The construction maverick

AF Gruppen er et ledende entreprenør- og industrikonsern, grunnlagt i 1985 og børsnotert i 1997. Siden den gang har selskapet levert en totalavkastning på 11 500 %, tilsvarende en årlig avkastning på 18 %[3]. Dette gjør selskapet til et av de beste selskapene på OSEBX i perioden. Tilnærmingen er enkel å forklare, men vanskelig å kopiere: velg de riktige prosjektene, pris risikoen riktig og lever innenfor budsjett. AF utfordret bransjens normer og ble sektorens egentlige «construction maverick» ved å kombinere tradisjonell entreprenørvirksomhet med riving av offshoreinstallasjoner og miljøtjenester. Det er tegn til at markedet har nådd bunnen og gradvis stabiliserer seg[19]. AF går inn i oppgangen med en ren ordrebok og en rekordhøy ordrereserve. Vi starter dekning med en KJØP-anbefaling.

Best in Class

AF Gruppen har levert høyere gjennomsnittlige driftsmarginer enn alle sine nordiske konkurrenter. Den viktigste driveren er Anlegg, som har levert driftsmarginer på 6,5–8,6 % hvert år siden 2021. Likevel kan bare noen få tapsprosjekter gi et kraftig fall i driftsresultatet, og lønnsomheten er svært følsom for endringer i kostnadene. For AF er driftsmarginen den viktigste driveren i verdsettelsen vår.

Clean House, Full Order Book

Tapsprosjektene er nesten borte. Bare 0,3 % av ordrereserven er knyttet til tapsprosjekter, ned fra NOK 1,5 mrd. i 2022[13]. Samtidig er ordrereserven rekordhøy med NOK 49,8 mrd., etter at kontrakten om Stad skipstunnel ble sikret. Marginen for 2025 er derfor et rent utgangspunkt for prognosen.

Ambitious Targets, Great Upside

AFs strategiplaner setter ambisiøse finansielle mål. For perioden 2020–2024 var målene 7 % årlig omsetningsvekst, 7 % driftsmargin og 20 % avkastning på investert kapital. Vekst- og marginmålene ble ikke nådd og er videreført i den gjeldende strategiplanen, som varer til 2028. Hvis målene nås, vil omsetningen bli NOK 39,5 mrd., med et driftsresultat på NOK 2,7 mrd. Samlet gir dette et driftsresultat rundt 20 % over våre estimater. Den høyere marginen står for det meste av oppsiden. Vi forventer ikke at AF når målet om 7 % driftsmargin, siden det ikke er nådd siden 2016. I bransjen regnes 5 % som gullstandarden, og det er et mer realistisk estimat.

Slow and Steady

Prognosen bygger på AFs eksisterende ordrebok og Veidekkes markedsprognoser for bransjen. Omsetningen vokser fra NOK 32 mrd. i 2025 til NOK 44,5 mrd. i 2035, mens driftsmarginen holder seg på dagens nivå. Veksten er moderat, men forutsigbar, og siden den krever lite kapital, blir det meste av inntjeningen igjen til aksjonærene.

Target price (NOK) 226.00
Share price (NOK) 196.20
Upside 15%

▲ **BUY**
HOLD
SELL

AF Gruppen (AFG, Oslo Børs)

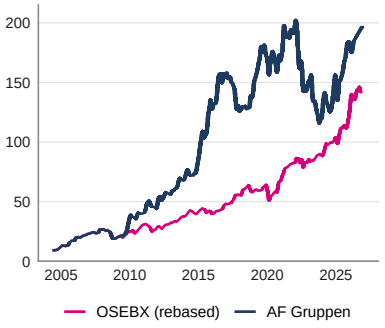
Expected total return	18%
MCap (NOKm)	22,302
No. of shares (m)	113.7
Dividend per share (NOK)	6.50
Net debt incl. leases (NOKm)	(244)

Valuation

DCF value per share, 31.12.25	208
WACC	7.8%
Terminal growth	2.5%
Scenario range (NOK)	146 – 284

Key figures	2025	2026e	2027e
Revenue (NOKbn)	32.0	34.6	37.0
EBITA (NOKm)	1,486	1,819	2,001
EBITA margin	4.6%	5.3%	5.4%
FCFF (NOKm)	1,725	796	1,281
Order backlog (NOKbn)	44.7	49.3	50.8

Performance



Analytikere

Martin Kaupang Henriksen
martin.hennriksen0505@gmail.com

Alexander Wiegels Waage
alexwaage2004@gmail.com

AF Gruppen

Business Description

Selskapet leverer tjenester innen anlegg, bygg, eiendomsutvikling, energi og offshore. I dag har AF 6 000 ansatte, og kjerneverdiene fra starten preger fortsatt selskapet[1]. Det er flere risikoer å ta hensyn til i virksomheten. Gjennomføringsrisiko i prosjektene, høye renter, et svakere boligmarked og en makroøkonomisk nedgang påvirker vekst, aktivitet og lønnsomhet.

Business Model

AF Gruppens forretningsidé er å skape verdier og muligheter gjennom prosjektvirksomhet med en kompromissløs holdning til sikkerhet og etikk[2]. Konsernsjef Amund Tøftum beskriver virksomheten som bred, men med prosjektvirksomhet som fellesnevner[3]. Inntektene regnskapsføres i takt med fremdriften i prosjektene, så verdiskapingen avhenger av hvor godt prosjektene prises og gjennomføres. Kundene betaler også i takt med fremdriften, og leverandørene gir kreditt. Arbeidskapitalen er derfor negativ. Kontrakter og prosjekter strekker seg ofte over flere år, noe som gjør fastpriskontrakter sårbare for økende kostnader. Risikoen for kostnadsvekst reduseres likevel fordi lønns- og prisøkninger delvis dekkes av kundene[2]. I tillegg til kontraktsstrukturen spiller AFs brede spekter av forretningsområder en viktig rolle i risikostyringen. Investorer kan diversifisere sine egne porteføljer, men AFs diversifisering skaper verdi på selskapsnivå. Porteføljen gjør AF mindre sårbar for markedssvingninger og mer robust mot risiko.

Business Segments and Geography

AF har sju segmenter, hver med ulik størrelse, bidrag og forretningsområde. Anlegg er det største segmentet med 35 % av omsetningen og står for om lag 44 % av selskapets EBIT (figur 3). Ifølge AF gjør den offentlige etterspørselen anleggsmarkedet mindre følsomt for konjunkturene[2]. Bygg er det nest største segmentet og bidro med 28 % av omsetningen i 2025. Dette segmentet er mer konjunkturutsatt enn Anlegg, med en EBIT-margin mellom 2,9 % og 5,0 % i 2021–2025[2].

Offshore rapporterte tap i 2025, men forbedret EBIT-marginen til 3,7 % i 2. kvartal 2026, mot 0,7 % i 2. kvartal 2025. Både den eksisterende virksomheten og nyervervede Claxton, et nisjeselskap innen riving og opprydding offshore, leverer sterke resultater[4]. Geografisk opererer AF Gruppen hovedsakelig i Norge og Sverige. Norge er det største markedet, mens Sverige utgjør rundt 15 % av omsetningen[2]. Claxton gir AF inngang til det britiske og det internasjonale offshoremarkedet[4].

Prospects

Ordrereserven nådde en rekordhøy NOK 49,8 mrd. i 2. kvartal 2026 (figur 4)[4]. Stad skipstunnel er den siste store kontrakten, med en verdi på rundt NOK 5,6 mrd. og byggestart tidlig i 2027[4]. Frem mot 2028 har AF satt en strategi med mål om 7 % driftsmargin, 20 % ROIC og 7 % årlig vekst. Strategien dreier porteføljen mot offentlige kunder innen forsvar, utdanning, helse og fornybar energi. Offentlige kunder er mindre sårbare for konjunktursvingninger, men stiller strengere krav, som omfattende dokumentasjon, miljøstandarder og formelle anbudsprosesser[2].

Core values



Figure 1. Source: AF Gruppen Annual Report 25.[2]

Business Model

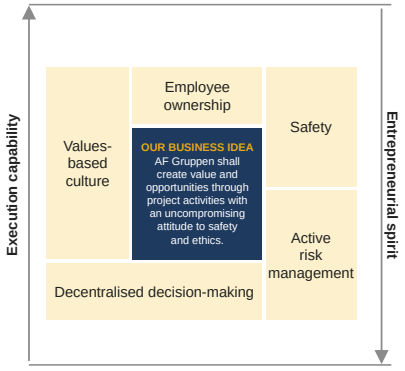


Figure 2. Source: AF Gruppen Annual Report 25.[2]

Share of revenue and contribution to EBIT, 2025

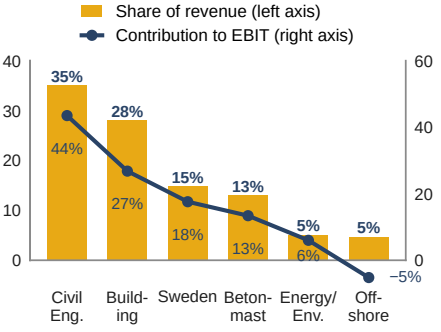


Figure 3. Source: AF Gruppen Annual Report 2025.[2]

Order backlog, 2015–Q2,26

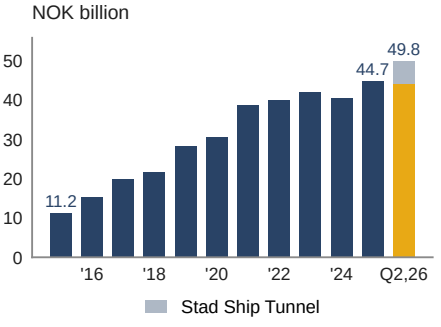


Figure 4. Source: AF Gruppen Annual Reports 15-25.[2]

Environmental, Social and Governance

Vi fokuserer på ESG-faktorene som påvirker AFs lønnsomhet og risiko. Utslippene i scope 1 og 2 er redusert med 21 % fra 2020, mot et mål om å halvere dem innen 2028 (figur 5), og sorteringsgraden for avfall var 96 % i 2025 (figur 6). Strengere klimakrav er like mye en mulighet som en risiko, siden de øker etterspørselen etter riving, gjenvinning og opprydding[2]. Sikkerhet er den viktigste sosiale prioriteten. H1-verdien, inkludert underleverandører, falt fra 1,1 i 2021 til 0,4 i 2025 (figur 7), noe som støtter produktiviteten og AFs posisjon i offentlige anbud.

AF bygger på fem bærebjelker: sikkerhet, verdibasert kultur, medarbeidereierskap, desentralisert beslutningstaking og aktiv risikostyring[2]. Ansatte kan kjøpe aksjer med 20 % rabatt gjennom aksje- og opsjonsprogrammer[2]. Dette knytter insentivene direkte til lønnsomheten i prosjektene, som er den viktigste verdidriveren. AFs etiske retningslinjer for ansatte og samarbeidspartnere er forankret i styret[2]. Eierskapet er langsiktig, men konsentrert. De tre største aksjonærene eier om lag 46 %, og OBOS er både aksjonær og kunde. Den desentraliserte modellen skaper sterke enheter, men et brudd i én enhet kan skade hele konsernet. Samlet sett ser vi ESG som svakt positivt for verdien.

Industry Overview and Competitive Position

Industry Overview

Det norske anleggs- og byggmarkedet var på henholdsvis NOK 159,2 mrd. og 410,7 mrd. i 2025[2]. Etter et fall på 7 % i 2025 venter Veidekke at det norske entreprenørmarkedet vokser med 7 % i 2026 og 3 % i 2027, med sterkest vekst innen energi[5]. Bransjen er fragmentert, med mer enn 50 000 selskaper innen norsk bygg og anlegg[6]. AF, Veidekke, Skanska, NCC og Peab står til sammen for om lag 12 % av den samlede omsetningen, og AFs andel er om lag 3,4 %. Dette innebærer at ingen av aktørene har prisingsmakt, og konkurransen avgjøres prosjekt for prosjekt. Lønnsomheten avhenger derfor av to ting: å prise risikoen riktig og å levere til avtalt kostnad. I anbudskonkurranser vinner ofte den som har levert det laveste tilbudet. Evnen til å si nei til feil prosjekter er dermed like viktig som evnen til å vinne dem.

Industry Competitiveness

Kundemakten er høy. Offentlige kunder står for 46 % av AFs omsetning[2]. Regelverket for offentlige anskaffelser krever åpen konkurranse, noe som betyr at prisen ofte er avgjørende. Private kunder har større frihet til å velge entreprenør ut fra relasjoner og samarbeid. Leverandørmakten øker, siden arbeidskraft utgjør 55 % av byggekostnadene. Reallønnsveksten holder kostnadene høye, mens en svak krone gjør Norge mindre attraktivt for utenlandske arbeidere[7]. En svak krone gjør i tillegg eksport mer lønnsomt, noe som gir produsenter av innsatsfaktorer sterkere insentiver til å selge til utenlandske markeder. For øyeblikket gir svake underleverandører AF innkjøpsfordeler. Byggeaktiviteten er ikke høy nok, og underleverandørene er avhengige av å sikre seg oppdrag. Dette skaper et overskudd av tilbud, slik at AF Gruppen kan presse underleverandørene. Fordelen er trolig midlertidig[8].

Competitive Position

Høye boligkostnader presser etterspørselen i byggebransjen. Den årlige kostnadsveksten for innsatsfaktorer i boligprosjekter har vært om lag den samme i Norge og Sverige (figur 8). Dette bildet er imidlertid misvisende. På grunn av forskjeller i standarder, kvalitet og regulatoriske krav steg kostnaden per leilighet med rundt 37 % i Norge fra 2014 til 2024, mot 2 % i Sverige (figur 9). Anlegg er derimot sterkt drevet av offentlig etterspørsel og er AFs kjernesegment. De siste ti årene har AF hatt en gjennomsnittlig driftsmargin på 5,7 %, høyere enn alle konkurrentene i nesten hvert eneste år (figur 10). Fortrinnet ligger i disiplinert prosjektvalg og sterk gjennomføring, siden ett enkelt mislykket prosjekt kan svekke lønnsomheten betydelig. I 2023 rapporterte Offshore og Sverige tap, og marginen falt kraftig.

Scope 1 and 2 (tonnes CO2e)

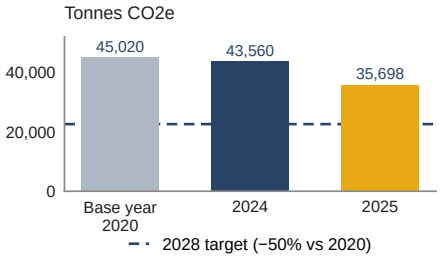


Figure 5. Source: AF Gruppen Annual Report 25, Q2,26.[4]

Waste sorting rate by activity, 2024–2025

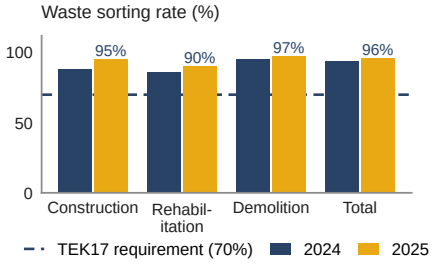


Figure 6. Source: AF Gruppen Annual Report 25.[2]

Lost-time injuries per million hours worked

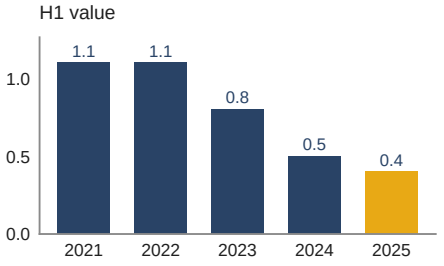


Figure 7. Source: AF Gruppen Annual Report 25.[2]

Building cost index, Norway and Sweden

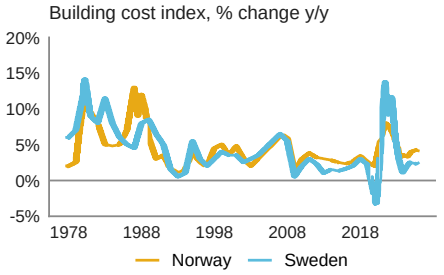


Figure 8. Source: AF Gruppen Q3,25 presentation.[7]

Cost per apartment, Sweden vs. Norway, 2014–2024

Sweden – cost per apartment	
2014	SEK 2.2m
2024	SEK 2.3m
Increase	**approx. 2%**

Norway – cost per apartment	
2014	NOK 2.9m
2024	NOK 4.0m
Increase	**approx. 37%**

Figure 9. Source: AF Gruppen Q3,25 presentation.[7]

Barriers to Entry

I store anleggsprosjekter er inngangen nesten stengt. Byggherrene foretrekker dokumentert erfaring fra lignende prosjekter og finansiell styrke til å bære risikoen, noe nye aktører sjelden har. I små byggeprosjekter er terskelen for nye aktører lavere, siden etableringsbarrierene er betydelig svakere. AF er godt posisjonert for store og komplekse prosjekter, og trusselen fra nye konkurrenter og nyetableringer er lav. AF kjøper dessuten jevnlig opp mindre virksomheter med sterk teknisk kompetanse, senest AF Elkraft, H.A. Bygg og Claxton[2,4]. Dette gjør det vanskeligere for lovende nisjeselskaper å vokse seg store på egen hånd.

Historical Performance

AF har aldri vært større, men driftsmarginen er lavere enn for ti år siden. Veksten er i stor grad kjøpt, og selv små feil på prosjektnivå kan slå hardt ut på lønnsomheten. I dag er tidligere tap tatt, og kontantstrømmen fra driften er den høyeste på over ti år.

Revenue Growth and Backlog

Fra 2015 til 2025 økte omsetningen fra NOK 12,4 mrd. til 32,0 mrd. (*CAGR 9,9 %*). Den viktigste driveren har vært Anlegg, som mer enn doblet omsetningen fra NOK 4,2 mrd. i 2017 til 11,2 mrd. i 2025. Ordrereserven har vokst raskere enn omsetningen, og konverteringsgraden har falt fra 106 % til 79 % (figur 11). Dette skyldes at anleggsprosjektene har økt fra 18 % til 40 % av ordrereserven. Disse prosjektene er større og strekker seg over flere år, så en fallende konverteringsgrad er ventet og ikke et tegn på svakere drift.

Acquired growth and profitability challenges

Rundt 65 % av veksten er kjøpt, særlig gjennom Betonmast i 2019. Den organiske veksten var 4,5 % per år, og bare 0,6 % justert for materialkostnader (figur 12). Oppkjøpene sikret omsetningsmålet på NOK 20 mrd. i 2020, men målene om NOK 40 mrd. og 7 % driftsmargin for 2024 ble ikke nådd. Betonmast illustrerer vårt syn om at store oppkjøp ofte innebærer en avveining mellom vekst og lønnsomhet. Driftsmarginen i Betonmast har ligget godt under AFs mål for 2024 (figur 13). Svake enheter som «Boligbygg» trakk marginene ned. Uten «Boligbygg» ville driftsmarginen i Betonmast vært 2,6 prosentpoeng høyere i 2023 og 1,5 prosentpoeng høyere i 2024[11]. I 2025 leverte Betonmast en driftsmargin på 5,3 %, og for første gang siden oppkjøpet var lønnsomheten høyere enn AFs marginkrav. En strukturell endring gjennom sammenslåingen av «Boligbygg» og Betonmast Oslo, sammen med bedre drift, kan forklare forbedringen[11]. Vi ser oppkjøp som strategiske på lang sikt, men på kort sikt presser de AFs marginer. Uforutsigbare makroøkonomiske forhold i perioden bidro også.

Built by Others – Costs Drive the Margin

AF setter i økende grad bort produksjonen til underleverandører. COGS, som omfatter underleverandører og materialkostnader, steg fra 58,5 % til 65,0 % av omsetningen mellom 2016 og 2025[2]. Kostnadseffektiviteten er likevel opprettholdt. Når underleverandørene tar mer av arbeidet, trenger AF færre egne ansatte, og SG&A har falt med om lag like mye som økningen i COGS. Til sammen utgjør kostnadene rundt 93 % av omsetningen. Det gir en tynn margin der selv små kostnadsendringer har stor betydning for lønnsomheten (figur 14).

Thin Ice – Best in Class, but Little Room for Error

Byggebransjen er preget av høye inntekter og tynne marginer. AF har hatt en gjennomsnittlig driftsmargin på 4,9 % siden 2018. Dette er høyere enn alle konkurrentene i samme periode (figur 10). Den viktigste driveren er Anlegg, som har hatt konsernets høyeste marginer hvert år siden 2021[2]. Men tynne marginer gir lite rom for feil. I 2023 forklarte tap i Sverige og Offshore 86 % av fallet i driftsresultatet, fra NOK 1,4 mrd. til 0,7 mrd.[13] (figur 15). I dag er gjenværende omsetning i tapsprosjekter redusert fra NOK 1 527 mill. i 2022 til 121 mill., bare 0,3 % av ordrereserven[2]. Tapene er allerede tatt i regnskapet, så driftsmarginen på 5,2 % i 2025 gir et rent utgangspunkt for prognosen.

EBIT margin, AF Gruppen vs. Nordic peers

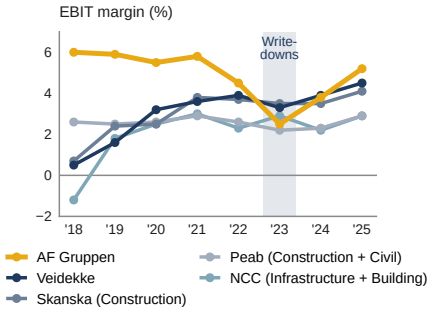


Figure 10. Source: Company annual reports 18–25.[2, 20]

Backlog and Conversion-rate

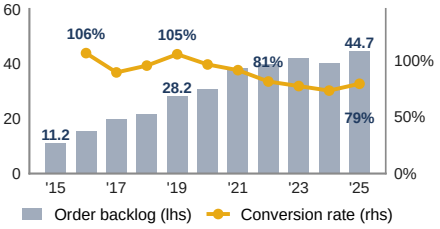


Figure 11. Source: LSEG and Annual report 25.[2, 9]

Reported vs. organic revenue (index, 2015 = 100)

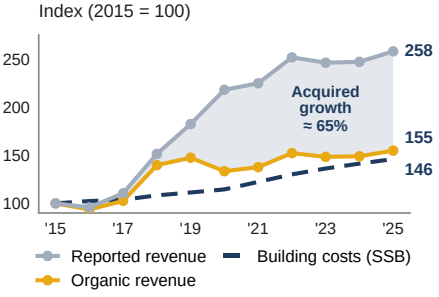


Figure 12. Source: SSB; AF annual reports.[2, 10]

Operating margin, Betonmast vs. rest of AF Gruppen

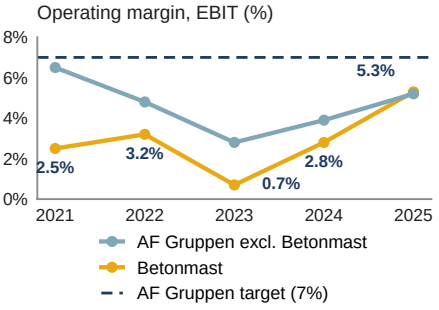


Figure 13. Source: AF Gruppen Annual Reports 22-25.[2]

Capital Structure

AFs lave kapitalbase er ingen tilfeldighet. Det er en svært god kapitalstruktur gitt bransjens egenskaper. Risikoen i byggebransjen er skjev. Et prosjekt som går bra, gir et påslag på 8–12 %, mens et prosjekt som går galt, kan utslette overskuddet fra mange andre, slik 2023 viste. Høy gjeld kombinert med en skjev risikoprofil gjør den finansielle stillingen sårbar. Noen få mislykkede prosjekter kan da tvinge AF til å hente kapital på ugunstige vilkår. AF unngår dette ved å holde lite gjeld, fordi kunder og leverandører finansierer driften. Lite kapital er bundet.

Mind the Gap

AF hadde rekordhøy kontantstrøm fra driften i 2025, men den svinger mer enn rapportert EBITDA (figur 16). Dette skyldes endringer i arbeidskapitalen. Holdes endringene i arbeidskapitalen utenfor, følger kontantstrømmen fra driften EBITDA tett (figur 17). Svingningene i kontantstrømmen fra driften viser når pengene kommer inn, ikke hvor mye AF tjener. Over tid blir EBITDA omgjort til kontanter. Kundene betaler ofte før arbeidet er utført, så pengene kommer inn før inntjeningen regnskapsføres. Senere, når arbeidet utføres, regnskapsføres inntjeningen uten at nye penger kommer inn, og kontantstrømmen faller under EBITDA. Rekorden i 2025 er derfor delvis en tidsforskyvning, og noe av dette har allerede snudd i 2026[12].

Cash flow from operations vs. EBITDA

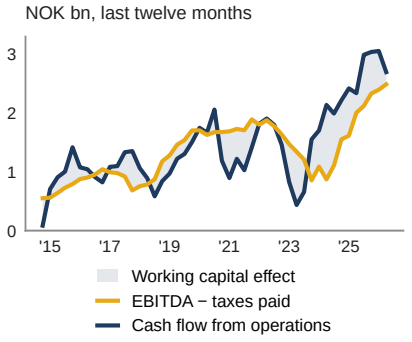


Figure 16. Source: AF Gruppen quarterly reports 15–26.[21]

Excluding change in working capital

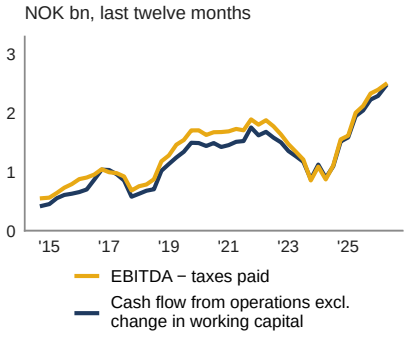


Figure 17. Source: AF Gruppen quarterly reports 15-26.[21]

ROIC

Tradisjonell ROIC fanger ikke opp AFs kapitallette modell. Investert kapital eksklusive goodwill er negativ i alle år, og ROIC svinger kraftig. Justert for goodwill og balanseførte kostnader gir målet mening (figur 18). Vi deler også på gjennomsnittet av inngående og utgående investert kapital for å unngå en kunstig lav ROIC, særlig i år med oppkjøp. Da AF for eksempel kjøpte Betonmast i november 2019, økte goodwill umiddelbart, mens bare to måneders inntjening kom med i regnskapet. Dette gjør gjennomsnittlig investert kapital avgjørende for et riktig bilde av virkeligheten.

Justert ROIC har vært høyere enn WACC i alle år og har skapt NOK 7,2 mrd. i økonomisk profitt over 2015–2025. En oppdeling av ROIC i driverne viser hvorfor. AF binder bare om lag 10 % av omsetningen i investert kapital, så kapitalomløpet er høyt og marginen er den viktigste driveren. Ett prosentpoeng høyere margin gir rundt 7,5 prosentpoeng høyere ROIC. Dette støtter at vi bruker en RONIC på 20 % i terminalverdien, noe som er konservativt sammenlignet med AFs historiske avkastning.

Civil Engineering: Top of the Table

Sammenlignet med Veidekkes norske anleggsvirksomhet skiller AF seg klart ut. Mellom 2018 og 2025 hadde AFs anleggssegment et resultat før skatt på NOK 4,2 mrd., mot NOK 1,1 mrd. for Veidekke (figur 19). Resultatmarginen var i gjennomsnitt 7,5 % i 2020–2025, mot 4,6 % for Veidekke, og AF hadde den høyeste marginen i alle år unntatt 2022.

Cost split as share of revenue, 2015–2025

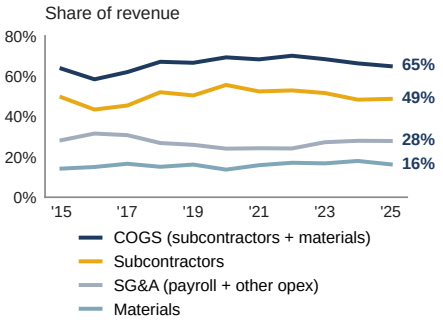


Figure 14. Source: LSEG.[9]

Change in EBIT by segment

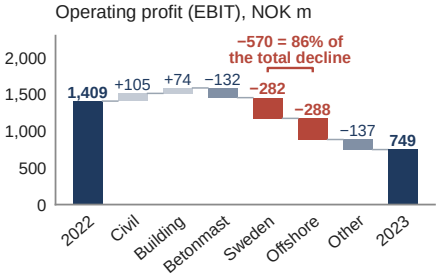


Figure 15. Source: AF Gruppen Annual Report 23.[13]

Adjusted ROIC vs. AF's 20% target

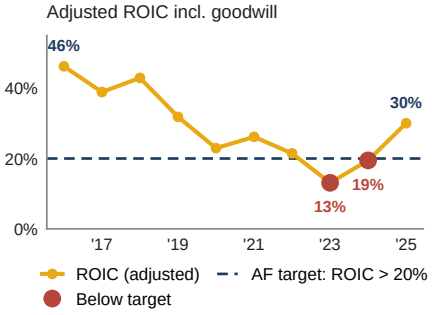


Figure 18. Source: LSEG; AF Annual Report 15-25.[2]

Civil profit before tax, AF Gruppen vs. Veidekke

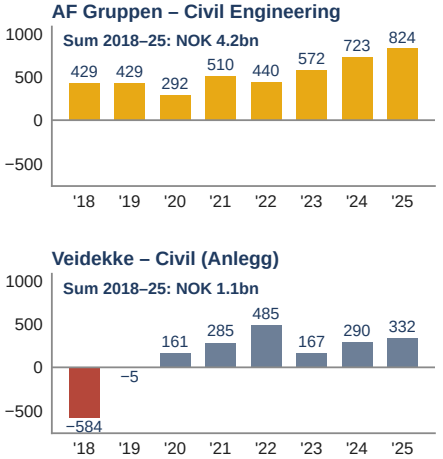


Figure 19. Source: AF Gruppen and Veidekke annual and quarterly reports, 18-25.[21]

Forecast

Omsetningen drives av ordrereserven, mens kostnadene bestemmer marginen. Prognosen bygger på AFs strategiplan frem mot 2028 og bransjeprognoser. AF vinner jevnlig store enkeltkontrakter, men tidspunktet for dem kan ikke forutsies. Fra 2029 antar vi at ordrereserven vokser med 2,5 % per år, om lag i takt med inflasjonen.

From Backlog to Revenue

Ordrereserven er den viktigste driveren i modellen. Vi estimerer omsetningen som en andel av ordrereserven ved inngangen til året. Per 2. kvartal 2026 har ordrereserven økt med 11 %, hovedsakelig på grunn av Stad skipstunnel. Vi venter at ordrereserven ender året 10,3 % høyere. For 2027 og 2028 bruker vi Veidekkes markedsprognoser, vektet etter hvert segments andel av ordrereserven. Dette gir en vekst i ordrereserven på 3,0 % og −0,2 %. Konverteringsgraden faller fra 77 % i 2026 til rundt 75 %, i takt med flere store anleggsprosjekter. Omsetningen vokser dermed fra NOK 32,0 mrd. i 2025 til NOK 44,5 mrd. i 2035 *(CAGR 3,3 %)* (figur 20). Veksttakten er lavere enn det historiske nivået, siden effekten av oppkjøp er holdt utenfor estimatene.

The Margin is the Model

Vi venter at COGS holder seg på 65 % av omsetningen, som i 2025, og at SG&A ligger på rundt 27,5 %. Som nevnt er *COGS/omsetning* og *SG&A/omsetning* negativt korrelert, så den samlede kostnadsprofilen har ligget stabilt på rundt 92–94 % i de fleste av de siste ti årene, med 2023 som det viktigste unntaket. Fordelingen mellom dem betyr derfor lite for marginen, og vi ser ingen grunn til at dette skal endre seg. Kostnadsestimatene gir en EBITA-margin på rundt 5,6 % frem mot 2035.

Vi venter ikke at AF når målet om 7 % driftsmargin (figur 21). Offentlige anbud presser prisene, og fordelen overfor svake underleverandører er trolig midlertidig. I tillegg er målet bare nådd i 2015 og 2016. Samtidig ser vi liten grunn til å vente et nytt marginfall, slik som i 2023. Ordreboken er ren, Betonmast er snudd, Anlegg holder nivået, og prisjusteringsklausuler beskytter delvis mot kostnadsøkninger.

AF Will Never Sacrifice Profitability for Growth

Endringer i AFs kostnader har stor betydning for verdsettelsen. Ett prosentpoeng lavere *COGS/omsetning* øker verdien med rundt NOK 42 per aksje, mens ett prosentpoeng høyere årlig vekst gir rundt NOK 23 mer (figur 22). Med tynne marginer får små kostnadsendringer stor effekt.

Worst scenario

Et svakt boligmarked og høye renter varer lenger enn ventet, og AF pådrar seg nye tapsprosjekter som i 2023. COGS stiger mot 67 % av omsetningen i 2028 og blir liggende på det nivået *(uendret SG&A)*. Økningen drives av høyere lønnskostnader, ettersom Norge blir mindre attraktivt for utenlandske arbeidere og det blir færre fagarbeidere tilgjengelig. Ordrereserven flater ut, og sterk konkurranse om færre prosjekter gjør det vanskelig å velte de høyere kostnadene over i prisene. EBITA-marginen ender på rundt 4 %.

Best guess scenario

Byggemarkedet har passert bunnen. Rentene holder seg på dagens nivå. AF fortsetter å være selektiv og velger prosjekter der risikoen kan håndteres. Tapsprosjektene holder seg på dagens lave nivå, og de store kontraktene, som Stad skipstunnel, gjennomføres godt. EBITA-marginen stabiliserer seg da på rundt 5,6 %, med kostnadene holdt på 2025-nivå.

Best scenario

Offentlige investeringer gir sterk ordreinngang innen Anlegg og Energi. Ordrereserven vokser med 7 % per år i 2027–2028. Anlegg har historisk levert høyere driftsmarginer enn Bygg. Når Anlegg blir en større del av virksomheten, øker den samlede lønnsomheten, og EBITA-marginen nærmer seg 6 %. AFs mål på 7 % nås likevel ikke.

Revenue Forecast

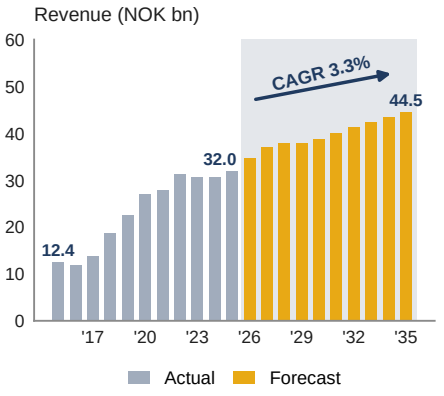


Figure 20.

Three margin Scenarios

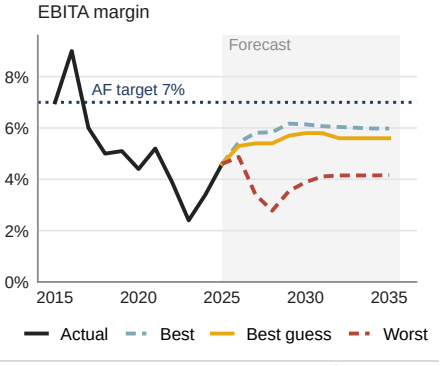


Figure 21. Source: AF Annual Report 15-25.[2]

Cost sensitivity, Only Operating Assets

COGS / revenue	Long-term growth after 2035 (g)						
	1.0%	1.5%	2.0%	**2.5%**	3.0%	3.5%	4.0%
62%	317	326	337	351	367	386	411
63%	279	287	297	309	323	341	362
64%	241	249	257	268	280	295	314
65%	204	210	217	**226**	236	249	265
66%	166	171	177	184	193	203	217
67%	128	132	137	143	149	158	168
68%	91	94	97	101	106	112	119

Figure 22.

Worst case — EBITA margin ~4%

- New loss projects, as in 2023
- COGS rises to 67% by 2028
- Weak housing market, high rates

Price target NOK 146 (−25%)

Best guess — EBITA margin ~5.6%

- Losses stay at today's low level
- Large contracts executed as planned
- Backlog in line with market outlook

Price target NOK 226 (+15%)

Best case — EBITA margin ~6%

- Strong public investment
- Backlog +7% p.a. in 2027–2028
- Higher share of Civil Engineering

Price target NOK 284 (+45%)

Figure 23.

Valuation

Cost of Equity

Egenkapitalkostnaden er estimert med CAPM. Den risikofrie renten er 4,16 %, renten på en tiårig norsk statsobligasjon[15]. Markedets risikopremie er 5,0 %, litt over Damodarans estimat[16].

I stedet for å bygge på en usikker regresjon for én enkelt aksje bruker vi en bransjebeta basert på 160 europeiske entreprenører[17]. Bransjebetaen, β_e på 0,93, gjenspeiler en gjeldsgrad på 49 % og store kontantbeholdninger. Når effekten av gjeld og kontanter fjernes, får vi en driftsbeta, β_a på 0,73, som fanger opp risikoen i entreprenørvirksomheten. Vi fjerner gjeldseffekten uten skattejustering, i tråd med WACC-forutsetningen om en konstant gjeldsgrad. Dette gir et avkastningskrav til driften *(kA)* på 7,83 %. AF er i praksis gjeldfritt, med netto gjeld inkludert leieforpliktelser på NOK −244 millioner (−1,2 % av egenkapitalverdien). Når denne kapitalstrukturen legges til, blir egenkapitalkostnaden *(kE)* 7,79 %.

Cost of debt

AF har ingen offisiell kredittrating, men en rentedekningsgrad (*EBITA/renter*) på 23 ganger. Dette tilsvarer AAA, noe som gir en kredittpremie på 0,40 % og en gjeldskostnad før skatt *(kD)* på 4,6 %[18]. Samlet gir egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden en WACC på 7,84 %, som vi mener er godt begrunnet (figur 24).

Arguments for 7.8%

WACC	**7.8%**
✓ **Beta from 160 peers** — Not one noisy regression	
✓ **WACC ≈ cost of operations** — As expected with no net debt	
✓ **Matches AF's own rate** — Impairment test: ≈7.6% after tax	
✓ **Consistent ordering** — g 2.5% < WACC 7.8% < RONIC 20%	

Figure 24.

From Operations to Equity Value

Driftsverdien er NOK 25 838 mill. Deretter legger vi til ikke-driftsrelaterte eiendeler og trekker fra gjeld, leieforpliktelser og minoritetsinteresser. Rundt 15 % av AFs resultat tilhører minoritetsaksjonærene (figur 25). Egenkapitalverdien per aksje er NOK 208. Dette er lavere enn virksomhetsverdien per aksje, fordi minoritetsinteressene og gjelden er større enn de ikke-driftsrelaterte eiendelene.

Price Target and Recommendation

Basert på historiske regnskapstall fra 2025 gir verdsettelsen NOK 208 per aksje per 31.12.2025. Justert til dagens dato tilsvarer dette NOK 215 per aksje. Fremskrevet ett år med egenkapitalkostnaden og justert for utbytte gir dette et kursmål på NOK 226 om tolv måneder. Sammenlignet med dagens aksjekurs på NOK 196,20 per 06.11.2026 innebærer dette en oppside på 15 % og en forventet totalavkastning på om lag 18 %, inkludert utbytte. På tvers av scenarioene varierer kursmålet fra NOK 146 til NOK 284 (figur 26). En WACC mellom 7,3 % og 8,3 % og en langsiktig vekst mellom 2,0 % og 3,0 % gir et kursmål på NOK 200–262, og kursmålet faller under dagens aksjekurs først ved en WACC på rundt 8,8 % eller høyere. Kostnadene betyr mer enn kapitalkostnaden. En økning i COGS/omsetning på ett prosentpoeng reduserer verdien om lag dobbelt så mye som en økning i WACC på 0,5 prosentpoeng (figur 22).

Getting to Price per Share

	NOK million
Operating value (DCF) — Free cash flow to all investors	**25,838**
+ **Non-operating assets** — Excess cash, associates, tax losses, options	**3,652**
− **Debt and debt-like items** — Loans, leases, other	**1,638**
− **Minority interests** — At market value	**4,235**
= **Equity value**	**23,617**
÷ **Number of shares** — Million	**113.7**
Value per share	**NOK 208**

Figure 25.

Scenarios

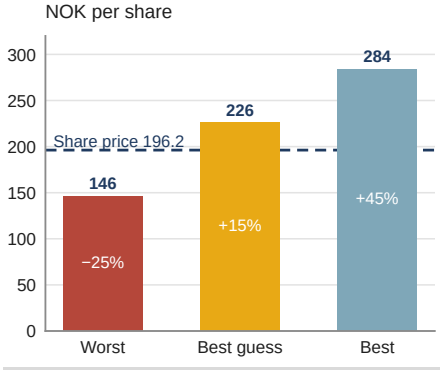


Figure 26.

Shareprice Scenarios

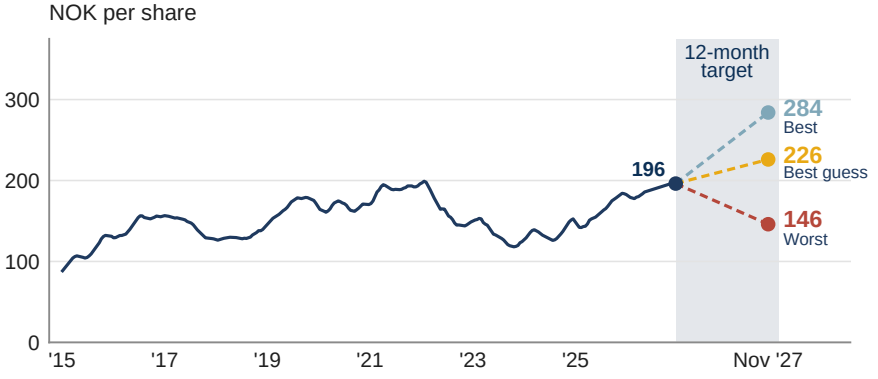


Figure 27.

Relative Valuation

DCF-modellen bygger på våre egne forutsetninger om ordrereserve, driftskostnader og WACC. En relativ verdsettelse gir et annet perspektiv. Den viser hva investorer betaler for sammenlignbare selskaper i dag, og om kursmålet vårt er rimelig. Vi sammenligner AF med de samme fire nordiske konkurrentene som brukes gjennom hele rapporten. De viktigste konkurrentene er Veidekke, Skanska, NCC og Peab. Vi legger mest vekt på P/E og EV/EBIT. P/E viser hvor mye investorer betaler for hver krone selskapet tjener. EV/EBIT omfatter både egenkapital og gjeld og måler selskapets samlede verdi i forhold til driftsresultatet. Det gir en mer rettferdig sammenligning når selskapene har ulik gjeldsgrad (D/E). AF har netto kontanter, mens flere av konkurrentene har gjeld.

Målt på P/E handles AF om lag på linje med Veidekke, den nærmeste konkurrenten. Begge prises til rundt 18 ganger forventet inntjening for 2026. Sammenlignet med de øvrige konkurrentene handles AF til en liten premie. Investorer betaler altså litt mer for AF enn for de fleste konkurrentene. Spørsmålet er om denne premien er berettiget. Her blir marginen igjen det sentrale punktet. AF har hatt høyere driftsmargin enn konkurrentene i nesten alle år (figur 10), særlig drevet av Anlegg. Når et selskap over tid tjener mer per krone i omsetning, er det naturlig at investorer betaler noe mer for inntjeningen. Premien hviler likevel på forutsetningen om at AF kan opprettholde marginen. Det er den samme forutsetningen som ligger til grunn for DCF-modellen vår.

På EV/EBIT er bildet mer nyansert og avhenger av hvilket år vi måler mot. Basert på driftsresultatet de siste tolv månedene handles AF over både Veidekke og NCC, og nær Skanska og Peab. Basert på forventet driftsresultat for 2026 handles AF på linje med Veidekke og under de øvrige konkurrentene. Vi mener dette skyldes at driftsresultatet ventes å vokse mer hos AF enn hos konkurrentene. Dette henger sammen med den rekordhøye ordrereserven, som løfter driftsresultatet med rundt 20 % i 2026. Målt mot forventet inntjening for 2026 handles AF dermed over medianen på P/E, men under den på EV/EBIT. En mulig forklaring er at EV/EBIT også tar hensyn til gjeld, og AF har netto kontanter, mens flere av konkurrentene har gjeld.

Kursmålet på NOK 226 tilsvarer en P/E på rundt 19 ganger forventet inntjening for 2026, litt over Veidekke. Kursmålet krever derfor ikke at AF prises vesentlig høyere enn konkurrentene. Det forutsetter bare at markedet fortsetter å betale en liten premie for et selskap som over tid har levert høyere marginer. Den relative verdsettelsen støtter dermed DCF-modellen. Begge tilnærmingene peker mot en verdi litt over dagens aksjekurs.

Tabellen nedenfor oppsummerer sammenligningen (figur 30). Til venstre står multiplene for AF og de fire konkurrentene, basert både på de siste tolv månedene og på forventet inntjening for 2026. Under konkurrentene står medianen, som viser hvordan gruppen prises. Nederste rad viser multiplene som kursmålet vårt innebærer. Til høyre står margin, avkastning på investert kapital og direkteavkastning. Dette er nøkkeltallene som forklarer hvorfor selskapene prises ulikt.

Industry valuation multiples

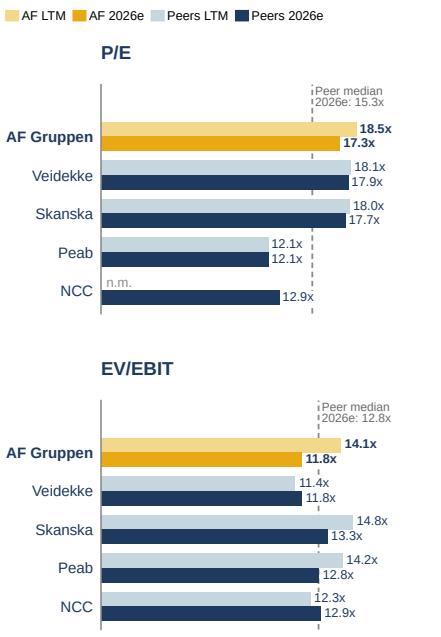


Figure 28. Source: LSEG.

Net Debt / EBITDA

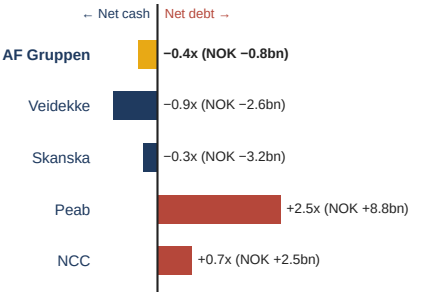


Figure 29. Source: LSEG.

Multiples compared to peers

Company	P/E LTM	P/E 2026e	EV/ EBIT LTM	EV/ EBIT 2026e	EV/ EBITDA 2026e	EV/ Sales LTM	EBIT margin	ROIC	Div. yield
AF Gruppen	**18.5x**	**17.3x**	**14.1x**	**11.8x**	**8.9x**	**0.72x**	**4.6%**	**33%**	**4.2%**
Veidekke	18.1x	17.9x	11.4x	11.8x	7.9x	0.60x	4.4%	44%	5.0%
Skanska	18.0x	17.7x	14.8x	13.3x	10.0x	0.59x	4.0%	9%	4.6%
Peab	12.1x	12.1x	14.2x	12.8x	8.5x	0.60x	4.0%	9%	3.3%
NCC	n.m.	12.9x	12.3x	12.9x	7.9x	0.44x	3.5%	n.m.	5.2%
Peer median (excl. AF)	*18.0x*	*15.3x*	*13.3x*	*12.8x*	*8.2x*	*0.59x*	*4.0%*	*9%*	*4.8%*
AF at target (NOK 226)	**20.3x**	**18.9x**	–	–	–	–	–	–	–

Figure 30. Source: LSEG, 12.11.2026. n.m; NCC's trailing P/E (233x), temporary fall in earnings.

Investment Case

Dagens aksjekurs ligger ikke langt fra vår verdi, noe som tyder på at markedet i stor grad deler vårt syn på AF: en veldrevet entreprenør med lønnsomhet litt over konkurrentene. Forskjellen mellom vår verdsettelse og det markedet priser i dag, ligger hovedsakelig i utgangspunktet vårt. Verdsettelsen vår tar utgangspunkt i marginen for 2025, med tapsprosjekter som i stor grad er faset ut og en rekordhøy ordrereserve foran seg. Dagens aksjekurs gjenspeiler et svakere utfall enn vårt basisscenario. Eksterne forhold vil avgjøre hvor mye det er å bygge, mens AF selv avgjør lønnsomheten i driften. Renter, boligmarkedet og offentlige budsjetter vil prege aktiviteten i bransjen. Etter vårt syn peker utviklingen i økende grad mot vårt basisscenario fremfor det svakere utfallet. Markedet er på vei opp fra et bunnivå, og offentlige investeringer fortsetter å støtte Anlegg. AF nådde ikke vekst- og marginmålene i forrige strategiperiode, og det er rimelig at investorer leser de gjeldende målene som ambisjoner snarere enn prognoser. Våre estimater ligger godt under disse målene, og verdien er likevel høyere enn dagens aksjekurs. Scenarioene peker i samme retning. Bare vårt verste scenario, som krever at marginene stabiliserer seg godt under historiske nivåer, gir en verdi under dagens kurs, mens vårt beste scenario krever sterke offentlige investeringer og en økende andel Anlegg.

Én forutsetning fortjener en nærmere vurdering. AF drar i dag nytte av svake underleverandører som trenger oppdrag, og vi har beskrevet denne fordelen som trolig midlertidig. Samtidig antar vi at marginen holder seg. Som sensitivitetsanalysen vår viser, har selv små endringer i COGS/omsetning stor effekt på verdien, og en del av dagens aksjekurs kan godt gjenspeile at denne fordelen blir borte. Likevel avdekker den nåværende nedgangen også noe mer varig. Når aktiviteten faller, er det de små og mellomstore entreprenørene som sliter mest, mens store aktører med finansiell styrke, dokumentert erfaring og en jevn strøm av prosjekter fortsatt er attraktive samarbeidspartnere. Når markedet tar seg opp, vil noe av prispresset på underleverandørene trolig avta, men stordriftsfordelen vil sannsynligvis bestå. Til syvende og sist avgjøres AFs verdi av et lite antall prosjektbeslutninger hvert år. Dagens kurs gjenspeiler en rimelig forsiktighet med hensyn til om disse beslutningene fortsatt vil være gode. Analysen vår tilsier at et selskap med en ren ordrebok, en rekordhøy ordrereserve og en lang historikk med disiplinert gjennomføring fortjener tvilen til gode. På dette grunnlaget ser vi en oppside på rundt 15 % og en forventet totalavkastning på rundt 18 % inkludert utbytte, og vi anbefaler KJØP.

What supports the case

- **Clean order book**
  0.3% in loss-making projects
- **Record-high backlog**
  NOK 49.8bn incl. Stad Ship Tunnel
- **Advantage of scale**
  Strong when smaller players struggle
- **Capital-light model**
  Customers and suppliers finance operations

Signals to watch

- **COGS / revenue**
  1 pp higher = −NOK 42 per share
- **Civil Engineering order intake**
  First sign of shifting budgets
- **Stad Ship Tunnel**
  Execution from 2027

Figure 31.

Revenue side – what supports

- \+ Record-high order backlog
- \+ Public investment in Civil Eng.
- \+ Market recovering from low point
- \+ Scale advantage over smaller firms

vs

Cost side – what could erode

- – Advantage over subcontractors fades
- – Higher labour costs, weak NOK
- – Price pressure in public tenders
- – 1 pp COGS = −NOK 42 per share

Figure 32.

1985	~6,000	NOK 32bn	NOK 49.8bn	46%	11,500%
founded	employees	revenue 2025	order backlog, Q2 2026	public customers	total return since 1997



Discounted cash flow valuation

AF Gruppen DCF – Best guess		2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Revenue	NOKm	**30,638**	**31,992**	**34,629**	**36,988**	**37,879**	**37,818**	**38,763**	**39,999**	**41,272**	**42,304**	**43,362**	**44,446**
Growth y/y	%		*4.4%*	*8.2%*	*6.8%*	*2.4%*	*(0.2%)*	*2.5%*	*3.2%*	*3.2%*	*2.5%*	*2.5%*	*2.5%*
COGS *(included SG&A)*	NOKm	**(28,898)**	**(29,737)**	**(32,032)**	**(34,177)**	**(34,981)**	**(34,773)**	**(35,643)**	**(36,779)**	**(38,012)**	**(38,962)**	**(39,936)**	**(40,934)**
% of revenue	%	*94.3%*	*93.0%*	*92.5%*	*92.4%*	*92.3%*	*92.0%*	*92.0%*	*92.0%*	*92.1%*	*92.1%*	*92.1%*	*92.1%*
EBITDA	NOKm	**1,740**	**2,255**	**2,597**	**2,811**	**2,898**	**3,044**	**3,120**	**3,220**	**3,260**	**3,342**	**3,426**	**3,511**
Margin	%	*5.7%*	*7.0%*	*7.5%*	*7.6%*	*7.7%*	*8.1%*	*8.0%*	*8.0%*	*7.9%*	*7.9%*	*7.9%*	*7.9%*
Depreciation	NOKm	(695)	(769)	(778)	(810)	(866)	(886)	(885)	(907)	(936)	(966)	(990)	(1,015)
EBITA	NOKm	**1,045**	**1,486**	**1,819**	**2,001**	**2,032**	**2,158**	**2,235**	**2,313**	**2,325**	**2,376**	**2,436**	**2,497**
Margin	%	*3.4%*	*4.6%*	*5.3%*	*5.4%*	*5.4%*	*5.7%*	*5.8%*	*5.8%*	*5.6%*	*5.6%*	*5.6%*	*5.6%*
Operating taxes	NOKm	(230)	(327)	(400)	(440)	(447)	(475)	(492)	(509)	(511)	(523)	(536)	(549)
NOPAT	NOKm	**815**	**1,159**	**1,419**	**1,561**	**1,585**	**1,683**	**1,744**	**1,804**	**1,813**	**1,853**	**1,900**	**1,947**
Depreciation (add back)	NOKm	695	769	778	810	866	886	885	907	936	966	990	1,015
Change in working capital	NOKm	38	1,046	158	(67)	(274)	(7)	105	137	153	115	118	121
Capex, leases and acquisitions	NOKm	(619)	(1,249)	(1,559)	(1,023)	(946)	(881)	(970)	(1,018)	(1,051)	(1,059)	(1,085)	(1,112)
Free cash flow to the firm	NOKm	**929**	**1,725**	**796**	**1,281**	**1,231**	**1,682**	**1,764**	**1,830**	**1,851**	**1,875**	**1,922**	**1,970**
Discount factor				*0.927*	*0.860*	*0.797*	*0.739*	*0.686*	*0.636*	*0.590*	*0.547*	*0.507*	*0.470*
Discounted FCFF	NOKm			739	1,102	981	1,244	1,209	1,164	1,092	1,026	975	927

Input	
WACC	7.8%
Cost of equity (kE)	7.8%
Terminal growth (g)	2.5%
RONIC	20%
Tax rate	22%
Shares (m)	113.7

Valuation (NOKm)	
PV of FCFF 2026–2035	10,457
PV of terminal value	15,385
Value of operations	**25,842**
Non-operating assets less debt	2,014
Minority interests	(4,236)
Equity value	**23,620**
Value per share, 31.12.2025 (NOK)	207.8
12-month price target (NOK)[1]	**225.6**
Total return incl. dividend[2]	**18.4%**

12-month price target (NOK)

WACC \ Terminal growth	1.5%	2.0%	**2.5%**	3.0%	3.5%
6.3%	276	292	312	338	373
6.8%	250	262	277	295	319
7.3%	228	238	249	262	279
7.8%	210	217	**226**	236	248
8.3%	194	200	207	214	224
8.8%	181	185	191	197	204
9.3%	169	173	177	182	187