | 3,819 % | 3,368 % | 5,589 % | 4,238 % | 2,699 % |
| EK/NDk | 0,445 | 0,900 | 0,829 | 0,977 | 1,045 | 0,839 | 0,821 |
| MI-Krav | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| MI/NDK | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| NFG-krav | 1,452 % | 2,626 % | 2,363 % | 2,314 % | 2,665 % | 2,492 % | 2,526 % |
| NFG/NDK | 0,555 | 0,1004 | 0,1712 | 0,0226 | -0,0446 | 0,062 | 0,179 |
| NDK -krav (WACC) | 0,025 | 0,045 | 0,036 | 0,033 | 0,057 | 0,037 | 0,027 |

Tabell 58: Netto driftskapital krav for Byggma og bransje.

Fra tabell 59 ovenfor kan vi se at Byggmas WACC var høyest i 2017 og 2020 på grunnlag av høye krav til egenkapitalen. Vi kan samtidig også se at Byggmas WACC er høyere en bransjens WACC, som jeg vil komme nærmere innpå senere. Tallene som er regnet her, vil nå bli benyttet til videre analyse av avkastning.

7.0 Analyse av lønnsomhet

I dette kapitlet skal jeg danne et bilde av Byggmas lønnsomhet. Dette gjøres ifølge Knivsflå (2021) ved å koble den strategiske analysen (Kap 4) til de økonomiske variablene rundt selskapet. Dette gjøres via rentabilitetsanalyser og vekst analyser i henhold til Knivsflås rammeverk (2021). En rentabilitet gir oss en indikator på avkastning på en utvalgt kapital og fungerer som et verktøy for å sammenligne selskaper nasjonalt og internasjonalt (Knivsflå, 2021). Generelt sett kan en rentabilitet bli regnet ut forskjellige kapitaler som eksempelvis egenkapital, sysselsett kapital, fremmedkapital osv. Rentabilitet kan på generell basis formuleres som vist nedenfor (Knivsflå, 2021z);

$$\text{Rentabilitet, } r = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

En rentabilitet vil måles imot et avkastningskrav, hvor en rentabilitet > avkastningskravet vil defineres som en strategisk fordel.

7.1.1 Strategisk fordel

En strategisk fordel for egenkapitalen blir uttrykt som egenkapitalrentabilitet, ekr . ekr , blir målt imot avkastningskravet, og hvis $ekr > avkastningskravet$, defineres tilstanden som superrentabilitet. ekr kan videre formuleres som vist nedenfor (Knivsflå, 2021A);

$$ekr = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

hvor;

$NRE_t = \text{nettoresultat til egenkapital}$

$EK_{t-1} = \text{egenkapital (inngående balanse)}$

$\Delta EK_t = \text{Endring i egenkapital}$

Resultatene for analyse kan være både fullstendige og normaliserte, og Knivsflå (2021A) argumenterer som nevnt tidligere at de normaliserte resultattallene vil være mest relevant siden det skal opprettes et fremtidsregnskap og budsjett senere i oppgaven. Tabulert finner vi ekr ved å sette inn formelen og utrede tabell 60 om vist nedenfor.

| Egenkapitalrentabilitet (ekr) | | Selskap | | | | | | | | |
|--|-----|----------------|------|----------------|------|---------------|------------------|---------------|----|----------------|
| | | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt | | | |
| Netto resultat til egenkapital (NRE _t) | kr | 171 651 | kr | 183 024 | kr | 76 567 | kr | 67 782 | kr | 89 311 |
| Δ egenkapital (t) | -kr | 429 138 | kr | 143 270 | kr | 48 519 | kr | 52 172 | kr | 75 760 |
| Inngående balanse, EK _(t-1) | kr | 990 218 | kr | 861 427 | kr | 824 428 | kr | 798 881 | kr | 764 109 |
| Egenkapitalrentabilitet (ekr) | | 24,88 % | | 21,75 % | | 9,45 % | | 8,57 % | | 11,79 % |
| Egenkapitalkrav etter skatt (ekkk) | | 12,25 % | | 3,74 % | | 4,68 % | | 3,82 % | | 3,37 % |
| Superrentabilitet | | 12,63 % | | 18,01 % | | 4,77 % | | 4,75 % | | 8,42 % |

Tabell 59: Egenkapitalrentabilitet Byggma.

For Byggma kan vi se fra tabell 60 at Byggma har superrentabilitet fra 2017-2021, hvor den er klart høyest i 2020 med 18,01 %, og 12,63% i 2021. Byggma har her nytt godt av høynet etterspørsel i markedet, og samtidig både politiske og styresett som argumentert tidligere. Vi kan videre også se et fall i ifra 2017-2018, hvor Byggma hadde 4,7% superrentabilitet.

Knivsfå (2021A) viser til muligheten for ytterligere dybde ved å dekomponere strategiske fordeler ved å skille mellom driftsfordel (7.1.1.1) og finansieringsfordel (7.1.1.2). Jeg skal nå presentere og kalkulere de ulike fordelene nedenfor.

7.1.1.1 Driftsfordel

Driftsfordeler kan ifølge Knivsfå (2021B) deles i strategisk fordel fra drift (SFD) og gearingsfordel fra drift (GFD), hvor

$$\text{Strategisk fordel drift} = \text{Bransjefordel drift} + \text{ressursfordel drift} + \text{Gearingsfordel}$$

$$SFD = BFD + RFD + GFD$$

$$SFD = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B + ndk_B - ndk) + (ndr - ndk) \cdot (nfgg)$$

Som vi ser ovenfor mangler vi her ulike tall og begreper før vi kan vurdere den strategiske fordel på driften. Jeg vil derfor nå presentere nærmere bransjefordel drift, ressursfordel drift og gearing fordel fra drift (

Bransjefordel

Bransjefordel fra drift oppstår ifølge Knivsfå (2021C) når netto driftsrentabiliteten for bransjen > bransjekravet. Dette kan uttrykkes som formel slik;

$$BFD = ndr_B - ndk_B$$

Bransjefordelen vil her naturlig nok øke og bli redusert ved muligheter og trusler. Dette beregnes videre ved å finne netto driftsrentabilitet (ndr_B) ved hjelp av følgende formel.

$$ndr_B = \frac{NDRb}{NDKb} = \frac{NDRbt}{NDKbt - 1 + (\Delta NDKbt - NDRbt)2}$$

Dersom vi setter inn formelen for ndr for de Byggma, Rockwool og Assa Abloy, og deretter tar gjennomsnittet for selskapene, får vi nettodriftsrentabilitetstallene nedenfor. Nettodriftskravet kan enten forutsettes å være likt analyseselskapet, eller så kan tallet regnes ut selv. Jeg har valgt å beregne denne selv for å få et så reelt bilde av markedet som mulig. Utregningen kan ses i tabulert form nedenfor i tabell 61.

| NDK-krav | Selskap | | | | | Tidsvektet snitt |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | |
| Risikofri rente | 0,065 | 0,004 | 0,008 | 0,004 | 0,003 | 0,02 |
| NDK beta | 0,755 | 0,755 | 0,755 | 0,755 | 0,755 | 0,75 |
| ERP | 0,046 | 0,046 | 0,051 | 0,05 | 0,047 | 0,05 |
| Annen risiko premie | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| NDK - krav | 0,11 | 0,05 | 0,06 | 0,05 | 0,05 | 0,06 |

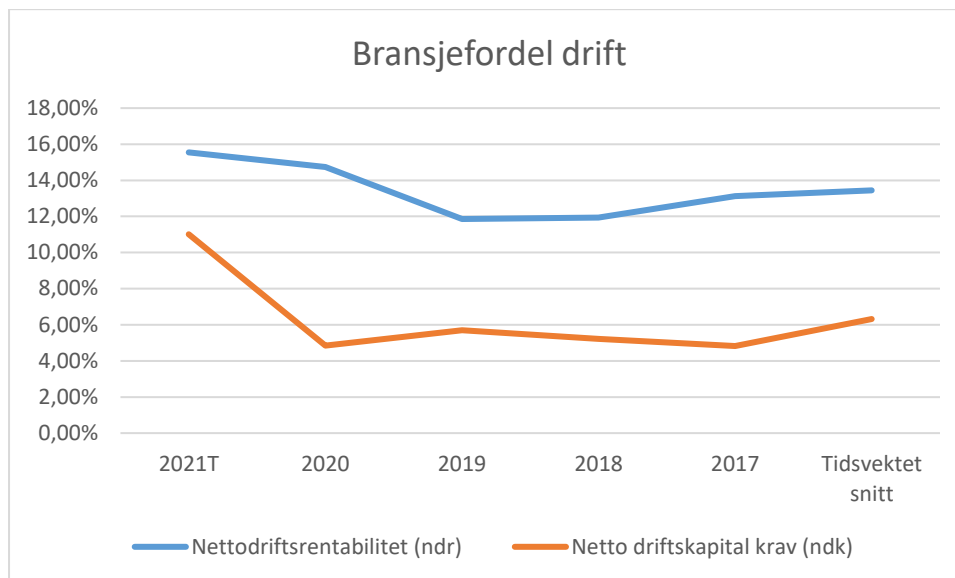
Tabell 60: Utregning NDK, krav for bransjen.

Nå som vi har regnet ut ndr og ndk kan vi finne differansen som vist i tabell 62 nedenfor.

| Bransjefordel drift (Utregnet for bransje) | Selskap | | | | | Tidsvektet snitt |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | |
| Nettodriftsrentabilitet (ndr) | 15,55 % | 14,73 % | 11,86 % | 11,94 % | 13,12 % | 13,44 % |
| Netto driftskapital krav (ndk) | 11,01 % | 4,85 % | 5,70 % | 5,22 % | 4,82 % | 6,32 % |
| Bransjefordel drift, BFD | 4,54 % | 9,88 % | 6,16 % | 6,72 % | 8,30 % | 7,12 % |

Tabell 61: bransjefordel drift

Tabellen og grafen nedenfor indikerer enn bransjefordel som er høyere en bransjekravet, hvor vi ser toppunkt i 2017 og 2020. Grunlaget for økningen og verdiene i BFD, kan antas å være blant annet grunnet makroøkonomisk medvind og høy aktivitet i bransjen.



Graf 14: Bransjefordel drift.

Ressursfordel

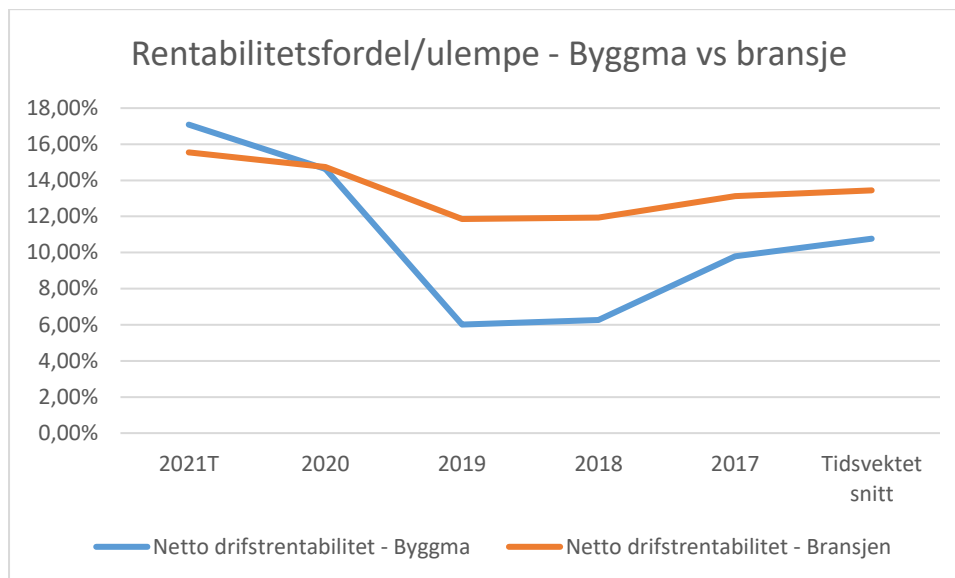
Ressursfordelen vil som bransjefordelen, øke i situasjonen hvor selskapet har styrker og bli redusert der hvor selskapet har svakheter (Knivsflå, 2021C). Ressursfordelen kan ifølge Knivsflå (2021C) uttrykkes slik;

$$RFD = ndr - ndr_B$$

ndr og ndr_B er tidligere beregnet i bransjefordelsanalysen ovenfor, slik tallene kan videre plottes i en tabell, for å finne ressursfordel/ressurs ulempe. Tabellen og grafen nedenfor indikerer at Byggma har en bransjefordel i 2021, men basert på de resterende årene kan ikke Byggma vise til en fordelaktig ndr. Fra grafen nedenfor kan vi se tydelig at Byggma lå omtrent likt i 2019, men var bak i 2017-2019. Dette kan trolig skyldes ekstra mye makromedvind for Byggma og eksempelvis fordelaktig norsk kronekurs

| Rentabilitetsfordel/ulempe - (Byggma vs bransjen) | | | | | | |
|---|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt |
| Byggma | 17,09 % | 14,63 % | 6,01 % | 6,27 % | 9,80 % | 10,76 % |
| Bransje | 15,55 % | 14,73 % | 11,86 % | 11,94 % | 13,12 % | 13,44 % |
| Rentabilitetsfordel/ulempe | 1,54 % | -0,10 % | -5,84 % | -5,67 % | -3,32 % | -2,68 % |

Tabell 62: Rentabilitetsfordel/ulempe, Byggma vs bransjen.



Graf 15: Rentabilitetsfordel/ulempe, Byggma vs bransjen.

Netto driftsrentabilitet kan ifølge Knivsflå (2021C) videre dekomponeres i netto driftsmargin (Ndm) og omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde).

$$Ndm = \frac{NDR}{DI}$$

$$Onde = \frac{DI}{NDE}$$

Hvor,

NDR er netto driftsresultat,

Di er driftsinntekter,

NDE er netto driftseiendeler

Netto driftsmargin er ifølge Knivsflå (2021C) et lønnsomhetsmål som er definert som «Evne til å skape netto driftsresultat per krone i driftsinntekt» (Knivsflå, 2021C).

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler (ONDE) er et effektivitetsmål og er definert Evne til å skape driftsinntekt pr krone investert i drift (Knivsflå, 2021C).

For å dykke ytterligere ned i konseptene, kan vi dekomponere ressursfordel i marginfordel og omløpsfordel, slik vi får følgende likning (Knivsflå, 2021C);

$$RFD = MF + OF$$

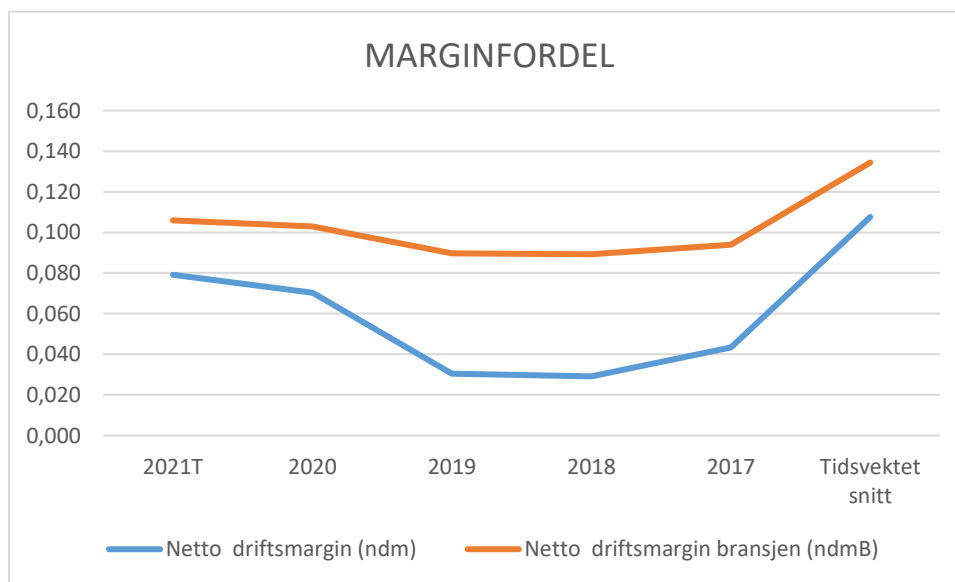
$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) \cdot onde + (onde - onde_A) \cdot ndm_B$$

Marginfordel (Tabell 64) og omløpsfordel (Graf 16) kan dermed beregnes som vist nedenfor.

For marginalfordel kan vi se at selskapet har en margin ulempe i hele analyseperioden. Vi kan samtidig se at denne blir redusert fra 2018-2021, som indikerer en positiv trend for Byggma. Rent praktisk kan dette indikerer at Byggmas streben etter kvalitet og effektivitet hjelper selskapet. Netto driftsmargin sier som nevnt tidligere at selskapets driftskostnader pr krone blir redusert. Det kan antas at denne effekten også kommer fra bransjen, men dersom vi ser på bransjesnittet i tabell 64 og konsulterer grafen i modell 16, ser vi at bransjemarginen har holdt seg stabil. Dette indikerer med andre ord at Byggmas lønnsomhetsevne er voksende, men fortsatt under bransjen lønnsomhetsevne.

| Marginfordel - Byggma | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt |
| Netto driftsmargin (ndm) | 0,079 | 0,070 | 0,030 | 0,029 | 0,043 | 0,108 |
| Netto driftsmargin bransjen (ndmB) | 0,106 | 0,103 | 0,090 | 0,089 | 0,094 | 0,134 |
| Marginfordel (MF) - uvektet | -0,027 | -0,033 | -0,059 | -0,060 | -0,051 | -0,027 |
| Omløpet til netto driftseiendeler (ONDE) | 1,951 | 1,885 | 1,738 | 1,989 | 2,141 | 1,941 |
| Marginfordel (MF) - vektet | -0,052 | -0,062 | -0,103 | -0,120 | -0,108 | -0,089 |

Tabell 63: Marginfordel Byggma.



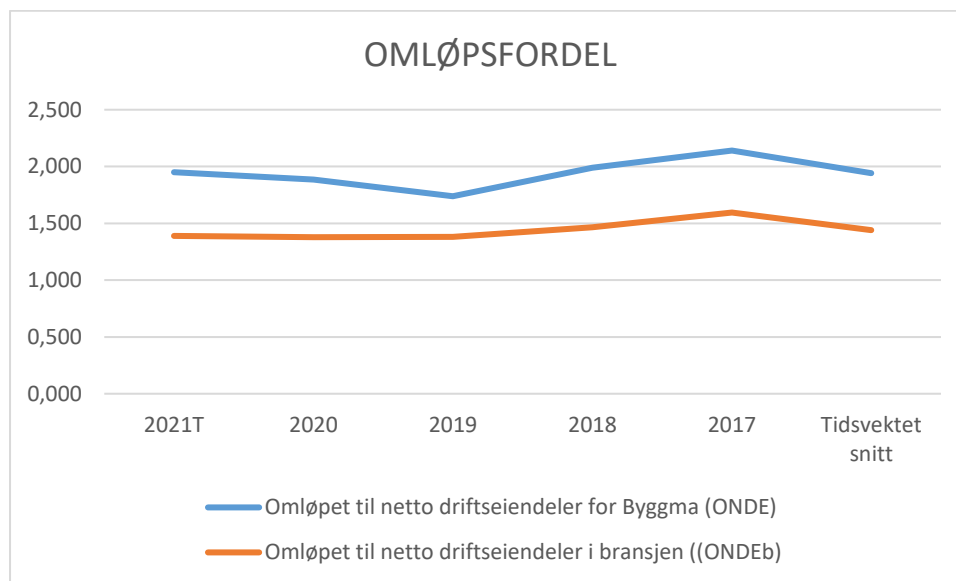
Graf 16: Marginfordel Byggma.

Omløpsfordelen er som nevnt tidligere et mål på effektivitet. Vi kan se fra graf 17 og tabell 65 at Byggma ligger her over bransjen og har dermed en omløpsfordel i form av høyere effektivitet og høyere avkastning på investert kapital (Knivsflå, 2021C).

En av styrkene hos Byggma som nevnt i kap 4 den komplette verdikjeden de opererer med. Denne løsningen kan antas å være sterkt påvirkende for økt effektivitet.

| Omløpsfordel - Byggma | | | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt |
| Omløpet til netto driftseiendeler for Byggma (ONDE) | 1,951 | 1,885 | 1,738 | 1,989 | 2,141 | 1,941 |
| Omløpet til netto driftseiendeler i bransjen ((ONDEb) | 1,388 | 1,378 | 1,380 | 1,465 | 1,595 | 1,441 |
| Omløpsfordel (OF) - uvektet | 0,563 | 0,508 | 0,358 | 0,524 | 0,546 | 0,500 |
| Netto driftsmargin bransjen (ndmB) | 0,106 | 0,103 | 0,090 | 0,089 | 0,094 | 0,096 |
| Omløpsfordel (OF) - vektet | 0,060 | 0,052 | 0,032 | 0,047 | 0,051 | 0,048 |

Tabell 64: Omløpsfordel – Byggma



Graf 17: Omløpsfordel Byggma.

Gearingfordel drift

Knivsflå (2021D) definerer gearingfordel (GFD) som «en skalering av strategisk fordel i drift» faktoren netto finansiell gjeldsgrad (nfgg) (Knivsflå, 2021D). Dette kan formuleres på følgende måte;

$$GFD = (ndr - ndK) \cdot nfgg$$

Hvor,

$$Nfgg = \frac{NFG}{EK}$$

Utfra tabellen nedenfor kan vi se at det er en giringsfordel for Byggma fra 2018-2021, hvor denne er klart høyest i 2021. Denne effekten vil bli videre benyttet i kapittel 8, når jeg skal framskrive fremtidsregnskapet, så jeg vil derfor ikke kommentere denne fordelten noe nærmere nå. I neste kapittel vil jeg nå gå nærmere innpå finansieringsfordelen, FF.

| Giringfordel - Byggma | | | | | | |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt |
| Nettodriftsrentabilitet (ndr) | 0,155 | 0,147 | 0,119 | 0,119 | 0,131 | 0,134 |
| Netto driftskapital krav (ndk) | 0,110 | 0,049 | 0,057 | 0,052 | 0,048 | 0,063 |
| Strategisk driftsfordel | 0,045 | 0,099 | 0,062 | 0,067 | 0,083 | 0,071 |
| Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg) | 1,249 | 0,112 | 0,207 | 0,023 | -0,043 | 0,310 |
| Giringfordel drift | 0,057 | 0,011 | 0,013 | 0,002 | -0,004 | 0,016 |

Tabell 65: Giringfordel – Byggma

7.1.1.2 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen for majoritet kan ifølge Knivsflå (2021D) uttrykkes ved formelen nedenfor;

$$(nfgk - ngr) \cdot nfgg$$

Hvor,

Nfgk er definert som netto finansielt gjeldskrav (Kap 6.2)

Nfgg er netto finansiell gjeldsgrad (Kap 6.2)

$$Ngr = \text{netto finansiell gjeldsrente} = \frac{NFK - NFI}{NFG}$$

Finansieringsfordelen vil til motsetning fra driftsfordelen ikke dekomponeres, på grunnlag av at det er vanskelig å oppnå unormal avkastning da finansieringsdelen ikke anses som strategisk (*Knivsflå, 2021D*). Tabulert får vi dermed følgende tabell;

| Finansieringsfordel - Byggma | | | | | | |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt |
| Netto finansielt gjeldskrav (nfgk) | 0,142 | 0,135 | 0,088 | 0,611 | -0,274 | 0,140 |
| Netto finansiell gjeldsrente (nfr) | 0,008 | -0,336 | -0,121 | -0,989 | 0,535 | -0,181 |
| Finansieringsfordel før giring | 0,134 | 0,470 | 0,210 | 1,600 | -0,810 | 0,321 |
| Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg) | 1,249 | 0,112 | 0,207 | 0,023 | -0,043 | 0,310 |
| Finansieringsfordel (FF) | 0,167 | 0,053 | 0,043 | 0,037 | 0,035 | 0,067 |

Tabell 66: Finansieringsfordel Byggma

Fra tabellen kan vi se at Byggma har hatt en finansieringsfordel fra 2017-2021, på grunnlav av høy nettofinansiell gjeldsrente (nfgr) på 6,7% i snitt. Årlig kan vi se at finansieringsfordelen var svært høy i 2021 (16,7%). Dette kan være på grunnlag av svært lav gjeldsrente og stabilt gjeldskrav. En forklaring på den høye finansieringsfordelen er sterkt knytt til den store reduksjonen av kontanter og kontantekvivalenter, hvor denne har blitt redusert med 93%. En slik reduksjon har gjort at Byggma viser til en utrolig høy finansieringsfordel her.

7.1.2 Oppsummering strategisk fordel

I dette delkapittelet skal jeg nå vise tilbake til den strategiske analysen (Kap 4) hvor vi så nærmere på omgivelsene til selskapet og de interne ressursene. Lønnsomhetsanalysene i dette kapittelet viser samme trenden som den strategiske analysen, og gir dermed argumentene mer tyngde.

Styrkene hos Byggma er som nevnt tidligere den komplette verdikjeden kombinert med teknologisk nysgjerrighet og ønske om forbedring. En annen faktor som jeg vil drage frem som kan være med å vise er relasjoner og renommé, da de gir Byggma et mediumnivå for mulighetene, og en høy karakter for styrkene til selskapet.

Den endelige strategiske fordel er oppsummert i tabell 68 nedenfor. Vi kan her se at den totale strategiske fordel er i snitt 15,1%, hvor selskapet har ligget på 6.8% i 2017-2019, og deretter har vi sett en større økning fra 2020-2021. Den ekstra økning kan også delvis forklares ved økt etterspørsel etter spesifikke råvarer og produkt som Byggma opererer med, slik de har fått en egen effekt som ikke Assa Abloy og Rockwool har fått.

| STRATEGISK FORDEL | | | | | | |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| | 2021T | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | Tidsvektet snitt |
| Bransjefordel drift (BFD) | 0,131 | 0,103 | 0,083 | 0,086 | 0,074 | 0,095 |
| Ressursfordel drift (RFD) | 0,015 | -0,001 | -0,058 | -0,057 | -0,033 | -0,027 |
| Strategisk fordel drift (SFD) | 0,146 | 0,102 | 0,024 | 0,029 | 0,041 | 0,068 |
| Gearingsfordel drift (GFD) | 0,057 | 0,011 | 0,013 | 0,002 | -0,004 | 0,016 |
| Driftsfordel (DF) | 0,203 | 0,113 | 0,037 | 0,031 | 0,037 | 0,084 |
| Finansieringsfordel (FF) | 0,167 | 0,053 | 0,043 | 0,037 | 0,035 | 0,067 |
| Strategisk fordel (SF) | 0,370 | 0,165 | 0,080 | 0,068 | 0,072 | 0,151 |

Tabell 67: Strategisk fordel Byggma 2017-2021T.

8.0 Fremtidsregnskap

Dette kapitlet vil presentere fremtidsregnskapet basert på den strategiske regnskapsanalysen og den strategiske analysen. Fremtidsregnskapet vil videre danne basis for den fundamentale verdsettelsen. Dette gjøres ved å først velge dybde for analyse med hensyn på budsjett horisonten, framskrivningsteknikk, 8.1.1 & 8.1.2, deretter vil det bli gjennomført en vekstanalyse (8.1.3) etterfulgt av identifisering av budsjett drivere 8.1.4. Til slutt vil det beregnes fremtidsregnskap, balanse og kontantstrøm (8.1.4).

8.1.1 Valg av budsjett horisont og framskrivningsteknikk

Budsjett horisonten, T er ifølge Knivsflå (2021E) definert tidsperioden fra et selskap oppnår «Steady State». «Steady state» er en tilstand hvor budsjett drivere og veksten for selskapet har blitt konstante. Når selskapet når «Steady State» er ifølge Knivsflå (2021E) sterkt avhengig av kvaliteten på regnskapsføringen og vekstprognoser for bransjen. En moden og stabil bransje kan ha kortere budsjett horisont enn bransjer som er preget av mer usikkerhet og vekst (*Knivsflå, 2021E*).

Mitt analyseselskap, Byggma, er som nevnt tidligere et modent selskap som opererer i en moden bransje med moderat vekst. Denne statusen argumenterer for en kort budsjett horisont, men som nevnt i vekstanalysen er det fortsatt muligheter for vekst innenfor ulike segmenter, som antyder en lenger budsjett horisont. Byggmas regnskap er ført etter IFRS som antyder en verdibasert tilnærming. Knivsflå (2021E) argumenterer at selskaper som benytter IFRS, kan benytte en 6 års budsjett horisont, men basert på framtidig vekstpotensiale i ulike segmenter velger jeg en 10 års budsjett periode før selskapet er forventet å oppnå «steady state» i år 8.

Fremskrivningsteknikken kan ifølge Knivsflå (2021G) bli utredet ved en «enkel» fremstilling ved å benytte normalvekter eller «target weights» for å framskrive finansregnskapet. Alternativt kan man gjøre dette på en fullstendig måte ved å budsjettere finansiell gjeld og eiendeler og netto finansinntekt/kostnad. Jeg har besluttet å benytte den fullstendige metoden, får å mer innsikt i prosessen bak tallene.

Jeg vil i enkelte tilfeller benytte forenklede løsninger for å danne et fremtidsbilde. Et eksempel på dette er tilfeller hvor jeg benyttet lineær avskrivning på grunnlag av for lite detaljert informasjon. Dette er spesifisert og kan ses i praksis videre i dette kapitlet.

8.1.2 Valg av budsjett drivere og detaljnivå

I dette delkapittelet skal jeg identifisere budsjett drivere og detaljnivå for den foreslåtte prognoseperioden. I henhold til detaljnivå presiserer Knivsflå (2021F) i sitt rammeverk at det er bedre å fokusere på de viktigste budsjett drivere, kontra å ha mange drivere. Dette støttes også av Damodaran (2012), som presiserer antall drivere og detaljnivået vil også avhenge av budsjett horisonten, T, og i vårt tilfelle vil det være vanskelig å si i detalj hvor selskapets detaljer er om 10 år, så oppgaven er ytterligere styrket i valg av drivernivå.

Knivsflå (2021F) presenterer i sitt rammeverk 2 generelle steg (Driftsbudsjett og finansbudsjettering) med 9 generelle budsjett drivere;

| | |
|---|--|
| 1.1) Drifts inntektsveksten | $DI_t = (1 + \text{div}_t) \cdot DI_{t-1}$ |
| 1.2) Omløpet til netto driftseigedelar | $NDE_{t-1} = DI_t / \text{onde}_t$ |
| 1.3) Netto driftsmargin | $NDR_t = \text{ndm}_t \cdot DI_t$ |
| 2.1) Finansiell gjeldsdel | $FG_t = \text{fgd}_t \cdot NDE_t$ |
| 2.2) Finansiell egedelsdel | $FE_t = \text{fed}_t \cdot NDE_t$ |
| 2.3) Finansiell gjeldsrente | $NFK_t = \text{fgr}_t \cdot FG_{t-1}$ |
| 2.4) Finansiell egedelsrentabilitet | $NFI_t = \text{fer}_t \cdot FE_{t-1}$ |
| 3.1) Minoritet sdel | $MI_t = \text{mid}_t \cdot NDE_t$ |
| 3.2) Netto minoritetsrentabilitet | $NMR_t = \text{mir}_t \cdot MI_{t-1}$ |

Figur 12: Generelle budsjett drivere (Knivsflå, 2021F).

Driftsinntektsveksten (8.1.3.1), omløpet til netto driftseiendeler (ONDE) (8.1.3.2) og netto driftsmargin utgjør det driftsrelaterte budsjettet, mens Finansiell gjeldsdel (8.1.3.4), finansiell eiendelsdel (8.1.3.3), finansiell gjeldsrente (8.1.3.5) og finansiell eiendelsrentabilitet (8.1.3.5) utgjør dermed den finansielle budsjetteringen. De ulike driverne vil bli presentert nærmere i kapittel 8.1.3, men jeg vil først gi en enkel innføring i vekstanalyse

8.1.3 Vekstanalyse

Dette delkapittelet vil presentere et generelt aspekt ved vekstanalyse. Vekstanalysen er svært nært knytt til den første delen av fremtidsregnskapet, hvor driftsinntektene skal fremtids budsjetteres.

Veksten til selskapet kan ifølge Knivsflå (2021H) formuleres via følgende formel;

$$g = g_E + (g_B - g_E) + (g - g_B)$$

Hvor,

g er vekst i analyseselskapet,

g_E er generell vekst i økonomien og

g_B er vekst i bransjen

Knivsflå (2021H) navngir de ulike scenarioene når g_E er høy er økonomien i vekst, mens når $g_B > g_E$ er bransjen i vekst og mens når $g > g_B$ er selskapet i vekst.

Markedsdynamikken i en bransje kan defineres i ulike faser som vist i figur 14 nedenfor.

Veksten vil naturlig nok være høyest i en startfase, og avta i en moden og en tilbakegangsfase.



Figur 13: Selskapets livssyklus (Knivsflå, 2021H).

Vekstkonseptet kan videre deles i et kortsiktig og et langsiktig perspektiv

Vekst kan videre deles inn i ulike tidsperspektiver. Veksten i et kort tidsperspektiv vil ifølge Knivsflå (2021H) avhenge av generell vekst (g) og bransjevekst (g_B) og vekstfortrinn ($g - g_B$). Vekst i en bransje kan skje på 2 premisser, hvor det enten kan kapres markedsander på grunnlag av vekst i bransjen, eller ved at man tar markedsandeler fra andre aktører.

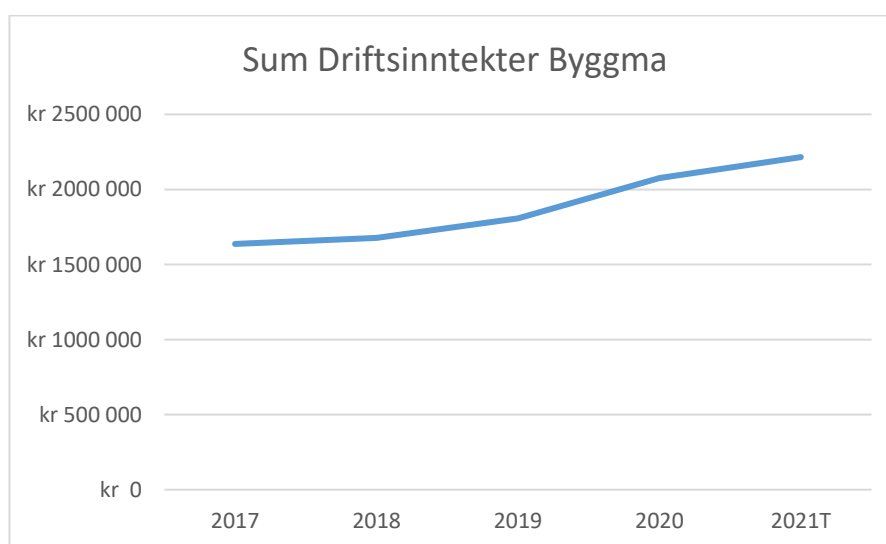
Den langsiktige veksten i et selskap er avhengig av makrofaktorer som vekst i folketall og eksempelvis teknologiske revolusjoner eller endringer. Veksten i et langsiktig perspektiv vil ifølge Knivsflå (2021H) konvergere tilbake til gjennomsnittet for bransjen og ikke overstige den nominelle veksten i verdensøkonomien. Den nominelle veksten er videre komponert av realvekst og inflasjon. Den norske økonomien opererer med 2,1% realvekst og et inflasjonsmål rundt 2% som til sammen utgjør 4% nominell vekst (Knivsflå, 2021). Knivsflå (2021H) benytter i sitt rammeverk en langsiktig vekst rate på 3%, og sett fra Byggmas perspektiv, anser jeg dette estimatet å ligge innenfor den økonomiske utviklingen sett fra selskapets, bransjen og økonomiens side.

Vi har nå den nødvendige bakgrunnen for å se nærmere på beregning av driftsinntektsveksten fra 2022-2031.

8.1.3.1 Driftsinntektsvekst

En av de viktigste vekstfaktorene for Byggma vil være Driftsinntektsveksten (DIV). DIV vil ifølge Knivsflå (2021H) avgjøre størrelsen på selskapet i framtida og ofte definert som den grunnleggende budsjettdriveren.

For Byggma ser vi at den historiske driftsinntekten, som vist i graf18 er voksende



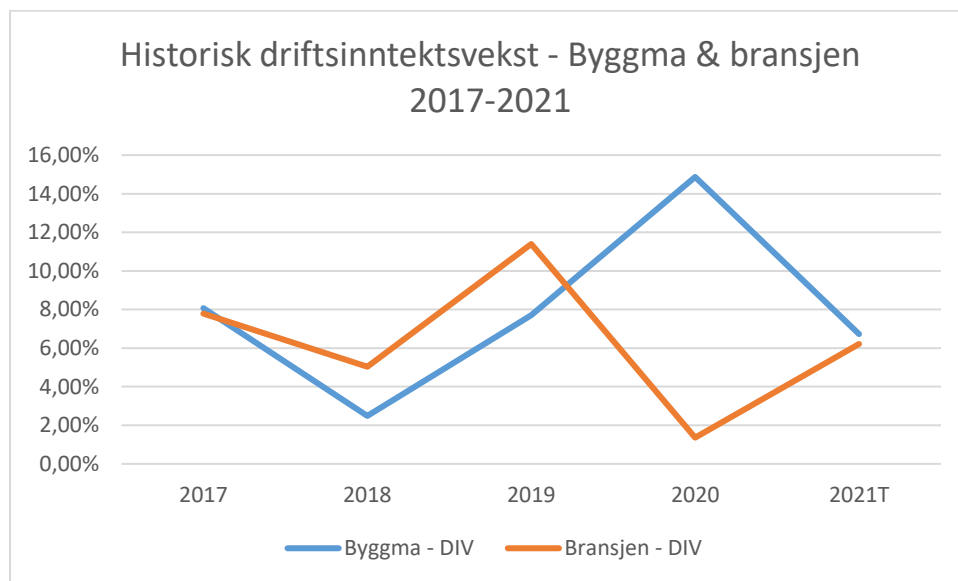
Graf 18: Historisk driftsinntektsvekst, Byggma 2017-2021T.

Tabell 69 og graf 19 nedenfor, indikerer en høy svingning både hos Byggma og hos sammenligningsgrunnlaget. Utfra funnene kan det se ut som Byggma har kommet styrket

ut av koronapandemien i 2020, mens bransjen har kommet svekket ut. På et mer stabilt nivå, kan vi se at Byggma og bransjen ligger nært hverandre

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021T |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| Byggma - DIV | 8,06 % | 2,49 % | 7,70 % | 14,87 % | 6,73 % |
| Bransjen - DIV | 7,79 % | 5,04 % | 11,39 % | 1,36 % | 6,22 % |

Tabell 68: Driftsinntektsvekst - Byggma og bransjen.



Graf 19: Historisk driftsinntektsvekst Byggma og bransjen, 2017-2021.

Den fremtidige driftsinntektsveksten kan videre beregnes ved å benytte formelen nedenfor:

$$DI_t = (1 + div_t) \cdot DI_{t-1}$$

Hvor,

DI = Driftsinntekter,

Div_t = driftsinntektsveksten

Div_t kan videre regnes ut enten ved å framskrive DIV eller ved framskrive ONDE.

Knivsfå (2021H) argumenterer for at ONDE vanligvis er mer stabilt enn DIV, så jeg velger dermed å framskrive ONDE. Dette kan gjøres ved formelen

$$DIV_t = \frac{ONDE_t - NDE_{(t-1)} - DI_{(t-1)}}{DI_{(t-1)}}$$

Dette vil gjennomføres ved å først finne DIV for 2022, og deretter lineært avskrive DIV fra 2022 (DIV₂₀₂₂) og til 2031 (DIV₂₀₃₁). I jakten på DIV₂₀₂₂ har jeg allerede regnet ut og presentert NDE2021, DI 2021 og den som gjenstår da er ONDE2022. Denne kan regnes ut på følgende måte:

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Tidsvektet snitt | 2022 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------------------|-------------|
| ONDE Byggma | 2,14 | 1,99 | 1,74 | 1,89 | 1,95 | 1,94 | 2,04 |
| ONDE bransjen | 1,59 | 1,46 | 1,38 | 1,38 | 1,39 | 1,44 | 1,44 |
| Onde Byggma - Onde bra | 0,55 | 0,52 | 0,36 | 0,51 | 0,56 | 0,50 | 0,60 |

Tabell 69: ONDE 2022 Byggma og bransjen.

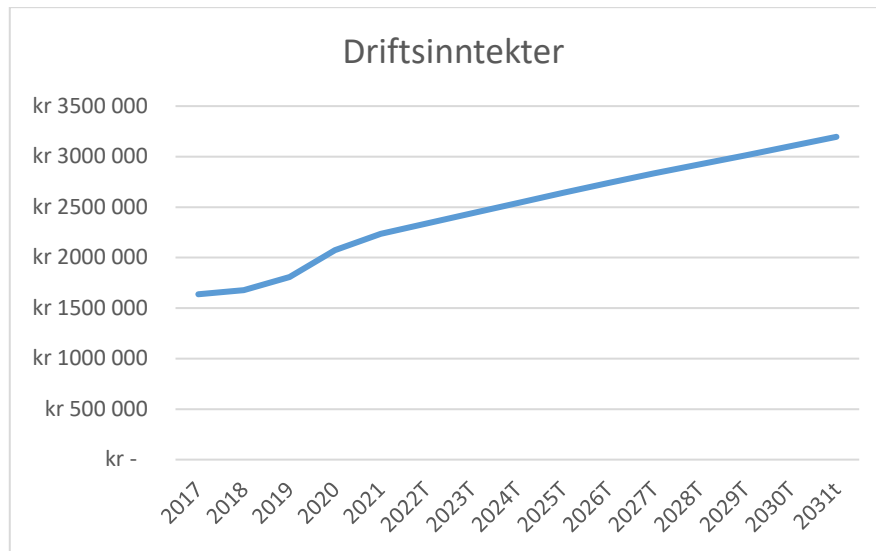
Her har jeg først funnet ONDE(Byggma), ONDE(Bransjen) og ONDE(Byggma–Bransjen) og benyttet dette som utgangspunkt. Jeg har videre foretatt en prognose på ONDE(Byggma–Bransjen) og funnet denne til å være 0,6 i 2022. ONDE(bransjen) kan ifølge Knivsflå (2021H) settes til tidsvektet snitt, og jeg har dermed 1,44 for ONDE(Bransjen). Siden ONDE(Byggma) skal være summen av ONDE(bransjen) og ONDE(Byggma-bransjen) kan denne regnes ut ved å snu formler, slik ONDE(Byggma) blir 2,04.

Vi har nå dermed alle verdiene vi trenger, slik jeg kan finne driftsinntekten og driftsinntektsvekstene til å bli følgende:

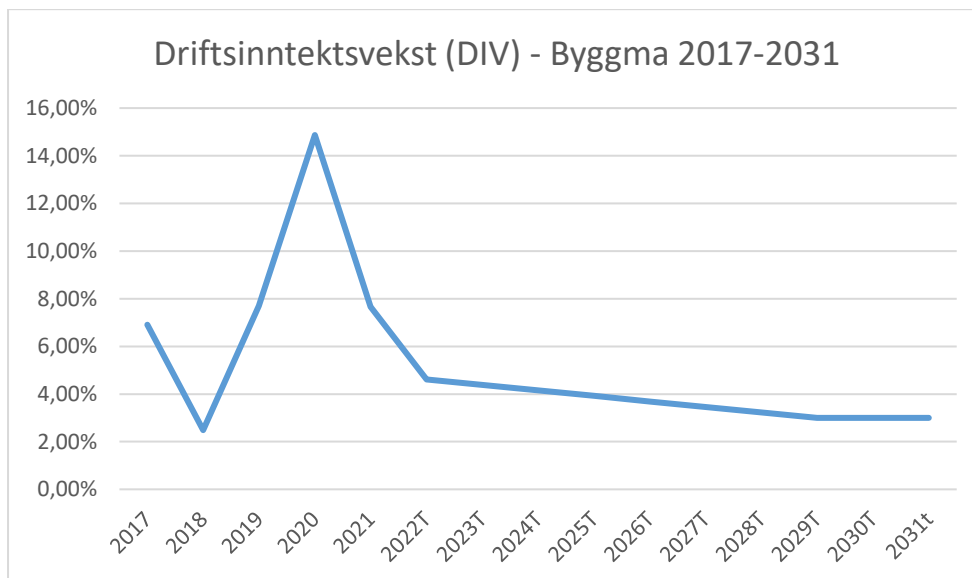
| Byggma År | Historiskperiode | | | | | | 2022T | 2023T |
|---------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2021 | | |
| Driftsinntekter | kr 1 636 994 | kr 1 677 687 | kr 1 806 836 | kr 2 075 480 | kr 2 234 400 | kr 2 337 472 | kr 2 439 912 | |
| Driftsinntektsvekst | 6,91 % | 2,49 % | 7,70 % | 14,87 % | 7,66 % | 4,61 % | 4,38 % | |

| 2024T | Budsjettperiode | | | | | Stady state | |
|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031t |
| kr 2 541 220 | kr 2 640 879 | kr 2 738 361 | kr 2 833 131 | kr 2 924 654 | kr 3 012 393 | kr 3 102 765 | kr 3 195 848 |
| 4,15 % | 3,92 % | 3,69 % | 3,46 % | 3,23 % | 3,00 % | 3,00 % | 3,00 % |

Tabell 70: Driftsinntektsveksten Byggma 2017-2029.



Tabell 71: Driftsinntektsveksten Byggma 2017-2031.



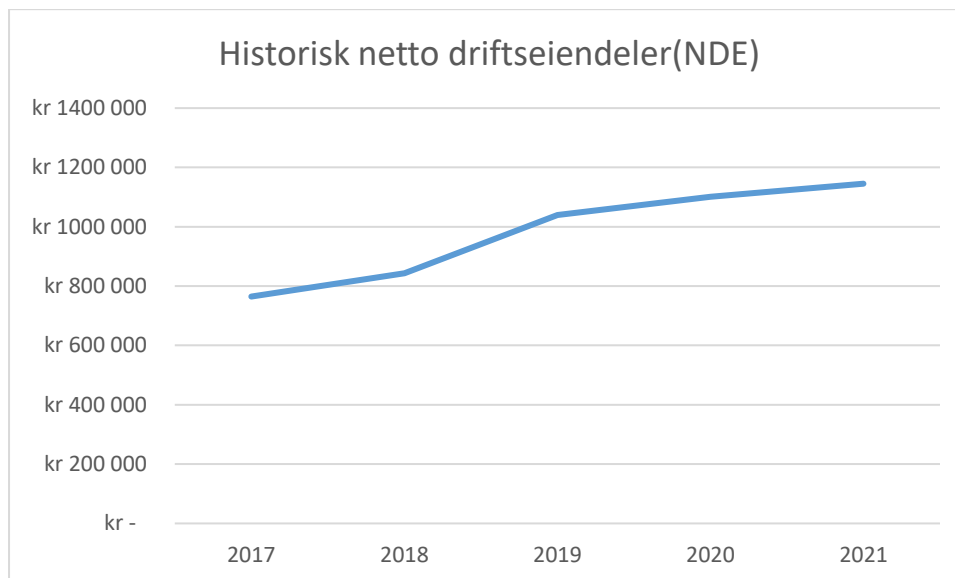
Graf 20: Driftsinntektsvekst Byggma 2017-2031T.

8.1.3.2 Netto driftseiendeler

Den historiske utviklingen i Netto driftseiendeler (nde) i analyseperioden (2017-2021) har som vist i tabell 72 og modell 22 nedenfor

| Byggma | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Netto driftseiendeler(NDE) | kr 764 760 | kr 843 529 | kr 1 039 379 | kr 1 100 761 | kr 1 145 200 |

Tabell 72: Netto driftseiendeler i analyseperioden (2017-2021).



Graf 21: Historisk driftseiendeler (NDE).

De fremtidige netto driftseiendelene kan ifølge Knivsfå (2021I) regnes ut ved følgende formel;

$$NDE_t = \frac{DI(t+1)}{onde(t+1)}$$

I likningen ovenfor har jeg regnet ut Driftsinntekter fra 2017-2031, så den variabelen som mangler her er ONDE (2022-2031). De kan regnes ut ved følgende formel

$$ONDE_t = \frac{Dit}{NDE(t-1)}$$

Jeg har dermed utregnet følgende tabell med ONDE (2017-2031);

| Byggma | Historiskperiode | | | | | | | | | |
|----------------|------------------|------|------|------|------|------|-------------|------|------|------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
| ONDE Byggma | 2,14 | 1,99 | 1,74 | 1,89 | 1,95 | 1,89 | 1,82 | 1,76 | 1,70 | 1,63 |
| Budjettperiode | | | | | | | Stady state | | | |
| 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 | 2034 |
| 1,76 | 1,70 | 1,63 | 1,57 | 1,50 | 1,44 | 1,44 | 1,44 | 1,44 | 1,44 | 1,44 |

Tabell 73: ONDE Byggma.

Vi kan nå finne NDE (2022-2031) med å sette inn formelen ovenfor, som vist i tabell 74 nedenfor

| Byggma | Historiskperiode | | | | | | | |
|--------------------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | |
| Driftsinntekter (Byggma) | kr 1 636 994 | kr 1 677 687 | kr 1 806 836 | kr 2 075 480 | kr 2 234 400 | kr 2 337 472 | kr 2 439 912 | |
| ONDE (Byggma) | 2,14 | 1,99 | 1,74 | 1,89 | 1,95 | 1,89 | 1,82 | |
| NDE (Byggma) | kr 764 760 | kr 843 529 | kr 1 039 379 | kr 1 100 761 | kr 1 145 200 | kr 1 238 494 | kr 1 337 964 | |

| Budsjettperiode | | | | | | Stady state | |
|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
| kr 2 541 220 | kr 2 640 879 | kr 2 738 361 | kr 2 833 131 | kr 2 924 654 | kr 3 012 393 | kr 3 102 765 | kr 3 195 848 |
| 1,76 | 1,70 | 1,63 | 1,57 | 1,50 | 1,44 | 1,44 | 1,44 |
| kr 1 443 997 | kr 1 557 029 | kr 1 677 555 | kr 1 806 150 | kr 1 943 481 | kr 2 090 338 | kr 2 153 048 | kr 2 217 639 |

Tabell 74: NDE 2022-2031, Byggma.

Driftsinntektene er her hentet fra 9.1.3.1, og når vi dividerer DI på ONDE, får vi følgende output. En viktig forutsetning her basert på Knivsflå (2021I) hvor jeg har benyttet et tidsvektet snitt (1,44) som steady State for Byggma, og lineært avskrevet ONDE fra 2022-2031 fra ONDE2021. Dette er basert på forutsetningen om at driftseiendelene antas å konvergere imot snittet i bransjen (Knivsflå, 2021I).

8.1.3.3 Netto driftsresultat

Den siste posten for driftsdelen av fremtidsregnskapet er netto driftsresultat (NDR). Dette kan regnes ut ved å ta nettodriftsmargin (NDM) og multipliserer dette med driftsinntekten (Knivsflå, 2021I). Fremtidige driftsinntekter er allerede beregnet ovenfor, slik at variabelen som mangler er netto driftsmargin. Denne kan beregnes ved å snu på formelen, slik at vi får NDM ved å ta nettodriftsresultat og dividerer dette på driftsinntektene. Prognosene for ndm bør ifølge Knivsflå (2021I) baseres på strategisk regnskapsanalyse. Byggmas netto driftsmargin i 2021 var estimert å være 7,9%, mens bransjen hadde 10,6%, hvor de tidsvektede snittene var 5% for Byggma og 9,6% for bransjen. Knivsflå (2021I). Som det kommer fram fra bransjeanalysen og ressursanalysen, har markedsdynamikken økte råvarepriser, restriksjoner etc.) påvirket driftsresultatet, samtidig har Byggmas streben etter økt effektivisering og videre ekspandering anser jeg bransjesnittet på 9,6% som et estimat for «Steady State». Dette er vist i tabell 75 nedenfor, hvor det lineært avskrives NDM fra 2017-2029.

| Netto driftsresultat (NDR) | Historiskperiode | | | | | 2022 | | 2023 | |
|-----------------------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 |
| Driftsinntekt (DI) | kr 1 636 994 | kr 1 677 687 | kr 1 806 836 | kr 2 075 480 | kr 2 234 400 | kr 2 337 472 | kr 2 439 912 | kr 2 337 472 | kr 2 439 912 |
| Netto driftsmargin (NDM) | 4,34 % | 2,91 % | 3,04 % | 7,03 % | 7,91 % | 8,13 % | 8,34 % | 8,13 % | 8,34 % |
| Netto driftsresultat (NDR) | kr 71 043 | kr 48 891 | kr 54 953 | kr 145 922 | kr 176 771 | kr 189 965 | kr 203 551 | kr 189 965 | kr 203 551 |

| Budsjettperiode | | | | | | Stady state | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
| kr 2 541 220 | kr 2 640 879 | kr 2 738 361 | kr 2 833 131 | kr 2 924 654 | kr 3 012 393 | kr 3 102 765 | kr 3 195 848 |
| 8,56 % | 8,77 % | 8,99 % | 9,20 % | 9,42 % | 9,64 % | 9,64 % | 9,64 % |
| kr 217 481 | kr 231 704 | kr 246 161 | kr 260 788 | kr 275 518 | kr 290 278 | kr 298 987 | kr 307 956 |

Tabell 75: Netto driftsresultat 2022-2031 - Byggma.

8.1.3.4 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld (NFG) utgjør første del av finansien under fremtidsregnskapet. Dette vil bli beregnet ved å se på forholdet mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler. FG og FE vil dermed bli framskrevet med oppsettet som vist nedenfor ((Knivsflå, 2021J):

$$\text{Finansiell gjeld} = \text{finansiell gjeldsdel} \cdot \text{Netto driftseiendeler}$$

$$FG_t = fg_d \cdot NDE_t$$

$$\text{Finansiell eiendeler} = \text{finansiell eiendelsdel} \cdot \text{Netto driftseiendeler}$$

$$FE_t = fed \cdot NDE_t$$

Jeg har allerede budsjettert for NDE i analyse og budsjettperioden, slik at nøkkeltallene som mangler er FGD og FED for budsjettperioden.

Finansiell eiendeler

Finansielle eiendeler og finansiell eiendelsdel kan beregnes ved å snu likningen hvor jeg tar finansielle eiendeler (FE) og dividere med netto driftseiendeler (NDE) for å finne fed. Rent praktisk kan dette hjelpe meg å utvinne følgende tabell for Byggma og bransjesnittet

| Finansiell eiendelsdel | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Tidsvektet snitt | Tidsvektet snitt (2017-2020) |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|------------------|------------------------------|
| FED - Byggma | 47,68 % | 45,29 % | 31,77 % | 48,34 % | 3,66 % | 35,35 % | 43,27 % |
| FED - bransje | 22,83 % | 23,63 % | 18,77 % | 24,41 % | 8,05 % | 11,78 % | 22,41 % |

Tabell 76: Finansiell eiendelsdel Byggma og bransjen.

I tabellen ovenfor har jeg funnet 4 snitt, 2 for Byggma og 2 for bransjen. 35,35% utgjør her et snitt for Byggma fra 2017-2021. Som nevnt tidligere hadde Byggmas finansielle

eiendeler et stort innhugg i 2021, slik at denne er unaturlig lav, derfor har jeg også beregnet et snitt for perioden 2017-2020, som er 43,27%. På liknende vis har jeg også utregnet for 2017-2021 for bransjen (11,78%) og fra 2017-2020 (22,41%). Bransjesnittet er beregnet på bakgrunn av at Knivsflå (2021J) argumenterer for at «Steady State» for finansiell gjeld kan være likt et tidsvektet bransjesnitt, dersom dette anes som et fornuftig krav. I henhold til beregningene ovenfor, kan vi se at Byggma ligger godt over snittet, og jeg anser dermed ikke bransjesnittet for et godt estimat for Byggma. Jeg anser heller ikke det tidsvektede snittet for 2017-2021 for et godt snitt da jeg anser dette å være lavere enn det forventede snittet, og jeg velger derfor å benytte det tidsvektede snittet fra 2017-2020 på 43,27% som steady state, og avskriver dermed FED fra 2022-2029 til å nå dette nivået som vist i tabell 78 nedenfor

| Finansiell eiendelsdel | Historiskperiode | | | | | | | |
|------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|--|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | |
| Netto driftseiendeler (NDE) | kr 764 760 | kr 843 529 | kr 1 039 379 | kr 1 100 761 | kr 1 145 200 | kr 1 238 494 | kr 1 337 964 | |
| FED - Byggma | 47,68 % | 45,29 % | 31,77 % | 48,34 % | 3,66 % | 8,61 % | 13,56 % | |
| Finansielle eiendeler | kr 364 621 | kr 382 029 | kr 330 251 | kr 532 085 | kr 41 900 | kr 106 636 | kr 181 448 | |

| Budsjettperiode | | | | | | Stady state | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
| kr 1 443 997 | kr 1 557 029 | kr 1 677 555 | kr 1 806 150 | kr 1 943 481 | kr 2 090 338 | kr 2 153 048 | kr 2 217 639 |
| 18,51 % | 23,46 % | 28,42 % | 33,37 % | 38,32 % | 43,27 % | 43,27 % | 43,27 % |
| kr 267 325 | kr 365 345 | kr 476 688 | kr 602 658 | kr 744 710 | kr 904 484 | kr 931 618 | kr 959 567 |

Tabell 77: Finansielle eiendelsdeler for Byggma 2017-2031.

Finansiell gjeld

Finansiell gjeld kan på samme vis som for finansielle eiendeler beregnes ved å snu likningen, hvor finansielle gjeld (FG) dividert med netto driftseiendeler (NDE) gir oss fgd. Tabulert får jeg dermed følgende tabell for den analyseperioden:

| Finansiell gjeldsdel | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Tidsvektet snitt |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|
| FGD - Byggma | 43,22 % | 47,55 % | 48,89 % | 58,38 % | 59,19 % | 51,45 % |
| FGD - bransje | 36,12 % | 35,63 % | 34,66 % | 39,27 % | 39,07 % | 36,95 % |

Tabell 78: Finansiell gjeldsdel

Bransjesnittet for finansiell gjeldsdel kan også ifølge Knivsflå (2021J) fungerer som et mål for «Steady State» om dette virker som et reelt krav. Med hensyn på bransjesnittet ligger dette betraktelig under Byggmas snitt, og jeg anser derfor bransjesnittet også her å være for lavt for «steady state». Jeg benytter derfor Byggmas gjennomsnitt, og lineært avskriver fra 2022-2029, som vist i tabellen nedenfor

| Finansiell gjeldsdel | Historiskperiode | | | | | | | |
|-----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | |
| Netto driftseiendeler (NDE) | kr 764 760 | kr 843 529 | kr 1 039 379 | kr 1 100 761 | kr 1 145 200 | kr 1 238 494 | kr 1 337 964 | |
| FGD | 43,22 % | 47,55 % | 48,89 % | 58,38 % | 59,19 % | 58,23 % | 57,26 % | |
| Finansielle Gjeld | kr 330 499 | kr 401 130 | kr 508 202 | kr 642 630 | kr 677 900 | kr 721 132 | kr 766 094 | |

| Budsjetperiode | | | | | | Stady state | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
| kr 1 443 997 | kr 1 557 029 | kr 1 677 555 | kr 1 806 150 | kr 1 943 481 | kr 2 090 338 | kr 2 153 048 | kr 2 217 639 |
| 56,29 % | 55,32 % | 54,35 % | 53,38 % | 52,42 % | 51,45 % | 51,45 % | 51,45 % |
| kr 812 823 | kr 861 371 | kr 911 803 | kr 964 208 | kr 1 018 702 | kr 1 075 437 | kr 1 107 700 | kr 1 140 931 |

8.1.3.5 Netto finanskostnad og finansinntekt

Den siste posten innenfor finansiell budsjettering er finanskostnad (NRK) og finansinntekt (NFI). De 2 variablene kan matematisk presenteres slik;

$$nrk = fgr \cdot FG_{t-1}$$

$$nfi = fer \cdot FE_{t-1}$$

Som nevnt i kapittel 6 forventes finansieringsfordelen å være tilnærmet lik 0 på bakgrunn av effektivt fungerende marked. Dette førere videre til argumentet til Knivsfå (2021J) som sier at man kan benytte;

$$nfgr \approx nfgk$$

Jeg kan dermed sette $fgr = fgk$, og $fer = fek$. Fremtidig «fer» og «fek» for budsjettperioden vil bli beregnet i kapittel 9.1.2, under avkastningskrav. Jeg kan dermed nå bergene nrk og nfi som vist i tabellene nedenfor;

| Netto finanskostnad | Budsjetperiode | | | | | | | | | | Stady state | |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------|--|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | | |
| Finansiell gjeld | kr 721 132 | kr 766 094 | kr 812 823 | kr 861 371 | kr 911 803 | kr 964 208 | kr 1 018 702 | kr 1 075 437 | kr 1 107 700 | kr 1 140 931 | | |
| $fgr = fgk$ | 0,014 | 0,016 | 0,017 | 0,018 | 0,020 | 0,021 | 0,022 | 0,022 | 0,022 | 0,022 | | |
| Netto finanskostnad | kr 10 234 | kr 11 922 | kr 13 762 | kr 15 764 | kr 17 936 | kr 20 288 | kr 22 830 | kr 24 101 | kr 24 824 | kr 25 569 | | |

| Netto finansinntekt | Budsjetperiode | | | | | | | | | | Stady state | |
|----------------------------|----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------|--|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | | |
| Finansielle eiendeler | kr 106 636 | kr 181 448 | kr 267 325 | kr 365 345 | kr 476 688 | kr 602 658 | kr 744 710 | kr 904 484 | kr 931 618 | kr 959 567 | | |
| $fer = fek$ | 0,0045 | 0,0044 | 0,0044 | 0,0044 | 0,0044 | 0,0044 | 0,0043 | 0,0043 | 0,0043 | 0,0043 | | |
| Netto finansinntekt | kr 475 | kr 805 | kr 1 180 | kr 1 606 | kr 2 086 | kr 2 626 | kr 3 230 | kr 3 906 | kr 4 023 | kr 4 144 | | |

Tabell 79: Netto rentekostnad og Netto finanskostnad 2022-2031

Det neste steget nå er å budsjettere fremtidstidsregnskapet

8.1.4 Budsjettert fremtidsregnskap

I rammeverket er det også medregnet minoritetsinteresser, men minoritetsinteresser er lik 0 fra 2017-2021, og jeg anser også dette å gjelde for fremtidsregnskapet. Jeg har dermed nå de variablene som trengs for å utrede fremtidsregnskapet. Jeg har nå som nevnt lagt til rette for en fullstendig framskriving av fremtidsregnskapene hvor fremtidsregnskapet blir utredet i kapittel 8.1.4.1, mens fremtidsbalansen blir utredet i kapittel 8.1.4.2 og til slutt fremtidens frie kontantstrøm i kapittel 8.1.4.3. Tallene nedenfor er presentert i tusen norske kroner.

Fremtidsregnskapene nedenfor er utregnet via samme metodikk som tidligere, og gir dermed følgende tabeller:

8.1.4.1 Fremtidsregnskap

| Driftsbudsjett 2022-2031 | Budsjettperiode | | | | | | | | | Stady state | |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | |
| Driftsinntekter | kr 2 337 472 | kr 2 439 912 | kr 2 541 220 | kr 2 640 879 | kr 2 738 361 | kr 2 833 131 | kr 2 924 654 | kr 3 012 393 | kr 3 102 765 | kr 3 195 848 | |
| Netto driftsresultat | kr 189 965 | kr 203 551 | kr 217 481 | kr 231 704 | kr 246 161 | kr 260 788 | kr 275 518 | kr 290 278 | kr 298 987 | kr 307 956 | |
| + Netto finansinntekter | kr 475 | kr 805 | kr 1 180 | kr 1 606 | kr 2 086 | kr 2 626 | kr 3 230 | kr 3 906 | kr 4 023 | kr 4 144 | |
| - Netto resultat til sysselsatte eiendeler | kr 190 440 | kr 204 355 | kr 218 661 | kr 233 310 | kr 248 247 | kr 263 414 | kr 278 748 | kr 294 184 | kr 303 010 | kr 312 100 | |
| - Netto rentekostnad | kr 10 234 | kr 11 922 | kr 13 762 | kr 15 764 | kr 17 936 | kr 20 288 | kr 22 830 | kr 24 101 | kr 24 824 | kr 25 569 | |
| Nettoreultat til EK | kr 180 206 | kr 192 434 | kr 204 899 | kr 217 546 | kr 230 311 | kr 243 126 | kr 255 919 | kr 270 083 | kr 278 186 | kr 286 531 | |
| - Fri kontantstrøm til EK | kr 162 080 | kr 167 194 | kr 171 167 | kr 173 715 | kr 174 508 | kr 173 160 | kr 169 216 | kr 163 609 | kr 456 881 | kr 470 587 | |
| Endring EK | kr 18 126 | kr 25 240 | kr 33 733 | kr 43 831 | kr 55 803 | kr 69 966 | kr 86 703 | kr 106 474 | -kr 178 695 | -kr 184 056 | |

Tabell 80: Fremtidsregnskap 2022-2031

8.1.4.2 Fremtidsbalanse

| Framtidig sysselsatt kapital | Budsjettperiode | | | | | | | | | Stady state | |
|------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | |
| Netto driftseiendeler | kr 1 238 494 | kr 1 337 964 | kr 1 443 997 | kr 1 557 029 | kr 1 677 555 | kr 1 806 150 | kr 1 943 481 | kr 2 090 338 | kr 2 153 048 | kr 2 217 639 | |
| + Finansielle eiendeler | kr 106 636 | kr 181 448 | kr 267 325 | kr 365 345 | kr 476 688 | kr 602 658 | kr 744 710 | kr 904 484 | kr 931 618 | kr 959 567 | |
| Sysselsatte eiendeler | kr 1 345 130 | kr 1 519 412 | kr 1 711 322 | kr 1 922 374 | kr 2 154 243 | kr 2 408 808 | kr 2 688 191 | kr 2 994 821 | kr 3 084 666 | kr 3 177 206 | |
| Egenkapital | kr 623 998 | kr 753 318 | kr 898 499 | kr 1 061 003 | kr 1 242 440 | kr 1 444 600 | kr 1 669 489 | kr 1 919 384 | kr 1 976 966 | kr 2 036 275 | |
| + Finansiell gjeld | kr 721 132 | kr 766 094 | kr 812 823 | kr 861 371 | kr 911 803 | kr 964 208 | kr 1 018 702 | kr 1 075 437 | kr 1 107 700 | kr 1 140 931 | |
| Sysselsatt kapital | kr 1 345 130 | kr 1 519 412 | kr 1 711 322 | kr 1 922 374 | kr 2 154 243 | kr 2 408 808 | kr 2 688 191 | kr 2 994 821 | kr 3 084 666 | kr 3 177 206 | |

| Framtidig netto driftskapital | Budsjettperiode | | | | | | | | | Stady state | |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | |
| Netto driftseiendeler | kr 1 238 494 | kr 1 337 964 | kr 1 443 997 | kr 1 557 029 | kr 1 677 555 | kr 1 806 150 | kr 1 943 481 | kr 2 090 338 | kr 2 153 048 | kr 2 217 639 | |
| + Egenkapital | kr 623 998 | kr 753 318 | kr 898 499 | kr 1 061 003 | kr 1 242 440 | kr 1 444 600 | kr 1 669 489 | kr 1 919 384 | kr 1 976 966 | kr 2 036 275 | |
| - Netto finansiell gjeld | kr 614 496 | kr 584 646 | kr 545 498 | kr 496 026 | kr 435 115 | kr 361 550 | kr 273 992 | kr 170 953 | kr 176 082 | kr 181 364 | |
| Netto driftskapital | kr 1 238 494 | kr 1 337 964 | kr 1 443 997 | kr 1 557 029 | kr 1 677 555 | kr 1 806 150 | kr 1 943 481 | kr 2 090 338 | kr 2 153 048 | kr 2 217 639 | |

Tabell 81: Fremtidsbalanse 2022-2031

8.1.4.3 Fremtidens frie kontantstrøm

| Framtidig kontantstrøm | Budsjettperiode | | | | | | | | | Stady state | |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | |
| Netto driftsresultat | kr 189 965 | kr 203 551 | kr 217 481 | kr 231 704 | kr 246 161 | kr 260 788 | kr 275 518 | kr 290 278 | kr 298 987 | kr 307 956 | |
| - Endring i netto driftseiendeler | kr 93 294 | kr 99 470 | kr 106 033 | kr 113 032 | kr 120 527 | kr 128 595 | kr 137 331 | kr 146 857 | kr 62 710 | kr 64 591 | |
| Fri kontantstrøm fra drift | kr 96 671 | kr 104 081 | kr 111 448 | kr 118 672 | kr 125 634 | kr 132 194 | kr 138 187 | kr 143 422 | kr 236 277 | kr 243 365 | |
| + Netto finansinntekt | kr 475 | kr 805 | kr 1 180 | kr 1 606 | kr 2 086 | kr 2 626 | kr 3 230 | kr 3 906 | kr 4 023 | kr 4 144 | |
| - Endring i finansielle eiendeler | kr 64 736 | kr 74 812 | kr 85 877 | kr 98 020 | kr 111 343 | kr 125 970 | kr 142 052 | kr 159 774 | kr 27 135 | kr 27 949 | |
| Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler | kr 32 410 | kr 30 073 | kr 26 751 | kr 22 259 | kr 16 377 | kr 8 849 | -kr 635 | -kr 12 446 | kr 213 165 | kr 219 560 | |
| Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler | kr 129 082 | kr 134 154 | kr 138 199 | kr 140 931 | kr 142 012 | kr 141 043 | kr 137 552 | kr 130 976 | kr 449 442 | kr 462 925 | |
| - Rentekostnader | kr 10 234 | kr 11 922 | kr 13 762 | kr 15 764 | kr 17 936 | kr 20 288 | kr 22 830 | kr 24 101 | kr 24 824 | kr 25 569 | |
| + Endring i finansiell gjeld | kr 43 232 | kr 44 962 | kr 46 730 | kr 48 548 | kr 50 432 | kr 52 405 | kr 54 494 | kr 56 735 | kr 32 263 | kr 33 231 | |
| Fri kontantstrøm til finansiell gjeld | kr 32 998 | kr 33 040 | kr 32 967 | kr 32 783 | kr 32 496 | kr 32 117 | kr 31 664 | kr 32 634 | kr 7 439 | kr 7 662 | |
| Fri kontantstrøm til egenkapital | kr 162 080 | kr 167 194 | kr 171 167 | kr 173 715 | kr 174 508 | kr 173 160 | kr 169 216 | kr 163 609 | kr 456 881 | kr 470 587 | |

Tabell 82: Fremtidens frie kontantstrøm.

9.0 Framtidig avkastningskrav

Dette delkapittelet vil finne de fremtidige avkastningskravene. Det teoretiske grunnlaget for avkastningskravene er lagt i kapittel 8, så jeg vil ikke gjenta dette, men heller presentere fremgangsmåter og parameterne som vil bli benyttet i framskrivningen av kontantstrømmene. Kravene som vil bli regnet ut her er krav til egenkapitalen (9.1.2), krav til finansiell gjeld, krav til driftskapital og krav til sysselsattgjeld (9.1.2.1-9.1.2.3)

9.1.1 Krav til egenkapital

Kravet til egenkapitalen vil som i kapittel 6 blir beregnet ved CAPM. Det vil her bli gjort nye beregninger for fremtidig risikofri rente (9.1.1.1), egenkapitalbeta (9.1.1.2) markedsrisikopremie (9.1.1.3) og annen risikopremie (9.1.1.4).

9.1.1.1 Risikofri rente

Rentenivået i Norge har som nevnt tidligere vært historisk lavt, men har begynt å gå oppover igjen.. Knivsflå (2021K) argumenterer for at den risikofrie renten forventes å reverseres mot en normalrente, slik utviklingen også antyder. For å få en riktige risikofri rente, anbefaler Knivsflå (2021K) å benytte en langsiktig rente. Denne kan eksempelvis beregnes ved å ta utgangspunkt i vektete verdier av eksempelvis gjennomsnittlig 3 måneders NIBOR renter og statsobligasjonsrenter. Jeg velger her et historisk gjennomsnitt for 3 måneders NIBOR-rente for 25 år (2021-1996) og 10års statsobligasjon for 2020 (Norges Bank, 2021). Rentene vil bli vektet henholdsvis $\frac{3}{4}$ for NIBOR rente og $\frac{1}{4}$ for statsobligasjon og gir dermed følgende normalrente i «steady state»;

| Lang normalrente | | Vekting |
|-----------------------------------|---------------|---------|
| Tidsvektet NIBOR-rente 1996-2021 | 3,35 % | 0,75 |
| 10årig statsobligasjonsrente 2020 | 0,82 % | 0,25 |
| Lang normalrente | 2,72 % | |

Tabell 83: Lang normalrente.

I tabellen ovenfor indikerer en normalrente på 2,12%, denne renten anses å være normalrenten i «Steady State» (2029). For å finne den risikofrie renten må jeg som tidligere

trekke ut risikopremien og deretter justere den risikofrie renten for skatt. Dette gjør at jeg får følgende risikofrie rente for analyseperioden:

| Risikofri rente etter skatt | Historiskperiode | | | | | | | |
|-------------------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Gjennomsnittlig bankrating | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA |
| NIBOR - rente, 3 måneder | 0,009 | 0,011 | 0,016 | 0,010 | 0,009 | 0,011 | 0,012 | 0,014 |
| Kreditrisikopremie | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 |
| Risikofri rente før skatt | 0,005 | 0,007 | 0,012 | 0,006 | 0,005 | 0,007 | 0,008 | 0,010 |
| Selskapsskattesats (SSS, 22%) | 0,001 | 0,002 | 0,003 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,002 | 0,002 |
| Risikofri rente etter skatt | 0,004 | 0,005 | 0,009 | 0,005 | 0,004 | 0,005 | 0,007 | 0,008 |

| Budsjettperiode | | | | | Stady state | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
| AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA |
| 0,016 | 0,018 | 0,019 | 0,021 | 2,12 % | 2,12 % | 2,12 % |
| 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 |
| 0,012 | 0,014 | 0,015 | 0,017 | 0,017 | 0,017 | 0,017 |
| 0,003 | 0,003 | 0,003 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 |
| 0,009 | 0,011 | 0,012 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 |

Tabell 84: Risikofrirente i framtidsregnskapet 2017-2031

I oppsettet ovenfor er det gjort noen forutsetninger og valg. Det er antatt at den norske bank opprettholder sitt AA-kredittvurdering til 2029, som innebærer en lang kreditrisikopremie på 0,4%. Det er videre lineært avskrevet NIBOR-rente fra 2022-2029, imot normalrenten i «Steady State» (2,12%). Det er videre forutsatt at selskapsskattesatsen for 2022-2029 er 22% for den gitte perioden.

9.1.1.2 Egenkapitalbeta

Nedenfor har jeg nok engang regnet ut EK-betaen. Dette er utført med samme metode som tidligere, og gir følgende tabell:

| Egenkapital β | Budsjettperiode | | | | | | | | Stady state | |
|-------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
| NDK β | 0,3482 | 0,3482 | 0,3482 | 0,3482 | 0,3482 | 0,3482 | 0,3482 | 0,3482 | 0,3482 | 0,3482 |
| NFG β^* (NFG/NDK) | 0,0064 | 0,0067 | 0,0074 | 0,0083 | 0,0095 | 0,0111 | 0,0130 | 0,0152 | 0,0152 | 0,0152 |
| NDK/EK | 1,9848 | 1,7761 | 1,6071 | 1,4675 | 1,3502 | 1,2503 | 1,1641 | 1,0891 | 1,0891 | 1,0891 |
| Egenkapitalbeta | 0,6783 | 0,6064 | 0,5477 | 0,4987 | 0,4572 | 0,4214 | 0,3902 | 0,3626 | 0,3626 | 0,3626 |

Tabell 85: Egenkapitalbeta 2022-2

9.1.1.3 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremie følger et litt annet synspunkt enn rentene, da siste observerte risikopremie er ansett som beste prediksjon for fremtiden. Jeg vil dermed benytte markedsrisikopremien som regnet ut kapittel 6, som fremtidig markedsrisikopremie. 0,046. Samtidig for å sikre at jeg regner med like verdier, må jeg her ta ut skatten (22%) og justere denne med risikofri rente, slik at den fremtidige markedsrisikopremien (*FMRP*) blir 5,12% som vist nedenfor. Denne utregningen er i tråd med Knivsflå (2021K).

$$FMRP = 0,046 + 0,22 * 0,024$$

$$FMRP = 0,05128$$

9.1.1.4 Annen risikopremie

Annen risikopremie skal som tidligere fange opp elementer som ikke fanges opp av CAPM. I framtiden er denne faktoren skjønnsmessig vurdert, og jeg velger her dermed å benytte samme argumentene som for kapittel 6, hvor kravet var 1% for egenkapital majoriteten.

9.1.2 Framtidig krav til egenkapital

Nå som jeg har beregnet alle leddene i CAPM for 2022-2029, kan jeg utvinne egenkapitalkravet som vist i tabell 87 nedenfor. Dette er gjennomført på samme måte som i kapittel 6, og vil dermed ikke repeteres

| Egenkapitalkrav | Budsjettperiode | | | | | | | | Stady state | |
|-----------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
| Risikofri rente etter skatt | 0,0052 | 0,0066 | 0,0079 | 0,0093 | 0,0107 | 0,0120 | 0,0134 | 0,0134 | 0,0134 | 0,0134 |
| Egenkapital β | 0,6783 | 0,6064 | 0,5477 | 0,4987 | 0,4572 | 0,4214 | 0,3902 | 0,3626 | 0,3626 | 0,3626 |
| Markedsrisikopremie | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 |
| Annen risikopremie | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 |
| Egenkapitalkrav | 0,0478 | 0,0457 | 0,0442 | 0,0432 | 0,0426 | 0,0423 | 0,0421 | 0,0408 | 0,0408 | 0,0408 |

Tabell 86: Framtidig egenkapitalkrav.

9.1.2.1 Krav til finansiell gjeld

Dette delkapittelet vil undersøke kravene til finansiell gjeld. Dette vil gjøres ved å først finne fremtidig «syntetisk rating», da denne er et ledd i prosessen med å finne det

finansielle gjeldskravet. Til slutt vil jeg beregne det finansielle eiendelskravet og netto finansielt gjeldskrav

Syntetisk rating

I jakten på finansielt gjeldskrav må vi konsultere den syntetiske ratingen, og framskrive denne i budsjettperioden. De 4 nøkkelkravene, likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, har samme utgangspunkt som for kapittel 5, men beregnes nå litt forskjellig.

For likviditetsgrad 1, er ikke fremtidsregnskapet detaljert nok for å beregne likviditetsgraden. Knivsflå (2021L) foreslår dermed en lineær avskrivning til bransjesnittet som benchmark. Dette gjør at vi får en økning i likviditetsgraden fra 2022-2029, hvor ratingen går fra BBB opptil 2028, og går til A i 2029.

Rentedekningsgrad og egenkapitalprosent fra 2017-2021 er utregnet tidligere, og egenkapitalprosenten og rentedekningsgraden fra 2022-2029 er avskrevet lineært og kan undersøkes i tabellen nedenfor

Netto driftsrentabilitet er som nevnt tidligere utregnet som netto driftsresultatet (ndr) dividert på netto driftseiendeler(t-1) som gir oss følgende output.

Oppsummert vil Byggma ha en syntetisk rating som anses å bli A fra 2022 og som videre opprettholder A rating til 2029.

Dette gir en lang KRP på 0,014 i perioden 2017-2021 som nevnt tidligere, og en risikopremie på 0,009 fra 2022-2029.

| Byggma | Budsjettperiode | | | | | | | | Steady state | |
|---------------------------------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
| Likviditet | | | | | | | | | | |
| Likviditetsgrad 1 | 1,28 | 1,42 | 1,56 | 1,70 | 1,83 | 1,97 | 2,11 | 2,25 | 2,25 | 2,25 |
| Rating | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | A | A | A |
| Rentedekningsgrad | | | | | | | | | | |
| Rentedekningsgrad | 15,19 | 14,02 | 12,85 | 11,68 | 10,50 | 9,33 | 8,16 | 6,99 | 6,99 | 6,99 |
| Rating | AAA | AAA | AAA | AAA | AA | AA | AA | AA | AA | AA |
| Soliditet | | | | | | | | | | |
| Egenkapital% | 0,3307 | 0,3655 | 0,4002 | 0,4350 | 0,4697 | 0,5044 | 0,5392 | 0,5739 | 0,5739 | 0,5739 |
| Rating | BB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | A | A | A | A |
| Netto driftsrentabilitet | | | | | | | | | | |
| Netto driftsrentabilitet | 0,1659 | 0,1644 | 0,1625 | 0,1605 | 0,1581 | 0,1555 | 0,1525 | 0,1494 | 0,1494 | 0,1494 |
| Rating | A | A | A | A | A | A | A | A | A | A |
| Endelig rating | A | A | A | A | A | A | A | A | A | A |
| Rating i tall (AAA =10, D = 1) | 7,75 | 8 | 8 | 8 | 7,75 | 7,75 | 8 | 8,25 | 8,25 | 8,25 |

Tabell 87: Syntetisk rating.

Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet vil som tidligere bestå av risikofri rente og kreditrisikopremie. Den fremtidige risikofrie renten er beregnet for budsjettperioden ovenfor i kapittel 9.1.1.1,

mens den lange kreditrisikopremien er basert på syntetisk rating og er hentet fra tabell 40, kapittel 5. Byggma vil fra 2017-2021 ha en syntetisk rating på BBB som nevnt tidligere og få en A rating fra 2022-2029. Finansielt gjeldskrav vil dermed bli som følger;

| Finansielt gjeldskrav | Historiskperiode | | | | | 2022 | 2023 |
|------------------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | | |
| Risikofri rente etter skatt | 0,004 | 0,005 | 0,009 | 0,005 | 0,004 | 0,005 | 0,007 |
| Lang kreditrisikopremie | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,009 | 0,009 |
| Finansielt gjeldskrav | 0,018 | 0,019 | 0,023 | 0,019 | 0,018 | 0,014 | 0,016 |

| Budsjettperiode | | | | | | Stady state | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
| 0,008 | 0,009 | 0,011 | 0,012 | 0,013 | 0,013 | 0,013 | 0,013 |
| 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 |
| 0,017 | 0,018 | 0,020 | 0,021 | 0,022 | 0,022 | 0,022 | 0,022 |

Tabell 88: Finansielt gjeldskrav.

Finansielt eiendelskrav

Det finansielle eiendelskravet (FEK) har lik framgangsmåte som fra kapitlet 6, hvor det benyttes avkastningskrav til kontanter, fordringer og investeringer. Avkastningskravene er basert på et tidsvektet snitt på kort sikt (2021-2022) og deretter vil kravet lineært konvergerer imot bransjesnittet i lang sikt (Knivsflå, 2021L). Dette gir meg følgende fremtidig finansielt eiendelskrav.

| FEK | Historiskperiode | | | | | | |
|------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| KRAV | | | | | | | |
| Kontantkrav | 0,003 | 0,004 | 0,008 | 0,004 | 0,003 | 0,004 | 0,004 |
| KON/FE | 0,984 | 0,987 | 0,977 | 0,987 | 0,874 | 0,962 | 0,921 |
| Fordringskrav | 0,013 | 0,014 | 0,018 | 0,014 | 0,013 | 0,014 | 0,014 |
| FOR/FE | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Investeringskrav | 0,050 | 0,054 | 0,059 | 0,050 | 0,049 | 0,052 | 0,052 |
| INV/FE | 0,000 | 0,000 | 0,009 | 0,000 | 0,000 | 0,002 | 0,005 |
| FE-Krav | 0,003 | 0,004 | 0,009 | 0,004 | 0,003 | 0,004 | 0,004 |

| Budsjetperiode | | | | | | Stady state | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
| 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 |
| 0,881 | 0,841 | 0,800 | 0,760 | 0,719 | 0,679 | 0,679 | 0,679 |
| 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 |
| 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 | 0,052 |
| 0,008 | 0,011 | 0,015 | 0,018 | 0,021 | 0,024 | 0,024 | 0,024 |
| 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 |

Tabell 89: Finansielt eiendelskrav.

Netto finansielt gjeldskrav

Vi har nå de siste variablene som trengs for å regne ut det netto finansielle gjeldskravet. Dette gjøres på samme måte som i kapittel 6, hvor FG-kravet og FE-kravet blir multiplisert med netto finansiell gjeld. Dette gir meg følgende krav:

| NFG-Krav | Budsjetperiode | | | | | | | | Stady state | |
|-----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
| FG-krav | 0,0142 | 0,0156 | 0,0169 | 0,0183 | 0,0197 | 0,0210 | 0,0224 | 0,0224 | 0,0224 | 0,0224 |
| FG/(FG-FE) | 1,1735 | 1,3104 | 1,4901 | 1,7365 | 2,0955 | 2,6669 | 3,7180 | 6,2908 | 6,2908 | 6,2908 |
| FE-krav | 0,0045 | 0,0044 | 0,0044 | 0,0044 | 0,0044 | 0,0044 | 0,0043 | 0,0043 | 0,0043 | 0,0043 |
| FE/(FG-FE) | 0,1735 | 0,3104 | 0,4901 | 0,7365 | 1,0955 | 1,6669 | 2,7180 | 5,2908 | 5,2908 | 5,2908 |
| NFG-krav | 0,0159 | 0,0190 | 0,0231 | 0,0285 | 0,0364 | 0,0489 | 0,0715 | 0,1181 | 0,1181 | 0,1181 |

Tabell 90: Netto finansielt gjeldskrav.

9.1.2.2 Framtidig beta til finansiell gjeld, finansiell egenkapital og netto finansiell gjeld

Dette kapittelet vil benytte samme framgangsmåte som for kapittel 6, hvor det ble beregnet ulike betaverdier som utgangspunkt for å finne egenkapitalbetaen. Fremtidsregnskapet fra kapittel 8 og fremtidskravene beregnet i kapittel 9 utgjør grunnlaget for beregningene, som videre danner basis for egenkapitalbetaen. Nedenfor i tabell 92-94 har jeg bergenet beta til finansiell gjeld, egenkapital og netto finansiell gjeld.

Beta til finansiell gjeld

| FG β | Budsjetperiode | | | | | | | | | Stady state | |
|---------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | |
| Rating | A | A | A | A | A | A | A | A | A | A | A |
| Løpetid lån K/L | L | L | L | L | L | L | L | L | L | L | L |
| Kreditrisikopremie, L | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 | 0,009 |
| Markedsrisikodel ($R^2 \times 1/3$) | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 | 0,059 |
| Markedsrisikopremie | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 |
| Finansiell gjeldsbeta | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,011 |

Tabell 91: Finansiell gjeldsbeta.

Beta til finansiell egenkapital

| FE β | Budsjetperiode | | | | | | | | | Stady state | |
|--------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | |
| KON-Beta | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | |
| KON/FE | 0,874 | 0,846 | 0,818 | 0,790 | 0,762 | 0,735 | 0,707 | 0,679 | 0,679 | 0,679 | |
| FOR BETA (L, A) | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | |
| FOR/FE | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | |
| INV BETA | 0,910 | 0,910 | 0,910 | 0,910 | 0,910 | 0,910 | 0,910 | 0,910 | 0,910 | 0,910 | |
| INV/FE | 0,000 | 0,003 | 0,007 | 0,010 | 0,014 | 0,017 | 0,021 | 0,024 | 0,024 | 0,024 | |
| FINANSIELL EIENDELSBETA | 0,000 | 0,003 | 0,006 | 0,009 | 0,013 | 0,016 | 0,019 | 0,022 | 0,022 | 0,022 | |

Tabell 92: Finansiell egenkapitalsbeta.

Beta til netto finansiell gjeld

| NFG β | Budsjetperiode | | | | | | | | | Stady state | |
|-------------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | |
| FG-KRAV | 0,0110 | 0,0110 | 0,0110 | 0,0110 | 0,0110 | 0,0110 | 0,0110 | 0,0110 | 0,0110 | 0,0110 | |
| FG/(FG-FE) | 1,1735 | 1,3104 | 1,4901 | 1,7365 | 2,0955 | 2,6669 | 3,7180 | 6,2908 | 6,2908 | 6,2908 | |
| FE-KRAV | 0,0000 | 0,0031 | 0,0063 | 0,0094 | 0,0126 | 0,0157 | 0,0188 | 0,0220 | 0,0220 | 0,0220 | |
| FE/(FG-FE) | 0,1735 | 0,3104 | 0,4901 | 0,7365 | 1,0955 | 1,6669 | 2,7180 | 5,2908 | 5,2908 | 5,2908 | |
| NFG β | 0,0129 | 0,0154 | 0,0195 | 0,0260 | 0,0368 | 0,0555 | 0,0921 | 0,1855 | 0,1855 | 0,1855 | |

Tabell 93: Netto finansiell gjeld.

9.1.2.3 Framtidig krav til driftskapital

Nå som vi har regnet ut betaverdiene og det andre kravene, kan vi finne det vektete snittet av netto driftskapital. Med samme framgangsmåte som i kapittel 6, gir dette følgende tabell;

| NDK | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EK-krav | 0,0478 | 0,0457 | 0,0442 | 0,0432 | 0,0426 | 0,0423 | 0,0421 | 0,0408 | 0,0408 | 0,0408 |
| EK/NDk | 0,5038 | 0,5630 | 0,6222 | 0,6814 | 0,7406 | 0,7998 | 0,8590 | 0,9182 | 0,9182 | 0,9182 |
| NFG-krav | 0,0159 | 0,0190 | 0,0231 | 0,0285 | 0,0364 | 0,0489 | 0,0715 | 0,1181 | 0,1181 | 0,1181 |
| NFG/NDK | -0,0276 | 0,0143 | 0,1232 | 0,0710 | 0,3791 | 0,3402 | 0,3008 | 0,2610 | 0,2304 | 0,1962 |
| NDK -krav (WACC) | 0,0236 | 0,0260 | 0,0304 | 0,0315 | 0,0454 | 0,0504 | 0,0577 | 0,0683 | 0,0704 | 0,0725 |

Tabell 94: Framtidig krav til driftskapital 2022-2031

Jeg har nå regnet ut alle de nødvendige kravene, slik neste kapittel vil ta for seg den fundamentale verdivurderingen.

10.0 Fundamental verdivurdering

Som nevnt tidligere, vil denne oppgaven benytte en fundamental verdivurdering. Hele denne oppgaven vil dermed danne basis for denne verdivurderingen. Jeg har nå dannet en basis til å gjennomføre en fundamental verdivurdering, Knivsflå (2021M) delte som nevnt tidligere fundamental verdsettelse i 2 teknikker; egenkapitalmetoden (10.1) og selskapsmetoden (10.2). Videre vil det bli gjennomført en sensitivetsanalyse (10.3) og en vurdering av estimatet (10.4)

10.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er som nevnt tidligere en direkte verdivurdering. Knivsflå (2021M) viser til en generell formel for EK-metoden som er følgende;

$$VEK = Base + Nåverdi\ av\ «strøm»\ til\ egenkapital$$

Denne generelle formelen dekker de 4 metodene som; Utbyttmodellen, Fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Nettobetalt utbytte er i denne oppgaven budsjettert lik fri kontantstrøm til egenkapital, som gjør at Utbyttmodellen og FKE-modellen er lik (Knivsflå, 2021M).

En fellesnevner for metodene er EKK-kravet. På grunnlag av utregningen tidligere i oppgaven, kan vi se at EKK er påvirket av blant annet rentekrav og kapitalstruktur. En annen forutsetning er konstant vekst i tråd med Gordons Vekstformel (Knivsflå, 2021M). Knivsflå (2021M) presiserer også at de ulike teknikkene skal gi samme verdiestimatet ved konsistent bruk. Av denne årsaken vil jeg benytte FKE-modellen i verdsettelse av egenkapitalen, som vist nedenfor;

10.1.1 Fri kontantstrøm-modellen (FKE-modellen)

Fri konstrømmetoden eller FKE-modellen tar utgangspunkt i den frie konstrømmen til egenkapitalen og diskonterer denne med hensyn på budsjetterte egenkapitalkrav (Ekk). Som antydnet av Knivsflå (2021M) er denne likningen ikke et «sluttet»-uttrykk, og det vil dermed suppleres med Gordons vekst teorem i modellen, med antagelsen om

konstantvekst i Steady State ((Knivsflå, 2021M). Rent matematisk kan verdien av egenkapitalen med FKE-modellen uttrykkes som vist nedenfor;

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

Tabell 95: Fri kontantstrømmodellen.

Dersom vi setter formelen i praksis kan jeg sette opp følgende tabeller;

| Egenkapitalmetoden FKE-modellen | 1 2022 | 2 2023 | 3 2024 | 4 2025 |
|------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Fri konantstørm til EK | kr 65 408 | kr 63 113 | kr 59 718 | kr 55 042 |
| Diskonteringsfaktor (EKK) | 1,0478 | 1,0956 | 1,1440 | 1,1935 |
| Nåverdi | kr 62 427 | kr 57 606 | kr 52 199 | kr 46 117 |

| 5 2026 | 6 2027 | 7 2028 | T 2029 | T+1 2030 | T+2 2031 |
|------------------|------------------|------------------|---------------------|------------------|------------------|
| kr 48 874 | kr 40 966 | kr 31 029 | kr 20 188 | kr 20 793 | kr 21 417 |
| 1,2444 | 1,2970 | 1,3516 | 1,4068 | 1,4642 | 1,5240 |
| kr 39 275 | kr 31 586 | kr 22 957 | kr 14 350 | kr 14 201 | kr 14 053 |
| | | | kr 1 312 797 | | |

| FKE(EM)-modellen 2021 | |
|-------------------------------|---------------------|
| Nåverdi av T | kr 326 518 |
| Horisont ledd T+1 | kr 933 178 |
| Verdi av EK T = 0 | kr 1 259 695 |
| Antall aksjer | 69833,21 |
| Verdi estimat pr aksje | kr 18,0386 |

Tabell 96: Verdiestimat per aksje per 2021 for egenkapitalmetoden.

Fra oppsettet ovenfor har jeg hentet fri kontantstrøm til EK fra kapittel den fremtidige kontantstrømoppstillingen fra 2022-2031 og diskonteringsfaktorene fra fremtidig EKK og dermed diskontert nåverdien pr år frem til 2031.

I tabell format får jeg dermed nåverdisummen til T, til å bli 326, 518, hvor horisontleddet (1 312 797). Horisontleddet er beregnet ved å ta FKET+1 dividert på differansen mellom EKK T+1 og DIV.

Når vi har nåverdien av T og horisontledd T+1 kan vi dermed finne verdi av EK i T = 0, og deretter dividere på antall utestående aksjer får å finne verdiestimatet pr aksje.

10.2 Selskapsmetoden

Den 2 metoden innenfor fundamental verdsettelse er som nevnt tidligere selskapsmetoden. Denne metoden benytter en indirekte tilnærming til verdsettelsen av egenkapitalen, hvor man ser nærmere på et fokusområde for å finne verdien på selskapskapitalen (Knivsflå, 2021N). Selskapskapitalen kan eksempelvis være sysselsattkapital eller netto driftskapital. Jeg skal i denne oppgaven undersøke netto driftskapitalen til Byggma, da denne har fokus på driften, og siden Byggma er har mye av verdiskapningen i produksjon som vist i regnskapsanalysen og den strategiske analysen, anser jeg denne som mest egnet. Metoden for analyse vil her også være fri kontantstrøm modellen, hvor jeg diskonterer med netto driftskravet (NDK) for å finne netto driftskapital. Siden det er verdien på egenkapitalen jeg er på jakt etter, trekker jeg fra netto finansiell gjeld slik verdien på egenkapitalen finnes residualt (Knivsflå, 2021N). Rent matematisk blir dette uttrykt som følgende (Knivsflå, 2021N);

$$VNDK_0 - VNFG_0 = VMI_0 + VEK_0$$

Hvor

VNDK er verdi netto driftskapital,

VNFG er verdi netto finansiell gjeld

VMI er verdi minoritetsinteresser,

VEK er verdi egenkapital.

I denne oppgaven, er $VMI = 0$, slik at hele kapitalen går til majoritet (VEK). I praksis blir dette som følger;

VNDK er verdi netto driftskapital og dette kan finnes på følgende måte;

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)}$$

Tabell 97: Verdi netto driftskapital metoden

Hvor

$FKD_t = NDR - NDR \text{ endring}$

| Selskapsmetoden FKE-modellen | 1 2022 | 2 2023 | 3 2024 | 4 2025 |
|---------------------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| Fri kontantstrøm frå drift | kr 96 671 | kr 104 081 | kr 111 448 | kr 118 672 |
| Disoneringsfaktor (NDK) | 1,0236 | 1,0502 | 1,0821 | 1,1162 |
| Nåverdi | kr 94 441 | kr 99 104 | kr 102 992 | kr 106 320 |
| Horisont ledd T+1 | | | | |

| | 5 2026 | 6 2027 | 7 2028 | T 2029 | T+1 2030 | T+2 2031 |
|-----------|----------------|-------------------|-------------------|---------------------|------------------|------------------|
| kr | 125 634 | kr 132 194 | kr 138 187 | kr 143 422 | kr 147 724 | kr 152 156 |
| | 1,1668 | 1,2257 | 1,2964 | 1,3850 | 1,4824 | 1,5898 |
| kr | 107 672 | kr 107 855 | kr 106 592 | kr 103 557 | kr 99 652 | kr 95 706 |
| | | | | kr 2 469 276 | | |

| FKE (SM)-modellen 2021 | | |
|------------------------------------|-----------|------------------|
| Nåverdi av T | kr | 828 532 |
| Horisont ledd T+1 | kr | 1 782 922 |
| Verdi av netto driftskapital T = 0 | kr | 2 611 455 |
| Netto finansiell gjeld | kr | 1 168 900 |
| Verdi av EK T = 0 | kr | 1 442 555 |
| Antall aksjer | | 69833,21 |
| Verdi estimat pr aksje | kr | 20,6571 |

Tabell 98: Verdiestimater per aksje per 2021 indirekte gjennom netto driftskapitalen.

Fra tabellene ovenfor har jeg nå det jeg trenger for å finne verdiestimater pr aksje, slik vi kan ta nåverdi av T og legge dette sammen med horisontleddet t+1 (2 469 276) neddiskontert til 2021 (1 782 922) for å finne verdien av netto driftskapitalen i 2021. Jeg kan nå som antydnet av likningen ovenfor trekke ut netto finansiell gjeld dermed finne verdien av egenkapitalen residualt. Viss jeg nå dividerer verdien av EK på antall aksjer får jeg et verdiestimater på 20,6571.

Endelig estimat er dermed 18,0386 for egenkapitalmetoden og 20,6571 indirekte gjennom netto driftskapitalen, hvor det er et avvik på 12,68% mellom de 2 estimatene. Samtidig danner estimatene her et øvre (20,66) og et nedre nivå (18,04) for den fundamentale verdivurderingen. Jeg velger her å ta gjennomsnittet av de fundamentale estimatene, slik det fundamentale estimatet er 19,35 som vist nedenfor.

| | FKE-modellen | | Verdi pr aksje | |
|---------------------|--------------|------------------|----------------|--------------|
| EK-metoden | kr | 1 259 695 | kr | 18,04 |
| NDK-metoden | kr | 1 442 555 | kr | 20,66 |
| Gjennomsnitt | kr | 1 351 125 | kr | 19,35 |

| | FKE-modellen | |
|--------------------|--------------|-----------|
| EK-metoden | kr | 1 259 695 |
| NDK-metoden | kr | 1 442 555 |
| Avvik | | 12,68 % |

Tabell 99: Endelig verdiestimat (vektet 50/50 for EK-metoden og NDK-metoden)

Jeg kan se at dette estimatet er under kursen pr 01.10 som er 30NOK pr aksje, og videre 28,4NOK pr 14.10, anser jeg mitt estimat en del under markedets vurdering. Jeg har også i kapittel 11 gjennomført en relativ verddivurdering, hvor jeg har beregnet verdiestimat på ulike multiple hvor P/E angir et estimat på 23,98, P/B gir et estimat på 22,29 mens EV/EBIT gir et estimat på 33,94, som i snitt gir et estimat på 26,74NOK. Det er her verdt å merke seg at estimatene er ofte delvis basert på skjønn, og det kan være jeg har undervurdert enkelte poster, slik at dette skårere forventningene til bransjen. For å undersøke effekten av hvordan aksjeprisen er påvirket av ulike drivere skal jeg nå gjennomføre en sensitivitetsanalyse (Kapittel 10.3)

10.3 Analyse av usikkerhet – Sensitivitetsanalyse

Jeg skal i dette delkapittelet gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Formålet med en sensitivitetsanalyse er ifølge Knivsflå (2021P) å få frem effekten og usikkerheten som er knytt til endring i budsjett og verdidrivere. Som antydnet i regnskapsanalysen, er det visse faktorer, eller drivere som er viktigere med hensyn på verdiskapning. De faktorene jeg vil undersøke er driftsinntektsveksten (10.3.1), netto driftsmargin (10.3.2) og netto driftskrav (10.3.3).

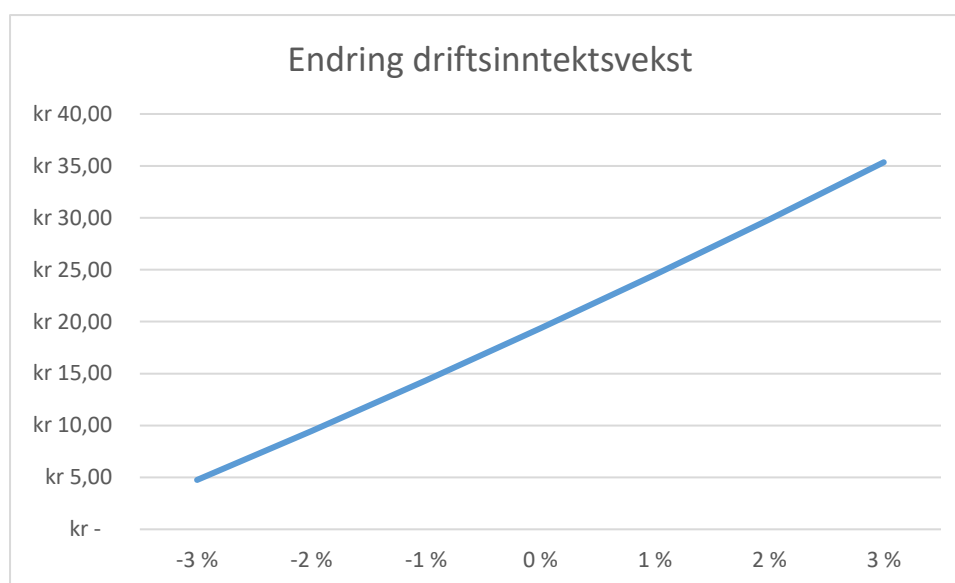
10.3.1 Sensitivitetsanalyse – Endring i driftsinntektsveksten

Fra tabell 101 nedenfor har jeg endret driftsinntektsveksten med henholdsvis -3, -2, -1, 1, 2 og 3% og dette viser at estimatet er svært følsomt for endring i driftsinntektsveksten, hvor

hver 1% reduksjon i veksten gir 25,92% reduksjon i aksjepris fra 19,35NOK til 14,33NOK, og videre fra 19,35 til 9,47 (51,06%) og fra 19,35 til 4,75 (75,42%). Vi kan se en tilsvarende trend for 1% økning hvor 1% økning gir 26,73%, 54,29% og 82,7% økning for hver 1%. Det fullstendige resultatet med graf er vist nedenfor i tabell 101 og graf 23

| Endring driftsinntektsvekst | -3 % | -2 % | -1 % | 0 % | 1 % | 2 % | 3 % |
|-----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Aksjepris | kr 4,75 | kr 9,47 | kr 14,33 | kr 19,35 | kr 24,52 | kr 29,85 | kr 35,35 |
| Endring fra B (0%) | -75,42 % | -51,06 % | -25,92 % | 0,00 % | 26,73 % | 54,29 % | 82,70 % |

Tabell 100: Aksjepris ved endring i driftsinntektsvekst.



Graf 22: Aksjepris ved endring i driftsinntektsvekst.

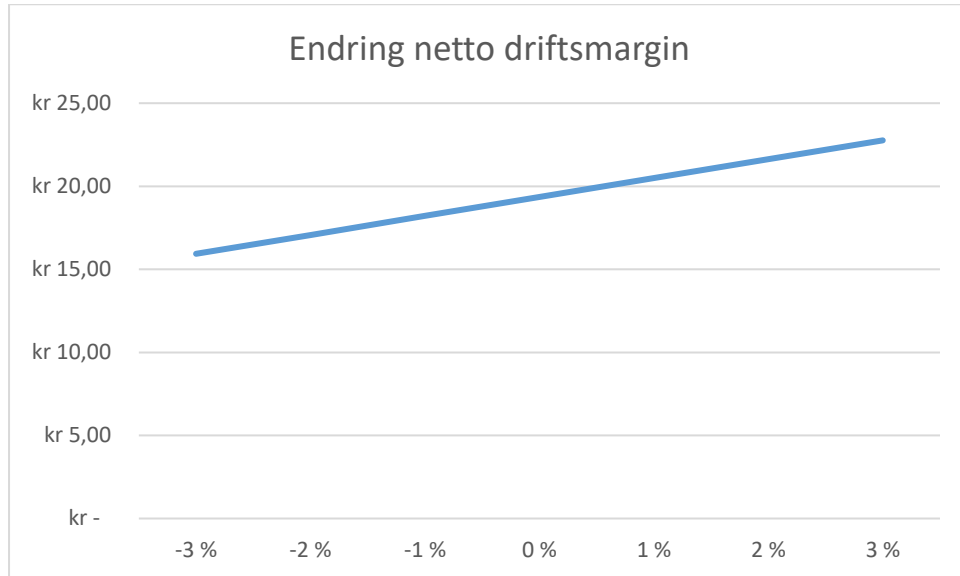
10.3.2 Sensitivitetsanalyse – Endring i netto driftsmargin

Jeg har i dette kapitlet endret netto driftsmargin med -3, -2, -1, 1, 2 og 3% som har gitt meg følgende resultater;

| Endring netto driftsmargin | -3 % | -2 % | -1 % | 0 % | 1 % | 2 % | 3 % |
|----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Aksjepris | kr 15,93 | kr 17,07 | kr 18,21 | kr 19,35 | kr 20,49 | kr 21,62 | kr 22,76 |
| Endring fra Basisår (0%) | -17,64 % | -11,76 % | -5,88 % | 0,00 % | 5,88 % | 11,76 % | 17,64 % |

Tabell 101: Aksjepris ved endring i netto driftsmargin.

Fra resultatene ovenfor kan vi at $\pm 1\%$ i netto driftsmargin gir 5,88% prosent endring, mens $\pm 2\%$ og $\pm 3\%$ gir henholdsvis 11,76% og 17,64%. Dette er også illustrert i graf 24 nedenfor.



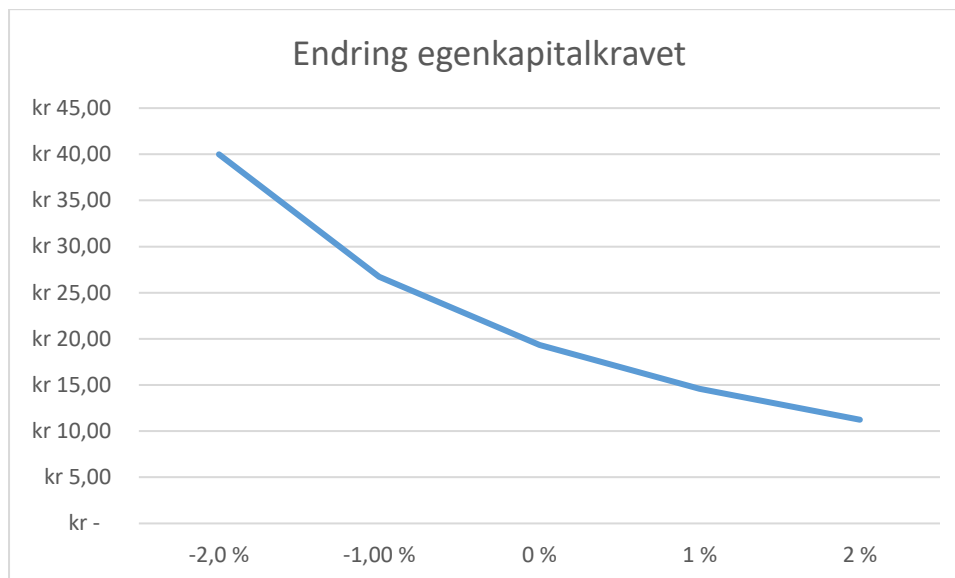
Graf 23: Aksjepris ved endring i netto driftsmargin.

10.3.3 Sensitivitetsanalyse – Endring i egenkapitalkrav

På samme vis som for driftsinntektsveksten og netto driftsmarginen kan jeg også gjennomføre en sensitivitetsanalyse for $\pm 1\%$ for egenkapitalkravet (EKK). Fra tabell 103 og graf 25 nedenfor kan vi se at også aksjeprisen er svært sensitiv for hvordan endring i egenkapitalkravet, hvor 1% reduksjon i kravet gir 38,08% høyere aksjepris, mens 1% økning gir 24,49% reduksjon. For 2% økning i kravet ser vi videre en bortgang på 41,93% , mens en 2% reduksjon gir hele 106,69%.

| Endring EKK | -2,0 % | -1,00 % | 0 % | 1 % | 2 % |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Aksjepris | kr 39,99 | kr 26,72 | kr 19,35 | kr 14,59 | kr 11,24 |
| Endring fra Basisår (0%) | 106,69 % | 38,08 % | 0 % | -24,59 % | -41,93 % |

Tabell 102: Aksjepris ved endring i egenkapitalkravet.



Graf 24: Aksjepris ved endring i egenkapitalkravet.

10.4 Er estimatet rimelig? – Oppsummering fundamental verdivurdering

Endelig estimat er som nevnt tidligere 18,0386 for egenkapitalmetoden og 20,6571 indirekte gjennom netto driftskapitalen, hvor gjennomsnittet av de fundamentale estimatene blir 19,35NOK. Jeg vil i kapittel 12, finne et endelig estimat, vektet med den relative verdivurderingen og dette estimatet. Basert på sensitivitetsanalysen, kan vi se en tydelig trend på at aksjeprisen er svært sensitiv ovenfor driverne, noe som antyder at estimatet fort kan være litt for lavt, samtidig kan det være usikkerhet i markedet, som antyder at dette estimatet vektet med det relative verdiestimatet gir et rimelig estimat. Jeg vil nå i kapittel 11 gjennomgå den relative verdivurderingen.

11.0 Relativ verdivurdering

Jeg vil i dette kapitlet supplere det fundamentale verdiestimatet med en relativ verdivurdering i form av multipler. Jeg vil i kapittel 11.1.1 diskutere metode og deretter benytte de mest aktuelle modellene og teknikkene til å finne et supplerende verdiestimat

11.1.1 Valg av relativ verdivurderingsmetode/teknikk

De ulike alternativene i relativ verdivurdering er multiplikatormodeller eller substansverdimodeller (Damodaran, 2012). Substansverdimodeller blir ofte benyttet ved salg eller konkurs, men som vi har sett fra den strategiske analysen, anser jeg denne risikoen som lav, og det vil derfor bli benyttet multiplikatorer. Multiplikatorer kan fordeles ytterligere i 4 kategorier; inntjening, bokverdi, inntekt og sektorspesifikke multiple

Siden multipler har ulike kvaliteter og fokus, anbefales det å benytte flere multipler og heller ta gjennomsnittet på de i jakten på et verdiestimat. På bakgrunn av dette vil jeg benytte 3 multipler hvor pris/fortjeneste (P/E), pris/bok (P/B) og EV/EBIT vil bli benyttet. De ulike modellene bygger på tallene fra tabellen nedenfor, hvor antallet for utestående aksjer for de 3 selskapene er hentet fra siste tilgjengelige årsrapporter, mens aksjekurser er hentet fra aksjehuset Nordnet pr 1.10.2021. Ved å multiplisere aksjekurs og utestående aksjer finner vi markedsverdi av egenkapital (Market CAP). Videre kan det nå beregnes selskapsverdi (EV) ved å legge til netto finansiell gjeld på markedsverdien på egenkapitalen, som vist i tabell 104 nedenfor. De resterende verdiene er hentet fra regnskapet og balanseregnskapet i kapittel 4.

| | Byggma | | Rockwool | | Assa Abloy | |
|--|-----------|------------------|------------|------------------|------------|--------------------|
| Aksjekurser (Hentet 1.10.2021 fra Nordnet.no) | kr | 30 | DKK | 251 | SEK | 2 730 |
| Utestående aksjer (Hentet fra årsrapporter 2020) | | 69830000 | | 21737000 | | 111077600 |
| Markedsverdi av egenkapital (MCAP) | kr | 2 094 900 | DKK | 5 464 682 | SEK | 303 241 848 |
| Netto finansiell gjeld (NFG) | kr | 1 168 900 | DKK | 502 280 | SEK | 48 509 672 |
| VNDK (Enterprise value) | kr | 3 263 800 | DKK | 5 966 962 | SEK | 351 751 520 |
| Hentet fra resultat og balanseregnskap kapittel 4 | | | | | | |
| NDK | kr | 1 678 100 | DKK | 2 684 280 | SEK | 112 471 672 |
| Netto resultat til EK (NREK) | kr | 171 651 | DKK | 334 309 | SEK | 11 571 107 |
| EBIT (NDR) | kr | 176 771 | DKK | 344 549 | SEK | 10 879 249 |

Tabell 103: Nøkkelinformasjon for utregning av multipler

Jeg vil nå beregne de aktuelle multiplene med utgangspunkt i verdiene ovenfor

11.1.1.1 Inntjeningsbaserte multipler – Price/Earning

Inntjeningsbaserte multipler tar utgangspunkt i fortjeneste med hensyn på eiendeler. Et godt eksempel her kan være Price/Earnings teknikken. Denne teknikken fanger opp fortjeneste perspektivet, men gir lite ekstra innsikt til hva som er kildene til fortjeneste, risiko og kapital. Men den gir en rask og intuitiv oversikt over analyseselskapene og hvorvidt det fundamentale verdiestimatet er i riktig område. P/E kan regnes ut ved å dividere markedsverdi av egenkapitalen på nettoresultat til egenkapitalen som vist nedenfor:

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Netto resultat til EK}}$$

Basert på formelen ovenfor kan vi finne et P/E-estimat for med hensyn på alle utestående aksjer for de 3 selskapene. Gjennomsnittet av de 3 multiplikatorene gir et estimat på 18,25. Jeg kan nå finne verdiestimatet pr aksje ved å benytte formelen nedenfor (Kaldestad & Møller, 2016).

$$VEK \text{ pr aksje} = \frac{(mk \cdot NREK)}{\text{Utestående aksjer}}$$

Som illustrert multipliseres multiplikatoren (mk) med netto resultatet til EK (NREK) finner jeg verdiestimatet for alle aksjer, men siden jeg ønsker å sammenligne med det fundamentale verdiestimatet, som er pr aksje, må jeg dividerer P/E på antall utestående aksjer. Dette gir et verdiestimat på 22,29 NOK pr aksje som vist nedenfor.

| Pris/Fortjeneste (P/E) | Byggma | Rockwool | Assa Abloy |
|--|--------------|----------|------------|
| MCAP/NREK | 12,20 | 16,35 | 26,21 |
| Gjennomsnitt multiplikator (mk) | 18,25 | | |
| VEK = mk*NREK | 3133059,85 | | |
| Verdiestiamt pr aksje | 22,29 | | |

Tabell 104: Verdiestimat per aksje (P/E-metoden).

11.1.1.2 Inntjeningsbaserte multipler – EV/EBIT

EV/EBIT er den andre inntjeningsbaserte multipelen jeg benytter. Denne blir benyttet på grunnlav av det tar utgangspunkt driften, som gjør at jeg anser denne som veldig aktuell. Rent matematisk er denne uttrykt slik;

$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

Dette gir følgende et estimat på EV/EBIT på 11,85 for Byggma, som lavere en sammenlikningsgrunnlaget. Den gjennomsnittlige multiplaktoren, mk, kan vi se er lik 18,53, som gjør jeg nå kan regne ut verdiestimatet for alle utestående aksjer til å bli 2 057 513 ved hjelp av følgende formel (Kaldestad & Møller, 2016)

$$\text{VEK} = \text{mk} * \text{EBIT} - \text{NFG}$$

Som tidligere kan jeg finne estimatet pr aksje ved å dividere på antall aksjer, slik jeg får et estimat på 34 som vist nedenfor.

| EV/EBIT | Byggma | Rockwool | Assa Abloy |
|--|--------------|----------|------------|
| MCAP/NDR | 11,85 | 15,86 | 27,87 |
| Gjennomsnitt multiplikator (mk) | 18,53 | | |
| VEK = mk * EBIT -NFG | kr 2 057 613 | | |
| Verdiestiamt pr aksje | kr 34 | | |

Tabell 105: Verdiestimat per aksje (EV/EBIT).

11.1.1.3 Bokverdibaserte multipler – Price/book

Price/Book eller P/B multipelen tar utgangspunkt i den bokførte verdien på egenkapitalen og markedsverdien for selskapet (Damodaran 2012). Investorer undersøker ifølge Damodaran (2012) ofte sammenhengen mellom prisen de betaler for en aksje og bokverdien på egenkapitalen for å vurdere om aksjen er over eller undervurdert. Rent matematisk vil utregningen gjennomføres slik;

$$\text{P/B} = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Bokført verdi EK}}$$

Markedsverdi av EK er beregnet på samme måte som for P/E, mens Bokført verdi av EK (EBIT), er hentet fra kapittel 4. Dette gir oss estimer på 1,9449 for Byggma, mens de andre selskapene ligger litt høyere. I gjennomsnitt blir multiplikatoren 2,43. Jeg kan nå ved hjelp av likningen (Kaldestad & Møller, 2016) nedenfor, beregne verdiestimatet pr aksje til å bli 24

$$VEK = mk * NDK - NFG$$

Likningen for verdiestimatet en verdi på 2 911 866 for alle aksjer som vist nedenfor, hvor jeg med å dividere på antall utestående aksjer får 24.

| Pris/Bok (P/B) | Byggma | Rockwool | Assa Abloy |
|--|---------------|----------|------------|
| VNDK /NDK | 1,9449 | 2,2229 | 3,1275 |
| Gjennomsnitt multiplikator (mk) | 2,4318 | | |
| VEK = mk*NDK-NFG | kr 2 911 866 | | |
| Verdiestimat pr aksje | kr 24 | | |

Tabell 106: Verdiestimat per aksje (P/B)

11.1.2 Oppsummering relativ verdivurdering

Jeg har nå regnet ut verdi estimat med de tre aktuelle multiplene. Jeg kan se at de har gitt litt forskjellige resultater. For å få et mer korrekt estimat velger jeg dermed å ta gjennomsnittet av de 3 metodene, slik jeg får et endelig relativt verdiestimat på 26,74 som vist nedenfor.

| Gjennomsnittlig komperativt verdiestimat | Byggma |
|--|-----------------|
| Pris/Fortjeneste (P/E) | kr 23,98 |
| Pris/Bok (P/B) | kr 22,29 |
| EV/EBIT | kr 33,94 |
| Gjennomsnitt | kr 26,74 |

Tabell 107: Gjennomsnittlig komparativt verdiestimat

Jeg vil nå i neste kapittel avrunde oppgaven og komme med mine anbefalinger rundt Byggma aksjen.

12.0 Handlingsstrategi

Formålet med denne oppgaven var å finne et verdiestimat på *aksjeverdien til Byggma ASA pr 31 desember 2021*. Dette har nå blitt gjort gjennom en fundamental og en relativ verddivurdering hvor det har blitt utført en rekke analyser og drøftinger og beregninger, som har dannet grunnlag for min anbefalte handlingsstrategi.

Jeg har i verdsettelsen vurdert aksjen til Byggma til å være 21,567, hvor vektning er 70% fra den fundamentale verdsettelsen og 30% fra den relative verdsettelsen som vist nedenfor

$$19,35kr \cdot 70\% + 26,74 \cdot 30\% = 21,567NOK$$

Da jeg knyter usikkerhet til estimatet på bakgrunn av naturlige antagelser som blir gjort i en slik analyse, velger å benytte et handlingsrom for aksjeverdien (21.567) på 10%, hvor en aksjeverdi under 19,4103 (-10%) antyder en kjøpsstrategi, mens en aksjepris over 23,72 (+10%) antyder en salgsstrategi. Aksjekursen pr 10.11.2021 er 27 NOK pr aksje ifølge Yahoo Finance (2021) og min siste kommentar er dermed en anbefaling om å selge aksjen.

13.0 Referanser

Rockwool Group, 2016. *Årsrapport 2016 - Rockwool Group*. [Online]

Available at: <https://p-cdn.rockwool.com/siteassets/investors/financial-reports/2016/annual-report-2016.pdf?f=20201204105458>

[Accessed 15 09 2021].

Rockwool Group, 2021a. *Kvartalsrapport Q2 2021 - Rockwool Group*. [Online]

Available at: <https://p-cdn.rockwool.com/siteassets/investors/financial-reports/2021/q2-h1-2021-financial-report.pdf?f=20210818082334>

[Accessed 01 09 2021].

Altinn, 2021. *Altinn.no*. [Online]

Available at: <https://www.altinn.no/starte-og-drive/skatt-og-avgift/skatt/skatt-for-aksjeselskap/>

[Accessed 07 04 2021].

Aneta belysning AB, 2021. <https://www.aneta.se/about-aneta-scan-lamps/>. [Online]

Available at: <https://www.aneta.se/about-aneta-scan-lamps/>

[Accessed 12 06 2021].

Assa Abloy, 2016. *Årsrapport 2016 - Assa Abloy*. [Online]

Available at: <https://www.assaabloy.com/assaabloy-com/group/market-documents/investors/interim-reports/en/2016/Year-end%20report%202016.pdf>

[Accessed 17 09 2021].

Assa Abloy, 2017. *Årsrapport 2017 - Assa Abloy*. [Online]

Available at: <https://www.assaabloy.com/assaabloy-com/group/market-documents/investors/interim-reports/en/2017/Year-end%20report%202017.pdf>

[Accessed 14 09 2021].

Assa Abloy, 2018. *Årsrapport 2018 - Assa Abloy*. [Online]

Available at: <https://www.assaabloy.com/assaabloy-com/group/market-documents/investors/interim-reports/en/2018/Year-end%20report%202018.pdf>

[Accessed 9 09 2021].

Assa Abloy, 2019. *Årsrapport 2019 - Assa Abloy*. [Online]

Available at: <https://www.assaabloy.com/assaabloy-com/group/market-documents/investors/interim-reports/en/2019/Year-end%20report%202019.pdf>

[Accessed 7 09 2021].

Assa Abloy, 2020. *Årsrapport 2020 - Assa Abloy*. [Online]

Available at: <https://www.assaabloy.com/assaabloy-com/group/market-documents/investors/annual-reports/en/2020/Annual%20report%202020.pdf>

[Accessed 5 09 2021].

Assa Abloy, 2021a. *Kvartalsrapport Q2 2021 - Assa Abloy*. [Online]

Available at: <https://www.assaabloy.com/assaabloy-com/group/market-documents/investors/interim-reports/en/2021/Q2%20report%202021.pdf>

[Accessed 13 09 2021].

Assa Abloy, 2021b. *Kvartalsrapport Q1 2021 - Assa Abloy*. [Online]
Available at: <https://www.assaabloy.com/assaabloy-com/group/market-documents/investors/interim-reports/en/2021/Q1%20report%202021.pdf>
[Accessed 3 09 2021].

Byggma ASA, 2016. *Årsrapport 2016 - Byggma ASA*. [Online]
Available at: <https://www.byggma.no/media/2372/byggma-aarsrapport-2016.pdf>
[Accessed 12 09 2021].

Byggma ASA, 2017. *Årsrapport 2017 - Byggma ASA*. [Online]
Available at: https://www.byggma.no/media/4287/byggma-aarsrapport-2017_korrigert_lq.pdf
[Accessed 10 09 2021].

Byggma ASA, 2018. *Årsrapport 2018 - Byggma ASA*. [Online]
Available at: <https://www.byggma.no/media/5343/aarsrapport-2018-mq.pdf>
[Accessed 9 09 2021].

Byggma ASA, 2019. *Årsrapport 2019 - Byggma ASA*. [Online]
Available at: <https://www.byggma.no/media/6212/byggma-aarsrapport-2019.pdf>
[Accessed 06 09 2021].

Byggma ASA, 2020. *Årsrapport 2020 Byggma ASA*. [Online]
Available at: <https://www.byggma.no/media/7152/byggma-aarsrapport-2020-med-baerekraftrapport.pdf>
[Accessed 03 09 2021].

Byggma ASA, 2021a. *Kvartalsrapport Q2 Byggma ASA*. [Online]
Available at: <https://www.byggma.no/media/7272/byggma-asa-2kv-2021.pdf>
[Accessed 01 09 2021].

Byggma ASA, 2021b. *Kvartalsrapport Q1 Byggma ASA*. [Online]
Available at: <https://www.byggma.no/media/7197/kvartalsrapport-byggma-asa-q1-2021-lq-final.pdf>
[Accessed 1 09 2021].

Byggma ASA, 2021. *Byggma ASA - Byggform*. [Online]
Available at: https://www.byggma.no/vaare-selskaper/byggform/?gclid=Cj0KCQiAhMOMBhDhARIsAPVml-ErmFSCJhPO63LYnwStJAIcQYQDmKt7T2VYBFxu-m-ek1eatck8caAphCEALw_wcB
[Accessed 10 06 2021].

Byggma ASA, 2021. *Byggma ASA - Forestia*. [Online]
Available at: <https://www.byggma.no/vaare-selskaper/forestia/>
[Accessed 4 06 2021].

Byggma ASA, 2021. *Byggma ASA - Historikk*. [Online]
Available at: <https://www.byggma.no/om-oss/historikk>
[Accessed 4 06 2021].

Byggma ASA, 2021. *Byggma ASA - Huntonit AS*. [Online]
Available at: <https://www.huntonit.no/om-oss/historikk>
[Accessed 7 06 2021].

- Dagens Næringsliv - DN, 2021. *DN Investor*. [Online]
Available at: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S199/BMA/BYGGMA>
[Accessed 08 10 2021].
- Damodaran , A., 2021. *stern.nyu.edu - Betas by sector*. [Online]
Available at: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
[Accessed 5 10 2021].
- Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. New Jersey: Wiley & Sons.
- Damodaran, A., 2021. *Stern.nyu.edu*. [Online]
Available at: www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls
[Accessed 18 03 2021].
- Direktoratet for Byggkvalitet, 2017. *Byggteknisk forskrift - TEK17*. [Online]
Available at: <https://dibk.no/regelverk/byggteknisk-forskrift-tek17/>
[Accessed 06 08 2021].
- E24, 2021. *E24 - Børs*. [Online]
Available at: <https://bors.e24.no/#!/instrument/BMA.OSE>
[Accessed 1 10 2021].
- Euronext.com, 2021. *Euronext.com - BMA*. [Online]
Available at: <https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0003087603-XOSL>
[Accessed 27 09 2021].
- Forskning.no, 2018. *Forskning.no - Inneklima*. [Online]
Available at: <https://forskning.no/nmbu-norges-miljo-og-biovitenskapelige-universitet-miljo-jord-og-skog/sa-miljoennlige-er-trebygg/266554>
[Accessed 9 06 2021].
- Investopedia.com, 2021. *Investopedia.com*. [Online]
Available at: <https://www.investopedia.com/ask/answers/041015/whats-difference-between-porters-5-forces-and-pestle-analysis.asp>
[Accessed 16 06 2021].
- Kaldestad, Y. & Møller, B., 2016. *Verdivurdering - Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2. Utgave ed. Oslo: Fagbokforlaget.
- Knivsflå, K. H., 2021a. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 1.2*. [Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A001.2.mp4>
[Accessed 07 05 2021].
- Knivsflå, K. H., 2021A. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 11.3*. [Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A011.3.mp4>
[Accessed 4 08 2021].
- Knivsflå, K. H., 2021b. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 1.3*. [Online]

Available at: course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A001.3.mp4
[Accessed 09 05 2021].

Knivsflå, K. H., 2021B. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 12.2.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A012.2.mp4>
[Accessed 09 08 2021].

Knivsflå, K. H., 2021C. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 12.3.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A012.3.mp4>
[Accessed 10 08 2021].

Knivsflå, K. H., 2021c. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 2.0.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A002.1.mp4>
[Accessed 12 05 2021].

Knivsflå, K. H., 2021D. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 12.4.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A012.4.mp4>
[Accessed 17 08 2021].

Knivsflå, K. H., 2021d. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 3.3.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%20-%2003.3.mp4>
[Accessed 19 05 2021].

Knivsflå, K. H., 2021E. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 13.2.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A013.2.mp4>
[Accessed 17 08 2021].

Knivsflå, K. H., 2021e. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 3.4.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A003.4.mp4>
[Accessed 05 20 2021].

Knivsflå, K. H., 2021F. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 13.3.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A013.3.mp4>
[Accessed 16 08 2021].

Knivsflå, K. H., 2021f. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 4.1.*
[Online]

Available at: course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A004.1.mp4
[Accessed 29 05 2021].

Knivsflå, K. H., 2021G. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 13.4.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A013.4.mp4>
[Accessed 19 08 2021].

- Knivsflå, K. H., 2021g. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 4.4.*
[Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A004.4.mp4>
[Accessed 05 25 2021].
- Knivsflå, K. H., 2021H. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 13.5.*
[Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A013.5.mp4>
[Accessed 28 08 2021].
- Knivsflå, K. H., 2021H. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 13.5.*
[Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A013.5.mp4>
[Accessed 26 08 2021].
- Knivsflå, K. H., 2021h. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 4.5.*
[Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A004.5.mp4>
[Accessed 26 05 2021].
- Knivsflå, K. H., 2021I. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 14.1.*
[Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A014.1.mp4>
[Accessed 01 09 2020].
- Knivsflå, K. H., 2021i. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 4.6.*
[Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A004.6.mp4>
[Accessed 29 05 2021].
- Knivsflå, K. H., 2021J. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 14.2.*
[Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A014.2.mp4>
[Accessed 06 09 2021].
- Knivsflå, K. H., 2021j. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 4.7.*
[Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A004.7.mp4>
[Accessed 03 06 2021].
- Knivsflå, K. H., 2021K. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 15.2.*
[Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A015.2.mp4>
[Accessed 05 09 2021].
- Knivsflå, K. H., 2021k. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 4.8.*
[Online]
Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%20-%2004.8.mp4>
[Accessed 06 06 2021].
- Knivsflå, K. H., 2021L. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 15.4.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A015.4.mp4>
[Accessed 20 09 2021].

Knivsflå, K. H., 2021l. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 5.1.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A005.1.mp4>
[Accessed 15 06 2021].

Knivsflå, K. H., 2021m. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 16.5.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A016.5.mp4>
[Accessed 3 11 2021].

Knivsflå, K. H., 2021n. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 5.2.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A005.2.mp4>
[Accessed 19 06 2021].

Knivsflå, K. H., 2021n. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 17.2.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A017.2.mp4>
[Accessed 6 11 2021].

Knivsflå, K. H., 2021n. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 5.3.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A005.3.mp4>
[Accessed 20 06 2021].

Knivsflå, K. H., 2021o. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 17.6.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%20-%2017.6.mp4>
[Accessed 7 11 2021].

Knivsflå, K. H., 2021o. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 5.4.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A005.4.mp4>
[Accessed 22 06 2021].

Knivsflå, K. H., 2021p. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 18.2.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A018.2.mp4>
[Accessed 7 11 2021].

Knivsflå, K. H., 2021p. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 5.5.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A005.5.mp4>
[Accessed 25 06 2021].

Knivsflå, K. H., 2021q. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 5.7.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A005.7.mp4>
[Accessed 27 06 2021].

Knivsflå, K. H., 2021r. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 9.1.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A009.1.mp4>
[Accessed 28 06 2021].

Knivsflå, K. H., 2021s. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 9.4.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A009.4.mp4>
[Accessed 04 07 2021].

Knivsflå, K. H., 2021t. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 9.5.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A009.5.mp4>
[Accessed 06 07 2021].

Knivsflå, K. H., 2021u. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 9.6.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A009.6.mp4>
[Accessed 10 07 2021].

Knivsflå, K. H., 2021v. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 10.3.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A010.3.mp4>
[Accessed 11 07 2021].

Knivsflå, K. H., 2021w. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 10.4.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A010.4.mp4>
[Accessed 18 07 2021].

Knivsflå, K. H., 2021x. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 10.5.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A010.5.mp4>
[Accessed 20 07 2021].

Knivsflå, K. H., 2021y. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 10.6.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A010.6.mp4>
[Accessed 25 07 2021].

Knivsflå, K. H., 2021z. *BUS440 - Regnskapsanalyse og Verdivurdering ved NHH; Forelesing 11.1.*
[Online]

Available at: <http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A011.1.mp4>
[Accessed 31 07 2021].

Masonite, 2021. *Masonite.* [Online]

Available at: <https://www.masonite.no>
[Accessed 8 06 2021].

NAV.no, 2021. *NAV.no Arbeidsledighet.* [Online]

Available at: https://www.nav.no/_/attachment/download/a3341e77-18fa-4a1b-ac25-ef8e052e85a8:3167be23484d2617b2569d35e4aeca5b82bbd642/240821%20Hovedtall%20om%2

0arbeidsmarkedet.%20Uke34.pdf

[Accessed 10 06 2021].

Norges Bank, 2021. *Norges Bank - Statsobligasjoner 1,5 og 10år*. [Online]

Available at: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

[Accessed 28 10 2021].

Norges-Bank, 2021. *Norges - Bank*. [Online]

Available at: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/>

[Accessed 25 05 2021].

Oxford Learner's Dictionaries, 2021. *Oxford Learner's Dictionaries*. [Online]

Available at: https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/american_english/value_1

[Accessed 15 02 2021].

PwC, 2020. *PwC - Risikopremien i det norske markedet 2020*. [Online]

Available at: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

[Accessed 6 10 2021].

Regjeringen.no, 2017. *Skattesatser 2017*. [Online]

Available at: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatte-og-avgifter/skattesatser-2017/id2514837/>

[Accessed 16 09 2021].

Regjeringen.no, 2018. *Skattesatser 2018*. [Online]

Available at: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatte-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/>

[Accessed 16 09 2021].

regjeringen.no, 2019. *Selskapsskattesatser 2019*. [Online]

Available at: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatte-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/>

[Accessed 16 09 2021].

Regjeringen.no, 2020. *Selskapsskattesatser 2020*. [Online]

Available at: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatte-og-avgifter/skattesatser-2020/id2671009/>

[Accessed 16 09 2021].

Regjeringen.no, 2021. *Selskapsskattesats 2021*. [Online]

Available at: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatte-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/>

[Accessed 16 09 2021].

Rockwool Group, 2017. *Årsrapport 2017 - Rockwool Group*. [Online]

Available at: <https://p-cdn.rockwool.com/siteassets/investors/financial-reports/2017/annual-report-2017-1.pdf?f=20201202104416>

[Accessed 13 09 2021].

Rockwool Group, 2018. *Årsrapport 2018 - Rockwool Group*. [Online]

Available at: <https://p-cdn.rockwool.com/siteassets/investors/financial->

[reports/2018/rockwool_ar_2018_web_final_01_u052019.pdf?f=20201204090826](https://p-cdn.rockwool.com/siteassets/investors/financial-reports/2018/rockwool_ar_2018_web_final_01_u052019.pdf?f=20201204090826)
[Accessed 11 09 2021].

Rockwool Group, 2019. *Årsrapport 2019 - Rockwool Group*. [Online]
Available at: https://p-cdn.rockwool.com/siteassets/investors/financial-reports/2019/rockwool_ar_2019.pdf?f=20210311071712
[Accessed 7 09 2021].

Rockwool Group, 2020. *Årsrapport 2020 - Rockwool Group*. [Online]
Available at: https://p-cdn.rockwool.com/siteassets/investors/financial-reports/2020/se-2021-05_annual-report-2020.pdf?f=20210422124247
[Accessed 04 09 2021].

Rockwool Group, 2021b. *Kvartalsrapport Q1 2021 - Rockwool Group*. [Online]
Available at: <https://p-cdn.rockwool.com/siteassets/investors/financial-reports/2021/q1-2021-financial-report.pdf?f=20210519132113>
[Accessed 04 09 2021].

Rockwool International, 2021. *Rockwool International*. [Online]
Available at: <https://www.rockwool.com/no/om-oss/konsernet-rockwool/>
[Accessed 7 06 2021].

Smart panel , 2021. *Smart panel*. [Online]
Available at: <https://smartpanel.no/om-smartpanel>
[Accessed 10 06 2021].

Statistisk Sentral Byrå - SSB, 2021b. *Statistisk Sentral Byrå - Byggjekostnadsindeks*. [Online]
Available at: <https://www.ssb.no/statbank/table/08657/>
[Accessed 3 06 2021].

Statistisk Sentral Byrå - SSB, 2021. *Statistisk Sentral Byrå - SSB - 3 måneders NIBOR rente 2017-2021*. [Online]
Available at: <https://www.ssb.no/statbank/table/10701/>
[Accessed 5 10 2021].

Statistiske Sentral Byrå - SSB, 2021a. *Statistiske Sentral Byrå - SSB*. [Online]
Available at: <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/lonn-og-arbeidskraftkostnader/statistikk/lonn>
[Accessed 28 05 2021].

Statistiske Sentral Byrå - SSB, 2021c. *Fakta om befolkningen*. [Online]
Available at: <https://www.ssb.no/befolkning/faktaside/befolkningen>
[Accessed 06 06 2021].

Strategic Management Insight , 2021. *Strategic Management Insight - VRIO Rammeverk*. [Online]
Available at: <https://strategicmanagementinsight.com/tools/vrio/>
[Accessed 18 09 2021].

Uldal.no, 2021. *Uldal.no*. [Online]
Available at: <https://www.uldal.no/vinduer/>
[Accessed 7 06 2021].

Yahoo Finance, 2021. *Yahoo Finance - BMA*. [Online]
Available at: <https://finance.yahoo.com/chart/BMA.OL>
[Accessed 10 11 2021].

14.0 Vedlegg

14.1 Omgruppert regnskap – Assa Abloy

14.1.1 Fullstendig resultat regnskap – Assa Abloy

| Fullstendig resultat regnskap (Tusen SEK) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|--|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Sales | SEK 90 977 000 | SEK 87 649 000 | SEK 94 029 000 | SEK 76 137 000 | SEK 76 137 000 |
| Share of earnings | SEK 176 000 | SEK 257 000 | SEK 147 000 | SEK 129 000 | SEK 129 000 |
| Other operating income * | SEK 2 115 000 | SEK 2 115 000 | SEK 421 000 | SEK 586 000 | SEK 516 000 |
| Sum Inntekter | SEK 93 268 000 | SEK 90 021 000 | SEK 94 597 000 | SEK 76 852 000 | SEK 76 782 000 |
| Other operating expenses * | -SEK 636 000 | -SEK 636 000 | -SEK 434 000 | -SEK 882 000 | -SEK 361 000 |
| Cost of goods sold | -SEK 55 125 000 | -SEK 53 336 000 | -SEK 56 499 000 | -SEK 51 345 000 | -SEK 46 148 000 |
| Selling expenses | -SEK 14 743 000 | -SEK 14 743 000 | -SEK 14 768 000 | -SEK 13 594 000 | -SEK 12 008 000 |
| Administrative expenses | -SEK 4 882 000 | -SEK 4 882 000 | -SEK 4 786 000 | -SEK 3 680 000 | -SEK 3 680 000 |
| R&D costs | -SEK 3 902 000 | -SEK 3 902 000 | -SEK 3 566 000 | -SEK 2 244 000 | -SEK 2 244 000 |
| Sum driftskostnader | -SEK 79 288 000 | -SEK 77 499 000 | -SEK 80 053 000 | -SEK 71 745 000 | -SEK 64 441 000 |
| Driftsresultat | SEK 13 980 000 | SEK 12 522 000 | SEK 14 544 000 | SEK 5 107 000 | SEK 12 341 000 |
| Driftsrelatert skattekostnad | SEK 3 100 751 | SEK 2 777 368 | SEK 3 225 846 | SEK 1 132 728 | SEK 2 737 223 |
| Netto driftsresultat fra egen verksemd | SEK 10 879 249 | SEK 9 744 632 | SEK 11 318 154 | SEK 3 974 272 | SEK 9 603 777 |
| Nettoresultat fra tilknyttet verksemd | SEK - | SEK - | SEK - | SEK - | SEK - |
| Netto driftsresultat | SEK 10 879 249 | SEK 9 744 632 | SEK 11 318 154 | SEK 3 974 272 | SEK 9 603 777 |
| Finansinntekt | SEK 8 627 | SEK 8 627 | SEK 12 940 | SEK 17 253 | SEK 16 391 |
| Nettoresultat fra sysselsatt kapital | SEK 10 887 875 | SEK 9 753 258 | SEK 11 331 094 | SEK 3 991 525 | SEK 9 620 168 |
| Netto finanskostnad | -SEK 683 232 | -SEK 683 232 | -SEK 907 525 | -SEK 706 524 | -SEK 592 652 |
| Netto minoritetsresultat | SEK - | SEK - | SEK - | SEK - | SEK - |
| Nettoresultat til egenkapital | SEK 11 571 107 | SEK 10 436 490 | SEK 12 238 619 | SEK 4 698 049 | SEK 10 212 820 |
| Unormalt netto driftsresultat | -SEK 1 926 425 | -SEK 1 614 874 | -SEK 3 236 064 | -SEK 1 363 608 | -SEK 2 616 323 |
| Unormalt netto finansresultat | -SEK 2 338 092 | -SEK 5 364 348 | SEK 1 127 082 | SEK 1 993 220 | -SEK 1 985 960 |
| Fullstendig nettoresultat til egenkapital | SEK 7 306 590 | SEK 3 457 268 | SEK 10 129 637 | SEK 5 327 661 | SEK 5 610 537 |
| Netto betalt utbytte | -SEK 4 277 000 | -SEK 4 277 000 | -SEK 3 888 000 | -SEK 3 666 000 | -SEK 3 332 000 |
| Endring i egenkapital | SEK 3 029 590 | -SEK 819 732 | SEK 6 241 637 | SEK 1 661 661 | SEK 2 278 537 |

14.1.2 Omgrupperte balanse, eiendeler – Assa Abloy

| Omgrupperte eiendeler (Alle beløp i SEK tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 |
|--|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| EIENDELER | | | | | | |
| Driftsrelaterte eiendeler | | | | | | |
| Intangible assets (DAM) | SEK 74 201 000 | SEK 72 452 000 | SEK 70 355 000 | SEK 64 861 000 | SEK 61 409 000 | SEK 57 096 000 |
| Property, plant and equipment (DAM) | SEK 8 186 000 | SEK 8 026 000 | SEK 8 498 000 | SEK 8 070 000 | SEK 8 065 000 | SEK 8 066 000 |
| Investment in associates (DAM) | SEK 626 000 | SEK 637 000 | SEK 2 595 000 | SEK 2 434 000 | SEK 2 243 000 | SEK 2 109 000 |
| Deferred tax assets (DAM) | SEK 1 494 000 | SEK 1 338 000 | SEK 1 205 000 | SEK 1 354 000 | SEK 1 355 000 | SEK 1 899 000 |
| Driftsrelaterte anleggsmiddel (Σ DAM) | SEK 84 507 000 | SEK 82 453 000 | SEK 82 653 000 | SEK 76 719 000 | SEK 73 072 000 | SEK 69 170 000 |
| Inventories (DOM) | SEK 11 381 000 | SEK 10 079 000 | SEK 11 276 000 | SEK 11 316 000 | SEK 9 430 000 | SEK 9 565 000 |
| Trade receivables (DOM) | SEK 15 091 000 | SEK 13 665 000 | SEK 15 701 000 | SEK 14 496 000 | SEK 13 068 000 | SEK 12 648 000 |
| Other current receivables (DOM) | SEK 1 491 672 | SEK 1 542 000 | SEK 1 510 000 | SEK 1 327 000 | SEK 1 552 000 | SEK 1 273 000 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler (Σ DOM) | SEK 27 963 672 | SEK 25 286 000 | SEK 28 487 000 | SEK 27 139 000 | SEK 24 050 000 | SEK 23 486 000 |
| Driftseiendeler (DE) | SEK 112 470 672 | SEK 107 739 000 | SEK 111 140 000 | SEK 103 858 000 | SEK 97 122 000 | SEK 92 656 000 |
| Finansrelaterte eiendeler | | | | | | |
| Right-of-use-assets (FAM) | SEK 3 466 000 | SEK 3 513 000 | SEK 3 731 000 | SEK 119 000 | SEK - | SEK - |
| Other financial assets (FAM) | SEK 259 000 | SEK 212 000 | SEK 104 000 | SEK 152 000 | SEK 227 000 | SEK 86 000 |
| Finansrelaterte anleggsmiddel (Σ FAM) | SEK 3 725 000 | SEK 3 725 000 | SEK 3 835 000 | SEK 271 000 | SEK 227 000 | SEK 86 000 |
| Prepaid expenses and accrued income (FOM) | SEK 1 620 331 | SEK 1 675 000 | SEK 1 673 000 | SEK 1 256 000 | SEK 1 015 000 | SEK 1 123 000 |
| Short term investments (FOM) | SEK 44 499 | SEK 46 000 | SEK 55 000 | SEK 71 000 | SEK 43 000 | SEK 2 000 |
| Cash and cash equivalents (FOM) | SEK 3 544 000 | SEK 2 756 000 | SEK 442 000 | SEK 538 000 | SEK 459 000 | SEK 750 000 |
| Current tax receivables (FOM) | SEK 1 025 403 | SEK 1 060 000 | SEK 704 000 | SEK 457 000 | SEK 472 000 | SEK 497 000 |
| Derivative financial instruments (FOM) | SEK 412 096 | SEK 426 000 | SEK 202 000 | SEK 117 000 | SEK 107 000 | SEK 167 000 |
| Finansrelaterte omløpsmidler (Σ FOM) | SEK 6 646 328 | SEK 5 963 000 | SEK 3 076 000 | SEK 2 439 000 | SEK 2 096 000 | SEK 2 539 000 |
| Finansielle eiendeler (FE) | SEK 10 371 328 | SEK 9 688 000 | SEK 6 911 000 | SEK 2 710 000 | SEK 2 323 000 | SEK 2 625 000 |
| Eiendeler (Σ DE + FE) | SEK 122 842 000 | SEK 117 427 000 | SEK 118 051 000 | SEK 106 568 000 | SEK 99 445 000 | SEK 95 281 000 |

14.1.3 Omgrupperte balanse, egenkapital og gjeld – Assa Abloy

| Omgruppert EK og gjeld (Alle beløp i SEK tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 |
|---|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| EGENKAPITAL | | | | | | |
| EK tilordnet selskapets aksjonærer | | | | | | |
| Share capital | SEK 403 028 | SEK 371 000 | SEK 371 000 | SEK 371 000 | SEK 371 000 | SEK 371 000 |
| Other contributed capital | SEK 10 510 239 | SEK 9 675 000 | SEK 9 675 000 | SEK 9 675 000 | SEK 9 675 000 | SEK 9 675 000 |
| Reserves | SEK 1 948 875 | SEK 1 794 000 | SEK 6 728 000 | SEK 5 096 000 | SEK 2 489 000 | SEK 2 540 000 |
| Retained earnings | SEK 51 090 081 | SEK 47 030 000 | SEK 42 369 000 | SEK 36 748 000 | SEK 38 113 000 | SEK 34 634 000 |
| Non-controlling interests | SEK 9 777 | SEK 9 000 | SEK 11 000 | SEK 10 000 | SEK 9 000 | SEK 5 000 |
| Sum Egenkapital | SEK 63 962 000 | SEK 58 879 000 | SEK 59 154 000 | SEK 51 900 000 | SEK 50 657 000 | SEK 47 225 000 |
| GJELD | | | | | | |
| Driftsrelatert gjeld (DG) | | | | | | |
| Non-current lease liabilities | SEK 2 197 000 | SEK 2 477 000 | SEK 2 588 000 | SEK 91 000 | SEK 16 859 000 | SEK 16 901 000 |
| Deferred tax liabilities | SEK 2 430 000 | SEK 2 868 000 | SEK 2 368 000 | SEK 1 764 000 | SEK 2 218 000 | SEK 2 344 000 |
| Pension Provisions | SEK 2 993 775 | SEK 3 514 000 | SEK 3 346 000 | SEK 2 880 000 | SEK 2 933 000 | SEK 3 121 000 |
| Other non-current provisions | SEK 524 805 | SEK 616 000 | SEK 722 000 | SEK 745 000 | SEK 1 447 000 | SEK 1 945 000 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld (Σ LDG) | SEK 8 145 580 | SEK 9 475 000 | SEK 9 024 000 | SEK 5 480 000 | SEK 23 457 000 | SEK 24 311 000 |
| Current lease liabilities (KDG) | SEK 1 333 000 | SEK 1 085 000 | SEK 1 151 000 | SEK - | SEK - | SEK - |
| Accrued expenses and deferred income (KDG) | SEK 8 036 286 | SEK 7 687 000 | SEK 7 170 000 | SEK 6 396 000 | SEK 5 524 000 | SEK 5 474 000 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld (Σ KDG) | SEK 9 369 286 | SEK 8 772 000 | SEK 8 321 000 | SEK 6 396 000 | SEK 5 524 000 | SEK 5 474 000 |
| Driftsrelatert gjeld (Σ LDG+KDG) | SEK 17 514 866 | SEK 18 247 000 | SEK 17 345 000 | SEK 11 876 000 | SEK 28 981 000 | SEK 29 785 000 |
| Finansrelatert gjeld (FG) | | | | | | |
| Long term loans (LFG) | SEK 20 900 000 | SEK 22 381 000 | SEK 21 100 000 | SEK 19 398 000 | SEK 16 859 000 | SEK 16 901 000 |
| Other non-current liabilities (LFG) | SEK 705 420 | SEK 828 000 | SEK 1 002 000 | SEK 1 406 000 | SEK 836 000 | SEK 1 634 000 |
| Langsiktig finansrelatert gjeld (Σ LFG) | SEK 21 605 420 | SEK 23 209 000 | SEK 22 102 000 | SEK 20 804 000 | SEK 17 695 000 | SEK 18 535 000 |
| Short-term loans (KFG) | SEK 4 876 000 | SEK 3 514 000 | SEK 5 460 000 | SEK 7 594 000 | SEK 6 151 000 | SEK 3 929 000 |
| Derivative financial instruments (KFG) | SEK 179 815 | SEK 172 000 | SEK 150 000 | SEK 116 000 | SEK 112 000 | SEK 137 000 |
| Trade payables (KFG) | SEK 8 035 000 | SEK 7 027 000 | SEK 7 908 000 | SEK 7 893 000 | SEK 7 811 000 | SEK 7 443 000 |
| Current tax liabilities (KFG) | SEK 1 401 933 | SEK 1 341 000 | SEK 1 536 000 | SEK 1 943 000 | SEK 751 000 | SEK 1 142 000 |
| Current provisions (KFG) | SEK 1 211 663 | SEK 1 159 000 | SEK 630 000 | SEK 891 000 | SEK 699 000 | SEK 797 000 |
| Other current liabilities (KFG) | SEK 4 056 302 | SEK 3 880 000 | SEK 3 765 000 | SEK 3 551 000 | SEK 3 446 000 | SEK 3 190 000 |
| Kortsiktig finansrelatert gjeld (Σ KFG) | SEK 19 760 714 | SEK 17 093 000 | SEK 19 449 000 | SEK 21 988 000 | SEK 18 970 000 | SEK 16 638 000 |
| Finansrelatert gjeld (Σ LFG+KFG) | SEK 41 366 134 | SEK 40 302 000 | SEK 41 551 000 | SEK 42 792 000 | SEK 36 665 000 | SEK 35 173 000 |
| Finansiell Gjeld (Σ DG + FG) | SEK 58 881 000 | SEK 58 549 000 | SEK 58 896 000 | SEK 54 668 000 | SEK 65 646 000 | SEK 64 958 000 |
| Sum Egenkapital og Gjeld | SEK 122 843 000 | SEK 117 428 000 | SEK 118 050 000 | SEK 106 568 000 | SEK 116 303 000 | SEK 112 183 000 |

14.2 Omgruppert regnskap – Rockwool International Group

14.2.1 Fullstendig resultat regnskap – Rockwool

| Fullstendig resultat regnskap (Alle beløp i EUR tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Net sales | DKK 2 819 000 | DKK 2 602 000 | DKK 2 757 000 | DKK 2 671 000 | DKK 2 374 000 |
| Other operating income | DKK 6 000 | DKK 6 000 | DKK 16 000 | DKK 11 000 | DKK 9 000 |
| Sum Inntekter | DKK 2 825 000 | DKK 2 608 000 | DKK 2 773 000 | DKK 2 682 000 | DKK 2 383 000 |
| Raw material cost and prod. Mat cost | DKK 950 000 | DKK 845 000 | DKK 929 000 | DKK 909 000 | DKK 816 000 |
| Delivery costs and indirect cost | DKK 388 000 | DKK 363 000 | DKK 381 000 | DKK 385 000 | DKK 330 000 |
| Other external costs | DKK 189 000 | DKK 184 000 | DKK 218 000 | DKK 232 000 | DKK 235 000 |
| personnel costs | DKK 706 000 | DKK 694 000 | DKK 697 000 | DKK 649 000 | DKK 585 000 |
| Amortisation, deprecation and write downs | DKK 191 000 | DKK 184 000 | DKK 176 000 | DKK 166 000 | DKK 159 000 |
| Sum driftskostnader | DKK 2 424 000 | DKK 2 270 000 | DKK 2 401 000 | DKK 2 341 000 | DKK 2 125 000 |
| Driftsresultat fra egen verksemd | DKK 401 000 | DKK 338 000 | DKK 372 000 | DKK 341 000 | DKK 258 000 |
| Driftsrelatert skattekostnad | DKK 56 451 | DKK 47 582 | DKK 52 369 | DKK 48 005 | DKK 36 320 |
| Netto driftsresultat fra egen verksemd | DKK 344 549 | DKK 290 418 | DKK 319 631 | DKK 292 995 | DKK 221 680 |
| Nettoresultat fra tilknytt verksemd | DKK - | DKK - | DKK - | DKK - | DKK - |
| Netto driftsresultat | DKK 344 549 | DKK 290 418 | DKK 319 631 | DKK 292 995 | DKK 221 680 |
| Finansinntekt | DKK 853 | DKK 7 680 | DKK 4 267 | DKK 4 267 | DKK 27 307 |
| Nettoresultat fra sysselsatt kapital | DKK 345 402 | DKK 298 098 | DKK 323 898 | DKK 297 262 | DKK 248 986 |
| Netto finanskostnad | DKK 11 093 | DKK 18 773 | DKK 8 533 | DKK 10 240 | DKK 12 800 |
| Netto minoritetsresultat | DKK - | DKK - | DKK - | DKK - | DKK - |
| Nettoresultat til egenkapital | DKK 334 309 | DKK 279 324 | DKK 315 365 | DKK 287 022 | DKK 236 186 |
| Unormalt netto driftsresultat | DKK 90 969 | DKK 95 938 | DKK 117 671 | DKK 132 955 | DKK 146 980 |
| Unormalt netto finansresultat | -DKK 104 580 | DKK 46 200 | DKK 43 540 | -DKK 18 900 | -DKK 18 680 |
| Fullstendig nettoresultat til egenkapital | DKK 320 697 | DKK 421 462 | DKK 476 576 | DKK 401 077 | DKK 364 486 |
| Netto betalt utbytte | -DKK 71 526 | -DKK 94 000 | -DKK 87 000 | -DKK 70 000 | -DKK 54 900 |
| Endring i egenkapital | DKK 249 171 | DKK 327 462 | DKK 389 576 | DKK 331 077 | DKK 309 586 |

14.2.2 Omgrupperte balanse, Eiendeler – Rockwool

| Omgrupperte eiendeler (Alle beløp i EUR tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| EIENDELER | | | | | | |
| Driftsrelaterte eiendeler | | | | | | |
| Intangible assets (DAM) | DKK 173 000 | DKK 181 000 | DKK 192 000 | DKK 189 000 | DKK 183 000 | DKK 149 400 |
| Tangible assets (DAM) | DKK 1 727 000 | DKK 1 632 000 | DKK 1 506 000 | DKK 1 227 000 | DKK 1 154 000 | DKK 1 156 600 |
| Deffered tax assets (DAM) | DKK 62 000 | DKK 54 000 | DKK 54 000 | DKK 46 000 | DKK 39 000 | DKK 49 200 |
| Shares in associated company (DAM) | DKK 6 280 | DKK 6 000 | DKK 6 000 | DKK 5 000 | DKK 5 200 | DKK 50 400 |
| Driftsrelaterte anleggsmiddel (∑ DAM) | DKK 1 968 280 | DKK 1 873 000 | DKK 1 758 000 | DKK 1 467 000 | DKK 1 381 200 | DKK 1 405 600 |
| Inventories (DOM) | DKK 233 000 | DKK 216 000 | DKK 236 000 | DKK 238 000 | DKK 197 700 | DKK 176 000 |
| Receivables (DOM) | DKK 483 000 | DKK 360 000 | DKK 358 000 | DKK 339 000 | DKK 293 600 | DKK 272 800 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler (∑ DOM) | DKK 716 000 | DKK 576 000 | DKK 594 000 | DKK 577 000 | DKK 491 300 | DKK 448 800 |
| Driftseiendeler (DE) | DKK 2 684 280 | DKK 2 449 000 | DKK 2 352 000 | DKK 2 044 000 | DKK 1 872 500 | DKK 1 854 400 |
| Finansrelaterte eiendeler | | | | | | |
| Right of use assets (FAM) | DKK 46 000 | DKK 44 000 | DKK 52 000 | DKK - | DKK - | DKK - |
| Longterm depositis and debetors (FAM) | DKK 2 720 | DKK 10 000 | DKK 15 000 | DKK 1 000 | DKK 1 600 | DKK 3 000 |
| Income tax recievable (FAM) | | | | | DKK 9 700 | DKK 4 300 |
| Listed equity securities (FAM) | | | | | DKK 17 400 | DKK - |
| Finansrelaterte anleggsmiddel (∑ FAM) | DKK 48 720 | DKK 54 000 | DKK 67 000 | DKK 1 000 | DKK 28 700 | DKK 7 300 |
| Prepayments | | | | | DKK 17 900 | DKK 17 300 |
| Cash | DKK 171 000 | DKK 241 000 | DKK 275 000 | DKK 386 000 | DKK 244 500 | DKK 120 300 |
| Finansrelaterte omløpsmidler (∑ FOM) | DKK 171 000 | DKK 241 000 | DKK 275 000 | DKK 386 000 | DKK 244 500 | DKK 137 600 |
| Finansielle eiendeler (FE) | DKK 219 720 | DKK 295 000 | DKK 342 000 | DKK 387 000 | DKK 273 200 | DKK 144 900 |
| Eiendeler (∑ DE + FE) | DKK 2 904 000 | DKK 2 744 000 | DKK 2 694 000 | DKK 2 431 000 | DKK 2 145 700 | DKK 1 999 300 |

14.2.3 Omgrupperte balanse, Egenkapital og gjeld – Rockwool

| Omgruppert EK og gjeld (Alle beløp i EUR tusen) | 2021 T* | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| EGENKAPITAL | | | | | | |
| EK tilordnet selskapets aksjonærer | | | | | | |
| Share capital | DKK 29 000 | DKK 29 000 | DKK 29 000 | DKK 29 000 | DKK 29 500 | DKK 29 500 |
| Currency translation adjustment | -DKK 173 000 | -DKK 212 000 | -DKK 104 000 | -DKK 157 000 | -DKK 135 600 | -DKK 103 500 |
| Proposed dividend | DKK - | DKK 94 000 | DKK 94 000 | DKK 88 000 | DKK 71 100 | DKK 55 600 |
| Retained earnings | DKK 2 326 000 | DKK 2 178 000 | DKK 2 096 000 | DKK 1 912 000 | DKK 1 710 800 | DKK 1 549 800 |
| Hedging | -DKK 3 000 | -DKK 1 000 | -DKK 1 000 | DKK 1 000 | DKK 1 400 | DKK 700 |
| Non-controlling interests | DKK 3 000 | DKK 4 000 | DKK 4 000 | DKK 4 000 | DKK 7 300 | DKK 3 800 |
| Sum Egenkapital | DKK 2 182 000 | DKK 2 092 000 | DKK 2 118 000 | DKK 1 877 000 | DKK 1 684 500 | DKK 1 535 900 |
| GJELD | | | | | | |
| Driftsrelatert gjeld (DG) | | | | | | |
| Deferred tax liabilities (LDG) | DKK 53 544 | DKK 47 000 | DKK 43 000 | DKK 51 000 | DKK 50 700 | DKK 44 500 |
| Pension obligations (LDG) | DKK 75 190 | DKK 66 000 | DKK 62 000 | DKK 53 000 | DKK 53 200 | DKK 67 500 |
| Provisions for other liabilities (LDG) | DKK 51 266 | DKK 45 000 | DKK 51 000 | DKK 15 000 | DKK 17 200 | DKK 14 200 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld (∑ LDG) | DKK 180 000 | DKK 158 000 | DKK 156 000 | DKK 119 000 | DKK 121 100 | DKK 126 200 |
| Trade payables (KDG) | DKK 201 879 | DKK 184 000 | DKK 196 000 | DKK 209 000 | DKK 171 200 | DKK 162 800 |
| Provisions for other liabilities and charges (KDG) | DKK 8 777 | DKK 8 000 | DKK 9 000 | DKK 7 000 | DKK 9 200 | DKK 14 000 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld (∑ KDG) | DKK 210 656 | DKK 192 000 | DKK 205 000 | DKK 216 000 | DKK 180 400 | DKK 176 800 |
| Driftsrelatert gjeld (∑ LDG+KDG) | DKK 390 656 | DKK 350 000 | DKK 361 000 | DKK 335 000 | DKK 301 500 | DKK 303 000 |
| Finansrelatert gjeld (FG) | | | | | | |
| Bank loans and other loans (LFG) | DKK - | DKK - | DKK 4 000 | DKK 2 000 | DKK 500 | DKK 1 600 |
| Langsiktig finansrelatert gjeld (∑ LFG) | DKK - | DKK - | DKK 4 000 | DKK 2 000 | DKK 500 | DKK 1 600 |
| Short-term portion of bank loans and other loans (KFG) | DKK 109 717 | DKK 100 000 | DKK 1 000 | DKK 3 000 | DKK 1 100 | DKK 1 500 |
| Bank dept (KFG) | DKK 1 097 | DKK 1 000 | DKK 6 000 | DKK 6 000 | DKK 1 600 | DKK 1 200 |
| Payables to subsidiaries and associated companies (KFG) | DKK 19 749 | DKK 18 000 | DKK 18 000 | DKK - | DKK - | DKK - |
| Income tax payable (KFG) | DKK 27 429 | DKK 25 000 | DKK 29 000 | DKK 34 000 | DKK 24 300 | DKK 23 700 |
| Other payables (KFG) | DKK 173 352 | DKK 158 000 | DKK 157 000 | DKK 174 000 | DKK 150 600 | DKK 132 400 |
| Kortsiktig finansrelatert gjeld (∑ KFG) | DKK 331 344 | DKK 302 000 | DKK 211 000 | DKK 217 000 | DKK 177 600 | DKK 158 800 |
| Finansrelatert gjeld (∑ LFG+KFG) | DKK 331 344 | DKK 302 000 | DKK 215 000 | DKK 219 000 | DKK 178 100 | DKK 160 400 |
| Finansiell Gjeld (∑ DG + FG) | DKK 722 000 | DKK 652 000 | DKK 576 000 | DKK 554 000 | DKK 479 600 | DKK 463 400 |
| Sum Egenkapital og gjeld | DKK 2 904 000 | DKK 2 744 000 | DKK 2 694 000 | DKK 2 431 000 | DKK 2 164 100 | DKK 1 999 300 |