



Fundamental verdsettelse av Entra ASA

Thomas Sylta & Erlend Berntsen

Veileder: Are Oust

Selvstendig arbeid - Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Formålet med denne masterutredninger er å estimere verdien av egenkapitalen til Entra ASA pr 30.11.2020. Egenkapitalverdien estimeres ved bruk av en fundamental metode, samt supplerer med markedsbaserte metoder. Videre gjennomføres det omfattende analyser av usikkerheten rundt vårt estimat for å komme frem til et verdiintervall som vi mener er rimelig.

Grunnlaget for budsjettering av fremtidige kontantstrømmer og avkastningskrav i den fundamentale verdsettelsen er en analyse av de fundamentale forholdene for Entra. Analysen av de underliggende økonomiske forholdene er utført på grunnlag av offentlig tilgjengelig informasjon, samt strategisk analyse av kvalitative forhold for bransjen og for Entra. Videre har vi valgt å utføre markedsbaserte verdsettelsesteknikker for å verifisere vårt verdiestimat. Vi utfører både multiplbasert verdsettelse mot komparative selskaper, samt en fullstendig substansiell verdsettelse av Entra sine eiendommer ved substansverdimodellen. Funnene herfra gir oss større sikkerhet for den fundamentale verdsettelsen. Endelig verdiestimat i utredningen er estimert ved å vekte fundamentalt verdiestimat 70 prosent, og markedsbasert verdiestimat 30 prosent.

I avslutningsfasen av oppgaven (november) har det blitt offentliggjort informasjon om to bud på selskapet. Disse budene er hensyntatt i vår vurdering av den fundamentale verdien av Entras egenkapital og underbygger etter vår mening relevansen av å gjennomføre en verdsettelse av Entra.

Gjennom verdsettelsen og våre analyser finner vi at egenkapitalverdien sannsynligvis er i intervallet NOK 120 til NOK 160 pr. aksje. Ved verdsettelsestidspunktet 30.11.2020 estimerer vi en endelig egenkapitalverdi for Entra på *NOK 139 pr. aksje*. Børskurs for aksjen pr. 30.11.2020 er NOK 177,8 pr. aksje. Sammenlignet med vårt verdiestimat på 139 kroner pr. aksje, og intervallet NOK 120 til NOK 160 pr. aksje, medfører dette at vår konklusjon er en *selg anbefaling*.

Vi påpeker imidlertid at egenkapitalinvestors premisser og forutsetninger ikke nødvendigvis stemmer overens med våre forutsetninger. Investor må derfor selv gjøre en helhetlig vurdering av forutsetningene som ligger til grunn i vårt estimat før det ageres på bakgrunn av vår konklusjon.

Forord

Denne masterutredningen har et omfang på 30 studiepoeng og er skrevet som en avsluttende del av masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole, høsten 2020.

Vi har opplevd arbeidet med masterutredningen som lærerikt, kjekt og utfordrende. Valget av tema og bransje baserer seg på forventet læringsutbytte og interesse.

Avslutningsvis ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder, Førsteamanuensis Are Oust, for god veiledning, rask respons, godt samarbeid, og for å stadig forvirre oss på et høyere nivå.

Bergen, desember 2020

Erlend Berntsen

Thomas Sylta

Innholdsfortegnelse

1. Introduksjon	1
1.1 Motivasjon.....	1
1.2 Formål og problemstilling	2
1.3 Avgrensninger	3
2. Presentasjon av Entra ASA og eiendomsbransjen	4
2.1 Presentasjon av eiendomsbransjen	4
2.1.1 Definisjon av bransje.....	4
2.1.2 Kort historikk om næringseiendom.....	5
2.1.3 Verdsettelse av eiendom.....	5
2.1.3.1 Leiepris.....	5
2.1.3.2 Yield.....	6
2.1.3.3 Inflasjon, kapital og psykologi	7
2.1.4 Covid-19.....	7
2.1.5 Økonomiske makroforhold	8
2.1.5.1 Brutto nasjonalprodukt (BNP)	8
2.1.5.2 Sysselsetting.....	9
2.1.5.3 Styringsrenten.....	10
2.1.6 Andre faktorer	11
2.1.6.1 Lokasjon	11
2.1.6.2 Sosiokulturelle faktorer	11
2.1.6.3 Kvalitet	12
2.1.7 Konkurrenter	13
2.1.8 Komparative selskaper	14
2.2 Presentasjon av Entra ASA	16
2.2.1 Historisk utvikling.....	16
2.2.2 Aksjeutvikling og eierskap.....	17
2.2.3 Visjon, målsetting og strategi.....	18
2.2.4 Eiendomsportefølje	18
2.2.5 Forretningsområder	19
2.2.5.1 Eiendomsforvaltning og utleie.....	20
2.2.5.2 Investeringsaktivitet.....	20
2.2.5.3 Eiendomsutvikling	20
2.2.6 Finansiell utvikling.....	21

2.3 Oppsummering presentasjon bransje og Entra ASA.....	21
3. Verdsettelsesteknikker	23
3.1 Oversikt over ulike verdsettelsesteknikker:	23
3.1.1 Fundamental verdivurdering	24
3.1.1.1 Egenkapitalmetoden	25
3.1.1.2 Selskapskapitalmetoden.....	26
3.1.2 Markedsbaserte metoder.....	26
3.1.2.1 Multiplikatormodellen	27
3.1.2.2 Substansverdimodellen.....	27
3.2 Valg av verdsettelsesteknikk	28
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	28
4. Strategisk analyse	30
4.1 Rammeverk for strategisk analyse	30
4.2 Ekstern analyse.....	30
4.2.1 PESTEL-analyse	31
4.2.1.1 Politiske faktorer	31
4.2.1.2 Økonomiske faktorer	32
4.2.1.3 Sosiokulturelle faktorer	33
4.2.1.4 Teknologiske faktorer	34
4.2.1.5 Miljømessige faktorer.....	34
4.2.1.6 Juridiske faktorer.....	35
4.2.2 Porters Five Forces.....	35
4.2.2.1 Trussel fra nye aktører	36
4.2.2.2 Leverandørers forhandlingsmakt	38
4.2.3.3 Kundenes forhandlingsmakt	38
4.2.3.4 Substitutter.....	39
4.2.3.5 Konkurrenter	40
4.3 Oppsummering ekstern analyse	40
4.4 Intern analyse	41
4.4.1 SVIMA	41
4.4.2 Analyse av Entra i SVIMA-modellen	43
4.4.2.1 Eiendomsporteføljen.....	44
4.4.2.2 Kundekapital	47
4.4.2.3 Tilgang på finansiering	48
4.4.2.4 Humankapital	49
4.4.3 Sammendrag SVIMA-analyse.....	50

4.5 Oppsummert strategisk analyse i SWOT	51
5. Regnskapsanalyse.....	53
5.1 Innledning.....	53
5.2 Praktiske valg og rammeverk.....	53
5.2.1 Forberedelse til regnskapsanalyse.....	54
5.2.1.1 Valg av analysenivå.....	54
5.2.1.2 Analyseperiode	54
5.2.2 Valg av komparative selskap.....	55
5.2.3 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	55
5.3 Presentasjon av rapporterte tall og trailing.....	56
5.3.1 Offentlig regnskap.....	56
5.3.2 Trailing	58
5.3.2.1 Trailing resultat.....	58
5.3.2.2 Trailing balanse	65
5.3.2.3 Fullstendig regnskap for analyseperioden.....	66
5.4 Omgruppering for analyse.....	67
5.4.1 Omgruppering av resultat.....	68
5.4.2 Omgruppert balanse	75
5.4.2.1 Langsiktige eiendeler.....	76
5.4.2.2 Kortsiktige eiendeler	77
5.4.2.3 Langsiktig gjeld.....	78
5.5 Analyse av målefeil og justering.....	83
5.5.1 Analyse av målefeil og justering.....	83
5.6 Presentasjon av omgrupperte tall for selskapet.....	87
5.7 Oppsummering regnskapsanalyse	89
5.8 Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	89
6. Analyse av risiko.....	91
6.1 Likviditetsanalyse.....	92
6.1.1 Likviditetsgrad 1	92
6.1.2 Finansiell gjeldsdekning i balansen.....	94
6.1.3 Rentedekningsgrad	95
6.1.4 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm.....	97
6.1.5 Gjeldsdekning i fremtiden	98
6.2 Soliditetsanalyse.....	99
6.2.1 Egenkapitalandel	99
6.2.2 Netto driftsrentabilitet	101

6.2.3 Analyse av kapitalstruktur.....	102
6.3 Syntetisk rating.....	103
7. Avkastningskrav.....	107
7.1 Avkastningskrav til totalkapitalen.....	107
7.2 Avkastningskrav til egenkapital	108
7.2.1 Risikofri rente.....	109
7.2.2 Markedets risikopremie.....	110
7.2.3 Egenkapitalbeta	112
7.2.4 Andre premier	116
7.2.5 Oppsummert egenkapitalkrav	117
7.3 Avkastningskravet til netto finansiell gjeld.....	117
7.4 Avkastningskravet til netto driftskapital	121
8. Analyse av lønnsomhet.....	124
8.1 Strategisk fordel	124
8.2 Dekomponering av strategisk fordel	126
8.2.1 Driftsfordel - Bransje, ressurs og gearing	128
8.2.1.1 Bransjefordel drift.....	129
8.2.1.2 Ressursfordel drift.....	130
8.2.1.2.1 Marginfordel	132
8.2.1.2.2 Omløpsfordel.....	134
8.2.1.3 Gearingfordel drift	135
8.2.2 Finansieringsfordel.....	135
8.2.2.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld.....	136
8.2.2.2 Finansieringsfordel minoritet.....	138
8.2.2.3 Finansieringsfordel oppsummert.....	138
8.3 Oppsummert lønnsomhetsanalyse.....	140
9. Fremtidsregnskap.....	142
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap	142
9.1.1 Valg av budsjetthorisont og detaljnivå.....	143
9.1.1.1 Budsjetthorisont.....	143
9.1.1.2 Detaljnivå.....	143
9.1.1.3 Vekst i verdensøkonomien	144
9.2 Analyse og budsjettering av driftsinntektsvekst.....	148
9.3 Analyse og budsjettering av andre budsjett drivere	150
9.3.1 Netto driftseiendeler	151
9.3.2 Netto driftsresultat	152

9.3.3 Netto finansiell gjeld	153
9.3.4 Netto finansielle kostnader	155
9.3.5 Minoritetsandel	156
9.3.6 Netto minoritetsresultat	157
9.4 Fremtidsregnskap	158
9.4.1 Fremtidsresultat	159
9.4.2 Fremtidsbalanse	160
9.4.3 Fremtidig fri kontantstrøm	160
10. Fremtidskrav	161
10.1 Egenkapitalkrav	161
10.1.1 Risikofri rente	161
10.1.2 Egenkapitalbeta	162
10.1.3 Markedets risikopremie	163
10.1.4 Likviditetspremie	163
10.1.5 Fremtidig egenkapitalkrav	163
10.2 Finansielle krav	164
10.3 Netto driftskrav	166
10.4 Yieldutvikling	167
10.5 Oppsummering fremtidskrav	168
11. Fundamental verdsettelse	170
11.1 Egenkapitalmetoden	170
11.1.1 Fri kontantstrømmodell	171
11.2 Selskapskapitalmetoden	172
11.2.1 Fri kontantstrømmodellen	173
11.3 Første verdiestimat	174
11.4 Analyse av usikkerhet	175
11.4.1 Simuleringsanalyse	175
11.4.1.1 Steg 1 - Valg av variabler som skal betraktes som stokastiske	176
11.4.1.2 Steg 2 - Valg av sannsynlighetsfordeling og utfallsrom	176
11.4.1.2.1 Generelt om våre valg av fordeling og utfallsrom	176
11.4.1.2.2 Variabler som inngår i kontantstrømmen	177
11.4.1.2.3 Variabler som inngår i avkastningskravet	179
11.4.1.3 Steg 3 - Valg av korrelasjon mellom variablene	181
11.4.1.4 Resultat fra simuleringsanalysen	182
11.4.2 Sensitivitetsanalyse	186
11.4.2.1 Variasjonsanalyse	187

11.4.2.2 Tornadoanalyse	188
11.4.3 Konkursrisiko	189
11.5 Oppsummering – Verdiestimat og usikkerhet.....	191
12. Markedsbasert verdsettelse	192
12.1 Multiplikatormodellen.....	192
12.1.1 Valg av multipler.....	193
12.1.1.1 Pris/Bok.....	193
12.1.1.2 Pris/kvm.....	193
12.1.1.3 Pris/Fortjeneste.....	194
12.1.2 Beregning av multipler og verdiestimat	195
12.2 Substansverdimodellen.....	198
12.3 Bud på Entra.....	205
12.4 Oppsummering av markedsbasert verdiestimat	205
13. Oppsummering og konklusjon.....	207
13.1 Oppsummering	207
13.2 Konklusjon	209
13.3 Handlingsstrategi.....	211
Litteraturliste.....
Figuroversikt.....
Tabelloversikt
Appendix

Figuroversikt

Kapittel 2

Figur 2.1: Utviklingen i BNP i Norge

Figur 2.2: Leieprisvekst mot sysselsettingsvekst i de største byene

Figur 2.3: Styringsrente fra 2006 til 2020

Figur 2.4: Befolkningsvekst i de største byene

Figur 2.5: Aksjekursutvikling siden notering sammenlignet med hovedindeks Oslo Børs

Figur 2.6: Geografisk fordeling av Entras eiendomsportefølje

Kapittel 4

Figur 4.1: Porters Five Forces

Figur 4.2: SVIMA-rammeverket

Figur 4.3: Oppsummering av vår strategiske analyse i SWOT-diagram

Kapittel 5

Figur 5.1: Analytisk inndeling av kapitaler

Figur 5.2: Fordeling av rapportert skattekostnad på normal skattekostnad og unormal skattekostnad

Figur 5.3: Rapportert balanse opp mot omgruppert balanse for investors formål

Figur 5.4: Illustrasjon av rammeverk for forholdstallsanalyse

Kapittel 6

Figur 6.1: Likviditetsgrad 1 for Entra mot bransjen, 2015-2020

Figur 6.2: Finansiell gjeldsdeknining for Entra og bransjen, 2015-2020

Figur 6.3: Rentedekningsgrad for Entra og bransjen, 2015-2020

Figur 6.4: Egenkapitalandel for Entra og bransjen, 2015-2020

Figur 6.5: Netto driftsrentabilitet for Entra og Bransjen, 2015-2020

Kapittel 7

Figur 7.1: Regresjonsanalyse - Entra mot Oslo Børs Hovedindeks

Kapittel 8

Figur 8.1: Strategisk eierfordel for Entra, perioden 2015 – 2020

Figur 8.2: Strategisk fordel dekomponert

Figur 8.3: Bransjefordel drift, perioden 2015 – 2020

Figur 8.4: Ressursfordel drift, perioden 2015 – 2020

Figur 8.5: Omløpsfordel for Entra, perioden 2015 – 2020

Figur 8.6: Netto finansieringsfordel for Entra fordelt på finansieringsfordel netto finansiell gjeld og finansieringsfordel minoritet

Figur 8.7: Oppsummert strategisk fordel dekomponert med tidsvektede gjennomsnittsverdier for Entra

Kapittel 9

Figur 9.1: Rammeverk fremtidsregnskap

Figur 9.2: Utvikling reelt BNP

Figur 9.3: Historisk utvikling i yield og styringsrente i perioden 2010-2020 sett mot hverandre

Figur 9.4: Historisk utvikling i inntekter for Entra og bransjen i perioden

Figur 9.5: Budsjettert vekst i driftsinntekter for Entra, perioden 2021 – 2029

Figur 9.6: Historisk utvikling og vår forventning for netto finansiell gjeldsdel for Entra, perioden 2015 – 2027

Figur 9.7: Utvikling i minoritetsandel i analyseperioden

Kapittel 11

Figur 11.1: Monte Carlo simulering verdiestimat

Figur 11.2: Oppsidepotensiale i aksjekurs

Figur 11.3: Nedsiderisiko i aksjekurs

Figur 11.4: Variasjonsanalyse for variabler som inngår i terminalleddet i verdsettelsen

Figur 11.5: Tornadoanalyse av variablene som inngår i terminalleddet

Kapittel 12

Figur 12.1: Tornadoanalyse yield Oslo CBD

Kapittel 13

Figur 13.1: Kontrollpremier pr kvartal

Tabelloversikt

Kapittel 2

Tabell 2.1: Eksempelvis oppbygging av yield

Tabell 2.2: Nøkkeltall for Entras konkurrenter

Tabell 2.3: Selskapene vi inkluderer i bransjegjennomsnittet

Tabell 2.4: Oversikt aksjonærer Entra ASA

Kapittel 4

Tabell 4.1: Oppsummert SVIMA-analyse av Entras ressurser

Kapittel 5

Tabell 5.1: Rapportert konsernregnskap for Entra 2014-2020Q2. Tall i NOK millioner

Tabell 5.2: Balanse Entra 2014- 2020 Q2

Tabell 5.3: Rapportert konsernbalanse for Entra ASA 2014-2020 Q2

Tabell 5.4: Rapportert endring i egenkapital for Entra ASA 2014-2020

Tabell 5.5: Skattesats og skattekostnad for trailet regnskap

Tabell 5.6: Trailet årsregnskap for 2020

Tabell 5.7: Offentlig resultatregnskap inkludert trailing av 2020 for Entra

Tabell 5.8: Offentlig regnskap, herunder balanse inkludert trailing av 2020 for Entra

Tabell 5.9: Offentlig regnskap, herunder endring i egenkapital inkludert trailing av 2020 for Entra.

Tabell 5.10: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen

Tabell 5.11: Fordeling av skattesats på drift, herunder normalisert og unormal sats

Tabell 5.12: Normalisert driftsskattesats fordelt på normalt driftsresultat

Tabell 5.13: Netto finanskostnad etter skatt

Tabell 5.14: Avstemming av skattekostnad - Fordelt vs. Rapportert

Tabell 5.15: Balanse omgruppert i driftsrelaterte og finansielle eiendeler og kapital

Tabell 5.16: Omgruppert balanse for Entra, inndelt i totale eiendeler og total kapital for perioden 2014 - Q2 2020

Tabell 5.17: Omgruppert balanse, inndelt i sysselsatte eiendeler og kapital, for perioden 2014- Q2 2020

Tabell 5.18: Omgruppert balanse, inndelt i netto driftseiendeler og driftskapital for Entra. Perioden 2014 - Q2 2020

Tabell 5.19: Omgruppert og justert resultatregnskap for Entra ASA for perioden 2015 – 2020

Tabell 5.20: Omgruppert og justert balanse eiendeler for Entra, perioden 2014 – 2020

Tabell 5.21: Omgruppert og justert endring i egenkapital for Entra, perioden 2014 – 2020

Tabell 5.22: Kontantstrøm etter omgruppering og justering for Entra, perioden 2014 – 2020

Kapittel 6

Tabell 6.1: Likviditetsgrad 1 Entra fordelt på drift og finans

Tabell 6.2: Kontantstrøm for Entra fordelt mellom kontanter og fordringer, perioden 2015 – 2020

Tabell 6.3: Fordeling av kapitaler i Entra pr. 31.12.2019

Tabell 6.4: Fordeling av kapitaler i bransjen pr. 31.12.2019

Tabell 6.5: Krav til forholdstall og tilhørende ratingklasser

Tabell 6.6: Syntetisk rating for Entra og bransjen, 2015-2020

Kapittel 7

Tabell 7.1: Risikofri rente etter skatt, perioden 2015 – 2020

Tabell 7.2: Markedets risikopremie, perioden 2015 – 2020

Tabell 7.3: Regresjon - Egenkapitelbeta for Entra mot Oslo Børs Hovedindeks

Tabell 7.4: Regresjon - egenkapitalbeta for Entra mot S&P 500

Tabell 7.5: Finansiell gjeldsgrad for Entra, perioden 2015 – 2020

Tabell 7.6: Beregnet årlig egenkapitalbeta for Entra, perioden 2015 – 2020

Tabell 7.7: Egenkapitalkrav fordelt på majoritet- og minoritetseiere

Tabell 7.8: Finansielt gjeldskrav for Entra, perioden 2015-2020

Tabell 7.9: Finansiell gjeldsbeta for Entra, perioden 2015 – 2020

Tabell 7.10: Finansielt eiendelskrav for Entra, perioden 2015-2020

Tabell 7.11: Fordringsbeta og finansiell eiendelsbeta for Entra, perioden 2015-2020

Tabell 7.12. Netto finansiell gjeldsbeta for Entra, perioden 2015-2020

Tabell 7.13: Netto finansielt gjeldkrav for Entra, perioden 2015-2020

Tabell 7.14: Netto driftskrav for Entra, perioden 2015-2020

Kapittel 8

Tabell 8.1: Strategisk eierfordel for Entra, perioden 2015 – 2020

Tabell 8.2: Strategisk fordel fordelt mellom driftsfordel og finansieringsfordel

Tabell 8.3: Driftsfordel fordelt på bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel

Tabell 8.4: Bransjefordel, perioden 2015-2020

Tabell 8.5: Ressursfordel drift, perioden 2015 – 2020

Tabell 8.6: Ressursfordel drift dekomponert i marginfordel og omløpsfordel, perioden 2015-2020

Tabell 8.7: Marginfordel for Entra, perioden 2015 – 2020

Tabell 8.8: "Common-size"-resultatanalyse for Entra mot bransjen

Tabell 8.9: Omløpsfordel for Entra, perioden 2015 – 2020

Tabell 8.10: Gearingfordel for Entra, perioden 2015-2020

Tabell 8.11: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld, perioden 2015-2020

Tabell 8.12: Finansieringsfordel minoritet for Entra, perioden 2015 – 2020

Tabell 8.13: Netto finansieringsfordel for Entra, perioden 2015 – 2020

Kapittel 9

Tabell 9.1: Prediksjon av fremtidige inntekter 2020-2029

Tabell 9.2: Estimert netto driftseiendeler for Entra i perioden 2021-2029

Tabell 9.3: NDR i analyseperioden 2021-2029

Tabell 9.4: Budsjettert netto finansiell gjeld for perioden 2020 – 2029

Tabell 9.5: Finansiell gjeld fordelt på finansieringskilder

Tabell 9.6: Budsjetterte netto finansielle kostnader i budsjettperioden 2021 – 2029

Tabell 9.7: Minoritetsinteresser i budsjetteringsperioden 2021 – 2029

Tabell 9.8: Netto minoritetsresultat i budsjetteringsperioden 2021 – 2029

Tabell 9.9: Fremtidsregnskap for Entra, perioden 2020-2029

Tabell 9.10: Fremtidsbalanse for Entra, perioden 2020-2029

Tabell 9.11: Fremtidig fri kontantstrøm Entra 2020-2029

Kapittel 10

Tabell 10.1: Risikofri rente gjennom budsjetteringsperioden, 2020 – 2029

Tabell 10.2: Beregning av Entras egenkapitalbeta for perioden 2021-2029

Tabell 10.3: Fremtidig egenkapitalkrav for Entra, perioden 2021-2029

Tabell 10.4: Syntetisk fremtidsrating av Entra, 2021 – 2029

Tabell 10.5: Finansielt gjeldskrav for Entra i budsjetteringsperioden

Tabell 10.6: Netto finansielt gjeldskrav for Entra gjennom budsjettperioden, 2021 – 2029'

Tabell 10.7: Beregnet fremtidig netto driftskrav for Entra, perioden 2021-2029

Tabell 10.8: Forventet utvikling i yield

Kapittel 11

Tabell 11.1: Første verdiestimat ved bruk av fri kontantstrømmmodell, egenkapitalmetoden

Tabell 11.2: Estimert verdi av egenkapital til Entra pr 30.11.2020 ved bruk av selskapskapitalmetoden

Tabell 11.3: Resultat verdsettelse egenkapital- og selskapskapitalmetoden

Tabell 11.4: Forutsetninger for simulering driftsinntektsvekst

Tabell 11.5: Forutsetninger for simulering omløpet til netto driftseiendeler

Tabell 11.6: Forutsetninger for simulering av netto driftsmargin

Tabell 11.7: Forutsetninger for simulering av fremtidig gjeldsrente

Tabell 11.8: Forutsetninger simulering risikofri rente

Tabell 11.9: Forutsetninger for simulering av andre faktorer

Tabell 11.10: Verdiestimat inkludert konkursrisiko

Kapittel 12

Tabell 12.1: Beregnede multipler for komparative selskaper

Tabell 12.2: Verdi pr. aksje i Entra beregnet med multippelen Pris/Bok

Tabell 12.3: Verdi pr. aksje i Entra beregnet med multippelen Verdi/kvadratmeter

Tabell 12.4: Verdi pr. aksje i Entra beregnet med multippelen Pris/Fortjeneste

Tabell 12.5: Komparativt verdiestimat pr. aksje i Entra beregnet som likevektetvektet snitt av våre multipler

Tabell 12.6: Estimerte leieinntekter fordelt geografisk

Tabell 12.7: Yield pr. eiendomstype og område

Tabell 12.8: Sammenligning beregnet yield med markedsyield

Tabell 12.9: Beregnet verdi fordelt på eiendomstype og lokasjon

Tabell 12.10: Verdi eiendom, tall i MNOK

Tabell 12.11: Verdiestimat substansverdimodellen

Kapittel 13

Tabell 13.1: Endelig verdiestimat pr. 30.11.2020

Appendix

Tabell A 2.1: Omgruppert resultatregnskap for bransjen, perioden 2015 – 2020

Tabell A 2.2: Omgruppert balanse for bransjen, perioden 2015 – 2020

Tabell A 2.3: Omgruppert endring i egenkapital for bransjen, perioden 2015 – 2020

1. Introduksjon

I dette kapittelet vil vi innledningsvis redegjøre om motivasjonen for denne utredningen. Deretter vil vi presentere utredningens formål og problemstilling. Avslutningsvis vil vi presentere relevante avgrensninger, og rammeverk.

1.1 Motivasjon

Det har de siste årene vært en stor verdioppbygging innen eiendomsbransjen, mye grunnet leieprisvekst og et rekordlavt yeldnivå. I 2019 var det et transaksjonsvolum på NOK 100 000 millioner (Union, 2020), og med lave renter og høy økonomisk vekst i samfunnet lå alt til rette for videre vekst i bransjen i 2020. Denne utviklingen har også lagt til rette for konsolidering i bransjen. Det vises blant annet ved det svenske selskapet SBB sitt oppkjøp av Hemfosa Fastigheter AB for NOK 23 000 millioner i starten av 2020. Denne transaksjonen inkluderte også en norsk eiendomsportefølje på ca. NOK 10 000 millioner (Union, 2020). Det er videre forventninger blant relevante markedsaktører om en betydelig økning av utenlandsk kapital på kjøpersiden i norsk eiendom (Newsec, 2020).

Den økonomiske oppturen i bransjen fortsatte i begynnelsen av 2020 helt til Covid-19 inntraff, med påfølgende økonomisk usikkerhet. Næringseiendom har lenge vært en stabil aktivaklasse, men kan fremover oppleve økt usikkerhet med endrede leietakerpreferanser, mer volatilitet i kontantstrømmer og endringer i tilgang på finansiering. Dette, sammen med verdiutviklingen i bransjen de siste årene, utgjør et spennende bakteppe for verdsettelse av et eiendomsselskap.

Vi har i denne oppgaven valgt å gjennomføre en fundamental verdsettelse av Entra ASA. Selskapet har tidligere vært et statlig eid selskap, men staten har de siste årene solgt seg ned i større grad. Med et stadig mindre statlig eierskap, og uten noen kontrollerende eiere har selskapet i større grad blitt en oppkjøpskandidat. Selskapet har en solid balanse og sikre kontantstrømmer som en følge av en hovedvekt av offentlige leietakere. Dette er forhold som vil gjøre selskapet spesielt attraktivt i ellers økonomisk usikre tider. En verdsettelse av Entra er derfor etter vår mening svært relevant i dagens marked. I slutten av november 2020 har det blitt offentliggjort to bud på Entra fra de svenske selskapene SBB og Castellum AB. Budene er på henholdsvis NOK 165 pr. aksje, og NOK 171 pr. aksje. Staten har allerede solgt sin resterende eierandel på ca. 8 prosent til Castellum AB for NOK 169 pr. aksje. Budene underbygger etter vår mening relevansen av å estimere en fundamental verdi av selskapet.

I den fundamentale verdsettelsen analyseres de underliggende forholdene med hensyn til nevnte historikk i bransjen samt Covid-19. Usikkerheten som foreligger i estimatene vil analyseres nøye gjennom flere forskjellige usikkerhetsanalyser. I tillegg vil verdiestimatet suppleres med markedsbaserte verdsettelsesteknikkene som inneholder nyskapende elementer. Vi bruker her både vanlige multipler, men også egenkomponerte multipler for å fastsette en verdi. Videre gjennomføres det en fullstendig substansbasert verdsettelse, der vi verdsetter alle Entra sine eiendommer basert på markedsleie pr. kvm og observert yield i markedet. Eiendomsmarkedet generelt er ofte kjennetegnet av større tilgang på informasjon om kontantstrømmer enn i andre verdsettelser, og en slik tilnærming vil derfor være velegnet. Vi har ikke sett dette bli utført tidligere i masteroppgaver, noe vi mener vil gjøre oppgaven mer relevant.

Avslutningsvis vil vårt endelige verdiestimat sammenlignes med budene på selskapet. Vi vil her analysere budene med hensyn til eventuelle kontroll-, og synergipremier, med formål om å vurdere nøyaktigheten av vårt verdiestimat. Dette vil også gi større sikkerhet i den endelige handlingsstrategien.

Oppsummert tror vi at det vil være svært spennende å analysere eiendomsbransjen nærmere, og spesielt Entra som kan sies å være i en særstilling i norsk eiendomsmarked. At det i slutten av 2020 også er transaksjonsaktivitet rundt selskapet gjør oppgaven etter vårt syn enda mer spennende og relevant.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med oppgaven er å estimere en verdi på egenkapitalen til Entra ASA. Verdiestimatet vil reflektere de underliggende økonomiske forholdene i selskapet, og forventede fremtidsutsikter for selskapet. Videre vil verdiestimatet sammenlignes med selskapets markedsverdi pr 30.11.2020. Ved å gjøre dette vil vi kunne konkludere på om Entra ASA er over- eller underpriset, og dermed gi et utgangspunkt for en anbefalt handlingsstrategi. Basert på dette er problemstillingen som følger:

“Hva er egenkapitalverdien av Entra ASA pr 30.11.2020?”

1.3 Avgrensninger

Informasjon

Utredningen tar i sin helhet utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon for både Entra ASA og de sammenlignbare selskapene. Videre har vi ikke hatt kontakt med interne kilder i selskapet gjennom utredningen, og det er følgelig lagt til grunn et eksternt investorperspektiv i oppgaven. Informasjonen som er tatt hensyn til, er for perioden 01.01.2015 frem til verdsettelsestidspunktet den 30.11.2020.

Tidsbegrensning

I arbeidet med utredningen har vi hatt fire måneder til disposisjon, hvilket medfører enkelte avgrensninger. Vi har ikke hatt anledning til å gjennomgå all informasjon som eksisterer, men har valgt ut den informasjonen vi har funnet mest hensiktsmessig fra den relevante analyseperioden. Som følge av innleveringsfrist har vi ikke hensyntatt informasjon publisert av selskapet etter 30.11.2020.

1.4 Oppbygning

Masterutredningen bygger i all hovedsak på rammeverk for fundamental analyser presentert av Penman (2013, s. 85). Med utgangspunkt i dette vil utredningen bestå av fem steg.

Det første steget vil bestå av en strategisk analyse og vil inkludere en kvalitativ analyse av Entras underliggende økonomiske forhold og bransjen de opererer i.

Andre steg består av en regnskapsanalyse hvor vi forsøker å avdekke den historiske avkastningen og det historiske avkastningskravet, samt risiko og lønnsomhet knyttet til Entra.

Tredje steg tar for seg den fremtidige utviklingen til Entra gjennom at vi utarbeider et fremtidsregnskap og fremtidskrav.

Fjerde steg er selve verdsettelsen, hvor vi gjennomfører den fundamentale verdsettelsen, den multippelbaserte verdsettelsen og verdsettelsen ved bruk av substansverdimodellen samt analyse av usikkerhet i våre estimater.

Femte og siste del tar for seg en oppsummering av våre funn og en anbefalt handelsstrategi med utgangspunkt i verdiesimatet vårt og den aktuelle børskursen.

2. Presentasjon av Entra ASA og eiendomsbransjen

I del 1 av dette kapittelet vil vi presentere eiendomsbransjen, med fokus på relevante verdidrivere, herunder yield og leiepris. I tillegg vil vi presentere identifiserte konkurrenter og komparative selskaper. Formålet med dette er å identifisere forhold som kan brukes videre i verdsettelsen til å predikere hvordan bransjens lønnsomhet har utviklet seg historisk, og hvordan lønnsomheten forventes å utvikle seg fremover. Vi må da fastslå hvilke kvalitative forhold som bidrar til lønnsomhet i bransjen. Videre følger en presentasjon av Entra ASA med formål om å identifisere forhold som kan gi opphav til strategiske fordeler for Entra sett mot bransjen. Bakgrunnsinformasjonen i kapittel to er sentral for å forstå verdidriverne i eiendomsbransjen og i Entra, og vil analyseres videre i den kvalitative og kvantitative analysen.

2.1 Presentasjon av eiendomsbransjen

Vi vil i kapittel 2.1 definere bransjen nærmere, kort redegjøre for bransjens historikk, og redegjøre for de relevante verdidriverne i bransjen. Eiendomsmarkedet kjennetegnes ofte av større tilgang på informasjon enn i de fleste andre verdivurderingssituasjoner (Kaldestad & Møller, 2016). Dette gir bedre muligheter for å estimere en virkelig verdi. For å gjøre dette må vi imidlertid definere hvilke faktorer som driver verdiene, og hvordan disse beregnes.

2.1.1 Definisjon av bransje

Før vi kan definere hvilke verdidrivere som er relevante må vi definere bransjen nærmere. Overordnet skiller det mellom eiendom for boligformål og eiendom for næringsformål. I denne utredningen er det sistnevnte som er relevant, og eiendom for boligformål vil av den grunn ikke gås nærmere inn på.

Næringseiendom er et samlebegrep på all eiendom som ikke benyttes som egen bolig (Folketrygdfondet, 2014). Dette kan eksempelvis være eiendomssegmenter som kontor-, handel-, og logistikkeiendommer. I tillegg kan det være eiendommer med spesifikke formål som hotell, kultur, telekom og utdanningsinstitusjoner. Det er her så stor spredning at det gir liten innsikt i å snakke om et bredt definert eiendomsmarked i denne utredningen. At det er billige hotellrom i Bergen, har ikke uten videre relevans for verdien av kontoreiendom i Oslo. Dette er noe vi ser under den pågående Covid-19 pandemien. Med andre ord er faktorene som driver verdien forskjellig fra segment til segment, selv om noen faktorer også vil være sammenfallende.

For denne utredningen er det i all hovedsak *næringseiendom for kontorformål* som er relevant. Det er i all hovedsak denne sektoren Entra opererer innenfor, og med “bransjen” vil vi derfor referere til næringseiendom og kontorsegmentet. De relevante verdidriverne som yield og leiepriser vil gjennomgås nærmere i kapittel 2.1.3.

2.1.2 Kort historikk om næringseiendom

Historisk sett har næringsdrivende selv bygget og eid byggene sine. De siste 30 årene er imidlertid eiendomsutvikling og forvaltning blitt profesjonalisert slik at eiendomsbransjen nå forsyner offentlige og private leietakere med hensiktsmessige lokaler (Norsk Eiendom, u.å)

Eiendomsbransjen bidrar til utvikling av samfunnet gjennom å forvalte og utvikle næringsbygg, og dermed tilrettelegger bransjen for verdiskapning i samfunnet.

De siste ti årene har det vært en høy verdivekst i bransjen (Newsec, Q2 2020). Dette skyldes høye markedsleier, komprimerte yieldnivåer og god tilgang på finansiering. Etter Covid-19 har imidlertid vekst trenden vært noe fallende (Newsec, Q2 2020). Vi vil i det videre redegjøre for de mest sentrale verdidriverne knyttet til eiendom.

2.1.3 Verdssettelse av eiendom

De fleste verdivurderinger av eiendom er basert på en diskontert kontantstrøm, men det ligger som oftest en sammenlignende analyse i bunnen. En må av den grunn forstå hvilke faktorer som skaper prisforskjeller mellom ulike eiendommer (Kaldestad & Møller, 2016).

Verdien på en eiendom vil drives av kontantstrømmene eiendommen genererer og investorenes avkastningskrav. Enkelt sagt vil verdien på en eiendom øke hvis kontantstrømmen øker, eller hvis avkastningskravet faller. Et vanlig mål på avkastningskrav innen næringseiendom er yield. Forholdet mellom netto leieinntekter og yield vil følgelig drive verdiene innen eiendom (Norges Bank, 2016). Videre vil vi se på hva som driver endringer i leiepris, og hva som påvirker avkastningskravet.

2.1.3.1 Leiepris

Markedsprisen på kontorlokaler vil bli fastsatt gjennom tilbud og etterspørsel. I punktet hvor tilbud og etterspørsel møtes i markedskrysset vil en finne markedsprisen der markedet klareres.

Fordelen med å være eksponert mot kontorsektoren er å dra nytte av fordelen med at den korrelerer med økonomisk vekst i samfunnet (NBIM, 2020). Ved høy økonomisk aktivitet vil det skapes flere arbeidsplasser, som igjen driver behovet for næringseiendom. Faktorer som indikerer økonomisk vekst i samfunnet, herunder *BNP*, *styringsrente* og *sysselsetting*, vil følgelig være styrende for utvikling i leiepris og verdsettelsen av eiendom. Etterspørselen vil videre også drives av andre faktorer, som blant annet befolkningsvekst og sentralisering. Av den grunn vil også *boligprisutvikling* være en driver for verdien av kontoreiendom. De underliggende faktorene som faktisk driver etterspørselen, og følgelig leieprisene, er gjennomgått i kapittel 2.1.5 og 2.1.6. Boligprisutvikling som en driver vil derfor gjennomgås indirekte i oppgaven.

Lange planleggings- og byggeprosesser kan medføre at det tar flere år å sette opp eller konvertere bygg til andre bruksformål (Norges Bank, 2016). Dette gir en *svært stiv tilbudskurve som medfører at leieprisene kan på kort sikt drives betydelig bort fra langsiktig likevektspris* (Kaldestad & Møller, 2016). På grunn av dette vil leiepriser på kort sikt være drevet av endringer i etterspørsel.

Dersom det er etterspørselsoverskudd etter kontoreiendom vil dette medføre at det er en lav ledighet i byggene. Historisk sett har kontorledigheten og leieprisene vært negativt korrelert, hvilket underbygger denne sammenhengen (Norges Bank, 2016).

2.1.3.2 Yield

Yield er et vanlig nøkkeltall for å beregne verdien av en næringseiendom. Yelden beregnes vanligvis som netto leieinntekter neste år delt på markedspris for eiendommen. Dette kalles også for kontraktsyield, som da vil være en *multiplikator på salgspris og leieinntekter* (Kaldestad & Møller, 2016, s. 325). Videre kan en også snakke om yield eller "*prime yield*" som en internrente. Dette er *avkastningen investor kan forvente basert på observerte transaksjoner i markedet*. Med "prime" menes her den delen av markedet med lavest risiko. Måten dette er bygget opp på skiller seg fra oppbygging av et vanlig avkastningskrav etter WACC, som gjennomgått i kapittel syv i denne oppgaven (Kaldestad & Møller, 2016).

Oppbyggingen av yield estimeres ofte med utgangspunkt i en eiendom med lav risiko, typisk et kontorbygg i Central Business District (se 2.1.6.1). En tar utgangspunkt i en risikofri rente og plusser på en bankmargin, samt en komponent for generell eiendomsrisiko. Deretter gjøres det justeringer for den enkelte eiendom, herunder lokalisering, leietakerkvalitet, kontraktslengde,

type bygg mv. (Kaldestad & Møller, 2016). Dermed ser vi at yielden inneholder korrigeringer for risiko spesifikk for en eiendom, mens et vanlig avkastningskrav (WACC) reflekterer risiko for en generell eiendomsinvestering. Tabellen under viser hvordan en yield kan bygges opp:

Komponent		Kommentar
Risikofri rente	0,60 %	Settes ofte lik 10 års statsobligasjon
Bankmargin	1,50 %	Hvilken rente krever banken?
Generell eiendomsrisiko	2,40 %	Hvilken meravkastning bør eiendom med lav risiko gi over tid?
Prime avkastningskrav	4,50 %	
Belggenhet (by)	0,00 %	Settes til null hvis det er i Oslo
Beliggenhet (mikro)	0,25 %	Økes hvis bygg er lokalisert utenfor CBD
Type eiendom	0,25 %	Økes hvis det ikke er kontorbygg
Teknisk standard	0,25 %	Økes hvis eldre bygg
Kontraktsforhold	0,25 %	Økes hvis det ikke er langsiktig leieavtale med statlig aktør
Andre forhold	0,00 %	Andre risikoelementer som ikke er reflektert over
Prosjektspesifikt tillegg	1,00 %	
Avkastningskrav før skatt	5,50 %	

Tabell 2.1: Eksempelvis oppbygging av yield (Kaldestad & Møller 2016)

2.1.3.3 Inflasjon, kapital og psykologi

Leiekontrakter med innebygget KPI-justering vil gi en ganske god inflasjonsbeskyttelse, som medfører at *eiendomsverdier i stor grad øker med inflasjonen*. På kort og mellomlang sikt medfører dette at verdien er relativt *følsom for risikjustert realrente*. Videre er det en *svært kapitalkrevende bransje*, og tilgang på finansiering vil følgelig kunne påvirke etterspørselen på kort sikt. Avslutningsvis nevnes det også at det har vært flere eiendomskrakk gjennom historien, og en skal ikke undervurdere at psykologiske forhold påvirker prisene på kort sikt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 321).

2.1.4 Covid-19

Internasjonal økonomi har som en følge av Covid-19 og omfattende smittetiltak opplevd et alvorlig tilbakeslag. Ved pandemiens utbrudd stoppet mange økonomier opp, inkludert den norske, som igjen førte til blant annet en økning i arbeidsledighet globalt (Newsec, Q2 2020). For å motvirke effektene i Norge har Norges Bank satt styringsrenten ned til null prosent den 8. mai 2020 (Norges Bank, 2020), og i tillegg har Regjeringen tilført likviditet for å bedre den økonomiske situasjonen.

Før pandemien inntraff var det forventet at Norge ville være i en konjunkturnøytral situasjon fremover (Norges Bank, 2020). Siden bunnen av aktivitetsnivået i mars og april, har aktivitetsnivået tatt seg noe opp, men det er stor usikkerhet knyttet til gjeninnhenting, og hva som blir den nye “normalen”. Dette vil avhenge av forhold som smitteutvikling i samfunnet, samt smittetiltak og effekten av disse. I slutten av 2020 ser vi en ny smittebølge, og samfunnet vil trolig ikke normaliseres før det foreligger en vaksine. Videre vil det også kunne medføre endrede handlingsmønstre for både privatpersoner og bedrifter i et lengre perspektiv. I oppgaven er pandemiens innvirkning på bransjen nærmere gjennomgått i den strategiske analysen.

2.1.5 Økonomiske makroforhold

Vi skal videre i dette underkapittelet se på hvilke økonomiske makrofaktorer og andre faktorer som driver verdiene i eiendomsbransjen.

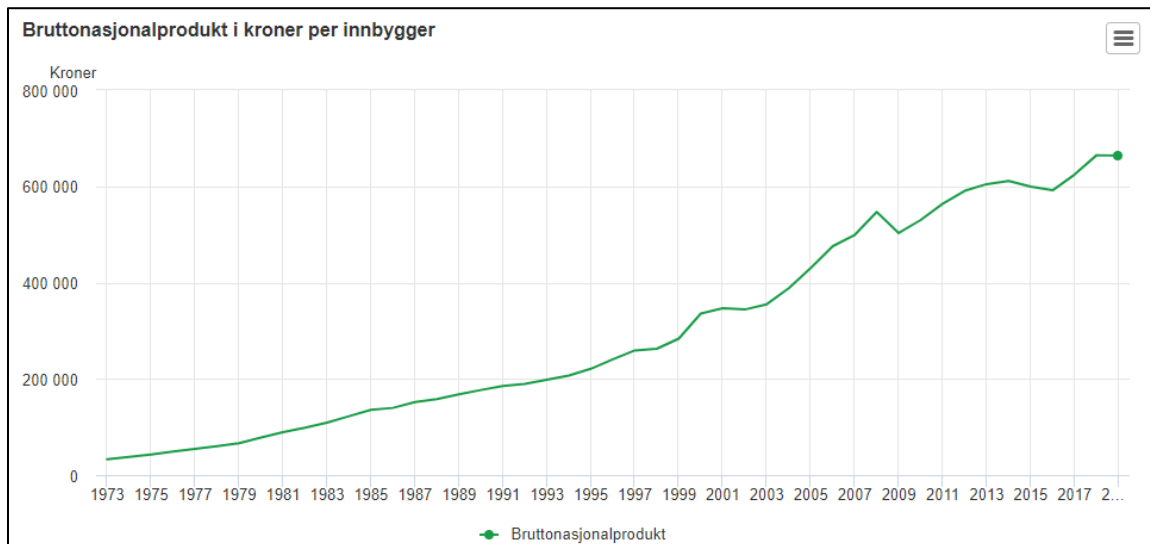
Den overordnede driveren for etterspørsel etter kontorlokaler er det totale nivået av økonomisk aktivitet. Økonomisk aktivitet drives videre av faktorer som brutto nasjonalprodukt (BNP), sysselsetting og styringsrenten, men også befolkningsvekst, og sentralisering. Høy økonomisk aktivitet tilsier økt aktivitetsnivå hos markedsdeltakere, som tilsier økt sysselsetting, som igjen medfører økt etterspørsel etter kontorlokaler. Tilsvarende vil et redusert aktivitetsnivå tilsi økt arbeidsledighet, og følgelig lavere etterspørsel etter kontorlokaler. Dette fører til tilbudsoverskudd som gjør at leieprisene reduseres på kort sikt.

Under vil vi kort gjennomgå faktorene og deres historiske utvikling. En nærmere drøftelse og vurdering av hvordan vi tror disse faktorene vil utvikle seg fremover og påvirke bransjens lønnsomhet blir gjennomgått i den strategiske analysen. Til slutt vil vi kort gå inn på andre faktorer som er relevante for verdiene i bransjen.

2.1.5.1 Brutto nasjonalprodukt (BNP)

BNP er et mål på samlet økonomisk aktivitet i Norge, og uttrykker den økonomiske merverdien som tjenes opp gjennom produksjon av varer og tjenester i en periode (Statistisk Sentralbyrå, heretter SSB, 2020). *BNP-vekst tilsier med andre ord vekst i økonomisk aktivitet i et land, og er følgelig en driver for etterspørselen etter næringsseiendom.*

Norge er en oljevektet økonomi, og BNP vil være sterkt influert av oljeprisen som historisk har vært en driver for nivået av investeringer i Norge. Selv om oljeprisen har vært ustabil de siste årene har Norge et BNP pr. innbygger som er 44 prosent større enn gjennomsnittet i EU i 2019. Norge har hatt en positiv utvikling i BNP over lang tid, som illustrert i figuren under.

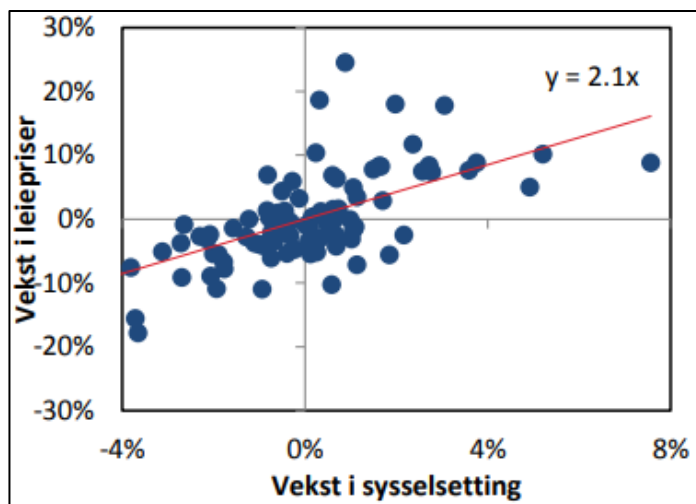


Figur 2.1: Utviklingen i BNP i Norge, 1973-2019 (SSB- Nasjonalregnskap og konjunkturer)

Dette har i de siste årene vært en sentral driver bak den kontinuerlige økningen i leiepriser for kontorsegmentet, spesielt i CBD områder. Dette har som nevnt ført til økende verdier i bransjen. Vi ser imidlertid at utviklingen fra Q2 2019 til Q2 2020 viser en fallende trend (Newsec Q2). Dette kan trolig delvis forklares med Covid-19 og medfølgende økonomiske usikkerheten. Ved fallende etterspørsel vil dette videre føre til økte yieldnivåer, og en reduksjon i verdiene for eiendomsselskaper.

2.1.5.2 Sysselsetting

I Oslo har veksten i sysselsetting og leiepriser fulgt hverandre tett historisk (Norges Bank, 2016). Figuren under er hentet fra en rapport fra Norges Bank hvor de har sett på driverne bak utviklingen i leiepriser for næringseiendom. Vi ser her en *sammenheng mellom vekst i sysselsetting og reelle leiepriser* i flere byer i Norge (bla. samtlige byer Entra eier eiendommer i).



Figur 2.2: Leieprisvekst mot sysselsettingsvekst i de største byene. (Norges Bank, 2016).
 Sysselsetting og reelle leiepriser for kontorlokaler i store norske byer (Oslo, Bergen, Stavanger, Trondheim, Kristiansand og Tromsø). Årsvekst fratrukket historiske snitt for hver by i tidsintervallet 2001-2015.

Selv om samvariasjonen ikke er perfekt og datasettet flere steder avviker fra trendlinjen, ser man fortsatt en tydelig trend som indikerer at *sysselsetting er en sterk indikator for leiepriser* på kontorlokaler. Dermed ser vi også at ved økende sysselsetting vil etterspørsel etter næringsseiendom stige, og følgelig øke priser og verdier. Videre vil dette gi reduserte yieldnivåer.

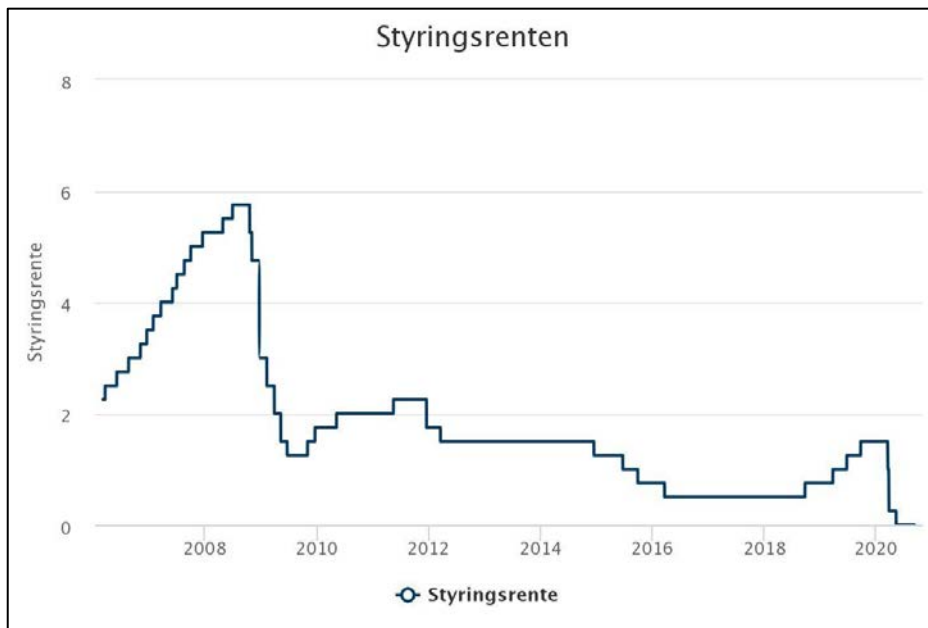
2.1.5.3 Styringsrenten

Styringsrenten er renten banker får på sine innskudd i Norges Bank. Forventninger om utvikling i denne påvirker følgelig rentenivået banker setter for innskudd og utlån. I økonomier med velfungerende penge- og kredittmarkeder vil en reduksjon i styringsrenten relativt raskt gi nedgang i markedsrentene (Norges Bank, u.å).

Rentenivået påvirker eiendomsbransjen hovedsakelig på to måter. For det første vil prisen på finansiering avhenge av rentenivået. For det andre vil renten påvirke forventninger om fremtidig inflasjon, og følgelig økonomisk utvikling. Dette vil videre påvirke både etterspørsel og leiepriser, som igjen vil påvirke yieldnivåene.

Eiendomsbransjen er svært kapitalkrevende, og således vil endringer i renten være styrende for tilgangen på finansiering. De siste årene har renten økt jevnt, hvilket har medført økte

finansieringskostnader. Før covid-19 var styringsrenten på 1,5 prosent. På kort sikt har bankenes finansieringsvilje stor effekt på etterspørsel etter eiendom (Kaldestad & Møller, 2016). I kapittel 9.2 vil vi se nærmere på styringsrenten sammenheng med yieldnivåene.



Figur 2.3: Styringsrente fra 2006 til 2020 (Norges Bank, 2020)

2.1.6 Andre faktorer

Utover økonomiske makrofaktorer vil det også være *andre sentrale faktorer* som påvirker verdien av næringseiendom. De viktigste faktorene er gjennomgått under.

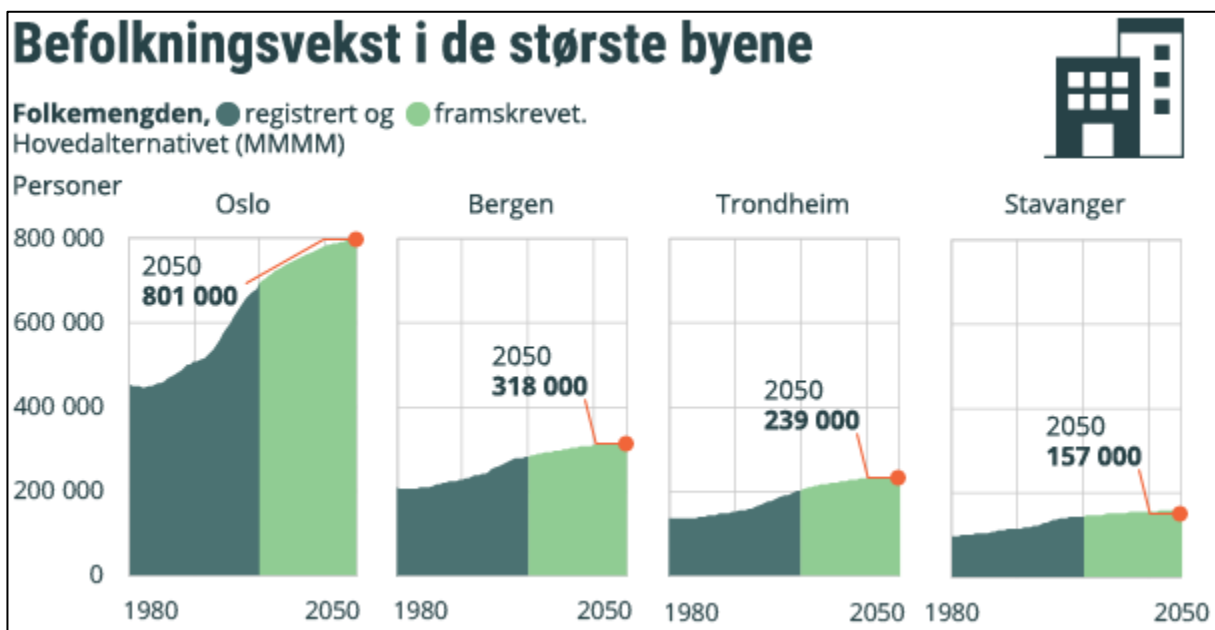
2.1.6.1 Lokasjon

Lokasjonsmessig klassifiseres som oftest en eiendom som enten en del av Central Business District (heretter CBD) eller i mer perifere strøk. Med CBD menes hjertet i et urbant område - altså et kjernesentrum (Oxford Reference, u.å). Et sentralt element for å vurdere verdien er å fastslå hvorvidt et bygg befinner seg i et område med reell tomteknapphet eller ikke. Tomter kan være en knapp faktor, spesielt i og rundt byer. I CBD-områder kan markedspris for leie som nevnt avvike vesentlig fra likevektspris grunnet mangel på bygg og lang ledetid.

2.1.6.2 Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle faktorer som populasjonsvekst og sentralisering vil være en svært viktig driver for leiepris og verdier på lang sikt. En økende populasjon tilsier økt etterspørsel etter varer og tjenester som igjen leder til økonomisk vekst. Dette vil igjen påvirke etterspørselen etter

eiendom, både for bolig- og næringsformål. Et forhold som i stor grad har påvirket etterspørselen etter CBD eiendommer er sentralisering. Sentralisering har vært et sentralt begrep i lange tider og innebærer at konsentrasjonen av Norges befolkning trekkes mot de største byene og selskaper i de store byene har kontorer som vokser i antall ansatte og arealer. Dette bidrar til å øke arealknappheten i de sentrale strøkene og dermed drive prisnivået og verdinivået opp. I figuren under ser vi forventet utvikling i befolkningsvekst i de største byene i Norge. Vi ser her at det både har vært en økende grad av sentralisering, og at denne er forventet å vedvare, spesielt i Oslo.



Figur 2.4: Voksende byer og aldrende bygder. (SSB, 2020). Målt befolkningsvekst fra 1980 til 2020 i venstre del av diagram for hver by, projisert befolkningsvekst fra 2020 til 2050 i høyre del.

2.1.6.3 Kvalitet

Med kvalitet menes tilstanden på selve bygget. Dette inkluderer både standard og nærhet til servicetilbud. Samtidig er det også et økende fokus på miljøhensyn fra investorer og kunder. Gårdeier må påse at eiendommene holder høy kvalitet og tilfredsstillende leietakers preferanser og gjeldende markedskrav. Dette vil øke kundetilfredshet og fornyelsesrate hos leietakere. Kvaliteten på bygget vil reflekteres direkte i kontantstrømmen eiendommen genererer, og følgelig lønnsomheten.

2.1.7 Konkurrenter

Et element som er viktig å fastslå for å forstå bransjens konkurransekrefter og eventuelle muligheter og trusler, er hvem konkurrentene til selskapet er. Det er mange aktører innen norsk næringsseiendom, men få av disse er børsnotert som rene eiendomsselskaper. Det finnes imidlertid en hel del privateide aktører innen norsk eiendom. I denne utredningen avgrenses konkurrenter til *andre noterte eiendomsselskaper*. Dette gjøres for å øke både relevansen av oppgaven, og på grunn av informasjonstilgang.

Av noterte eiendomsselskaper på Oslo Børs identifiserer vi de som driver med næringsseiendom som de primære konkurrentene. Dette gjelder Norwegian Property og Olav Thon Eiendomsselskap. De øvrige selskapene driver i hovedsak med boligutvikling og eiendom i utlandet, og anses derfor ikke relevant. Selv om NPRO og OLT er de primære konkurrentene er de ikke uten videre direkte sammenlignbare. Dette gjelder spesielt OLT, som i stor grad er fokusert på kjøpesenter- og hotellsegmentet. I kapittel 2.1.8 vil vi identifisere komparative selskaper som vil brukes i utredningen for å identifisere bransjesnitt som vil sammenlignes med Entra. Det vil her inkluderes utenlandske eiendomsselskaper der driften i større grad er sammenlignbar med Entra. Av konkurrentene er det da kun NPRO som vil inkluderes. Konkurrentene identifisert i dette kapitlet vil imidlertid inngå i den strategiske analysen, da disse selskapene i større grad vil være påvirket av de samme verdidriverne som Entra. I det videre følger en kortfattet presentasjon av de identifiserte konkurrentene. Informasjonen er hentet fra selskapenes hjemmesider og sist publiserte årsrapport (2019).

Olav Thon Eiendomsselskap

Olav Thon Eiendom (heretter OTE) ble etablert i 1982 og notert på Oslo Børs i 1983. Selskapets strategi er å investere i eiendommer med utviklingspotensial innen forskjellige eiendomssegmenter. Hovedfokus til selskapet er kjøpesentre, og selskapet er i dag Norges største eier av kjøpesentre.

Norwegian Property

Norwegian Property ASA (heretter NPRO) ble etablert i 2005, og børsnotert i 2006. Selskapet er et rendyrket og helintegrert næringsseiendomsselskap. Selskapets strategiske

satsningsområder er sentralt beliggende eiendommer i Oslo (CBD), Nydalen, Fornebu, Hasle og Stavanger.

Nøkkeltall konkurrenter

Selskap	Markedsverdi		Antall eiendommer	Leieinntekter	
	Børsnotert	MRD		MNOK	Segment
Olav Thon Eiendomsselskap	1983	15,8	147	3 215	Kjøpesenter/Hotell
Norwegian Property	2006	7	28	686	Kontor

Tabell 2.2: Nøkkeltall for Entras konkurrenter, herunder børsnoteringsår, markedsverdi pr. 10.11.2020, antall eiendommer, leieinntekter og segment (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2020, Norwegian Property ASA, 2020 og Oslobors.no, 2020).

2.1.8 Komparative selskaper

Vi vil i utredningen sammenligne nøkkeltall for Entra med nøkkeltall for *bransjen som helhet*. Dette gjøres for å analysere Entra sin relative lønnsomhet, risiko, samt som en del av selve verdsettelsen. For å gjøre dette har vi identifisert et utvalg komparative selskaper. I tillegg vil Entra selv inngå som en del av bransjen. Dette kan riktignok medføre en risiko for at vi sammenligner med Entra med seg selv, men etter våre vurderinger utgjør Entra en så liten del av bransjen, at det vil gi et mer rettviseende bilde å inkludere selskapet enn å ekskludere det (Damodaran, 2012).

Når vi har valgt komparative selskaper, har vi lagt til grunn at disse må tilfredsstillende spesifikke kriterier for å kunne anses som komparative. Kriteriene vi har lagt til grunn er at selskapene må være *børsnotert*, forretningsområdet må være i hovedsak fokusert på *kontoreiendom* og med tilsvarende strategi som Entra, altså at *driften av selskapet er sammenlignbar*. Av selskaper notert på børs i Norge, mener vi som nevnt at det kun er Norwegian Property som tilfredsstiller kriteriene.

Vi har derfor sett til utlandet, og valgt å inkludere et utvalg av selskaper fra Sverige. Det finnes også andre tilsvarende eiendomsselskaper i Europa, men for at selskapene skal operere med så like makroforhold som mulig og i land med tilsvarende kultur, har vi valgt å kun benytte selskaper fra Sverige i våre valg utenfor landegrensene. En svakhet ved å inkludere selskaper som ikke opererer innen de samme geografiske områdene er at de vil kunne påvirkes av andre verdidrivere. Vi vurderer markedsforholdene i Norge og Sverige til å være

tilstrekkelig like, slik at de komparative selskapene utgjør et hensiktsmessig sammenligningsgrunnlag.

Vi vil videre presentere de komparative selskapene. Entra presenteres for seg selv i kapittel 2.2. Norwegian Property er allerede presentert i kapittel 2.1.7 som en konkurrent, og vil også inngå som ett av de komparative selskapene. De øvrige komparative selskapene som er inkludert er Castellum AB, Fabege AB, Hufvudstaden AB og Atrium Ljungberg AB.

Castellum AB - Castellum er et av Sveriges største kommersielle eiendomsselskaper med mer enn 630 eiendommer fordelt på 4,3 millioner kvadratmeter. Eiendommene er lokalisert i byer, samt godt plasserte arbeidsområder med god kommunikasjon og utvidet service (Castellum, 2020). Eiendomsporteføljen består av ca. 47 prosent kontor, 23 prosent felleseiendom, mens resten er logistikkeiendom og handel. Castellum har den største eiendomsporteføljen av alle selskapene som vi har vurdert som komparative med en verdi på NOK 101 Milliarder pr. Q2 2020 (Castellum AB, 2020).

Fabege AB er et av Sveriges ledende eiendomsselskaper med fokus mot næringseiendom, spesielt kontoreiendom som utgjør 84 prosent av porteføljen. Virksomheten er konsentrert rundt et fåtall prioriterte delmarkeder med høy vekst i Stockholmsregionen. Fabege forvalter og utvikler sin eiendomsportefølje samtidig som porteføljen tilpasses gjennom kjøp og salg av eiendom (Fabege, 2020). Fabeges portefølje var verdsatt til NOK 76 milliarder pr Q2 2020 (Fabege AB, 2020).

Hufvudstaden AB tilbyr kontor- og butikklokaler i Stockholm og Göteborgs mest attraktive lokasjoner. Eiendomsselskapet ble grunnlagt i 1915 og eier i dag totalt 30 eiendommer. Hufvudstadens leietakere består av bransjer som bank og finans, jus, ledelse og IT, samt media og reklame. Hufvudstaden har fokus på å eie kommersielle eiendommer av høy kvalitet på unike lokasjoner i de mest sentrale delene av de to sterke vekstregionene i Sverige (Hufvudstaden, 2020). Verdien på eiendomsporteføljen var NOK 48 Milliarder pr. Q2 2020, der ca 51 prosent av arealet de forvalter er kontoreiendom (Hufvudstaden AB, 2020).

Atrium Ljungberg AB har sitt fokus på de fire største byene i Sverige, steder hvor vekst og utvikling skjer raskt. Atrium Ljungberg eier, utvikler og forvalter eiendommer på totalt ca 1

176 000 kvm med en porteføljeværdi på NOK 45 Milliarder pr. Q2 2020 (Atrium Ljungberg AB, 2020). Porteføljen består av 70 eiendommer og ca 60 prosent av denne er kontoreiendom (Atrium Ljungberg AB, 2020).

De komparative selskapene oppsummert:

Selskap	Andel kontoreiendom	Verdi eiendomsportefølje	Nasjonalitet	Geografisk satsning
Entra ASA	90 %	NOK 51 MRD	Norge	Oslo, Bergen, Trondheim, Stavanger
Castellum AB	47 %	NOK 101 MRD	Sverige	Sverige, København, Helsingfors
Fabege AB	84 %	NOK 76 MRD	Sverige	Stockholm
Hufvudsstaden AB	51 %	NOK 48 MRD	Sverige	Stockholm og Göteborg
Atrium Ljungberg AB	60 %	NOK 45 MRD	Sverige	Stockholm, Uppsala, Malmö, Göteborg
Norwegian Property ASA	66 %	NOK 17 MRD	Norge	Oslo CBD, Nydalen og tre øvrige

Tabell 2.3: Selskapene vi inkluderer i bransjegjennomsnittet. Informasjon i tabellen er hentet fra selskapenes egne nettsider og porteføljeværdi er lokal valuta pr 30.06.2020 omregnet til NOK med dagskurs pr 30.06.2020 (Norges Bank, 2020)

Vi mener at ettersom alle selskapene i tabellen over er etablerte aktører med sammenlignbar drift, og at selskapene samlet sett utgjør et representativt bilde på bransjen.

2.2 Presentasjon av Entra ASA

I forrige delkapittel ble verdidrivere i eiendomsbransjen, bransjens historiske utvikling, konkurrenter og komparative selskaper gjennomgått. I dette delkapittelet vil vi gjennomgå informasjon om Entra ASA som selskap, som vil danne grunnlaget for verdivurderingen videre.

2.2.1 Historisk utvikling

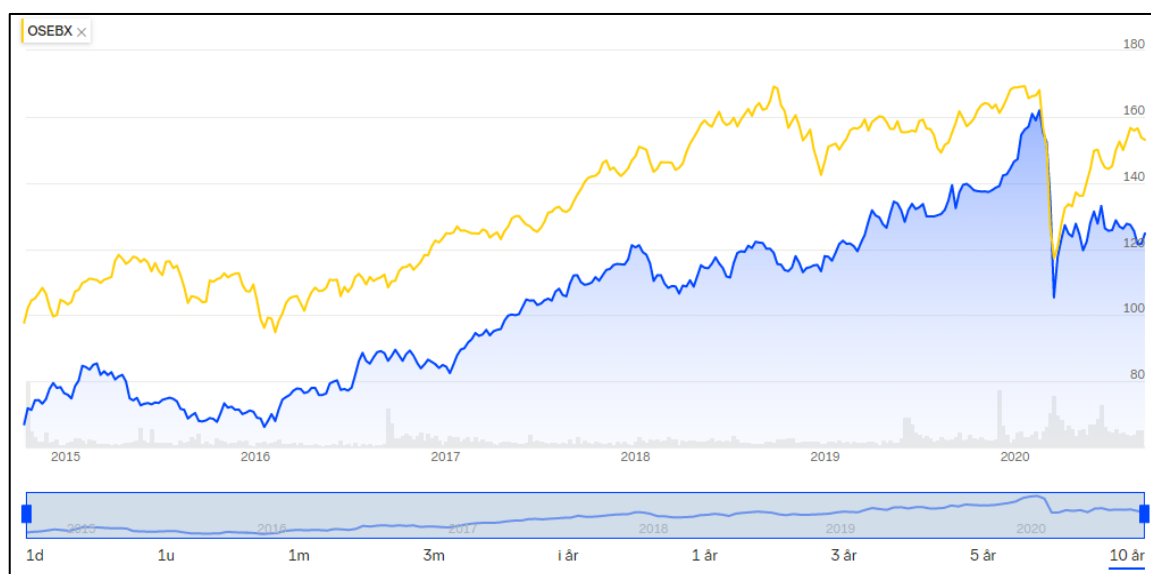
Entra ASA er et norsk eiendomsselskap med virksomhet bestående av eiendomsforvaltning og utleie, eiendomsutvikling, samt kjøp og salg av fast eiendom i Norge. Altså er selskapet en helintegrert aktør der verdiskapningen skjer gjennom hele verdikjeden. Virksomheten ble startet i år 2000 gjennom Stortingets vedtak om utskillelse av kontorbyggvirksomheten i Statsbygg (Regjeringen, 2005, s. 29). Det opprinnelige formålet var å leie ut lokaler for å dekke statlige behov, men dette er ikke lenger selskapets hovedformål.

I 2014 meldte Nærings- og fiskeridepartementet som største eier at det ble gjort klart for å privatisere selskapet. Selskapet ble notert på Oslo Børs i oktober 2014, og i etterkant har staten solgt seg gradvis ned. Det er 181 ansatte i selskapet pr 30.06.2020, og selskapet har hovedkontor i Oslo, samt regionskontorer i Bergen og Trondheim (Entra.no).

2.2.2 Aksjeutvikling og eierskap

Ved notering på Oslo Børs var selskapet priset til NOK 11,9 milliarder (65 kr pr. aksje). Frem til september 2020 har selskapets markedsverdi økt med 92 prosent til rundt NOK 22,9 milliarder, altså 125 kr. pr. aksje (Oslo Børs, 2020). I samme periode har hovedindeksen på Oslo Børs steget med 54 prosent. Utviklingen i Indeksen og Entra er illustrert i figuren nedenfor.

Det er pr 30.06.2020 utstedt 182 132 055 aksjer. Det er én aksjeklasse, og alle aksjer har de samme rettigheter (Entra, 2020).



Figur 2.5: Aksjekursutvikling siden notering sammenlignet med hovedindeks Oslo Børs. Øverste linje er utviklingen i hovedindeksen på Oslo Børs, nedre linje er Entras utvikling (Nordnet.no, 2020).

Under følger en oversikt over de ti største aksjonærene pr. 30.06.20 med en samlet eierandel på 38,7 prosent. (Entra.no). Som det fremgår av oversikten, er Staten ved Nærings- og Fiskeridepartementet ikke lenger største eier.

Shareholder	% holding
Folketrygdfondet	11.1
Norwegian Ministry of Trade, Industry and Fisheries	8.2
State Street Bank (Nominee)	7.7
The Bank of New York (Nominee)	3.4
JP Morgan Chase Bank (Nominee)	1.7
BNP Paribas Securities (Nominee)	1.6
Danske Invest Norske	1.5
Corem Property Group	1.2
State Street Bank (Nominee)	1.1
BNP Paribas Securities (Nominee)	1.1
SUM 10 LARGEST SHAREHOLDERS	38.7

Tabell 2.4: Oversikt aksjonærer Entra ASA 30.06.20 (Entra, 2020).

Formålet med nedsalget er ifølge Regjeringen å styrke det private eierskapet og legge til rette for at en økt andel private aksjonærer kan bidra til videreutvikling av selskapet.

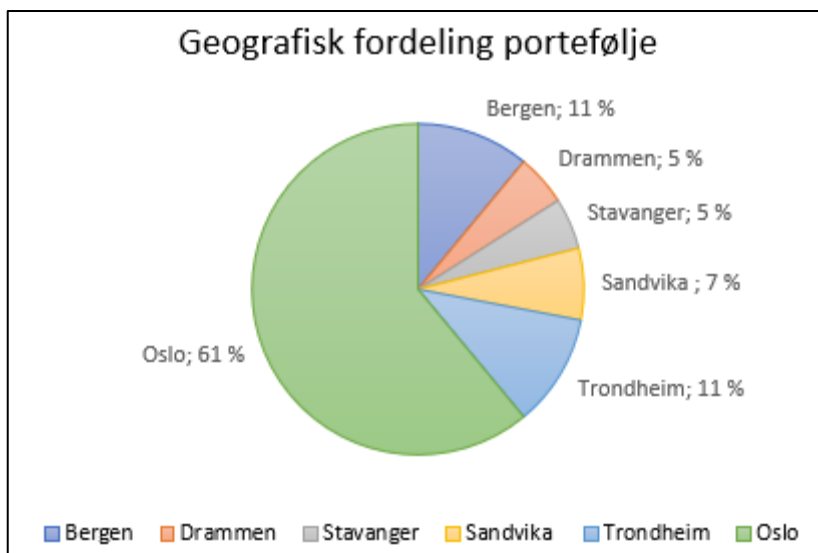
2.2.3 Visjon, målsetting og strategi

Selskapet er i dag et av Norges ledende eiendomsselskap og har en portefølje på 90 bygg (Entra, 2020, s. 10) med sentralt lokaliserte, høykvalitets eiendommer i de største byene i Norge; Oslo og omegn, Bergen, Trondheim og Stavanger. Dette er også definert som de *strategiske satsingsområdene* for selskapet.

Videre er selskapets forretningsstrategi å være ledende på *kundeopplevd kvalitet, å levere lønnsom vekst og å være miljøledende i bransjen*. Selskapet mener at ved å ta inn miljøhensyn som en del av strategien og det praktiske arbeidet, forventes det at dette vil gi betydelige konkurransefortrinn i fremtiden. Entra har som mål å skape levelige og bærekraftige arbeidsplasser som fasiliterer for jobbtilfredshet og effektivitet, samt en visjon om at de mest fornøyde menneskene arbeider i Entras bygninger (Entra, 2019, s. 12). Entra realiserer sine målsettinger og strategier gjennom sine ansatte. Humankapital er derfor svært viktig for selskapet, både som et mål i seg selv, men også for å realisere selskapets forretningsstrategi.

2.2.4 Eiendomsportefølje

Entra eier og forvalter ca 1,3 millioner kvadratmeter fordelt på 90 bygg ved utgangen av andre kvartal 2020 (Entra, 2020). Den geografiske fordelingen av porteføljen er illustrert under:



Figur 2.6: Geografisk fordeling av Entras eiendomsportefølje (Entra.no).

Rundt 90 prosent av eiendomsporteføljen består av kontoreiendom. I tillegg eier Entra noen kulturelle bygninger som Nasjonalbiblioteket og Rockheim, samt bygninger som brukes innen utdanning.

Entra hadde pr. 30.06.20 en eiendomsportefølje under forvaltning verdsatt til ca NOK 42,5. Vektet gjenværende leieperiode var 6,8 år, og det var en utleiegrad på 97,6 prosent. Pr. 31.12.2019 var rundt 60 prosent av leietakerne målt etter inntekt fra offentlig sektor. Det var rundt 700 leietakere pr 31.12.2019, der de 20 største leietakerne utgjorde rundt 40 prosent av leieinntektene (Entra, 2019). Den sentrale lokaliseringen av eiendommene gir muligheter for høy kvadratmeterpris, og i tillegg ser vi at fokuset på offentlige leietakere sikrer lange leiekontrakter og lav ledighet. Dette kommer vi nærmere tilbake til i den strategiske analysen.

Informasjonen er hentet fra Entra sin hjemmeside, samt års- og kvartalsrapporter. (Entra, 2019 og Entra 2020 Q2).

2.2.5 Forretningsområder

Selskapets forretningskonsept er å utvikle, leie ut og forvalte attraktive miljøledende bygg (Entra, 2019, s.13). Virksomheten er karakterisert av høykvalitets bygg i sentrale byområder med solide leietakere på lange leiekontrakter, og en tilhørende lav ledighetsrate. Generelt baserer forretningsmodellen seg på verdiskapning i hele verdikjeden, og en balansert eksponering mellom utvikling og drift.

Entras forretningsmodell er kapitalkrevende, og tilgang på langsiktig kapital til konkurransedyktige vilkår er svært viktig. Selskapet har en solid portefølje og en stabil kontantstrøm som gir dem gode muligheter i kapitalmarkedet, herunder både banklån og obligasjonslån. Selskapet mener også at fokuset på miljø bidrar til mer fordelaktige finanseringsbetingelser, og understreker således betydningen av dette. Under vil vi kort gjennomgå den tredelte forretningsmodellen. Vi vil videre i oppgaven imidlertid behandle forretningsområdene samlet. Rasjonale for dette valget er gitt i kapittel 5.2.1.1.

2.2.5.1 Eiendomsforvaltning og utleie

Selskapets drift er i hovedsak utleie og forvaltning av egne bygg (Entra Vedtekter, 2019). En høy teknisk kompetanse, integrerte vedlikeholds- og kontrollsystemer og tilstedeværelse sikrer at byggene fungerer optimalt for kundene hver dag. Selskapet jobber aktivt for å ivareta gode kundeforhold for å oppnå høy kundetilfredshet, og maksimere fornyelsesraten. Ved eiendomsforvaltning, samt kjøp og salg tar Entra ut markedsavkastning over tid gjennom porteføljens verdiutvikling og løpende kontantstrøm.

2.2.5.2 Investeringsaktivitet

Entra søker aktivt å forbedre kvaliteten av eiendomsporteføljen gjennom en disiplinert strategi med kjøp og salg av eiendom (Entra, 2019). Selskapet fokuserer på kjøp av store eiendommer og prosjekter i spesifikke områder innen de fire kjernemarkedene. Målområdene inkluderer områder i bykjernene, og utvalgte klynger og knutepunkter utenfor bykjernen. Kjøp- og salgsstrategien er fleksibel, som gjør Entra i stand til å svare på markedsmuligheter når disse oppstår.

2.2.5.3 Eiendomsutvikling

Merverdi utover løpende markedsavkastning i markedet skapes gjennom å utvikle og bygge eiendom. Selskapet har lang erfaring og ekspertise gjennom en årrekke med eiendomsutvikling som gjør selskapet i god stand til å gjennomføre lønnsomme investeringer og prosjekter. Entra ønsker å være en bidragsyter til å utvikle byområder i de strategiske satsningsområdene som er attraktive, inkluderende og tilgjengelige for innbyggerne. Videre har Entra som målsetning å være miljøledende i bransjen, og bidra til å redusere bransjens miljøbelastning. Eiendomssektoren står for rundt 40 prosent av verdens utslipp av klimagasser

(Entra, 2019, s. 75), og ved å redusere dette mener Entra at bransjen kan gå fra å være en stor del av utfordringen til å bli en del av løsningen (Entra.no, 2020).

2.2.6 Finansiell utvikling

Entra har fra 2015 til 2019 hatt en årlig vekst i driftsinntekter på ca 6,5 prosent. Videre fremgår det av årsrapporten henholdsvis 2015 og 2019 at leiepris pr. kvm økt fra kr 1 768 i 2015 til kr 2 096 i 2019, altså en total økning på nesten 20 prosent. Vi ser også at samlet yield er gått fra 5,9 prosent i 2015 til 4,8 prosent i 2019. Dette, sammen med netto tilgang av nye bygg, er den største delen av grunnen til den vesentlige økningen i virkelig verdi av eiendomsporteføljen på ca. NOK 20 000. I kapittel 5 vil vi analysere den historiske finansielle utviklingen nærmere. Vi ser imidlertid at veksten i leieinntekter på 6,5 prosent tilsvarer omtrentlig økning i KPI fra 2016 til og med 2019 på 6,9 prosent (SSB, 2020). Dette illustrerer at Entra er et selskap i en moden fase, samt at det i hovedsak er økonomisk aktivitet i markedet som er styrende for utvikling i verdier.

2.3 Oppsummering presentasjon bransje og Entra ASA

I første del av kapittel 2 presenterte vi eiendomsbransjen med tilhørende verdidrivere, samt konkurrenter og komparative selskaper. Bransjen i oppgaven er definert til å være næringsseiendom med fokus på kontorsegmentet. Forholdet mellom yield og leieinntekter er hoveddriveren bak verdiene i bransjen. Dette forholdet drives videre av økonomisk aktivitet, herunder BNP-vekst, styringsrente, sysselsetting og sentralisering. For den enkelte eiendom vil også faktorer som lokalisering og kvalitet være styrende for verdien.

Vi identifiserer få børsnoterte direkte konkurrenter for Entra i Norge. Det er slik vi ser det kun Norwegian Property som i tillegg til Entra av de børsnoterte eiendomsselskapene som i hovedsak fokuserer på kontorsegmentet. For å identifisere komparative selskapene har vi derfor inkludert utenlandske selskaper lokalisert i Sverige som vi vurderer å være sammenlignbare. De komparative selskapenes drift er i stor grad sammenlignbar, og vi vurderer også verdidriverne i Sverige til å være tilnærmet like de i Norge. Etter vårt skjønn utgjør de komparative selskapene samlet sett et representativt bilde på bransjen.

I den siste delen av kapittel 2 har vi sett direkte på Entra. Entra er et av Norges ledende eiendomsselskap med et stort fokus på sentrale, høykvalitetseiendommer i CBD områdene i de store byene i Norge. Selskapet har et stort miljøfokus, og en stor andel offentlige leietakere, noe

som gir svært sikre kontantstrømmer. Dette er forhold som etter vårt skjønn skiller Entra fra flere av de komparative selskapene. Selskapets målsettinger og strategier realiseres gjennom de ansatte, noe som gjør at vi også identifiserer humankapital som et viktig forhold for selskapet.

3. Verdsettelsesteknikker

Verdivurderinger brukes til en rekke formål, eksempelvis kjøp og salg av virksomheter, investeringsanalyser og verdipapiranalyse. I denne utredningen er perspektivet til en ekstern egenkapitalinvestor lagt til grunn. Vi vil derfor benytte en eller flere verdsettelsesteknikker for å estimere en verdi på *egenkapitalen* til Entra.

Innledningsvis presenterer vi en oversikt over ulike verdsettelsesteknikker som kan benyttes i en verdivurdering. Deretter vil vi utrede nærmere for de teknikkene vi ønsker å benytte videre i oppgaven. Deretter vil vi vurdere og begrunne vårt valg av verdsettelsesteknikk og metode, samt presentere rammeverket som benyttes i den videre utredningen.

3.1 Oversikt over ulike verdsettelsesteknikker:

“All models are wrong, but some are useful”

George Box.

Sitatet over sier noe om den *iboende usikkerheten* som finnes i alle modeller. Modellene bygger ofte på skjønnsmessige forutsetninger eller forenklinger. En verdsettelse er altså ikke en eksakt vitenskap. Av den grunn kan det ofte være fornuftig å benytte flere metoder når en gjennomfører en verdsettelse.

Når man skal velge mellom verdsettelsesteknikker, kan det skilles hovedsakelig mellom tre ulike metoder (Kaldestad & Møller, 2016):

- Fundamental metode
- Markedsbasert metode
- Kostbasert metode

Innenfor de forskjellige metodene finnes det flere ulike modeller og teknikker. Alle metodene har både fordeler og ulemper, og passer best til ulike formål. Hvilken metode som legges til grunn er avhengig av faktorer som tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2016, s.33). Videre vil metodevalg for verdsettelse avhenge av selskaps- og bransjespesifikke forhold, hvilken fase i livssyklusen er i, og utsikter til fortsatt drift.

Vi vil videre i kapittelet gjennomgå de metodene vi planlegger å benytte for å verdsette Entra. Hovedmetoden vi planlegger å benytte er en *fundamental verdsettelse*, og i tillegg ønsker vi å gjøre en *markedsbasert verdsettelse* for å understøtte denne. Av den grunn vil vi ikke gjennomgå kostbaserte metoder nærmere i denne utredningen.

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdsettelse er en verdsettelsesteknikk som tar utgangspunkt i å *analysere de underliggende forhold* knyttet til selskapet. For å gjennomføre en fundamental verdsettelse må man sette seg inn i en rekke forhold knyttet til selskapet, og en vil ofte få en større forståelse av hva verdidriverne i selskapet og bransjen er enn med andre metoder (Damodaran, 2012). Tilnærmingen tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap kan forvente å generere fremover. Videre vil verdien av selskapet være nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmene (Kaldestad & Møller, 2016)

Første steg er å lage en prognose på *fremtidige kontantstrømmer*. Dette innebærer gjennomgang og analyse av historisk informasjon for å gjennomføre en kvalitativ strategisk analyse og en kvantitativ regnskapsanalyse. Basert på funn her utarbeides et fremtidsregnskap der en predikerer fremtidige normaliserte kontantstrømmer.

Videre må en estimere et *avkastningskrav* som tar utgangspunkt i faktiske markedsforhold, og fremtidige forventninger.

Deretter *neddiskonteres de fremtidige kontantstrømmene* tilbake til dagens verdi basert på det estimerte avkastningskravet. Ved å neddiskontere kontantstrømmene tar en hensyn til pengenes tidsverdi og risikojusterer tallene for deres alternativavkastning.

Dagens verdi av de fremtidige kontantstrømmene vil da utgjøre det *endelige verdiestimatet* ved fundamental metode.

Damodaran (2012, s. 58) anbefaler at man *utfører en usikkerhetsanalyse* av det estimerte verdiestimatet. Som nevnt vil det alltid være en stor del usikkerhet knyttet til resultatene fra en verdsettelse, og en analyse av denne usikkerheten vil hjelpe med å belyse dette. Usikkerheten kan oppstå ved at det på grunn av tidsmessige hensyn, og det faktum at man ikke kan forutse fremtiden, måtte gjøres en betydelig andel forenklinger og forutsetninger. Disse vil ha stor innvirkning på endelig verdiestimat og det er derfor viktig å gjennomføre simulerings- og

sensitivitetsanalyser for å se hvilke forutsetninger og variabler som i størst grad påvirker modellen.

En sentral forutsetning for å kunne gjennomføre en fundamental verdsettelse er tilgang til tilstrekkelig informasjon, og spesielt finansiell informasjon. Dette for å analysere historiske tall, som brukes for å predikere fremtiden. Videre *egner metoden seg best* for etablerte selskaper med en viss historikk, og helst noterte selskaper med offentlig regnskapsinformasjon og en faktisk markedspris. Noterte selskaper vil også møte strenge regulatoriske krav, noe som øker tilliten til den finansielle informasjonen, og følgelig verdsettelsen. Videre er det også viktig for verdsettelsen at det eksisterer *komparative selskaper* som kan inngå i beregning av bransjesnitt.

Innenfor fundamental verdivurdering finnes det flere metoder. Metodene skiller seg fra hverandre ved forskjeller i kontantstrømmer og i avkastningskrav. De to hovedmetodene er *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden* (Damodaran, 2012). Etersom vi ønsker å *benytte begge metodene* i denne utredningen vil vi gjennomgå begge metodene.

3.1.1.1 Egenkapitalmetoden

Når man benytter egenkapitalmetoden (EK-metoden), innebærer det at man verdsetter egenkapitalen til selskapet *direkte*. For å gjøre dette, neddiskonteres *kontantstrømmen til egenkapitalen* med et *egenkapitalkrav* (Damodaran, 2012). Verdsettelse av egenkapitalen kan gjøres ved hjelp av fire forskjellige modeller som skal gi samme verdiestimat dersom de benyttes konsistent. De fire modellene er beskrevet punktvis nedenfor.

- *Utbytte/Fri kontantstrømmodellen* er to forskjellige modeller, men modellene vil være sammenfallende om man forutsetter at fri kontantstrøm utbetales i sin helhet som utbytte. Denne forutsetningen er svært vanlig å gjøre og modellene behandles derfor samlet. Modellen innebærer at verdien av egenkapitalen til et selskap vil være nåverdien av summen av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen i en eksplisitt periode og i en horisontperiode.
- *Superprofittmodellen* baseres på at verdien av egenkapitalen vil være lik bokført egenkapital i dag, tillagt nåverdien av all fremtidig superprofitt. Altså hvor egenkapitalrentabiliteten til et selskap er høyere enn egenkapitalkravet.
- *Superprofittvekstmodellen* tar utgangspunkt i at verdien av egenkapitalen vil være kapitalisert verdi av neste års nettoresultat, summert med nåverdien av all fremtidig vekst i superprofitt til egenkapitalen.

3.1.1.2 Selskapskapitalmetoden

Når man benytter selskapskapitalmetoden (SK-metoden) verdsetter man egenkapitalen *indirekte*. For å beregne verdi på egenkapitalen må man beregne seg frem til verdien av selskapet, altså “enterprise value” (EV). Videre korrigeres EV for selskapets finansielle gjeld og eventuelle minoritetsinteresser (Damodaran, 2012), og en beregner dermed egenkapitalverdien indirekte. Når SK-metoden benyttes, kan selskapsverdien defineres som *total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital*. Totalkapitalen skiller i liten grad mellom driftsrelaterte og finansielle poster, og den blir dermed ikke benyttet like ofte som de øvrige to. Dette siden dekomponering av kapitalen i drift og finans er nødvendig om en skal analysere om det foreligger fordeler knyttet til driften, gearing eller finansieringen av selskapet. Vi vil videre i oppgaven følgelig primært benytte oss av *netto driftskapital* som definisjon av selskapskapitalen.

Som for EK-metoden, kan SK-metoden utføres ved å bruke forskjellige modeller. Modellene som kan benyttes er fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Dette er de samme metodene som er utredet i 3.1.1, og de vil derfor ikke gjennomgås på nytt.

3.1.2 Markedsbaserte metoder

Ved markedsbaserte metoder estimerer en verdi basert på hva *lignende selskaper eller eiendeler omsettes for i markedet* (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30). Metoden fastsetter verdien på bakgrunn av verdi, og identifiserte nøkkeltall for komparative selskaper. Av denne grunn kalles metoden også for komparativ. Følgelig er det avgjørende å identifisere de relevante multiplikatorene og nøkkeltallene som beskriver verdsettelsesobjektet.

Det finnes to hovedmetoder innenfor komparativ verdivurdering, henholdsvis *multiplikatormodellen og substansverdimodellen* (Damodaran, 2012). *Substansverdimodellen* omtales gjerne som den direkte komparative metoden, da egenkapitalen verdsettes direkte gjennom å identifisere nettoverdi av eiendelene korrigert for gjelden til selskapet. For eiendomsselskaper er dette en svært aktuell metode, da verdien av eiendelene i utgangspunktet ikke avhenger av hvem som eier de. *Multiplikatormodellen* omtales som den indirekte metoden siden egenkapitalen verdsettes basert på markedets vurdering av sammenlignbare selskapers verdi.

3.1.2.1 Multiplikatormodellen

For å kunne verdsette egenkapitalen basert på markedets vurdering av sammenlignbare selskapers verdi må en ha en formening om hva sammenlignbare selskapers verdi er. Følgelig må en samle inn priser for sammenlignbare selskaper, og justere for forskjeller mellom verdsettelsesobjektet og dem det blir sammenlignet med (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31).

Verdivurdering ved bruk av *multipler* gjøres ved å ta utgangspunkt i et tall i resultatoppstillingen (omsetning, EBITDA, EBIT, resultat etter skatt eller lignende), eller i balansen (eiendeler, sysselsatt kapital, egenkapital eller lignende) og multiplisere dette med en faktor. Ved å ta utgangspunkt i sammenlignbare selskaper der markedet allerede har estimert en verdi på fremtidige kontantstrømmer, og forutsette at det samme forholdet mellom verdi og faktoren man velger, gjelder verdsettelsesobjektet estimerer man nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte.

Fordelen med multiplikatormetoden er at den er enkel, intuitiv, og lite tid- og ressurskrevende (Kaldestad & Møller, 2016). Det er også en markedsutledet metode som betyr at en kan få et estimat på hva eiendelen kan selges for eller er verdt i dag, og ikke når markedet korrigerer en eventuell feilprising mellom markedsverdi og fundamentalverdi. Ulempen med metoden er at den kan medføre en risiko for å overse faktiske underliggende forhold. Det kan vanskelig tenkes at en gjennom komparativ verdsettelse greier å identifisere det som er unikt med et selskap siden verdsettelsen ikke baseres på selskaps-spesifikke forhold.

Vi velger i vår oppgave å benytte multipler som vi mener er hensiktsmessige for Entra og bransjen de opererer i. Siden store deler av eiendelene i balansen er målt til virkelig verdi, mener vi at multipler som tar utgangspunkt i balanseverdier, vil gi best prediksjonskraft. Vi benytter derfor Pris/Bok og Pris/kvm som balanseorienterte multipler og Pris/Fortjeneste som resultatbasert multipler for å korrigere for rimeligheten av den komparative verdsettelsen.

3.1.2.2 Substansverdimodellen

Denne metoden tar utgangspunkt i hva eiendelene kan selges for i markedet i dag. Ved å verdsette de enkelte eiendelene selskapet eier basert på salgspris, og beregne en markedsverdi på gjelden estimeres egenkapitalverdien til selskapet. Metoden fokuserer på *selskapets eiendeler sin selvstendige verdi*, og ikke på prosesser og aktiviteten i selskapet. Den forutsetter at det finnes et aktivt marked for eiendelen, eller at det er mulig å innhente en takstverdi. I

vanlige driftsselskaper, hvor store deler av verdier ligger i ansattes kompetanse, merkenavn og kunderelasjoner oppstår det derfor risiko for undervurdering av verdien.

Metoden kan imidlertid passe godt for selskaper med få eller ingen immaterielle eiendeler, og metoden er derfor passende ved verdsettelse av et eiendomsselskap som Entra.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Oppsummert velger vi som nevnt å benytte *fundamental verdsettelse* som vår primære metode. Dette er den metoden som etter vår vurdering reflekterer de underliggende verdiene og fremtidsutsiktene for Entra i størst grad. Vi har god tilgang på offentlig informasjon og historiske regnskapstall. Videre er selskapet i en moden fase, med en stabil finansiell utvikling. Selskapet og eiendomsbransjen tilfredsstiller følgelig de mest sentrale forutsetningene for å benytte metoden. Masterutredningen har et omfang på 30 studiepoeng, og vi har tilstrekkelig tid til å utføre en fundamental verdsettelse.

Oppsummert mener vi derfor at fundamental verdsettelse er en velegnet teknikk for å estimere egenkapitalverdien til Entra. Både *egenkapital-* og *selskapskapitalmetoden* vil benyttes, der vi benytter *fri kontantstrømmodellen* ved begge metodene. Vi vil gjennom vår bruk av verdsettelsesteknikkene være oppmerksom på at teknikkene, spesielt fundamental verdsettelse, er *svært sensitiv* for input og våre forutsetninger. Videre vil vi gjennom oppgaven forsøke å synliggjøre usikkerheten i våre estimater og trekke oppmerksomhet mot at punktestimater ikke nødvendigvis gir grunnlag for beslutninger. Punktestimater benyttes av praktiske og matematiske formål, men vurderes for sin rimelighet gjennom oppgaven. For å øke påliteligheten til vårt endelige verdiestimat vil vi også benytte *markedsbaserte verdsettelsesmetoder*, herunder substansverdi-, og multiplikatormodellen.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Vi vil i vår oppgave benytte Penman sitt rammeverk for fundamental verdsettelse som utgangspunkt. Dette vil utgjøre den overordnede strukturen for verdsettelsen, men vi vil gjøre selvstendige vurderinger innenfor stegene for å komme frem til vårt beste estimat på verdien av Entras egenkapital. Penmans rammeverk tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon og består av *fem steg: strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsettelse og handelsstrategi* (Penman, 2013, s. 85). Alle stegene blir beskrevet grundigere i sine respektive kapitler, men vi presenterer dem kort nedenfor for å gi en overordnet oversikt til leseren.

Steg 1: Strategisk analyse

Strategisk analyse er en kvalitativ analyse hvor man ser nærmere på selskapets underliggende økonomiske forhold (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 13). Analysens formål er å gi innsikt i selskapets nåværende, historiske og fremtidige lønnsomhet.

Steg 2: Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen er en kvantitativ analyse av de underliggende økonomiske forholdene i et selskap (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 14). Analysen vil supplere den strategiske analysen gjennom å tallfeste rentabilitet og risiko slik at vi får kvantifisert den strategiske analysen og vår vurdering av risikoen knyttet til Entra. Målsetningene våre gjennom analysen vil være å vurdere hvorvidt de underliggende økonomiske realitetene er reflektert i regnskapet.

Steg 3: Fremtidsregnskap

Tredje steg i rammeverket går ut på å budsjettere et fremtidsregnskap og estimere et tilhørende fremtidskrav. Dette bygger på funnene fra steg 1 og 2, og brukes videre i steg 4 for å estimere et endelig verdiestimat, som forklart i kapittel 3.1.1.

Steg 4: Verdsettelse av egenkapitalen

Egenkapitalverdien estimeres ved å benytte nevnte metoder (EK og SK) ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer med et risikojustert krav. Videre vektet verdiestimatet fra SK- og EK-metoden for å finne et endelig fundamentalt verdiestimat. Avslutningsvis justeres det for konkurrisiko, og det gjennomføres en analyse som viser sensitiviteten verdiestimatet har for sentrale driverne av verdien. I steg 4 utføres også supplerende verdsettelsesmetoder som hensyntas i det endelige estimatet på verdien av egenkapitalen.

Steg 5: Handelsstrategi

Siste steg av den fundamentale verdsettelsen er å fastslå en handelsstrategi som anbefales på bakgrunn av verdiestimatet man har kommet frem til. Endelig verdiestimat vurderes opp mot børskursen på verdsettelsestidspunktet, og det konkluderes på om aksjens markedsverdi fremstår som over-, under- eller korrekt priset. Basert på denne vurderingen gis en handelsstrategi med en anbefaling om å selge, holde eller kjøpe aksjen (Penman, 2013, s. 86).

4. Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

En strategisk analyse er en *kvalitativ analyse* av selskapets underliggende økonomiske forhold (Kaldestad & Møller, 2016). Her analyseres både bransje- og selskapsspesifikke forhold.

Analysen bygger dermed på innsikt og funn fra kapittel to om henholdsvis eiendomsbransjen og Entra.

Formålet med den strategiske analysen er å avdekke om det foreligger fundamentale forhold ved virksomheten som kan gi opphav til en superprofitt. For å klare dette, må selskapet enten operere i en *gunstig bransje*, eller kontrollere *spesielle konkurransefortrinn*. Det er da viktig å analysere hva som er *kildene* til meravkastningen selskapet genererer, og hvor lenge denne meravkastningen kan opprettholdes (Kaldestad & Møller, 2016, s. 97).

Forholdene som omhandler *bransjen* er analysert gjennom en *eksternanalyse*. Formålet her er å se om det foreligger forhold som gir opphav til bransjefordeler. Videre analyseres de *selskapsspesifikke forholdene* ved en *internanalyse*. Formålet med dette er å fastslå om selskapet har ressurser, og om selskapet er i stand til å utnytte disse på en slik måte at de enten har, eller har potensiale for, en høyere rentabilitet enn bransjen (Kaldestad & Møller, 2016).

Avslutningsvis vil våre funn fra den eksterne- og interne analysen oppsummeres i en SWOT-analyse. Dette gir en oversikt over selskapets interne styrker og svakheter, samt eksterne muligheter og trusler. Innsikten herfra vil videre brukes for å analysere historikk, men også som grunnlag for å budsjettere fremtidsregnskap og fremtidskrav som benyttes i den fundamentale verdsettelsen. Analysen er derfor et viktig grunnlag for den videre verdsettelsen av Entra og den endelige handelsstrategien.

4.2 Ekstern analyse

Formålet med eksternanalysen er å få en forståelse av *lønnsomhetspotensialet til bransjen* som helhet. Vi vil først gjennomføre en analyse av politiske, makroøkonomiske og samfunnmessige forhold som påvirker bransjen ved en PESTEL-analyse. Videre analyserer vi konkurranseforholdene i bransjen med Porters Five Forces. For å danne oss et bilde av lønnsomhetspotensialet, ønsker vi å kartlegge verdidriverne som kan beskrive lønnsomheten

samt konkurransekraftene i bransjen. Eksternanalysen er basert på de faktorene som etter vårt skjønn har størst innvirkning på bransjens lønnsomhet, jf. kapittel to.

4.2.1 PESTEL-analyse

Formålet med en PESTEL-analyse er å vurdere, analysere og overvåke makrofaktorer som påvirker lønnsomheten til en bransje i en strategisk sammenheng (Kaldestad & Møller, 2016, s. 100-101). Som nevnt i kapittel to vil dette være de bakenforliggende faktorene som driver endringer i henholdsvis leiepris og yield. Hoveddriveren for etterspørsel har vi allerede fastslått er økt økonomisk vekst. Vi vil i dette kapittelet analysere dette nærmere, og se nærmere på de andre faktorene som ble introdusert i kapittel to. Alle faktorene er ikke like utslagsgivende, noe som vil gjenspeiles i utredningen under.

4.2.1.1 Politiske faktorer

De politiske faktorene må kartlegges for å vurdere om myndighetene har, eller vil, iverksette reguleringer eller lignende som vil påvirke bransjens lønnsomhet.

Norge er et land med svært høy grad av politisk stabilitet, og har vært det over lang tid. Politiske prosesser er viktig for hva man får tillatelse til å bygge, og hvor. Tidsbruken i slike prosesser er en av grunnene til at det er *lange ledetiden* i bransjen, noe som kan bidra til endringer i *leiepriser på kort sikt*. Andre politiske beslutninger som bygging av infrastruktur, herunder veier og baner, vil også påvirke attraktiviteten til både eksisterende og planlagte bygg. Videre vil eiendomsbransjen kunne påvirkes av politikken som regjeringen fører, herunder samferdselspolitikk, miljøpolitikk, boligpolitikk, og skattepolitikk. Dette vil være underliggende drivere som kan påvirke etterspørselen i markedet. I tillegg vil andre reguleringer som byggeforskrifter påvirke bransjens lønnsomhet.

Globalt ser man en økende grad av politisk polarisering. Selv om eiendom ikke kan flyttes over landegrenser, vil lokale markeder også påvirkes av global økonomi. Derfor vil også det politiske miljøet hos Norge sine handelspartnere kunne påvirke driverne for eiendomsverdier i Norge fremover. I verden er det i dag flere eksempler på usikkerhet globalt, herunder Covid-19.

Politiske faktorer vil kunne ha potensiale til å påvirke bransjens lønnsomhet. Det er imidlertid svært vanskelig å kvantifisere dette videre i denne utredningen. Endringer i politiske

rammevilkår vil kunne gi opphav til både muligheter og trusler. Vi velger imidlertid å legge til grunn *fortsatt stabile politiske rammevilkår*.

4.2.1.2 Økonomiske faktorer

De økonomiske faktorene er, som nevnt i kapittel to, de makrofaktorene som etter vårt skjønn i størst grad vil drive yield og leiepris, og følgelig bransjens verdier og lønnsomhet. I kapittel to ble faktorene *BNP, styringsrenten og sysselsetting* fremhevet som de viktigste økonomiske makrofaktorene. BNP-vekst og økt sysselsetting vil drive etterspørselen etter næringseiendom, som igjen vil drive leieprisene. Styringsrenten vil påvirke verdiene i bransjen gjennom både tilgang og pris på finansiering, samt påvirke yieldnivået.

Det globale sjokket som følge av Covid-19, som nevnt i kapittel 2.1.4, medførte en økning i *arbeidsledighet*. Dette vil direkte påvirke etterspørselen etter næringsarealer. Sysselsettingen har tatt seg noe opp fra de historiske bunnivåene i mars og april 2020, men det er svært vanskelig å predikere hvor mye som blir permanent ledig som en følge av pandemien (Newsec, 2020).

Det er risiko for økt arealledighet, som vil medføre reduserte leiepriser. Hvordan bransjen påvirkes av dette vil også avhenge av hvilke typer leietakere det enkelte selskapet har, og dette vil være styrende for deres eksponering mot konjunkturer. Dette vil drøftes spesifikt for Entras kundemasse i den interne analysen i kapittel 4.4.

Styringsrenten på null prosent har en direkte effekt på eiendomsinvestering gjennom at det endrer finansieringskostnadene til bransjen. Isolert sett skulle en tro at tilgangen på finansieringen for eiendomsbransjen øker som en følge av redusert rente. Videre vil det også kunne tilsi økte eiendomspriser, og potensielt lavere inngangsbarrierer for nye aktører i bransjen. Dette forutsetter imidlertid at andre forhold ikke har endret bankenes utlånsvilje. Dette forholdet er nærmere utredet i Porters Five Forces i kapittel 4.2.2.

Ifølge Newsec Insight rapport for Q2 2020 vil det for bygg med solvente leietakere, lange kontrakter og prime beliggenhet, være mest sannsynlig med best finansiering fremover. Trolig vil derfor finansieringskostnader holde seg stabile eller falle for de beste eiendommer, men øke for de mindre gode på kort sikt. Dette kan tilsi en finansieringsfordel for allerede etablerte solide aktører.

Oppsummert tror vi at en *lav styringsrente vil kunne bidra til en potensiell finansieringsfordel på kort sikt*. På sikt vil imidlertid en eventuell finansieringsfordel for bransjen gå mot null, og tilsvare det finansielle gjeldskravet. Det er vanskelig å kvantifisere en risiko for bransjen knyttet til Covid-19. Selv om det har vært permitteringer og noe økt arbeidsledighet har fortsatt eiendomsbransjen lav ledighet og forholdsvis lange leiekontrakter. Finanspolitiske tiltak vil kunne bidra til å øke aktiviteten i økonomien, og følgelig etterspørselen etter næringseiendom. Eiendomsbransjen er trolig i størst grad utsatt for *potensielle konkursbølger hos leietakerne*. I så måte vil det være *fordeler knyttet til det å ha offentlige leietakere, og sikre kontantstrømmer*.

4.2.1.3 Sosiokulturelle faktorer

I Norge har fødselsraten vært fallende over lang tid, med tidenes laveste tall i 2019 (SSB, 2019 og SSB, 2020). Dette vil over tid føre til en høy gjennomsnittsalder i samfunnet, populært kalt eldrebølgen. Videre vil dette føre til at forbruket i samfunnet reduseres, og en ev. økonomisk vekst kommer da fra eksport av varer og tjenester. Ettersom eiendom ikke kan eksporteres, vil færre sysselsatte derfor kunne medføre lavere etterspørsel etter kontorlokaler.

Som nevnt i kapittel 2 vil etterspørselen etter CBD eiendommer påvirkes av sentraliseringen. Pre Covid-19 var det en økende grad av sysselsetting i de store byene, som illustrert i figur 2.2. Dette bidrar ikke bare til at selskaper trenger større lokaler, men dette bidrar også til å legge ytterligere press på behovet for tomter. På kort og medium sikt er det noe usikkerhet knyttet til dette, men vi forventer at denne trenden vil vedvare på lang sikt. Dette har bidratt til at eiendomsselskaper sentrerer sine strategier rundt storbyer med aktive markeder der markedsleien er høy. På denne måten opererer de i et geografisk segment hvor sammenhengen mellom etterspørsel og treghet i tilbudssiden sørger for høyere leiepriser enn i de andre geografiske segmentene. Videre viser trenden vi så i kapittel 2.1.6.2 økt sentralisering og vi mener derfor at etterspørselen i disse byene ikke kommer til å være fallende.

På kort og mellomlang sikt gir *sentralisering og befolkningsvekst* i byene økte muligheter for lønnsomhet. På lenger sikt er det imidlertid *usikkerhet knyttet til populasjonsvekst* som kan potensielt true bransjens etterspørsel og lønnsomhet. Det vil derfor ikke eksistere en evigvarende fordel knyttet til dette, men det er en faktor som på kort sikt potensielt kan gi meravkastning.

4.2.1.4 Teknologiske faktorer

Som nevnt i kapittel to vil det på steder med arealknapphet ha en stor betydning for eiendomsverdien hva betalingsviljen for tomt er. Når en by vokser på grunn av sentralisering vil reiselengde og reisetid kunne øke. Tid har en høy alternativkostnad, noe som har ført til høy betalingsvillighet for eiendommer i CBD-områder. Historisk sett har imidlertid flere faktorer ført til at knapphet på land påvirker prisene mindre enn man skulle tro. Det er flere eksempler i storbyer der man har tatt nye områder i bruk ved omdisponering av områder og teknologisk utvikling i byggeteknikker. Eksempler på dette er Canary Wharf i London og Bjørvika i Oslo (Kaldestad & Møller 2016). Av den grunn vil det være et tak på superrentabiliteten nevnt under sosiokulturelle faktorer.

Det kan videre tenkes at det i fremtiden vil skje store teknologiske forbedringer, som vil påvirke bransjens lønnsomhet, men det er en stor grad av usikkerhet her. Av den grunn er *teknologiske faktorerers påvirkning på eiendomsbransjens lønnsomhet lav på kort sikt*. På lang sikt vil teknologisk utvikling som nevnt medføre et tak på ev. superrentabilitet som følge av sentralisering og lange ledetider. Videre vil bransjen være avhengig av teknologisk utvikling for å tilfredsstille byggekrav med hensyn til miljø, kundenes preferanser, og samtidig holde kostnadene nede. Vi anser teknologisk utvikling for å være en lav potensiell trussel mot bransjens lønnsomhet på kort sikt.

4.2.1.5 Miljømessige faktorer

I dagens samfunn er det et stort fokus på miljø- og klimaspørsmål. Bygg står for rundt 40 prosent av verdens energiforbruk (Entra.no, 2020). Energiforbruk er dermed den viktigste faktoren i miljøbelastningen fra næringsbygg. Det vil fremover stilles større krav til bærekraft, miljøsertifiseringer og energieffektivitet for næringseiendom.

Det å ha en grønn portefølje i eiendomsbransjen er viktig både fra et klimaperspektiv, men også fordi leietakerne er opptatt av dette. I tillegg gir BREEAM miljøsertifiserte eiendommer tilgang på mer fordelaktig finansiering. Studier har også vist at BREEAM sertifiserte bygg gir sparte driftskostnader (Eiendomsmegler1, 2018).

Ettersom bygg står for en så stor andel av verdens energiforbruk er det ikke urimelig at det også kan bli pålagt strengere reguleringer fra myndighetene som kan true lønnsomheten i fremtiden.

Oppsummert kan miljøsertifiserte eiendommer gi potensiale for lønnsomhet på kort sikt. Vi tror at økt betalingsvilje hos leietakerne for bedre arbeidsmiljø, inneklima og omdømmeeffekter er noe som kan bidra til fordeler på mellomlang sikt. I tillegg kan en grønn portefølje gi tilgang på bedre finansiering, såkalte “grønne obligasjoner”. Dermed kan miljømessige faktorer bidra til en midlertidig finansieringsfordel. I fremtiden vil det trolig være en forventning, og således ikke en faktor som fører til en varig superrentabilitet. Det antas imidlertid at kostnadene med dette ikke vil påvirke lønnsomheten i vesentlig grad. Altså vil det kunne være en midlertidig fordel, men ikke nødvendigvis en ulempe på lang sikt selv om det blir innført ytterligere reguleringer.

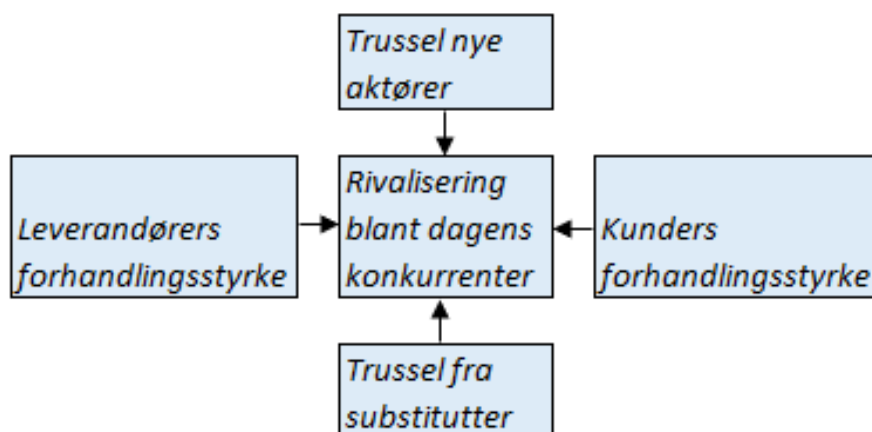
4.2.1.6 Juridiske faktorer

Som nevnt under politiske faktorer kan regulatoriske forhold påvirke eiendomsbransjens lønnsomhet. Dette gjelder lovkrav til bygg, tekniske standarder og for eksempel miljølovgivning.

Bankenes vilje til å finansiere næringseiendom har stor effekt på etterspørselen på kort sikt. Denne utlånslysten påvirkes også sterkt av regulatoriske kapitalkrav som stilles til bankene, herunder Basel 3 og MREL. Bankene binder opp mye kapital i forbindelse med utlån til næringseiendom. I en nedgangskonjunktur som under Covid-19 vil dette potensielt kunne medføre et negativt sjokk. Dette er en trussel mot eiendomsbransjen i form av effekt på bankenes utlånsvillighet. Banker har allerede stor eksponering mot næringseiendom, og vil trolig ikke ønske å øke denne slik situasjonen er fremover. Dette gjelder spesielt for nye aktører. Se også gjennomgang av dette forholdet under Porters Five Forces.

4.2.2 Porters Five Forces

Dette er en modell som søker å skape en forståelse for ulike konkurransekrefter som former ethvert marked. Michael Porter identifiserte fem krefter som brukes for å kartlegge attraktiviteten, lønnsomheten og konkurranseintensiteten i bransjen (Jakobsen og Lien, 2001). De fem kreftene er avgjørende for om det *eksisterer en bransjefordel*. Kreftene er avgjørende for hvor intens konkurransen er i markedet, og følgelig hvor lønnsom og attraktiv bransjen er. Dersom en bransje opplever høy lønnsomhet, vil den oppleve press fra mange kanter. Nye aktører vil forsøke å ta markedsandeler fra etablerte aktører. Leverandører og kunder med forhandlingsmakt vil forsøke å henholdsvis øke og forhandle ned priser (Kaldestad & Møller, 2016, s.100).



Figur 4.1: Porters Five Forces (Porter, 1998, s.4)

4.2.2.1 Trussel fra nye aktører

Risikoen for at nye aktører etablerer seg avhenger i stor grad av hvilke *inngangsbarrierer* som eksisterer (Johnson et al., 2013). Ved høye inngangsbarrierer er det vanskeligere for nye aktører å etablere seg. Ved lave barrierer vil flere nye aktører etableres, hvilket fører til økt konkurranse. Nyetableringer fra nye aktører kan medføre en trussel for de allerede etablerte aktørene ved at de nye aktørene tar markedsandeler. Innen næringseiendom er det flere inngangsbarrierer. Vi har valgt ut de vi anser som de største inngangsbarrierene under.

Kapitalbehov

Dette er etter vår mening den største inngangsbarrieren i bransjen. Næringseiendom er svært kapitalkrevende, spesielt i segmentene som Entra opererer i - sentrale kontoreiendommer i Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim. Det er nødvendig med en betydelig finansiering for å kunne etablere seg i markedet.

Pr. juli 2020 utgjør bankenes utlån til fast eiendom hele 43 prosent av totalt utlån (SSB, 2020).

Fra Newsec Insight markedsrapport for Q2 2020 fremgår det at risikopremien for utlån til næringseiendom hadde falt åtte kvartaler på rad, med en kraftig reduksjon i finansieringskost før covid-19 inntraff. Videre fremgår det at finansieringsbildet var relativt stabilt i februar 2020 med moderat stigende renter, stabile bankmarginer og finansiering i obligasjonsmarkedet tilgjengelig på gode nivåer. Etter pandemien har dette endret seg. Covid-19 har hatt en direkte effekt på bankenes utlånsvillighet. Bankene ønsker ikke å øke sin

eksponering mot næringsseiendom, og ifølge Union sin siste bankundersøkelse må en helt tilbake til 2013 for å se et like kraftig hopp i marginen for utlån til næringsseiendom som ble observert siste kvartal (Newsec, 2020).

Noe som motvirker denne effekten er reduksjonen i styringsrenten. Ifølge markedsaktører medfører nettoen av disse forholdene en reduksjon i total lånekostnad. Som tidligere nevnt vil denne fordelten imidlertid først og fremst tilfalle eksisterende solide aktører, og ikke nødvendigvis nye aktører.

På tross av dette er det forhold som taler for et tøffere marked, og den økte usikkerheten medfører etter vårt syn en høyere inngangsbarriere for nye aktører.

Førstetrekksfordel

Det er tomteknapphet i CBD områdene i de største byene. Mange av de beste eiendommene eies allerede av etablerte aktører, og de som etablerte seg først vil således ha en *førstetrekksfordel*. Nyetablerte aktører må dermed ta til takke med mindre attraktive lokasjoner. Dette kan som nevnt motvirkes noe ved utvikling av nye byområder, som gjør at tilbudet ikke nødvendigvis er fast, til tross for arealknapphet. Selv om et kjernesentrum alltid vil være attraktivt, vil muligheten for flytting til nye områder sette et tak på langsiktig realprisøkning. Til tross for dette mener vi at førstetrekksfordelen er viktig i kontorsegmentet, og vil kunne gi muligheter for meravkastning på kort/mellomlang sikt for etablerte aktører.

Produktdifferensiering

Dette kan være vanskelig å oppnå innen kontor og næringsseiendom. Mulighetene er i hovedsak relatert til beliggenhet, kvalitet, kundeoppfølging og i senere tid miljøhensyn. Alle de store på eiendom i Norge har god, men varierende score på miljø og kundetilfredshet, og det er lite trolig at en nyetablert aktør vil kunne differensiere seg noe særlig på dette.

Oppsummert nyetableringer

Det er etter vårt skjønn en lav grad av trussel fra nyetableringer. I hovedsak begrunnes dette med de høye kapitalkravene, og førstetrekksfordelen som de allerede etablerte aktørene innehar. I tillegg er det vanskelig for en nyetablert aktør å kunne differensiere seg på annet enn pris, som vil ytterligere avskrekke nye aktører, spesielt grunnet de høye faste rentekostnadene. Dette vil gi muligheter for allerede etablerte aktører for å øke marginer uten å nødvendigvis oppleve økt konkurranse.

4.2.2.2 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandørers forhandlingsmakt foreligger dersom de kan presse kundens lønnsomhet ved å øke pris, eller redusere kvalitet på produktet eller tjenestene som leveres. Når det gjelder eiendomsmarkedet er de viktigste leverandørene finansieringsinstitusjoner. Kapital er som nevnt den viktigste innsatsfaktoren, og vilkårene man får hos banken/obligasjonsmarkedet dikterer en stor del av kostnadsbasen. Dette kan bidra til at banken får en høy grad av leverandørmakt. Dette blir imidlertid redusert av både det faktum av at det er høy konkurranse i bankbransjen, samt den økende andelen av obligasjonslån fra 2016 til skrivende stund (Entra, 2019, s 52). Tilgangen på finansiering, og leverandørens forhandlingsmakt vil i stor grad avhenge av hvor solid selskapet er. På kort sikt vil også hvor solvente leietakerne er ha stor innvirkning. En stor andel offentlige leietakere vil dermed kunne være en fordel.

Videre vil Entra også ha en rekke underleverandører i forbindelse med eiendomsutvikling og transaksjoner. Det antas at konsentrasjonen av praktiske og finansielle tjenester er relativt lav, og følgelig en redusert forhandlingsmakt for leverandører innen dette.

Oppsummert har trolig leverandører av finansielle tjenester en medium god forhandlingsposisjon på kort sikt. På medium og lang sikt vil imidlertid misbruk av denne posisjonen medføre at Entra bytter leverandør.

4.2.3.3 Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt baserer seg på i hvilken grad kundene kan presse pris og lønnsomhet. Ved salg av produkter eller tjenester med lav byttekostnad eller tilgjengelige substitutter vil kundene ha høy forhandlingsmakt.

Leietakernes makt til å presse pris, vil innen kontoreiendom i stor grad være påvirket av forholdet mellom tilbud og etterspørsel. Dersom etterspørselen overstiger tilbudet vil kundene ha en relativt lav forhandlingsmakt. De store leverandørene har alle en relativt lav ledighet, hvilket tilsier at innenfor deres segmenter er det liten grad av kundemakt. Dette underbygges av den nevnte historiske økningen i leiepriser fra år til år.

Det er svært mange kunder innen næringseiendom og kontorsektoren. Det har historisk vært stor etterspørsel etter sentralt beliggende kontorer som har drevet etterspørselen. I usikre tider ønsker eiendomsbransjen sikre kontantstrømmer fra leietakere. Dermed er offentlige leietakere svært ettertraktet, noe som kan gi økt kundemakt til denne typen kunder.

Kundenes forhandlingsmakt er i stor grad styrt av forholdet mellom tilbud og etterspørsel. De siste årene har alle de store selskapene innen kontoreiendom hatt relativt lav ledighet, noe som kan indikere en lav kundemakt. På kort sikt kan imidlertid leietakernes soliditet medføre at de opplever en noe økt forhandlingsmakt. På lenger sikt kan det være en trussel for bransjens lønnsomhet ved en endret jobbhverdag, og mindre behov for kvadratmeter per ansatt. Ved tilbudsoverskudd vil makten i større grad overføres til kundene.

4.2.3.4 Substitutter

Som nevnt under kundenes forhandlingsmakt, avhenger prisen kundene er villig til å betale av om det foreligger substitutter. Dette er produkter eller tjenester som tilbys fra andre bedrifter eller bransjer som tilfredsstiller det samme behovet (Johnson et al., 2013). Dersom dette foreligger, er dette en trussel for selskapet siden det begrenser markedsmakten og prisen for produktet eller tjenesten som tilbys. Om det er få substitutter, vil dette imidlertid gi mulighet for å øke prisene og følgelig bedre lønnsomheten.

Historisk sett har det vært få direkte substitutter for næringseiendom, og spesielt kontor. Under og etter Covid-19s første smittebølge har en stor andel av arbeidstakerne i Norge vært tvunget til å ha hjemmekontor. Dette har vært skrevet mye om i media, og mange mener at dette er noe som vil føre til at selskaper vil revurdere behovet de har for kontorer i fremtiden. Videre må dette ses tydelig i sammenheng med den teknologiske utviklingen som gjør at arbeidstakerne i enda større grad har mulighet til å ha en mobil arbeidsplass. Et fullverdig substitutt er det etter vårt syn imidlertid ikke, og sentrale kontorlokaler vil fortsatt være attraktive fremover.

På lengre sikt vil leiepriser også påvirkes av endringer i tilbudet av nye lokaler. Endring i tilbudet bestemmes av nybyggingsaktivitet og netto konvertering av kontoreiendom til annen type eiendom. Høy vekst i salgsprisene vil normalt gjøre det mer lønnsomt å sette opp nye bygg som videre fører til at tilbudet øker og bidrar til ny prisdannelse.

Oppsummert har det historisk ikke vært noen reelle trusler i form av substitutter. Fremover kan dette imidlertid være bli en trussel, spesielt med fremveksten av nye arbeidsvaner. Det er en mulig trussel at selskaper får et mindre behov for antall kvm. pr. ansatt. Sett sammen med sentralisering og andre faktorer nevnt over, anser vi trussel for å være lav, spesielt på kort sikt i CBD områder.

4.2.3.5 Konkurrenter

Bransjens konkurranseintensitet bestemmes blant annet av *kundelojalitet, antall konkurrenter, hvor like produktene er, etterspørsel og utgangsbarrierer* (Johnson et al., 2013, s. 44-45). En høy grad av konkurranse vil kunne medføre pris- og marginpress.

De nærmeste konkurrentene til Entra vil være de som tilbyr kontoreiendom i de strategiske satsningsområdene. Kontormarkedet er som nevnt i kapittel 2.1.7 preget av spredt eierskap. I utgangspunktet vil de mange aktørene i bransjen som tilbyr et likt produkt (kontorarealer) føre til *høy konkurranse og en langsiktig likevektspris*. Dette forutsetter imidlertid at det ikke er arealknapphet. Som tidligere forklart vil tregheter i markedet gjøre at markedsprisen på kort sikt kan drives bort fra likevektspris som følge av en stiv tilbudskurve.

Utgangsbarrierer vil omhandle hvor vanskelig det er å komme seg ut av markedet. Dersom det er høye utgangsbarrierer der aktørene er "låst" på markedet, vil det være en mer intens konkurransesituasjon. I eiendomsbransjen vil barrierene være bestemt av konjunktursituasjonen. Dersom flere aktører vil ut av markedet samtidig vil priser falle, og følgelig øke utgangsbarrierer. I økonomiske kriser kan verdier falle, og selskaper kan bli nødt til å selge eiendelene sine som følge av likviditetsskvis, brudd på lånevilkår eller lignende.

Etter vårt syn er det faktum at det tilbys homogene varer gi en høy grad av konkurranse, noe som gir en langsiktig likevektspris. Dette fører til at det på lang sikt ikke vil eksistere bransjefordeler. På grunn av etterspørselsoverskudd i enkelte områder, samt differensiering knyttet til miljøprofiler og leietakermiks kan det imidlertid oppstå fordeler og muligheter på kort sikt.

4.3 Oppsummering ekstern analyse

Formålet med eksternanalysen har vært å få en forståelse av lønnsomhetspotensialet til bransjen som helhet. Dette er gjort ved å analysere verdidriverne som etter vårt skjønn beskriver lønnsomheten i bransjen.

Verdiene i bransjen drives av utvikling i leiepris og yield. En sterk BNP-vekst, økende sysselsetting og sentralisering kan indikere at det har eksistert fordeler for eiendom lokalisert i CBD områder de siste årene. Grunnet eiendomsbransjens konkurransekrefter vil leieprisene likevel konvergere mot langsiktig likevektspris. På kort sikt kan det imidlertid oppstå

superprofitter som følge av lange ledetider på nye bygg ved etterspørselsoverskudd. Dette kan videre indikere at det har eksistert en bransjefordel.

Det er her imidlertid viktig å huske at komprimerte yieldnivåer og fallende rentenivåer har ført til store økninger i verdiene av byggene. Selv om leieprisene antagelig har økt utover langsiktig likevektspris i CBD-områder, vil de store endringene i virkelig verdi av eiendommene føre til at *målt rentabilitet* ikke er vesentlig endret. Med andre ord er forholdet mellom den faktiske verdien på byggene og avkastningen ikke nødvendigvis endret. Selv om leiepris og etterspørsel isolert sett vil tilsi en superrentabilitet, vil dette være avhengig av rente- og yieldnivå. Dette forholdet og bransjens historiske lønnsomhet er nærmere analysert i kapittel 8.2.1.1.

Som en konsekvens av Covid-19 kan leiepriser og verdier endres vesentlig på kort sikt. Fallende sysselsetting, en kraftig brems i økonomisk aktivitet, og nullrente kan påvirke etterspørselen og lønnsomheten til bransjen på kort sikt, og relevante markedsaktører forventer økt kontorledighet i de største byene i Norge (Newsec, Q2 2020). Her tror vi imidlertid at for etablerte aktører med solide og stabile kontantstrømmer i CBD områder kan det oppstå fordeler, spesielt knyttet til tilgang på fordelaktig finansiering.

4.4 Intern analyse

Formålet med den interne analysen er å identifisere hvilke drivere og ressurser som fører til at selskapet som vurderes skaper verdier. Johnson et al. (2013, s. 70) sier at “en ressurs defineres som en innsatsfaktor selskapet har eller lett kan få tilgang til”. Ressursene som analyseres vil bygge på forholdene identifisert i kapittel to, samt i eksternanalysen. Forholdene som er identifisert vil analyseres for å vurdere hvordan disse kan medføre mulige fortrinn for Entra. I den interne analysen vil vi benytte oss av *SVIMA-rammeverket* som analyseverktøy.

4.4.1 SVIMA

Ressursene som analyseres er ressurser som gir mulige fortrinn i dag, og potensielle fortrinn i fremtiden. For at en ressurs skal kunne skape et konkurransefortrinn, og følgelig bidra til god inntjening, må den tilfredsstillende følgende *fem kriterier; sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar* (Jakobsen & Lien, 2001, s. 88-89). I tilfeller hvor vi vurderer ressursene opp mot konkurrentene og snakker om konkurransefortrinn, forholder vi oss til bransjen i Norge og konkurrentene i Norge, dermed vurderes ikke ressursene opp mot

komparative selskaper. *Kapabiliteten* selskapet har til å utnytte ressursene vurderes gjennom om ressursen er mobiliserbar og approprierbar. Dette vil gi oss et godt utgangspunkt for å vurdere fremtidsutsiktene for Entra, og vil være *viktig input i vurderingene som skal gjøres for å komme frem til et verdiestimat.*

Ettersom eiendomsbransjen er en bransje der lønnsomheten i stor grad avhenger av ressursene som foreligger mener vi at SVIMA-rammeverket er tilstrekkelig for å få oversikt over selskapets interne sentrale forhold, og mulige fortrinn (Henry, 2008). Gjennom analysen tas det hensyn til den mulige utviklingen som skjer med ressursene for å bedre bedømme disses påvirkning for Entra. Når dette kombineres med den eksterne analysen mener vi å kunne tilegne oss et bilde av Entras interne og eksterne forhold som er tilstrekkelig for å identifisere styrker, svakheter, muligheter og trusler selskapet står overfor.

Nedenfor vil vil gjennomgå hver av kriteriene og forklare hva som inngår i begrepene.

Sjelden: For at en ressurs skal kunne bli karakterisert som sjelden, kan ikke konkurrenter inneha den samme ressursen i samme kvalitet eller mengde. Dette gjelder både for dagens konkurrenter og potensielle fremtidige konkurrenter. Om hele bransjen har ressursen tilgjengelig, vil den ikke gi grunnlag for noen lønnsomhet som overgår det man kunne forventet av bransjen generelt siden kunden ikke har insentiver til å velge selskapet over konkurrentene.

Viktig: Den identifiserte ressursen må være viktig nok til at den bidrar til bedre lønnsomhet. Dette kan oppnås gjennom at kunden vurderer at han oppnår en større verdi gjennom å velge selskapet over konkurrentene tilstrekkelig til at betalingsviljen er større og man oppnår høyere marginer. Ressursen kan også bidra til marginer gjennom at kostnadsnivået for selskapet er tilstrekkelig lavere enn konkurrentene.

Ikke-imiterbar: Om en ressurs skal være sjelden og bidra til bedre lønnsomhet over tid enn for bransjen generelt, må den være vanskelig eller umulig å imitere. Altså at konkurrentene ikke enkelt kan kopiere eller erstatte den med en tilsvarende ressurs. Om ressursen er enkel å imitere vil konkurrenter raskt erstatte den eller komme med tilsvarende ressurser slik at den større lønnsomheten selskapet eventuelt har knyttet til ressursen vil utlignes relativt raskt. Det finnes en rekke måter å gjøre det vanskeligere for konkurrenter å kopiere eller imitere ressursen, eksempelvis gjennom patenter, geografiske forhold, eksepsjonelle ansatte og lovgivning innen markedet som fungerer som barrierer for konkurrenter.

Mobiliserbar: For at en ressurs skal medføre et fortrinn, må en kunne ta ressursen i bruk for å generere økonomiske verdier. Om en innehar en ressurs som tilfredsstillende de øvrige kriteriene i rammeverket, men som ikke kan benyttes til å generere økonomisk verdi, vil den ikke føre til noe konkurransemessig fortrinn. Mobiliserbarhet vil dermed si at ressursen er mulig å ta i bruk, og i hvilken grad selskapet faktisk har tatt den i bruk.

Approprierbar: Approprierbarhet henger tett sammen med mobilisering, men hovedfokuset er at det er selskapet som sitter igjen med den økonomiske verdien som genereres gjennom ressursen. Om ressursen bidrar til at bransjen som helhet sitter igjen med den økonomiske verdien vil ikke ressursen bidra til at selskapet oppnår lønnsomhet høyere enn bransjen generelt og dermed ikke være et fortrinn over konkurrentene.

Hver enkelt av ressursene som identifiseres vil vurderes i tråd med tabellen vist nedenfor og dette hjelper oss å bestemme hvilken form for utfall ressursen medfører.

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Figur 4.2: SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001, s. 88-89)

4.4.2 Analyse av Entra i SVIMA-modellen

Med utgangspunkt i kartlegging av Entra i kapittel to har vi vurdert at følgende ressurser er av særlig viktighet:

- Eiendommene - herunder bygningsmasse, lokalisering og miljøsertifisering.
- Kundekapital
- Tilgang til finansiering
- Humankapital

Vi vil videre gjennomgå ressursene punktvis mht. hvilket fortrinn de potensielt skaper.

4.4.2.1 Eiendomsporteføljen

Hovedressursen til Entra er eiendomsporteføljen. Det er gjennom eiendommene at Entra realiserer sine strategier både knyttet til lønnsomhet, klima- og miljøfokus, og sin kundekapital. Hovedformålet med aktivitetene som selskapet bedriver er å sikre leieinntekter i dag og fremover gjennom at leietakere velger å benytte deres bygg. Derfor skal vi nedenfor se på forholdene som har innvirkning direkte på eiendomsporteføljen.

Bygningsmassen

Entra sikter seg inn på bygg som i all vesentlighet er å anse som alminnelige bygg. Dette siden de ikke fokuserer på spesialtilpassede bygninger som skal brukes for kun et lite utvalg av kunder. På grunnlag av dette kan ikke vi se at byggene i seg selv skiller seg betydelig fra konkurrentene gjennom sin funksjonalitet. Det finnes bygninger i porteføljen som sikter seg inn mot enkelte undersegmenter gjennom å forsøke å eksempelvis samle teknologiselskaper under samme tak f. eks bygget “Media City” i Bergen, men dette reflekteres ikke gjennom at eiendommene tilpasses spesifikt, men heller gjennom markedsføring og valg av leietakere.

Bygningsmassen i seg selv er dermed ikke sjelden siden det tilbys bygg med tilsvarende utforming fra konkurrenter. Vi mener imidlertid at størrelsen på porteføljen må kunne anses som sjelden på grunnlag av at Entra er det største selskapet i Norge innen kontorsegmentet. Dette fremkommer av antall kvadratmeter som inngår i porteføljen ut fra årsrapportene pr 31.12.2019 for Entra og Norwegian Property. Eiendomsporteføljen er verdifull, men bygg med tilsvarende utforming kan imiteres av konkurrenter. Vurderingen av ikke-imiterbarhet vil avhenge av om man ser på enkelte eiendommene alene eller om man ser på eiendommene i porteføljen samlet. Porteføljen vil ikke være imiterbar på middels sikt, men mange av eiendommene enkeltvis vil kunne imiteres, og trussel for substitutter kan foreligge. Vi velger å legge porteføljen til grunn og *konkluderer med at denne er sjelden*. Videre er ressursen *mobiliserbar og approprierbar* siden Entra mobiliserer porteføljen for å oppnå lønnsomhet og fordelene kommer i størst grad Entra til gode.

Vi mener derfor at eiendomsporteføljen som helhet er et varig, beholdt konkurransefortrinn på middels lang sikt.

Lokalisering av eiendommene

Entra har ca. 70 prosent av sin eiendomsportefølje lokalisert i CBD (Entra, 2019).

Lokalisering av eiendommene vil være en ressurs siden god beliggenhet er en av kriteriene som leietakere er opptatt av i tilstrekkelig grad til å øke betalingsviljen. Entra sin portefølje er i stor grad lokalisert i sentrale deler av byene (CBD-områder), noe som på grunn av tomteknapphet ikke uten videre kan bygges opp i dag. Etter vår mening er dette en ressurs, og sammen med satsingen på å utvikle eiendommer rundt knutepunkter, forsøker Entra å sikre seg beliggenhet i områder de forventer kommer til å bli attraktive. Dette henger sammen med sosiokulturelle faktorer som sentralisering. På denne måten bidrar den geografiske strategien rundt lokalisering til å legge til rette for en høy markedsleie og at veksten i denne ikke stagnerer på kort sikt.

Leieprisene som oppnås i CBD er de høyeste som observeres på landsbasis (DNB, 2020) og dette fører til at lokalisering er en økonomisk verdifull ressurs. Videre vil en vurdering av om ressursen er sjelden, avhenge av om man ser på Entra opp mot sine hovedkonkurrenter eller mulige fremtidige konkurrenter. Siden SVIMA-analyse fokuserer på dagens situasjon velger vi å vurdere dette opp mot hovedkonkurrentene, og disse har også betydelige eiendomsporteføljer lokalisert i CBD. Derfor mener vi at lokalitet av eiendomsporteføljen ikke anses som sjelden.

Den økonomiske verdien knyttet til lokalisering av eiendommene vil tilflyte Entra og ikke bransjen som helhet og ressursen er dermed *mobilisert* og *appropriert*. Det er imidlertid ikke like sikkert at ressursen vil være varig. Dette begrunnes med at nye selskaper kan klare å imitere beliggenheten gjennom å investere i tomter i områder som senere blir attraktive. På denne måten vil nye markedsaktører kunne komme seg rundt tomteknappheten og dermed greie å penetrere markedet. Videre er ikke lokaliseringen av CBD områder statisk, og hvilke områder som anses som CBD kan endres slik at deler av porteføljen “faller utenfor”. Gjennom vår analyse finner vi at Entra har et *potensielt konkurransefortrinn knyttet til beliggenhet på nåværende tidspunkt, men det krever aktiv porteføljevaltning og oppfølging for at fortrinnet skal opprettholdes på sikt.*

Miljøsertifisering av eiendommene

Entras administrerende direktør, Sonja Horn sier i 2020 følgende: “Having a green portfolio is becoming a prerequisite for the future. Both from a climate risk perspective, but also as this is becoming increasingly important for our customers. Further, we observe that certified

properties have a better value development and obtain more favorable financing” (Entra, 2019, s. 8).

Dette tilsier at eiendommer med miljøsertifisering oppnår bedre utvikling i verdi grunnet økt etterspørsel og betalingsvilje. Vi ser at eiendommer med en form for miljøsertifikat er mer kommersielt attraktive enn andre nybygg. Dette gir videre høyere salgspriser for utbyggere. (Eiendomsmegler1, 2018). Dermed kan vi fastslå at å utvikle eiendom med miljøfokus bidrar til bedre avkastning på inntektssiden enn å utvikle konvensjonelle bygg.

Det er ikke nødvendigvis riktig at bærekraftige bolig- og næringsbygg er svært kostbare prosjekter. I mange tilfeller finnes det ingen betydelig økning i investeringskostnader for miljøvennlige utbyggingsprosjekter. I de tilfeller det påløper ekstra kostnader, vil dette ofte bli dekket av lavere driftskostnader, som igjen bidrar til større besparelser gjennom byggets levetid (Eiendomsmegler1, 2018). Gjennom at miljøsertifiserte eiendommer bidrar til bedre inntjening og at investerings- eller driftskostnadene samtidig ikke øker i samme takt, vil slike sertifiseringer bidra til høyere marginer enn det som er vanlig i bransjen, i alle fall frem til denne byggemåten blir vanlig i markedet.

Entra opplyser i sin årsrapport om at de har som målsetning at alle deres nye eiendommer som utvikles, skal oppnå sertifisering BREEAM-NOR Excellent¹. De har også som målsetning at alle eiendommer som gjennomgår oppussing og renovasjoner skal sertifiseres til BREEAM-NOR Very Good eller bedre. 54 prosent av eiendomsporteføljen til Entra pr 31.12.2019 sertifisert, eller i prosessen av å bli sertifisert, til minimum BREEAM Very Good. Gjennom å bygge opp sitt omdømme som miljøengasjert aktør i bransjen vil Entra kunne tiltrekke seg nye kunder som ikke kun forhandler på pris, men som også hensyntar eksempelvis omdømmerisiko.

På denne måten kan vi se at selskapet gjør tiltak for å realisere sin strategi om å være miljøledende innen kontorsegmentet. Siden leietakere verdsetter miljøsertifisering og er villig til å betale mer for slike lokaler, er dette en ressurs som er av økonomisk verdi og verdien vil tilfalle Entra og dermed være approprierbar. Videre er dette et forhold som Entra legger stort fokus på og som de allerede har realisert for en andel av bygningsmassen og vi mener derfor at ressursen er mobilisert.

¹ BREEAM-NOR er Norges mest utbredte miljøsertifisering for alle typer bygg. Se Appendix 1 for mer informasjon.

Miljøfokus og sertifisering av eiendommer er ikke unikt for Entra, andre aktører jobber også med slik sertifisering av sine arealer. Norwegian Property ASA (NPRO) har igangsatt en prosess for å BREEAM-sertifisere sine eiendommer og har målsetting om at nybygg som utvikles skal oppnå standarden BREEAM-Excellent (Norwegian Property, 2019, s. 99-101), men NPRO er ikke kommet like langt i prosessen som Entra. Olav Thon Eiendom opplyser i sin årsrapport om et av sine bygg som har sertifisering som Very Good, men utfra vår forståelse innebærer ikke deres strategi i hovedsak et tilsvarende miljøfokus for eiendomsporteføljen. Miljøsertifisering av bygg er i markedet er dermed å anse som sjeldent på kort sikt og vi mener at Entra har en fordel her. Andre aktører vil nok “hoppe på ballen” i større grad når sertifiseringen blir mer anerkjent blant leietakere og når deres krav øker. Entra har dermed en midlertidig konkurransefordel.

4.4.2.2 Kundekapital

Entra har som et av sine hovedmål at de skal være markedsledende på kundetilfredshet og dette fremkommer av deres visjon om at “the most satisfied people work in Entra buildings”. Bakgrunnen for dette er at fornøyde kunder sannsynligvis fornyer leiekontrakter og dermed sikrer Entra langsiktig stabilitet og lønnsomhet gjennom så lav ledighet som mulig. De hadde en utleiegrad på 97,6 prosent pr. 30.6.2020, opp 0,5 prosentpoeng fra 31.12.2019 (ikke hensyntatt eiendommene som er under utvikling). Større sannsynlighet for forlengelse av kontrakter og muligheten til å forhandle med leietakere på grunnlag av andre forhold enn kun pris, fører til at Entra kan skape verdier gjennom kundetilfredshet. Denne verdien kan vi kalle kundekapital. Lojale kunder styrker kundekapitalen og sørger for at relasjonen opprettholdes (Gottschalk, P., 2003).

Entra scorer godt på kundetilfredshet og oppnådde i 2019 en score på 85 mot bransjesnitt på 80, NPRO lå på 84, tilsvarende tall er ikke å finne for Olav Thon Eiendom. Hvert år gjennomfører Entra en undersøkelse for å finne ut hvordan kundene opplever leieforholdet. Forholdene som identifiseres som forbedringspunkter følges opp, og det som fungerer opprettholdes. Dette bidrar til at de er jobber med å holde kundekapitalen oppe og jobber med å videreutvikle den.

Videre har Entra rundt 60 prosent offentlige leietakere (Entra Q2, 2020). Dette er en ressurs gjennom at *offentlig sektor ikke er like konjunkturutsatt som private aktører*. Dette er en fordel som konkurrentene ikke innehar i like omfattende grad. En slik kundemasse vil være vanskelig

for andre aktører å imitere på kort sikt siden leietakerne har en vektet gjennomsnittlig kontraktstid på 6,8 år (Entra Q2, 2020). Ressursen er derfor sjelden, og den er i høy grad mobilisert og appropriert. Langsiktige leiekontrakter med solvente leietakere sikrer lange stabile kontantstrømmer i tiden fremover. Færre flyttinger bidrar også til at renovasjon og tilpasning av lokaler ikke er nødvendig like ofte og fører til reduserte kostnader.

Slik vi ser det er kundetilfredsheten i bransjen generelt høy, hvilket medfører paritet og ikke noe spesielt fortrinn. Entras rolle som utleier til offentlige leietakere må imidlertid forstås som både sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert. Dermed medfører at kundekapitalen er et varig, beholdt konkurransefortrinn. Dette underbygges av den nevnte økning i utleiegraden. Dette til tross for at Covid-19 har ført til redusert aktivitet i norsk økonomi. Fordelen med at en stor andel av kundeporteføljen består av offentlige leietakere kommer tydelig til syne gjennom dette.

Den nøyaktige varigheten av fortrinnet er vanskelig å si noe spesifikt om, siden det vanskelig kan tales for at Entra beholder dette gjennom hele sin levetid. Vi mener likevel at de lange kontraktene som offentlige aktører inngår stabiliteten det medfører taler for at fortrinnet beholdes tilstrekkelig lenge til å være varig.

4.4.2.3 Tilgang på finansiering

Entra sier selv i sine årsrapporter at grønn finansiering er fordelaktig sammenlignet med tradisjonell finansiering. Investorer med fokus på miljø og klima vil trolig heller plassere sin kapital i grønne prosjekter enn andre prosjekter, gitt tilsvarende avkastning på investeringen. Videre vil mange av prosjektene, gitt dagens fokus hos kundene, føre til høyere avkastning, lavere driftskostnader og høyere verdsettelse/bedre verdiutvikling enn andre bygg. På denne måten blir LTV (Loan-to-Value) lavere og risikoen for investor vil dermed bli lavere.

Entra har utstedt fire grønne obligasjoner med nominelt utestående beløp på 4 400 millioner kroner (Entra årsrapport 2019). På denne måten får Entra tilgang på kapital til bedre vilkår, noe som kan gi opphav til en finansieringsfordel. Entra forventer at i løpet av 2-3 år vil 80 prosent gjeldsporteføljen være grønn (Entra, 2019, s. 52). Det er sterke sertifiserings- og miljøkrav forbundet med utstedning av slike obligasjoner og Entra er sertifisert med beste rating av CICERO². Ifølge årsrapport 2019 er NPRO i gang med å legge til rette for å kunne utstede

² CICERO er Norges ledende institutt for tverrfaglig klimaforskning (Cicero.oslo.no)

grønne obligasjoner for å nå ut til en bredere investorbase og oppnå lavere finansieringskostnader, men de er ikke kommet dit enda.

Videre har Entra en Moody-kredittrating på Baa1 (Entra, 2019, s. 27), som fører til at tilgang på kapital vil være god, både i låne- og obligasjonsmarkedet. Dermed har Entra en fordel over nye aktører som ønsker å komme seg inn på markedet i de tilfellene hvor bankene ønsker å holde på eksponeringen de har mot eiendomsmarkedet. Dette skiller ikke Entra stort fra hovedkonkurrentene, men som nevnt i kapittel 4.2.2.1 reduserer det trussel for nyetableringer. Konkurrentene med lang historikk vil kunne nyte de samme fordelene. Ressursen er derfor ikke sjelden, og kan til en viss grad imiteres. Den er likevel verdifull, og Entra har allerede mobilisert og appropriert ressursen.

Tilgang på finansiering er dermed en verdifull ressurs som klassifiseres som midlertidig konkurransefortrinn. Andre aktører er allerede i prosessen av å klargjøre seg for å få tilgang til tilsvarende finansieringsmuligheter og vil nok hente inn “forspranget”, men i skrivende stund har ikke dette hendt enda.

4.4.2.4 Humankapital

Vi mener at selskapet gjennom sin lange erfaring med eiendomsforvaltning, og som stor aktør, har særegen innsikt i bransjen og at store deler av denne kunnskapen befinner seg hos de ansatte. Det finnes tross alt mange selskaper som kan eie store mengder eiendeler, men det som skiller de vellykkede fra de mindre vellykkede vil ofte være hvordan de forvalter eiendelene, dette vil vi komme tilbake til i kapittel åtte under lønnsomhetsanalysen.

Kompetanse knyttet til eiendomsforvaltning, kompetanse knyttet til offentlige leietakere, og miljøsertifisering og rapportering tilsier at det Entra har humankapital som kan skille selskapet fra konkurrentene. Humankapitalen bidrar til verdiskapningen gjennom å legitimere Entra sin rolle overfor leietakere, finansmarkeder og samfunnet for øvrig.

Som for andre selskaper står Entra overfor risiko for at talent lekker ut i bransjen. Om de mest sentrale og beste ansatte går tapt kan ikke kjernevirksomheten videreutvikles og vokse, ifølge årsrapporten. Videre fremkommer det at det er sterk konkurranse i bransjen om å skaffe seg det “beste talentet” og Entra opplevde en uheldig trend i 2019 der antall frivillige oppsigelser økte sammenlignet med 2018. Siden de selv beskriver de ansatte slik og at det er konkurranse i bransjen etter disse, mener vi at det er opplagt at de ansattes kunnskap er en ressurs.

De ansattes kunnskap er delvis sjelden siden det konkurreres om å få tak i den, Videre er den verdifull siden porteføljeforvaltningen anses som den sentrale delen av virksomheten. Kunnskapen vil være mulig å imitere på lang sikt, men erfaring og markedskunnskap kan ikke imiteres på kort sikt uten lekkasje av humankapital. Vi forstår det imidlertid slik at ansatte trolig “flyter” fra et eiendomsselskap til et annet gjennom konkurranse om de ansatte, dermed mener vi at humankapital delvis er imiterbar. Entra har mobilisert denne ressursen og vi mener at fordelene fra ressursen tilfaller dem, dermed er den også appropriert. På grunnlag av dette konkluderer vi med at humankapital er et potensielt konkurransemessig fortrinn.

4.4.3 Sammendrag SVIMA-analyse

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Bygningsmassen	Ja	Ja	Delvis	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn, middels lang sikt
Lokalisering	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja	Potensielt fortrinn
Miljøsertifisering	Delvis	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Kundekapital, offentlige leietakere	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn
Tilgang på finansiering	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Humankapital	Delvis	Ja	Delvis	Ja	Ja	Potensielt fortrinn

Tabell 4.1: Oppsummert SVIMA-analyse av Entras ressurser

Gjennom vår analyse av Entra er det identifisert seks ressurser som vi anser som de mest sentrale i virksomheten. Av disse mener vi at *eiendomsporteføljen* den største konkurransefordelen, spesielt på grunn av beliggenhet i CBD-områder. Videre mener vi at *kundekapitalen* som Entra innehar gjennom sin høye andel offentlige leietakere fører til et betydelig konkurransefortrinn. Dette er spesielt et fortrinn i usikre økonomiske tider med behov for forutsigbarhet, og kan gi fordeler blant annet knyttet til finansiering. Selskapets innsats rundt *miljø*, både gjennom sertifisering av bygg og forvaltningen av selskapet, fører til midlertidige konkurransemessige fortrinn, hvilket også knytter seg til finansiering. Vi konkluderer også med at humankapitalen til Entra er et potensielt fortrinn, dersom Entra greier å holde på den sentrale kompetansen de ansatte innehar, og at denne utvikles videre slik at konkurrentene ikke kan appropriere denne.

4.5 Oppsummert strategisk analyse i SWOT

Vi har til nå analysert bransjeforholdene gjennom en ekstern analyse. PESTEL-analysen og Porters fem krefter har gitt en oversikt over de eksterne forholdene som påvirker Entra og eiendomsbransjen. De interne forholdene er kartlagt gjennom SVIMA-analysen, og reflekterer styrker og svakheter spesifikt for Entra.

For å oppsummere våre funn fra de to analysene vil vi gjennomføre en SWOT-analyse. SWOT er et strategisk analyseverktøy som benyttes til å oppsummere interne og eksterne forhold som påvirker et selskaps konkurransevne og strategiske posisjon (Roos, von Krogh, & Roos, 2013, s. 128). Dersom Entra evner å gripe muligheter, eller å unngå trusler på en bedre måte enn konkurrentene, kan de oppnå en mer fordelaktig posisjon i markedet og dermed inneha en strategisk fordel utover bransjegjennomsnittet.

Oppsummeringen i SWOT-analysen må sees i sammenheng med kapittelet som helhet for å gi nyttig informasjonsverdi. Diagrammet skal kun gi et overordnet bilde av de mest sentrale forholdene vi har identifisert.

Styrker	Svakheter
Eiendomsportefølje - størrelse/lokalisering Grønn profil/miljøsertifiserte bygg Høy andel offentlige leietakere Lang erfaring i bransjen/humankapital	Sensitiv for endringer hos kapitaltilbydere Arbeidskrevende miljørapportering Kundemakt
Muligheter	Trusler
Lav trussel nyetableringer Sentralisering og arealknapphet Tilgang på finansiering Stabile rammevilkår Førstetrekksfordel	Økt arbeidsledighet - økonomisk krise Økt kundemakt Substitutter Redusert sentralisering Teknologisk utvikling Økt miljømessig regulering

Figur 4.3: Oppsummering av vår strategiske analyse i SWOT-diagram.

Oppsummert ser vi indikasjoner på at det har vært en *bransjefordel* som følge av sterk BNP-vekst, økende sysselsetting og sentralisering. Dette gjelder spesielt for selskaper som Entra, som har majoriteten av porteføljen sin innenfor CBD-områder. Dette har gitt leiepriser som overstiger langsiktig likevektspris. Som nevnt i kapittel 4.3 tror vi likevel ikke at målt rentabilitet vil reflektere dette i noen særlig grad. Dette henger sammen med at målt rentabilitet baserer seg på virkelig verdi av eiendommer. På mellomlang sikt vil kontantstrømmene knyttet

til utleie være sterkt knyttet til endringer i inflasjon og økonomisk vekst. Således medfører Covid-19 en usikkerhet. Her mener vi Entra har *styrker* som følge av eiendomsporteføljens størrelse og lokalisering, tilgang på fordelaktig grønn finansiering, samt en stor andel offentlige leietakere. Selskapets humankapital er også her sentral i å faktisk realisere disse fordelene. Dette vil kunne gi en meravkastning på kort/mellomlang sikt. Videre vil det på lang sikt oppstå *trusler* knyttet til økt kundemakt, substitutter til kontoreiendom og en økonomisk krise. Vi har allerede fastslått at på lang sikt vil det være en langsiktig likevektspris, blant annet pga. teknologisk utvikling i byggeteknikker som setter et tak på prisvekst i CBD-områder. Det er vanskelig å fastslå de konkrete konsekvensene knyttet til dette. Generelt kan vi si at på lang sikt vil kontantstrømmene være avhengig av økonomisk vekst i samfunnet. Dette er nærmere utredet i kapittel 9.

Som nevnt har selskapet en fordel knyttet til tilgang på grønn finansiering som følge av Entra sine miljøressurser. Dette har gitt opphav til finansieringsfordeler. Vi tror denne fordel vil vedvare på mellomlang sikt som kan gi konkurransefordeler. På lang sikt tror vi imidlertid at denne fordel vil gå mot null.

En styringsrente på null, og komprimerte yieldnivåer har ført til en stor verdivekst i bransjen. Vi tror at på sikt vil yieldnivåene øke sammen med styringsrenten, noe som tilsier et økt avkastningskrav. Dette henger også sammen med nevnte trusler som teknologisk utvikling og et tak på prisvekst i CBD-områder, samt usikkerhet knyttet til fremtidige substitutter som hjemmekontor.

5. Regnskapsanalyse

5.1 Innledning

Vi vil i dette kapitlet gjennomføre en kvantitativ regnskapsanalyse. Hensikten med analysen er å klargjøre og å avdekke de *underliggende økonomiske forholdene* for Entra (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017).

Frem til nå har vi i utredningen gjennomført en strategisk analyse som har gitt en kvalitativ innsikt i selskapets styrker og svakheter, samt bransjens muligheter og trusler. Innsikten som oppnås i dette kapitlet vil sammen med funnene fra den strategiske analysen benyttes for å utarbeide et fremtidsregnskap og fremtidskrav. Analysen vår tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon fra årsrapporter og kvartalsrapporter. Vi benytter kvartalsrapporter for å predikere/traile regnskapsåret 2020. Trailingbegrepet er forklart i kapittel 5.3.2.

Regnskap og historisk utvikling viser hvor selskapet har vært, og hvilken retning det har beveget seg i. Selv om historiske tall ikke sier noe om hvordan selskapet kommer til å gjøre det i fremtiden, kan den historiske regnskapsanalysen sammen med den strategiske analysen si noe om fremtidig utvikling. Dette vil synliggjøres ved å sammenligne selskapet med bransjen. Videre vil funnene i regnskapsanalysen brukes som grunnlag for analyse av risiko og lønnsomhet.

Vi vil starte med å foreta noen praktiske valg i regnskapsanalysen, herunder valg av analysenivå og analyseperiode. Deretter vil vi presentere regnskap og balanse for Entra i analyseperioden etterfulgt av omgruppering av regnskap for analyseformål. Avslutningsvis i kapitlet vil vi presentere vår vurdering av målefeil og risiko, presentasjon av omgrupperte regnskaper for Entra, samt rammeverket for forholdstallanalyse.

5.2 Praktiske valg og rammeverk

I kapittel 5.2 vil vi som nevnt velge analysenivå og analyseperiode, fastslå de komparative selskapene for Entra, og presentere rammeverk for regnskapsanalysen. Punktene er gjennomgått punktvis under.

5.2.1 Forberedelse til regnskapsanalyse

Grunnen til at det er viktig å velge analysenivå og analyseperiode er at det er viktig å fastslå *hva* som skal analyseres, og over *hvor lang tid*. Før vi begynner på selve regnskapsanalysen vil vi derfor gjennomgå og begrunne våre valg knyttet til dette.

5.2.1.1 Valg av analysenivå

Som redegjort i kapittel to består Entra av tre ulike forretningsområder - eiendomsutvikling, eiendomsforvaltning, samt kjøp og salg av eiendom. Ved valg av analysenivå må vi vurdere om vi skal analysere hvert forretningsområde for seg, eller vurdere alle forretningsområdene samlet. I tilfeller hvor forretningsområdene er like eller tett integrert, vil det være hensiktsmessig å analysere forretningsområdene under ett. Vi vurderer det slik at Entras forretningsområder er så tett integrert og avhengig av hverandre at det ikke er hensiktsmessig å analysere forretningsområdene hver for seg. Videre er ikke regnskapsinformasjonen disaggregert på hvert forretningsområde i selskapets rapportering, og følgelig er det ikke tilgjengelig tilstrekkelig offentlig informasjon for hvert område. Vi analyserer på grunnlag av dette *hele konsernet under ett*.

For de komparative selskapene benyttes også det samlede konsernet som analysenivå. Dette vil gi et godt sammenligningsgrunnlag, og reduksjon av støy i analysen.

5.2.1.2 Analyseperiode

Valg av analyseperiode omhandler hvor langt tilbake i tid man skal analysere virksomhetene. Vurderingen avhenger av hvorvidt driften i virksomheten har vært stabil, eller om driften har endret karakter over tid (Kaldestad & Møller, 2016). Entra ble børsnotert i 2014, og samtidig endret både eierforhold og hovedformålet seg. Driften har imidlertid ikke endret seg vesentlig siden selskapet ble stiftet. Vi vurderer det imidlertid slik at driften etter børsnotering vil være best egnet for analyse både med tanke på stabilitet i struktur, og tilgjengelighet av informasjon.

Vi velger å ikke inkludere 2014 i analyseperioden for resultatregnskapet fordi børsnoteringen skjedde på slutten av året, og kan ha bidratt til noe støy i regnskapene. Vår analyseperiode er

dermed 2015 - 2020, altså seks år inkludert trailingåret. De offentlige regnskapstallene for 2014 er imidlertid inkludert i noen av tabellene under for sammenligningsformål. Ved å benytte en analyseperiode på seks år, mener vi at perioden vil i tilstrekkelig grad ta hensyn til svingninger og konjunkturer i økonomien. Dette vises blant annet for norsk økonomi som i stor grad er korrelert med oljepris, og endringer i denne i perioden. (Norges Bank, 2018). Oljepris er som tidligere nevnt en viktig driver for økonomisk vekst og investeringer i Norge, og vil følgelig også være drivende for Entra sine verdier.

På grunnlag av forholdene nevnt over, velger vi å benytte oss av en middels til lang analyseperiode. Vi mener at analyseperioden er hensiktsmessig og tilstrekkelig for å identifisere sentrale forhold i regnskapene for videre analyse, samt sammenligning med komparative selskaper. Dette på grunnlag av at Entra fremstår som på et modent stadium i livssyklusen, at eiendomsbransjen anses som stabil og at det ikke har skjedd vesentlige endringer i selskapets struktur eller drift siden børsnoteringen i 2014.

5.2.2 Valg av komparative selskap

Selskapene vi har valgt å inkludere ble presentert i kapittel 2.1.8, og er som følger: Norwegian Property, Castellum AB, Faberge AB, Hufvudstaden AB, og Atrium Ljungberg AB.

Vi vil i regnskapsanalysen gjennomføre de samme operasjonene for de komparative selskapene som for Entra. Dette involverer omgruppering, normalisering og justering av regnskapstall. På den måten vil vi kunne finne frem til bransjetall, og dermed ha et grunnlag for å kunne si noe kvantitativt om Entrass prestasjon opp mot bransjen.

Vi presiserer at Entra også inngår i bransjen, og vil derfor være inkludert i bransjetall. Bransjetallene er likevektet, slik at hvert selskap utgjør sin forholdsmessige andel av bransjen. Gjennom analyseperioden utgjør Entra sin total kapital i gjennomsnitt 18 prosent av bransjens, og Entra sine inntekter utgjør i snitt 15 prosent av bransjens inntekter. Basert på dette mener vi Entra utgjør en forholdsvis liten andel av bransjen, og derfor at bransjetallene gir et hensiktsmessig sammenligningsgrunnlag.

5.2.3 Rammeverk for regnskapsanalyse

Utgangspunktet for regnskapsanalysen er historiske regnskapstall for den definerte perioden vi har valgt. Vi vil gjennomføre trailing for å få et estimat på regnskapstall for 2020. Videre vil vi

omgruppere regnskapet for å gjøre dette egnet til en investororientert analyse. Formålet med regnskapsanalysen er å finne kvantitative forhold som underbygger våre funn i den kvalitative strategiske analysen.

5.3 Presentasjon av rapporterte tall og trailing

I dette delkapittelet vil vi presentere de offentlige regnskapstallene for Entra i perioden 2015 til 2019. Dette for å gi en økt innsikt og forståelse for de omgrupperingene, normaliseringene og justeringene som senere vil utføres. Årsregnskapet for 2020 er ikke offentliggjort på tidspunkt for denne utredningen. Ettersom dette ikke foreligger, vil vi bruke de siste fire kvartalsrapportene for å utføre en trailing med formål å predikere årsregnskapet for 2020.

5.3.1 Offentlig regnskap

Entra er notert på Oslo Børs, og plikter følgelig å utarbeide årsregnskapet i tråd med International Financial Reporting Standards (IFRS) og fortolkninger fra IFRS fortolkningskomite (IFRIC) som fastsatt av EU. Regnskapslinjene som fremkommer er hentet fra årsrapporten for 2019, som er sist publiserte årsrapport. Alle tall som fremgår, er de sist oppdaterte.

Statement of comprehensive income	2020 Q1-Q2	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Rental income	1174	2 338	2 243	2 075	1 899	1 760	1 772
Operating costs	-108 -	189 -	184 -	161 -	159 -	185 -	148
Net operating income	1 066	2 149	2 058	1 913	1 740	1 574	1 624
Other revenue	38	300	521	285	950	240	225
Other costs	-23 -	260 -	500 -	246 -	927 -	224 -	223
Administrative costs	-89 -	171 -	157 -	163 -	152 -	168 -	227
Share of profit from associates and JVs	39	312	156	244	150	44	36
Net realised financials	-288 -	551 -	491 -	550 -	572 -	625 -	645
Net income	743	1 779	1 587	1 483	1 190	840	790
Changes in value of investment properties	619	1 909	1 387	3 460	1 991	1 818	1 195
Change in values of financial instruments	-365	46	99	87	125	417 -	607
Profit before tax	997	3 734	3 073	5 030	3 306	3 075	1 378
Tax payable	-10 -	11 -	13 -	8 -	4	-	-
Change in deferred tax	-206 -	498 -	325 -	507 -	580 -	354 -	351
Profit for the year	781	3 225	2 735	4 514	2 722	2 721	1 027
Actuarial gains and losses	0	5 -	7	- -	23	39	35
Change in deferred tax on comprehensive income	0 -	1	2	-	6 -	10 -	9
Total comprehensive income for the year	781	3 229	2 729	4 514	2 705	2 750	1 053

Tabell 5.1: Rapportert konsernregnskap for Entra 2014-2020Q2. Tall i NOK millioner

Som det fremgår av resultatregnskapet, er driften relativt stabil. Netto leieinntekter har som nevnt i kapittel 2 økt med 6,5 prosent i snitt fra 2015 til 2019. Videre ser en at virkelig verdi justeringen av eiendom er en svært stor del av resultatregnskapet. Denne justeringen har i perioden 2015 til 2019 utgjort hele 57 prosent i gjennomsnitt av resultat før skatt. Dette er en justering som oppstår som følge av IFRS regnskapsregler, og virkelig verdi justering av eiendommene.

Balance sheet - assets	2020T(Q2)	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Non current assets							
Intangible assets	117	117	127	125	124	161	180
Investment properties	50 736	49 095	44 714	39 875	35 629	28 823	26 686
Other operating assets	18	22	23	23	26	35	34
Investments in associates and JVs	447	397	367	1 487	1 561	2 789	1 074
Financial derivatives	431	274	321	405	472	530	550
Long-term receivables and other assets	250	256	236	244	163	53	111
Total non-current assets	52 000	50 161	45 788	42 159	37 976	32 391	28 637
Current assets							
Inventory properties	416	413	407	-	-	589	197
Investment properties held for sale	-	-	565	180	168	165	1 551
Trade receivables	44	43	47	34	27	55	45
Other receivables and other current assets	390	226	671	847	476	206	222
Cash and bank deposits	259	317	230	189	243	212	198
Total current assets	1 109	999	1 921	1 251	914	1 226	2 213
Total assets	53 109	51 160	47 709	43 410	38 890	33 618	30 850

Tabell 5.2: Balanse Entra 2014- 2020 Q2. Tall i NOK millioner.

Balance sheet - equity and liabilities	2020T(Q2)	2 019	2 018	2 017	2 016	2 015	2 014
Equity							
Shareholders equity	22 874	22 570	20 524	18 505	14 732	12 995	10 778
Non-controlling interests	1 967	1 947	1 746	433	392	359	286
Total equity	24 842	24 517	22 269	18 938	15 124	13 354	11 064
Liabilities							
Interest bearing debts	16 837	17 362	14 931	13 786	14 734	12 083	11 826
Deferred tax liability	5 573	5 367	4 861	4 356	3 855	3 324	2 984
Financial derivatives	864	341	481	712	894	1 121	1 353
Other non-current liabilities	499	505	456	355	358	237	211
Total non-current liabilities	23 773	23 576	20 730	19 209	19 841	16 764	16 374
Interest bearing debt	3 858	2 539	4 239	4 663	3 379	3 123	2 821
Trade payables	199	200	190	306	290	142	521
Other current liabilities	437	328	281	294	257	236	70
Total current liabilities	4 494	3 067	4 710	5 263	3 926	3 501	3 412
Total liabilities	28 268	26 642	25 439	24 472	23 766	20 265	19 786
Total equity and liabilities	53 109	51 160	47 709	43 410	38 890	33 618	30 850

Tabell 5.3: Rapportert konsernbalanse for Entra ASA 2014-2020 Q2 . Tall i NOK millioner

Balansetallene er kommentert under kapittel for omgruppering. Endring i egenkapital er presentert under i tråd med hvordan Entra presenterer dette i årsrapporten.

Changes in equity	2020Q2	2019	2018	2017	2016	2015
Equity as of 01.01	24 517	22 260	19 332	15 124	13 354	11 064
Profit for period	782	3 225	2 735	4 514	2 722	2 721
Other comprehensive income	-	4 -	6	- -	17	28
Dividend	- 457 -	915 -	798 -	698 -	934 -	459
Equity transaction at fair value JV	-	11	-	-	-	-
LTI and employee share saving scheme	- -	2 -	1	-	-	-
Repurchase shares/share buy-back program	- -	66 -	115 -	2 -	1 -	1
Consolidation effect change of control	-	-	1 123	-	-	-
Change in accounting principles	-	- -	10	394	-	-
Equity as of 31.12	24 842	24 517	22 260	19 332	15 124	13 354

Tabell 5.4: Rapportert endring i egenkapital for Entra ASA 2014-2020. Tall i NOK millioner

For videre bruk og siden regnskapene skal være sammenfallende, har vi oversatt navn på regnskapslinjene til fra engelsk til norsk, se 5.3.2.3.

5.3.2 Trailing

Ettersom vårt verdsettelsestidspunkt er 30.11.2020, og sist publiserte årsregnskaper er for regnskapsåret 2019, må vi predikere årsregnskapet for 2020. For å få en mest mulig tidsriktig verdsettelse bør en benytte de sist oppdaterte regnskapstallene, altså de sist rapporterte. Ved tidspunktet for denne analysen har selskapet publisert to kvartalsrapporter for 2020, henholdsvis første kvartal (Q1) og annet kvartal (Q2). Informasjonen som inngår her er nyere, og følgelig mer oppdatert informasjon enn det som fremgår av årsrapporten for 2019. For å få et best mulig, og mest tidsriktig estimat for 2020 regnskapet benyttes derfor Q1 og Q2 rapportene i regnskapsanalysen. Dette inkluderes i regnskapsanalysen ved å benytte trailing.

5.3.2.1 Trailing resultat

For trailing av årsresultatet benyttes de fire seneste kvartalsresultatene. Det er to kvartaler som er kjent, og formelen for trailing av årsresultatet for 2020 er som følger:

$$Trailing_{2020} = Q1_T + Q2_T + Q3_{T-1} + Q4_{T-1}$$

I formelen her vil T (år) være lik 2020, og T-1 vil da være 2019. Regnskapstallene som kommer fra 2019 må videre justeres for vekst fra T-1 til T, og for eventuelle unormale poster.

Ved trailing må det skilles mellom unormale og normale poster. Unormale poster er poster som oppstår i resultatregnskapet en eller få ganger, og som følgelig ikke er relevante for fremtiden (Petersen, Plenborg & Kinserdal 2017). Disse fjernes for å unngå dobbelteffekt i analysen. Normale poster er varige poster som forventes å gjenta seg periodisk, og dermed er relevant for fremtiden. Grunnen til at det er viktig å skille mellom disse to postene i trailing er at det er normalresultatet som er relevant for videre fremskrivning og prediksjon.

Det må også justeres for veksten fra 2019 til 2020. I dette tilfellet kvartalsrapportene for 2020 Q1 og Q2 for år T. Kvartalsrapportene for år T-1 (2019) er også offentlig. For å utføre trailing av 2020 justeres det for veksten i de to siste kvartalene, slik at vi kan utarbeide et estimat på resultatregnskapet for 2020. Veksten(g) kan uttrykkes som følger:

$$g = \frac{Q1_t + Q2_t}{Q1_{t-1} + Q2_{t-1}} - 1$$

Et viktig forhold å huske på ved vekstforutsetninger er at den bør overstyres dersom den er helt urimelig eller ekstrem. Dette skyldes fenomenet "*mean reversion*"³.

I vår gjennomgang av kvartalsregnskapene for 2019 har vi avdekket noen unormale poster. Dette gjelder at det i Q1 og Q2 2019 var inkludert henholdsvis NOK 95 millioner under Annen driftsinntekt og NOK 87 millioner under Annen driftskostnad. Dette er poster relatert til utvikling av en eiendom, Tollbugata 1A i Oslo, som ble videresolgt i Q4 2019. Dette er poster som ikke vil gjenta seg, og er følgelig utelatt fra trailingen for vekstformål. Med andre ord anser vi ikke eiendomssalg som en unormal hendelse i seg selv for Entra, men etter vårt skjønn blir det feil å inkludere salget i 2019 inntekter når disse skal vekstjusteres til 2020. Det er også identifisert en unormal post for 2020 relatert til en tapsavsetning på NOK 16 millioner for kundefordringer knyttet til Covid-19. Denne er klassifisert under driftskostnader, men ikke vekstjustert frem til 31.12.2020, fordi vi anser tapsavsetning pr. 30.06.2020 for å være beste estimat på tapsavsetning pr. 31.12.2020.

³ Mean reversion vil si at egenkapitalrentabiliteten er tilbakevendende til gjennomsnittet over tid (Damodaran, 2012)

Videre har Entra to virkelig verdi justeringer i resultatregnskapet. Dette gjelder virkelig verdi justeringer av investeringseiendommer som nevnt under presentasjon av regnskapstall, samt virkelig verdi justeringer av finansielle instrumenter.

Virkelig verdi endring av finansielle instrumenter er relatert til finansielle derivater. Selskapet inngår rentebyttekontrakter (renteswap) som en del av selskapets kontantstrømsikring. Formålet med dette er å sikre at selskapet har stabile kontantstrømmer, og følgelig sikre seg mot endringer i rentenivå. Dette gjøres ved å bytte flytende rente mot fast rente. Virkelig verdi justeringen vil avhenge av hvilken vei renten endres. Dersom renten øker vil dette gi en gevinst, og hvis renten synker vil dette gi et tap. Dette er en post som etter vårt skjønn anses som unormal, selv om verdien vil fluktuere fremover også. Videre vil denne posten klassifiseres som en finanspost.

I tillegg finner man også virkelig verdi justering på investeringseiendommer. Dette er en post som sannsynligvis vil gjenta seg i årene fremover, og oppfyller på den måten definisjonen til en "normal" post. Det er imidlertid svært vanskelig å predikere hvordan denne vil utvikle seg, og av den grunn kategoriseres denne som en "unormal" post. Den er imidlertid tett knyttet til driften, og vil kategoriseres under drift.

Utover dette er alle postene som inngår etter vårt skjønn å anse som normale, og majoriteten av disse trailers normalt med en vekstjustering. Det er imidlertid noen områder en ikke bør følge tidligere nevnte formel for trailing, da det finnes andre metoder som gir et bedre estimat. Disse områdene er gjennomgått under.

Finansposter

Renteinntekt eller kostnad estimeres ved å ta utgangspunkt i finansielle eiendeler og gjeld, og fremskrive en rente fra fjoråret til trailingåret. Vi ser en økning i netto finanskostnader fra 2019 til 2020. Dette henger også sammen med økt netto rentebærende gjeld. I all hovedsak er netto finans relatert til rentekostnad på netto rentebærende gjeld. I 2019 utgjorde netto rentekostnad på rentebærende gjeld (inkl. aktivert lånerente) 95 prosent av totale finansposter i resultatregnskapet.

For å estimere rentekostnad på rentebærende gjeld må vi først beregne gjennomsnittlig kapital, da den rentebærende gjelden vil forrente seg gjennom året. Beløpet vi benytter for å beregne dette er rentebærende gjeld i balansen - både kortsiktig og langsiktig. Utgående balanse for 2020 per 31.12.2020 er ukjent, og utgående balanse i Q2 rapport for 2020 benyttes derfor som en tilnærming. I Q2 rapporten er rentebærende gjeld oppgitt til å være NOK 20 695 millioner. Inngående balanse er pr. 31.12.2019 og utgjør NOK 19 901 millioner. Basert på dette beregner vi gjennomsnittlig kapital til å være NOK 20 298 millioner.

Neste steg er å estimere antatt rentekostnad. Vi har beregnet gjennomsnittlig rente for rentebærende gjeld til å være 2,7 prosent (2018) og 2,9 prosent (2019) for de to siste fullstendige regnskapsårene. Dette er beregnet ved å dividere bokførte rentekostnader på gjennomsnittlig kapital for det enkelte året. I Q2 rapporten for 2020 skriver Entra at gjennomsnittlig rente for gjeldsporteføljen er 2,39 prosent pr. 30.06.2020. Differansen skyldes i hovedsak en reduksjon i NIBO- rente, som videre henger sammen med den reduserte styringsrenten.

Rundt 55 prosent av selskapets finansiering er sikret ved rentebytteavtaler der selskapet bytter en flytende rente mot en fast rente. I vårt estimat benyttes en gjennomsnittsrente mellom renten pr 31.12.2019 og renten pr 30.06.2020 for å hensynta renteendringen gjennom de første to kvartalene. Vi tror også at det vil være noe variasjon fremover, og potensielt økte kredittmarginer. Av den grunn settes renten skjønnsmessig til 2,65 prosent. Dette tilsier en rentekostnad på rentebærende gjeld på NOK 538 millioner for 2020.

Videre har selskapet aktivert lånerenter etter regnskapsstandarden IAS 23. De siste fem årene har aktiveringen utgjort i snitt 6,2 prosent av rentekostnaden på rentebærende gjeld. Dette forutsettes å være gjeldende for 2020 også. Det vil si at NOK 33 millioner av de NOK 538 millioner nevnt over skal aktiveres.

Etter innføringen av IFRS 16 i 2019 ble skillet mellom operasjonell og finansielle leieavtaler i stor grad fjernet. Dette medførte en innregning av en eiendel (right of use) og en forpliktelse relatert til leien, se kapittel 5.5. Grunnet dette vil netto finans inneholde en rentekostnad relatert til leieavtaler. Fra årsrapporten 2019 fremgår det at verdien av den neddiskonterte forpliktelsen i balansen utgjorde NOK 228 millioner ved årsslutt. Dette beløpet inngår i

regnskapslinjen “Andre langsiktige forpliktelser”. Ved årsslutt 2019 utgjorde leieforpliktelsen 45 prosent av regnskapslinjen. I Q2 rapporten for 2020 er det ikke en tilsvarende oversikt over hva som inngår i regnskapslinjen. Vi legger til grunn at leasingforpliktelsen utgjør den samme forholdsmessige andelen av regnskapslinjen. Ved Q2 2020 er regnskapslinjen bokført til NOK 499 millioner. Dette tilsier en leasingforpliktelse på NOK 225 millioner. Vi benytter samme kapitaliseringsrente som ved årsslutt på 5 prosent. Dette vil gi en rentekostnad for leieavtalene på NOK 11,2 millioner for 2020.

Det er også noen andre finanskostnader som har variert mye de siste årene. Det er ikke spesifisert i årsrapportene hva dette gjelder spesifikt. Nettoen av dette har variert fra NOK 123 millioner i 2015 til NOK 27 millioner i 2019. 2015 skiller seg kraftig ut her med en unormalt høy finanskostnad. Etter vårt skjønn vil det å bruke et gjennomsnitt fra de siste fire årene derfor gi et bedre estimat. Dette vil gi annen finanskostnad på NOK 25 millioner for 2020. Videre har selskapet noen mindre renteinntekter relatert til kontantbeholdninger. I 2019 hadde selskapet renteinntekter på NOK 10 millioner. Ved Q2 2020 har selskapet renteinntekter på NOK 5 millioner, som er det samme som selskapet hadde ved Q2 rapporteringen for 2019. Av den grunn legges det samme beløpet til grunn, altså renteinntekter på NOK 10 millioner.

Totalt vil netto finanskostnader for 2020 beløpe seg til NOK 531 millioner.

Skattekostnad

Skattekostnaden på trailingresultat kan uttrykkes som følger:

$$SK = dss * DR + fiss * (FI + UFR) - fkss * FK$$

Formelens tre ledd består av følgende:

- Skatt på driftsresultat
- Skatt på finansinntekter
- Skatt på finanskostnader

Driftsresultatet (DR) blir skattlagt med driftskattesatsen (dss), finansinntekter (FI) og unormalt finansresultat (UFR) har en effektiv skattesats på finansinntektsskattesats (fiss), og finanskostnader (FK) har en effektiv skattesats på finanskostnadskattesats (fkss).

I Norge er selskapsskattesatsen (sss) 22 prosent i 2020, uendret fra 2019. Dette betyr videre at finanskostnadsskattesatsen er tilnærmet lik 22 prosent, noe som forutsettes i det videre. Finansinntektsskattesatsen vil imidlertid være lavere enn 22 prosent. Grunnen til dette er at utbytte og aksjegevinster ikke er skattlagt på selskapsnivå, jf. skattelovens §2-38. Dette skyldes uttaksmodellen i skatteloven. Konsekvensen av dette vil være at effektiv skattesats på finansinntekt vil reduseres. Som en tommelfingerregel kan $\frac{2}{3}$ av sss benyttes, hvilket tilsier 14,7 prosent (Damodaran, 2012). Dette forutsettes i det videre.

Grunnen til at dette må splittes er at det som oftest vil være en forskjell mellom driftsskattesatsen (dss) og selskapsskattesatsen (sss). Selskapsskattesatsen er den til enhver tid gjeldende skattesats. I Norge i 2020 er selskapsskattesatsen 22 prosent. Denne avviker fra driftsskattesats i de tilfeller det foreligger selskaps spesifikke forhold som fremførbare underskudd, skatter i utlandet, eller særskatter som petroleumsskatt.

Formelen for å beregne driftsskattesatsen er som følger:

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

Vi har ved å benytte formelen for dss for trailingåret kommet frem til en skattesats på 18,3 prosent. Under “finansinntekt + UFR” i tabellen under inngår både finansinntekter og virkelig verdi justering av finansielle instrumenter. Under finanskostnad inngår brutto finanskostnader. I driftsresultatet inngår driftsresultat fra egen virksomhet samt virkelig verdi justering av investeringseiendom. *Dette gir en skattekostnad for trailingåret på NOK 318 millioner.*

Netto driftsskattesats	2019	2019 Q1-Q2	2020 Q1-Q2	2020T
Skattekostnad 22% 2019 og 2020	509	324		216
Finansinntekt+UFR	56	-36		-360
FISS (2/3)*SSS	14,7 %	14,7 %		14,7 %
Finansinntektsskatt	8,21 -	5 -		53
Første ledd	501	329		269
Finanskostnad	561	276		293
FKSS	22 %	22 %		22 %
Finansskattekostnad, andre ledd	123	61		64
Driftsresultat	3 927	1 952		1 612
Driftsskattesats	15,9 %	20,0 %		20,7 %
Vekting	7,9 %		10,3 %	18,3 %

Skattekostnad trailing:	2020T
Sum driftsresultat ink. vv-justering eiendom	2 677
Driftsresultat etter skatt	2 187
Sum finansinntekter	10
UFR	- 365
FI og UFR etter skatt	- 303
Finanskostnad	- 541
Finanskostnad etter skatt	- 422
Sum skattekostnad	318
Fordelt på	
Skatt drift	489
Skatt FI+UNFR	- 52
Skatt finanskostnad	- 119
Sum	318

Tabell 5.5: Skattesats og skattekostnad for traillet regnskap. Tall i NOK millioner

Minoritetsresultat

Det finnes en mindre andel minoritetsinteresser i Entra. Dette skyldes at det er eksterne aksjonærer i datterselskaper og felleskontrollerte selskaper som konsolideres inn i konsernet.

Vi forutsetter at nettoresultatet minoritetens andel av resultatet er lik medianen av andelen som har tilhørt minoriteten de siste fem foregående årene. Dette utgjør NOK 103 millioner for 2020.

Trailingutbytte

Entra betaler halvårlige utbytter. I 2019 ble det utbetalt NOK 4,70 pr. aksje, der NOK 2,30 per aksje ble utbetalt første halvdel, og NOK 2,40 per aksje ble utbetalt andre halvdel. I første halvdel av 2020 er det vedtatt og utbetalt utbytte på 2,4 per aksje. Dette utgjorde NOK 437 millioner.

Annen fullstendig inntekt

Denne forutsettes å være lik som fjoråret, netto NOK 4 millioner.

Traillet resultatregnskap

Basert på dette finner vi at traillet regnskap for 2020 blir som vist i tabellen under. Tall for 2019 er her justert for unormale poster i “other revenue” og “other cost” som tidligere nevnt. Inntektene har en forholdsvis beskjeden vekst mot fjoråret. Grunnen til dette fremgår av kvartalsrapporten, og skyldes at flere leietakere i store bygg har flyttet ut, og det er gjort klart for renovering av byggene. Dette vil behandles nærmere i kapittel 9 ved prediksjon av fremtidige inntekter.

Resultatregnskap	Vekst	V. faktor	2020 Q1-Q2	2019 Q1-Q2	2019 år	2020T
Leieinntekt	0,8 %	1,01	1 174	1 165	2 338	2 356
Driftskostnader	-1,1 %	0,99	92	93	189	187
Unormale driftskostnader			16	-	-	16
Netto driftsinntekt			1 066	1 072	2 149	2 153
Andre inntekter	-15,6 %	0,84	38	45	205	173
Unormale andre inntekter			0	95	95	-
Andre kostnader	-42,5 %	0,58	-23	-40	-173	99
Unormale andre kostnader			0	-87	-87	-
Administrative kostnader	-1,1 %	0,99	-89	-90	-171	169
Verdiendring investeringseiendom	-35,3 %	0,65	619	956	1909	619
Driftsresultat egen virksomhet			1 611	1 951	3 927	2 677
Resultatandel TS og FKV	-74,8 %	0,25	39	155	312	79
Totalt driftsresultat			1 650	2 106	4 239	2 755
Verdiendring finansielle instrumenter	790,2 %	8,90	365	41	46	365
Netto realiserte finansposisjoner	6,7 %	1,07	288	270	551	531
Resultat før skattekostnad			1 362	1 836	3 688	1 859
Skattekostnad			216	324	509	318
Årets resultat			1 146	1 512	3 179	1 541
Annet resultat			0	0	4	4
Totalresultat			1 146	1 512	3 183	1 545
Tilordnes ikke kontrollerende eierinteresser			40	113	279	103
Tilordnes aksjonærene i morselskapet			742	1 357	2 949	1 442

Tabell 5.6: Traillet årsregnskap for 2020. Tall i NOK millioner

5.3.2.2 Trailing balanse

Ved trailing av balansen benyttes balansen som er publisert i siste kvartal. Dette er også i tråd med valgene tatt under trailing av resultatregnskap, herunder virkelig verdi justeringer av eiendom og derivater.

Med andre ord vil trailing-balansen i regnskapsanalysen være balansen ved utgangen av andre kvartal 2020, altså pr. 30.06.2020. Entra presenterer de samme regnskapslinjene i kvartalsrapporten som de gjør i årsregnskapet, og derfor kreves det ingen omarbeidinger av dette. Balanse for andre kvartal 2020 balanse er presentert i neste avsnitt sammen med øvrige balanser fra fullstendige årsregnskaper.

5.3.2.3 Fullstendig regnskap for analyseperioden

I tabellene under fremgår både de tidligere presenterte offentlige regnskapstallene, samt trailingregnskap for 2020. Regnskapene er her presentert som de er presentert i selskapets årsregnskap. For årene 2015-2017 ble regnskapene presentert på norsk, øvrige år er presentert på engelsk. Som nevnt under 5.3.1 har vi oversatt regnskapslinjene fra norsk til engelsk, i tråd med slik Entra har navngitt dem i 2017.

Resultatregnskap	2020T	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Leieinntekt	2 356	2 338	2 243	2 075	1 899	1 760	1 772
Driftskostnader	- 203	- 189	- 184	- 161	- 159	- 185	- 148
Netto driftsinntekt	2 153	2 149	2 058	1 913	1 740	1 574	1 623
Andre inntekter	173	300	521	285	950	240	225
Andre kostnader	- 99	- 260	- 500	- 246	- 927	- 224	- 223
Administrative kostnader	- 169	- 171	- 157	- 163	- 152	- 168	- 227
Resultatandel TS og FKV	79	312	156	244	150	44	36
Netto realiserte finansposisjoner	- 531	- 551	- 491	- 550	- 572	- 625	- 645
Driftsresultat	1 605	1 779	1 587	1 483	1 190	840	788
Verdiendring investeringseiendom	619	1 909	1 387	3 460	1 991	1 818	1 195
Verdiendring finansielle instrumenter	-365	46	99	87	125	417	607
Resultat før skattekostnad	1 859	3 734	3 073	5 030	3 306	3 075	1 376
Skattekostnad	- 318	- 509	- 338	- 515	- 584	- 354	- 351
Årets resultat	1 541	3 225	2 735	4 515	2 722	2 721	1 025
Estimatavvik pensjon	5	5	7	-	23	39	35
Endring i utsatt skatt på utvidet resultat	- 1	1	2	-	6	10	9
Årets totalresultat	1 545	3 229	2 729	4 515	2 705	2 750	1 000
- Resultat tilordnes							
Ikke kontrollerte eierinteresser	103	279	198	50	103	73	-1
Aksjonærene i morselskapet	1 442	2 950	2 531	4 465	2 602	2 677	1 001

Tabell 5.7: Offentlig resultatregnskap inkludert trailing av 2020 for Entra. Perioden 2014-2019 og trailingåret 2020. Tall i NOK millioner.

Balanse - Eiendeler	2020T(Q2)	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Anleggsmidler							
Immaterielle eiendeler	117	117	127	125	124	161	180
Investeringseiendom	50 736	49 095	44 714	39 875	35 629	28 823	26 686
Andre driftsmidler	18	22	23	23	26	35	34
Investeringer i TS og FKV	447	397	367	1 487	1 561	2 789	1 074
Finansielle derivater	431	274	321	405	472	530	550
Langsiktige fordringer	250	256	236	244	163	53	111
Sum anleggsmidler	52 000	50 161	45 788	42 159	37 976	32 391	28 637
Omløpsmidler							
Eiendom og bolig for salg (varelager)	416	413	407	-	-	589	197
Investeringseiendom holdt for salg	-	-	565	180	168	165	1 551
Kundefordringer	44	43	47	34	27	55	45
Andre fordringer	390	226	671	847	476	206	222
Kontanter og bankinnskudd	259	317	230	189	243	212	198
Sum omløpsmidler	1 109	999	1 921	1 251	914	1 226	2 213
Sum eiendeler	53 109	51 160	47 709	43 410	38 890	33 618	30 850

Balanse - Egenkapital og gjeld	2020T(Q2)	2 019	2 018	2 017	2 016	2 015	2 014
Egenkapital							
Aksjeeiere i morselskapet	22 874	22 570	20 524	18 505	14 732	12 995	10 778
Ikke-kontrollerende eierinteresser	1 967	1 947	1 746	433	392	359	286
Sum egenkapitla	24 842	24 517	22 269	18 938	15 124	13 354	11 064
Forpliktelseser							
Rentebærende gjeld	16 837	17 362	14 931	13 786	14 734	12 083	11 826
Utsatt skatt	5 573	5 367	4 861	4 356	3 855	3 324	2 984
Finansielle derivater	864	341	481	712	894	1 121	1 353
Annen langsiktig gjeld	499	505	456	355	358	237	211
Sum langsiktig gjeld	23 773	23 576	20 730	19 209	19 841	16 764	16 374
Rentebærende gjeld	3 858	2 539	4 239	4 663	3 379	3 123	2 821
Leverandørgjeld	199	200	190	306	290	142	521
Annen kortsiktig gjeld	437	328	281	294	257	236	70
Sum kortsiktig gjeld	4 494	3 067	4 710	5 263	3 926	3 501	3 412
Sum gjeld	28 268	26 642	25 439	24 472	23 766	20 265	19 786
Sum egenkapital og gjeld	53 109	51 160	47 709	43 410	38 890	33 618	30 850

Tabell 5.8: Offentlig regnskap, herunder balanse inkludert trailing av 2020 for Entra. Perioden 2014-2019 og trailingåret 2020. Tall i NOK millioner

Endring i egenkapital	2020T(Q2)	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Inngående egenkapital	24 517	22 260	19 332	15 124	13 354	11 064	8 131
Årets resultat	762	3 225	2 735	4 514	2 722	2 721	1 026
Utvidet resultat	-	4 -	6	- -	17	28 -	26
Utbytte	- 437 -	915 -	798 -	698 -	934 -	459 -	900
EK transaksjoner	-	11	-	-	-	-	-
Netto EK effekt aksjespareprogram ansatte	-	2	1	-	-	-	-
Tilbakekjøp egne aksjer	- -	66 -	115 -	2 -	1 -	1	-
Konsolideringseffekt	-	-	1 123	-	-	-	-
Endring i regnskapsprinsipper	-	- -	10	394	-	-	-
Andre endringer (2014 notering)	-	-	-	-	-	-	2 833
Utgående egenkapital	24 842	24 517	22 260	19 332	15 124	13 354	11 064

Tabell 5.9: Offentlig regnskap, herunder endring i egenkapital inkludert trailing av 2020 for Entra. Perioden 2014-2019 og trailingåret 2020. Tall i NOK millioner. Vi har i oppstillingen for egenkapital valgt å innarbeide prinsippendringene i egenkapitalen for foregående år slik at IB neste år blir riktig. Dette gjelder for 2017 og 2018.

5.4 Omgruppering for analyse

I denne utredningen har vi et eksternt investor-perspektiv. De gjeldende regnskapsreglene medfører at eiendeler er gruppert etter likviditet, og forpliktelseser er gruppert etter forfallstidspunkt (kortsiktig og langsiktig). Dette bærer i større grad preg av å ivareta informasjonsbehovet til fremmedkapitalinvestorer, altså kreditorer.

Vi vil derfor omgruppere Entra sitt resultatregnskap, balanse og kontantstrømoppstilling for å få frem mer relevant informasjon for en egenkapitalinvestor. Det vil si et sterkere fokus på kilder til normal inntjening, verdiskapning og utdeling. En egenkapitalinvestor ønsker gode estimater på rentabiliteten til selskapet, blant annet for å kunne estimere egenkapitalverdien til selskapet. Vi omgrupperer derfor regnskapet for å skreddersy regnskapsoppstillingene for en slik analyse. Risikofokuset vil likevel til dels være hensyntatt for å tilfredsstille behovet ved kredittvurdering (Kaldestad & Møller, 2016).

5.4.1 Omgruppering av resultat

Metodikken for omgruppering følger fire steg. Vi vil videre i kapittelet gjennomgå disse stegene punktvis, før vi presenterer endelig omgruppert resultatregnskap. Stegene er som følger:

- Steg 1 - Identifisering av fullstendig nettoresultat (FNR)
- Steg 2 - Fordele FNR slik at alle “kapitaler” i balansen får sitt resultat før skatt.
- Steg 3 - Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt.
- Steg 4 - Fordele skattekostnaden på alle resultatene.

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat (FNR)

Med fullstendig nettoresultat menes det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen - det vil si majoriteten sin andel. FNR kan uttrykkes som følger:

$$\text{Fullstendig nettoresultat} = \underbrace{\text{Rapportert resultat}}_{(RES)} + \underbrace{\text{annet fullsteding resultat}}_{(OCI)} + \underbrace{\text{dirty surplus}}_{(DSP)}$$

Med rapportert resultat menes årsresultatet etter skatt i regnskapet. For 2019 har Entra et RES på NOK 3 225 millioner. Annet fullstendig resultat (OCI) er inntekter og kostnader som ikke er en del av det rapporterte resultatet, men som inngår i totalresultatet. Dette er typisk poster som enda ikke er realisert, eksempelvis estimatavvik fra aktuar eller omregningsdifferanser. For 2019 er dette NOK 4 millioner.

Med “dirty surplus” (DSP) menes inntekter eller kostnader som er ført direkte mot egenkapitalen (Penman, 2013). Ettersom Entra avlegger regnskap etter IFRS og opplyser annet fullstendig resultat er det i utgangspunktet ingen eller få poster som føres direkte mot egenkapital. Det finnes unntak, eksempelvis endringer i regnskapsprinsipper. De siste årene har Entra to slike endringer, ved innføring av hhv. IFRS 16, IFRS 15 og IFRS 9. Implementeringseffektene er etter vårt skjønn å anse som “dirty surplus”. I 2020 tallene er det justert for estimert totalresultat minus utbytte for å få trailingen til å gå opp.

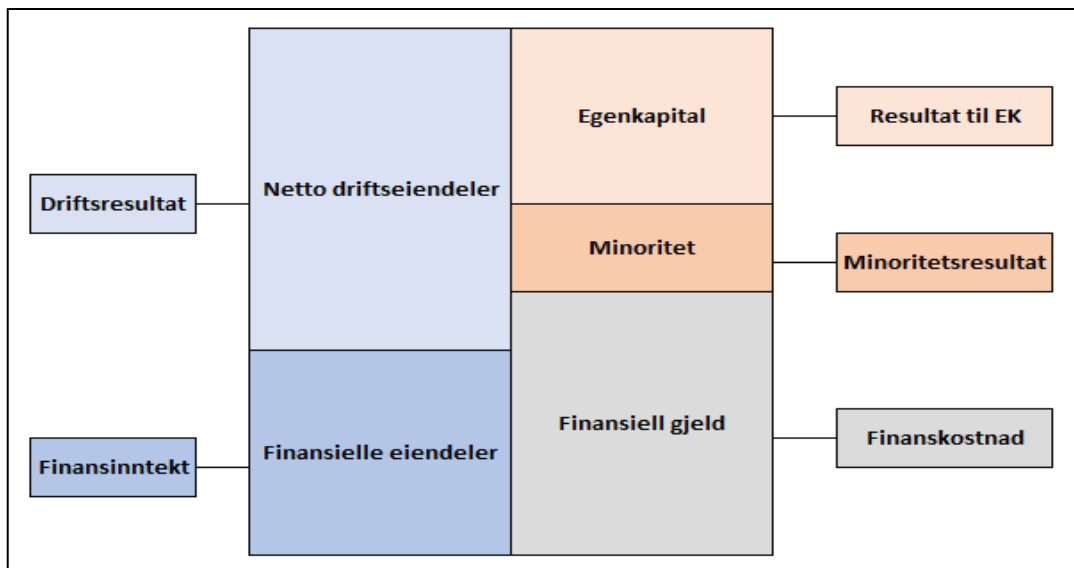
For å faktisk beregne dirty surplus har vi tatt utgangspunkt i faktisk endring i egenkapital, justert for netto utbetalt utbytte. Netto utbetalt utbytte består av utbytte, emisjoner, kjøp eller salg av egne aksjer og andre transaksjoner med aksjonærer. Etter vårt skjønn er all identifisert DSP å anse som driftsrelatert. Utover dette er det ikke identifisert poster som er direkteført mot EK. Totalt FNR til egenkapitalen for analyseperioden er oppsummert i tabellen under:

FNR	2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Rapportert årsresultat	1 541	3 225	2 735	4 515	2 722	2 721
Annet fullstendig resultat	4	4 -	5	- -	17	29
Rapportert totalresultat	1 545	3 229	2 730	4 515	2 705	2 750
Majoritetens andel	1 442	2 950	2 531	4 465	2 602	2 677
Dirty surplus	- 1 137 -	6	394	-	-	-
FNR til egenkapital - majoritetens andel	305	2 944	2 926	4 466	2 601	2 678
FNR til egenkapital totalt	408	3 223	3 125	4 515	2 705	2 750

Tabell 5.10: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen. Tall i NOK millioner.

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat:

Formålet her er å fordele FNR slik at alle “kapitaler” i balansen får sitt resultat før skatt. Grunnen til dette er at det er viktig å identifisere kildene til det fullstendige resultatet og klargjøre hvordan dette fordeles. Dette er illustrert i figuren under:



Figur 5.1: Analytisk inndeling av kapitaler. (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, s. 114)

I utgangspunktet er resultatregnskapet i stor grad allerede fordelt inn i drift og finans. Vi forutsetter at fordelingene som er gjort av Entra er riktige, da de har vesentlig mer informasjon enn vi som eksterne analytikere har. Det vil si at eksempelvis driftsinntekter vil være relatert til driftsresultatet, med mindre annet oppgis. Under regnskapslinjen “Resultatandel TS og FKV” inngår to selskaper som er klassifisert som tilknyttet selskap, og tre selskaper under felles kontrollert virksomhet. Samtlige selskaper driver innen eiendom eller tilknyttede bransjer. Resultatene fra disse selskaper er altså nært knyttet til driften i eierselskapet, og klassifiseres derfor under drift.

Ved gjennomgang av regnskapslinjene *andre inntekter*, *andre kostnader* og *administrative kostnader*, finner vi at dette er i all hovedsak relatert til drift. Dette er i hovedsak inntekter og kostnader knyttet til eiendomsforvaltning. Det inngår noe mindre inntekter og kostnader som ikke er direkte spesifisert til å gjelde driften, men vi forutsetter at dette også er driftsrelatert. Av den grunn gjøres det ingen omfordelinger relatert til disse regnskapslinjene. Det samme gjelder for *administrative kostnader*.

Under OCI har selskapet en justering av pensjonsavvik/aktuaravvik. Dette definerer vi som drift. DSP er omtalt i steg 1, og klassifiseres også som driftsrelatert. Videre har vi også kommentert tidligere at vi velger å klassifisere virkelig verdijustering av finansielle instrumenter som finansinntekt/finanskostnad, og virkelig verdijustering av eiendommer under driftsresultat.

Steg 3: Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt

Normale og unormale poster er definert i kapittel 5.3.2.1. Virkelig verdi justering for finansielle derivater, og investeringseiendommer ble her definert som unormale poster. Vi ønsker å skille ut unormale poster for å fjerne støy fra ikke-gjentagende poster og hendelser som ikke vil være relevante for å predikere fremtidig lønnsomhet. Dette øker relevansen og prediksjonsevnen i verdsettelsen. Videre vil vi også gjøre noen forenklinger grunnet omfanget og tidsrammen for denne utredningen. Vi har ikke tilgang på all informasjon, men baserer oss i hovedsak på årsrapporter og annen offentlig informasjon. Det er vårt skjønn som er styrende for hva som vurderes som unormale poster. Under har vi gjennomgått resultatregnskapet post for post for å identifisere eventuelle unormale poster.

Unormal drift

Utover tidligere nevnte virkelig verdi justering av Entras investeringseiendommer er det ikke identifisert unormale poster ved å kun se på regnskapsoppstillingene. For *samleposter* i regnskapet som *andre inntekter*, *andre kostnader*, og *administrative kostnader* har vi også gjennomgått relevante noter til Entras regnskap for å identifisere unormale poster.

Postene som er identifisert som unormale er poster som er vanskelige å predikere, og som trolig ikke vil gjenta seg. Identifiserte poster i Entra sine regnskaper som er klassifisert som unormale gjelder nedskrivning av goodwill, gevinst/tap ved salg av eiendom samt virkelig verdijustering av eiendommer. I tillegg har vi klassifisert de nevnte “dirty surplus”-justeringene som relaterer seg til implementering av nye regnskapsprinsipper som unormale poster.

Vi har beregnet unormalt driftsresultat før skatt ved å ta unormale driftsinntekter minus unormale driftskostnader. Videre må skatt på unormalt driftsresultat hensyntas, samt driftsrelatert dirty surplus for å beregne unormalt netto driftsresultat.

Unormal finans

Vi har gjennomgått regnskapene for analyseperioden og identifisert noen unormale finansposter. I hovedsak relaterer dette seg til virkelig verdi justeringer av finansielle derivater i forbindelse med kontantstrømsikring. Justeringene er lite relevante for prediksjon, og klassifiseres derfor som unormale. I tillegg er det identifisert en større unormal finanskostnad

i 2015, som nevnt under trailing. Denne justeres skjønsmessig med NOK 100 millioner, slik at de resterende øvrige finanskostnadene er tilsvarende gjennomsnittet som fastsatt under trailing, NOK 25 millioner.

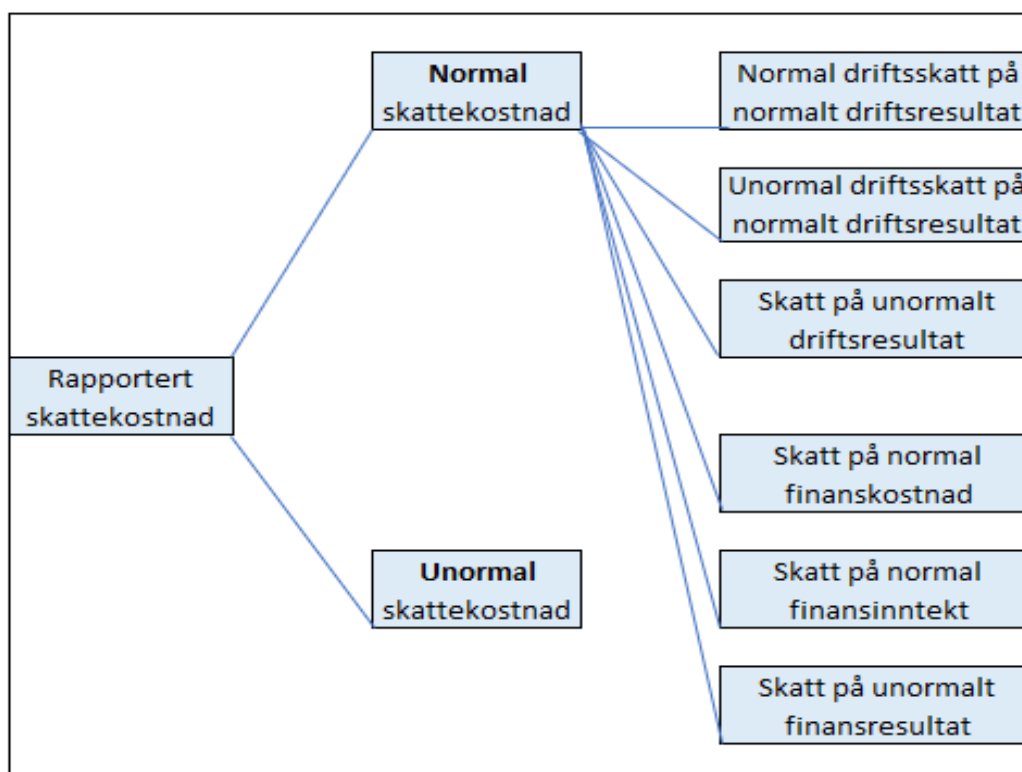
Unormalt finansresultat beregnes ved å trekke fra unormale finanskostnader fra unormale finansinntekter. Deretter justeres det for skatt knyttet til unormalt finansresultat. Det er ikke identifisert finansielle poster under OCI eller dirty surplus, og dette er følgelig ikke relevant.

Unormal skatt

Formålet her er å identifisere unormal skatt på både normalt og unormalt resultat. Med andre ord er det ikke en beregning av skatt på unormalt resultat. Ved gjennomgang av skattenote i årsregnskapene gjennom analyseperioden har det ikke vært avdekket unormale skatteposter.

Steg 4 - Fordele skattekostnaden på alle resultatene

I denne delen av analysen fordeles den rapporterte skattekostnaden på normalt og unormalt driftsresultat, og på normalt og unormalt finansresultat. Den rapporterte skattekostnadens fordeling er oppsummert i figuren under:



Figur 5.2: Fordeling av rapportert skattekostnad på normal skattekostnad og unormal skattekostnad. (Knivsflå, 2020 f4).

Skatt på driftsresultat

Første trinn er å beregne en normal driftsskattesats (ndss) på normalt driftsresultat. Formelen for å beregne driftsskattesats ble gjennomgått i kapittel 5.3.2. Videre beregnes ndss ved å ta gjennomsnittet av driftsskattesatsen alle årene i analyseperioden.

Skattesats		2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Selskapsskattesats	sss	22 %	22 %	23 %	24 %	25 %	27 %
Finansinntektsskattesats	fiss	15 %	15 %	15 %	16 %	17 %	18 %
Finanskostnadsskattesats	fkss	22 %	22 %	23 %	24 %	25 %	27 %
Driftsskattesats	dss	18,3 %	15,9 %	13,2 %	12,1 %	19,6 %	13,6 %
Normalisert dss	ndss	15,4 %	15,4 %	15,4 %	15,4 %	15,4 %	15,4 %
Unormal driftsskattesats	dss-ndss	2,8 %	0,5 %	-2,2 %	-3,3 %	4,3 %	-1,8 %

Tabell 5.11: Fordeling av skattesats på drift, herunder normalisert og unormal sats.

Videre skal den normaliserte driftsskatten fordeles på det normale driftsresultatet.

Driftsresultat	2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Leieinntekt	2 356	2 338	2 243	2 075	1 899	1 760
Driftskostnader	- 203	- 189	- 184	- 161	- 159	- 185
Andre inntekter	173	205	92	245	293	54
Andre kostnader	- 99	- 173	- 71	- 213	- 284	- 38
Administrative kostnader	- 169	- 171	- 157	- 163	- 152	- 168
Driftsresultat egen virksomhet	2 058	2 010	1 923	1 783	1 597	1 423
Driftsrelatert skattekostnad	318	309	296	274	245	219
Netto driftsresultat egen virksomhet	1 740	1 701	1 627	1 509	1 352	1 204

Tabell 5.12: Normalisert driftsskattesats fordelt på normalt driftsresultat. Tall i MNOK

Fordeling av normal driftsskatt på netto normalt driftsresultat

Unormalt driftsresultat før skatt må skattejusteres med driftsskattesats som skattesats. Videre må det tillegges en unormal driftsskatt på normalt driftsresultat, som vil utgjøre differansen mellom driftsskattesats og normalisert driftsskattesats. Som tidligere nevnt er det ikke identifisert unormale skattekostnader, som ev. skulle også ha vært lagt til.

Skatt på normalt finansresultat

Netto finansresultat består av finansinntekter fratrukket finanskostnader. Skattesatsen benyttet på finanskostnader er tilnærmet lik som periodens selskapsskattesats. For finansinntekter er det som tidligere nevnt benyttet en forenklet tilnærming på grunn av uttaksmetoden i norsk skattelovgivning. Av den grunn er finansinntektsskattesatsen satt til $\frac{2}{3}$ av selskapsskattesatsen (Damodaran, 2012).

Skatten er fordelt på det normale finansresultatet som vist i tabellen under:

Netto finanskostnad	2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Finansinntekter	10	10	17	22	14	19
Skatt på finansinntekt	1	1	3	4	2	3
Finansinntekter etter skatt	9	9	14	18	12	16
Finanskostnader	541	561	508	572	586	545
Skatt på finanskostnader	119	123	117	137	147	147
Netto finanskostnad	- 413 -	429 -	377 -	416 -	428 -	382

Tabell 5.13: Netto finanskostnad etter skatt. Tall i NOK millioner

Skatt på unormalt finansresultat

For å beregne unormalt netto finansresultat må vi trekke fra skatt på unormalt finansresultat. Skatt på unormalt finansresultat beregnes ved at en benytter de samme skattesatsene som ved beregning av normalt finansresultat.

Fordeling av skattekostnad

Sammenhengen med rapportert skattekostnad er illustrert under ved å avstemme beregnet skatt som er fordelt på de forskjellige resultatene mot rapportert skattekostnad i resultatregnskapet for analyseperioden. Avstemmingen er vist i tabellen under:

Avstemming rapportert skattekostnad	2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Skatt på normalt driftsresultat	318	309	296	274	245	219
Skatt på unormalt driftsresultat	171	315	141	361	462	222
Skatt på finansinntekt	1	1	3	4	2	3
Skatt på finanskostnad	- 119 -	123 -	117 -	137 -	147 -	147
Skatt på unormalt finansresultat	- 54	7	15	14	21	57
Totalt fordelt skattekostnad	318	509	338	516	584	354
Rapportert skattekostnad	- 318 -	509 -	338 -	515 -	584 -	354
Differanse	-	-	-	-	-	-

Tabell 5.14: Avstemming av skattekostnad - Fordelt vs. rapportert. Tall i NOK millioner

Omgruppert resultatregnskap

Vi har nå gjennomgått de fire stegene i metodikken for omgruppering av resultatregnskap. Resultatregnskapet vil etter omgruppert i mye større grad reflektere informasjonsbehovet til en ekstern egenkapitalinvestor. Dette vil derfor brukes i det videre i vår verdsettelse av Entra. Det endelige omgrupperte resultatregnskapet vil presenteres i kapittel 5.6, etter vi har analysert regnskapene for målefeil og eventuelle justeringer.

5.4.2 Omgruppert balanse

For den rapporterte balansen i det offentlige regnskapet gjelder de samme forholdene som for resultatregnskapet. I balansen rapporteres eiendeler og forpliktelser med hensyn til tidshorisont, dvs. kortsiktige og langsiktige eiendeler og gjeld. For at egenkapitalinvestor skal få bedre forståelse for mulig fremtidig inntjening, ønsker man å skille balanseposter mellom driftsrelaterte og finansielle poster (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Dette for å vurdere hva som inngår direkte i driften av selskapet og hvordan verdier genereres. Driften av selskapet vil være det som gjør selskapet unikt. For å kunne bedømme lønnsomhet og å kunne utarbeide prognoser for fremtiden vil vi derfor måtte omgruppere balansen for å passe til vårt formål.

Finansielle gjeldsposter og egenkapitalen forklarer hvordan de operasjonelle postene i regnskapet er finansiert. For å fastslå hvordan man skal skille mellom operasjonelle poster og finansielle poster må selskapets karakteristika og virksomhetsmodell sees i sammenheng med de presenterte tallene. Vi gjør en vurdering på eiendeler og gjeld for å identifisere om funksjonen av eiendelen eller gjelden i hovedsak knytter seg direkte til driften av selskapet eller om denne omfatter finansiering. Skillet vil i stor grad avhenge av vår forståelse av Entra og hvilke innsatsfaktorer som hører inn under kjernevirksomheten til Entra.

Omgrupperingen av balansen vil bestå av fire steg:

Steg 1: Reklassifisering av eventuelt avsatt utbytte som egenkapital

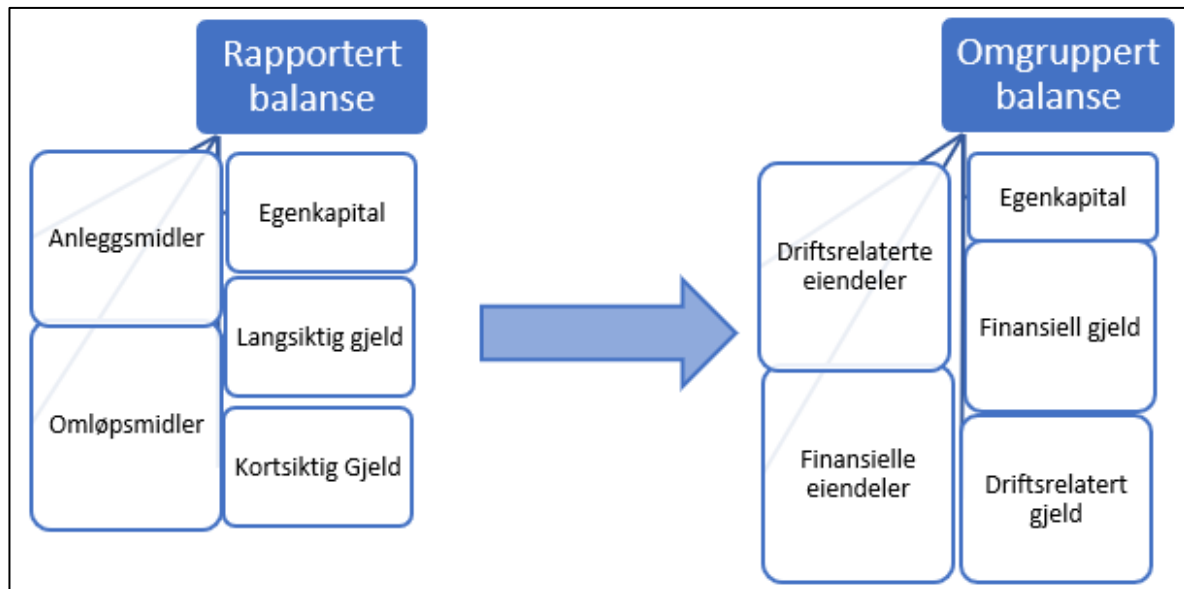
Når det gjennomføres en regnskapsanalyse med fokuset til en ekstern egenkapitalinvestor ønsker man å ha et "eiersyn". Dette innebærer at avsatt utbytte ikke anses som gjeld, men som egenkapital som tilbakebetales til eierne (Penman, 2013, s. 262). Utbytte innregnes ikke som en forpliktelse i balansen etter IFRS før det er vedtatt. Vi har ikke identifisert slike avsetninger i kvartalsregnskapet til Entra pr. 30.06.2020, og følgelig er det ikke behov for reklassifisering.

Steg 2: Fordeling av totalbalansen i drift og finans

Ved gjennomføring av en investororientert analyse vil det være sentralt å ha et klart skille mellom drift og finansiering, på samme måte som for resultatelementene. Det er i tillegg

nødvendig å ha konsistens mellom klassifiseringen av balanseposter og tilhørende resultatposter. Dette innebærer at dersom en eiendels- eller gjeldspost er klassifisert som drift, må de tilhørende inntektene og kostnadene inngå som en del av driftsresultatet.

Omgrupperingen av balanseoppstillingen illustreres i figuren nedenfor:



Figur 5.3: Rapportert balanse opp mot omgruppert balanse for investors formål. (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Vi tar nå for oss postene som inngår den rapporterte balansen og omgrupperer dem basert på om de, i tråd med vår forståelse av Entra, er driftsrelatert gjeld eller eiendel, finansiell eiendel eller gjeld, eller om posten er egenkapital.

En så tilsvarende som mulig omgruppering av balansene til de komparative selskapene gjennomføres på samme måte som for Entra, men noe forenklet grunnet oppgavens omfang og karakter.

5.4.2.1 Langsiktige eiendeler

Immaterielle eiendeler består av goodwill NOK 109 millioner som oppstod ved kjøp av 50 prosent av Hinna Park Eiendom AS og øvrige immaterielle eiendeler på NOK 8 millioner. Eiendom er hovedvirksomheten til Entra og goodwill og immaterielle eiendeler forstås derfor som del av kjernevirksomheten deres. Konklusjon: *Langsiktig driftsrelatert eiendel*

Investerings eiendom, herunder forvaltning, investering og utvikling av dette er selskapets kjernevirksomhet. Investerings eiendom vil derfor klassifiseres som drift. Konklusjon:

Langsiktig driftsrelatert eiendel

Andre driftsrelaterte eiendeler spesifiseres ikke nærmere i note enn at posten består av "utstyr". Vi velger å anse dette som utstyr som inngår i opprettholdelse av bygg, f. eks reservedeler og vedlikeholdsutstyr, og som inngår i driften av den sentrale virksomheten.

Konklusjon: *Langsiktig driftsrelatert eiendel*

Investeringer i tilknyttede selskaper er gjort av strategiske formål og medfører at Entra har innflytelse som vil inngår som del av deres operasjonelle aktiviteter, vil konkluderer derfor med *Langsiktig driftsrelatert eiendel*

Finansielle derivater som eiendel vurderes etter vår forståelse som noe uklart for klassifisering. Skillet mellom driftsrelatert og finansiell er vanskelig å trekke for eiendelen siden den kan forstås både som at den sikrer fremtidige kontantstrømmer fra driften. Det kan også forsvares at eiendelen sikrer verdien av en finansiell posisjon. Vi velger på grunnlag av vår forståelse av hvordan virkningen treffer selskapet, å anse eiendelen som finansiell.

Konklusjon: *Langsiktig finansiell eiendel*

Langsiktige fordringer og andre eiendeler består pr. 31.12.2019 av eksterne lån på NOK 77 millioner, andre langsiktige fordringer på NOK 91 millioner, finansielle eiendeler til FVTPL på NOK 36 millioner og andre eiendeler på NOK 52 millioner. Etter vår forståelse av virksomheten velger vi å skille ut eksterne lån på NOK 77 millioner, siden disse forutsettes å være rentebærende, og finansielle eiendeler til FVTPL på NOK 36 millioner som *langsiktige finansielle eiendeler*. Resterende eiendeler i posten klassifiseres som *langsiktige driftsrelaterte eiendeler*.

5.4.2.2 Kortsiktige eiendeler

Varelager eiendommer til Entra består av rå tomter som er i vurdering eller i prosessen av omregulering for ønsket formål. Dette vil klassifiseres som en del av kjernevirksomheten deres siden det er eiendeler som er med eller vil være med å generere fremtidig inntjening.

Varelageret er kontinuerlig under omløp konkluderes derfor som: *Kortsiktig driftsrelatert eiendel.*

Investerings eiendom holdt for salg vil være eiendeler som selskapet vil avhende iløpet av kort tid og disse vil ikke hjelpe oss å si noe om fremtidig inntjening for Entra. Posten er dermed å anse som driftsfremmed og vil derfor klassifiseres som en *kortsiktig finansiell eiendel.*

Kundefordringer oppstår gjennom at selskaper driver sin virksomhet og selger sine tjenester og kundene skylder oppgjør for tjenestene. Dette knyttes direkte til den operasjonelle driften av selskapet og vi klassifiserer denne som *kortsiktig driftsrelatert eiendel.*

Andre kortsiktige fordringer og andre kortsiktige eiendeler: Posten består i hovedsak av *kortsiktige driftsrelaterte eiendeler* etter vår oppfatning, men posten inneholder pr. 31.12.2019 også opptjent rente på NOK 57 millioner. Renten skilles ut som *kortsiktig finansiell eiendel.*

Kontanter og bankinnskudd har vi valgt å klassifisere i sin helhet som *kortsiktig finansielle eiendeler.* Dette vil kunne gi noe støy ettersom selskapet trenger kontanter for løpende drift. Det er imidlertid begrenset med informasjon og spesifikasjoner i noter til regnskapet. Kontantbeholdningen varierer også vesentlig fra år til år. Vi mener derfor at dette blir den mest korrekte behandlingen av regnskapslinjen. Konklusjonen er derfor at kontanter settes til å være finansielle eiendeler for å forhindre for mye støy.

5.4.2.3 Langsiktig gjeld

Langsiktig rentebærende gjeld består av langsiktige obligasjoner og banklån med ulike forfallstidspunkt, men som alle er over 1 år. Denne gjelden er tett knyttet opp mot kjernevirksomheten til Entra gjennom at den i hovedsak knytter seg til finansieringen av eiendelene som inngår i driften, og at den derfor kunne vært å forstå som driftsrelatert. Dog er gjelden rentebærende og langsiktig, og knytter seg til finansiering av selskapet. Ut fra vår vurdering er gjelden dermed først og fremst finansiell. Vi klassifiserer dermed posten som *langsiktig finansrelatert gjeld.*

Utsatt skatteforpliktelse oppstår på grunnlag av selskapets drift og forskjell mellom skattemessig og regnskapsmessig tidfesting og avskrivning. Gjelden er ikke rentebærende og klassifiseres som *langsiktig driftsrelatert gjeld*.

Finansielle derivater som forpliktelse vurderes etter vår forståelse som noe uklar for klassifisering, slik som det ble nevnt under derivater som eiendel. Skillet mellom driftsrelatert og finansiell gjeld er vanskelig å trekke siden den kan forstås både som at den sikrer fremtidige kontantstrømmer fra driften og at gjelden sikrer verdien av en finansiell posisjon. Ut fra vår forståelse av hvordan virkningen av differanse mellom kontantstrøm og flytende rente vil treffe selskapet, er gjelden finansiell. Konklusjon: *Langsiktig finansiell gjeld*

Andre langsiktige forpliktelser består av leasingforpliktelser, pensjonsforpliktelse, og øvrige langsiktige forpliktelser. Leasing som fremkommer i regnskapet, vil være en naturlig del av kjernevirksomheten til Entra siden eiendommene som innregnes som leasing er knytte til den sentrale delen av driften. Pensjon vil fremkomme som del av lønnskostnaden, dermed mener vi at forpliktelsene er driftsrelaterte. Videre er de øvrige postene ikke tilstrekkelig spesifisert til at vi kan anta annet enn at de ikke er rentebærende. Posten klassifiseres derfor i sin helhet som *langsiktig driftsrelatert gjeld*.

Kortsiktig rentebærende gjeld består av banklån, obligasjoner og banksertifikater som er rentebærende og vi velger på grunnlag av dette og at disse ikke direkte knyttes til driften av Entra, å kategorisere posten som *kortsiktig finansiell gjeld*.

Leverandørgjeld oppstår når selskapet anskaffer varer og tjenester knyttet til sin kjernevirksomhet og den er ikke rentebærende så fremst den gjøres opp i tide, vi mener derfor at kategorisering som *kortsiktig driftsrelatert gjeld* er naturlig.

Andre kortsiktige forpliktelser består i all hovedsak av leasingforpliktelse og andre forpliktelser som vi anser som driftsrelaterte. Posten inneholder dog påløpte ikke forfalte renter som pr. 31.12.2019 utgjorde NOK 160 millioner av postens totale NOK 328 millioner. Vi velger derfor å skille ut *rentekostnaden som finansiell gjeld*, mens resterende forpliktelser i posten anses som *kortsiktig driftsrelatert gjeld*. For Q2 2020 finner vi ikke spesifisering i note

av påløpte renter, som gjør at vi ikke kan skille denne fra driftsrelatert gjeld. Dette vil trolig føre til en overvurdering av kortsiktig driftsrelatert gjeld i 2020.

Den endelige omgrupperte balansen med totale eiendeler og totalkapital delt inn etter drift og finans presenteres i tabell 5.15.

Balanse eiendeler	2020-Q2	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Immaterielle eiendeler	117	117	127	125	124	161	180
Investerings eiendom	50 736	49 095	44 714	39 875	35 629	28 823	26 686
Andre driftsmidler	18	22	23	23	26	35	34
Investeringer i TS og FKV	447	397	367	1 487	1 561	2 789	1 074
Langsiktige fordringer og andre eiendeler	250	153	130	128	128	23	49
Langsiktige driftsrelaterte eiendeler	51 568	49 783	45 361	41 639	37 469	31 832	28 025
Eiendom og boliger for salg	416	413	407	-	-	589	197
Kundefordringer	44	43	47	34	27	55	45
Andre fordringer og kortsiktige eiendeler	390	169	621	801	428	161	184
Kortsiktige driftsrelaterte eiendeler	850	625	1 075	835	455	805	426
Sum driftsrelaterte eiendeler	52 418	50 408	46 436	42 474	37 925	32 638	28 451
Investerings eiendom holdt for salg	-	-	565	180	168	165	1 551
Kontanter og bankinnskudd	259	317	230	189	243	212	198
Opptjent ikke utbetalt rente		57	50	46	48	45	38
Sum kortsiktige finansielle eiendeler	259	374	845	415	459	422	1 787
Eksterne lån og finansielle eiendeler til FVTPL		103	106	116	35	30	62
Finansielle derivater	431	274	321	405	472	530	550
Sum langsiktige finansielle eiendeler	431	377	427	521	507	560	612
Sum finansielle eiendeler	690	751	1 272	936	966	982	2 399
Totale eiendeler	53 108	51 159	47 708	43 410	38 891	33 620	30 850

Balanse egenkapital og gjeld	2020-Q2	2 019	2 018	2 017	2 016	2 015	2 014
Aksjeeiere i morselskapet	22 874	22 570	20 524	18 505	14 732	12 995	10 778
Ikke-kontrollerende eierinteresser	1 967	1 947	1 746	433	392	359	286
Sum egenkapital	24 841	24 517	22 269	18 938	15 124	13 354	11 064
Utsatt skatt - Forpliktelse	5 573	5 367	4 861	4 356	3 855	3 324	2 984
Annen langsiktig gjeld	499	505	456	355	358	237	211
Langsiktig driftsrelatert gjeld	6 072	5 872	5 317	4 711	4 213	3 561	3 195
Leverandørgjeld	199	200	190	306	290	142	415
Annen kortsiktig gjeld	437	168	151	167	135	147	70
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	636	368	341	473	425	289	485
Sum driftsrelatert gjeld	6 708	6 240	5 658	5 184	4 638	3 850	3 680
Rentebærende gjeld	16 837	17 362	14 931	13 786	14 734	12 083	11 826
Finansielle derivater	864	341	481	712	894	1 121	1 353
Sum langsiktig finansiell gjeld	17 701	17 703	15 412	14 498	15 628	13 204	13 179
Påløpt, ikke forfalt rente		160	130	127	122	89	106
Rentebærende gjeld	3 858	2 539	4 239	4 663	3 379	3 123	2 821
Sum kortsiktig finansiell gjeld	3 858	2 699	4 369	4 790	3 501	3 212	2 927
Sum finansiell gjeld	21 559	20 402	19 781	19 288	19 129	16 416	16 106
Sum gjeld	28 267	26 642	25 439	24 472	23 767	20 266	19 786
Sum EK og gjeld	53 108	51 159	47 708	43 410	38 891	33 620	30 850

Tabell 5.15: Balanse omgruppert i driftsrelaterte og finansielle eiendeler og kapital. Tall i NOK millioner.

Steg 3: Omgruppering fra totalkapital til sysselsatt kapital.

Videre omgrupperer vi balansen ytterligere fra totalkapital til sysselsatt kapital. Som nevnt i kapittel 3.1.1.2 skiller totalkapital i liten grad mellom driftsrelaterte og finansielle poster.

Den driftsrelaterte gjelden kan ikke defineres som sysselsatt kapital plassert aktivt gjennom kapitalmarkedet (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017).

Den sysselsatte kapitalen er kapital innskutt av eiere og kreditorer, mens driftsrelatert gjeld oppstår gjennom driftssyklusen eller som langsiktige krav skapt gjennom driften.

Driftsrelatert gjeld vil vanligvis ikke være direkte rentebærende, dette synliggjøres gjennom at kostnaden gjerne kommer i form av økte driftskostnader. Driftsrelatert gjeld bør derfor sees som en “korreksjon” av de driftsrelaterte eiendelene, og ikke som gjeld. Sysselsatte driftseiendeler vil dermed være representert av netto driftseiendeler. Oppsummert “flytter” vi derfor driftsrelatert gjeld over til eiendelssiden.

For å komme frem til sysselsatt kapital presenterer vi først balansen forenklet med sumlinjer av eiendeler fordelt på kortsiktige og langsiktige, og tilsvarende gjøres for kapital. Siden det fortsatt er sumlinjene fra den omgrupperte balansen, er det balanse mellom totale eiendeler og total kapital.

Balanse total kapital	2020-Q2	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Langsiktige driftsrelaterte eiendeler	51 568	49 783	45 361	41 639	37 469	31 832	28 025
Kortsiktige driftsrelaterte eiendeler	850	625	1 075	835	455	805	426
Driftsrelaterte eiendeler	52 418	50 408	46 436	42 474	37 925	32 638	28 451
Kortsiktige finansielle eiendeler	259	374	845	415	459	422	1 787
Langsiktige finansielle eiendeler	431	377	427	521	507	560	612
Finansielle eiendeler	690	751	1 272	936	966	982	2 399
Totale eiendeler	53 108	51 159	47 708	43 410	38 891	33 620	30 850
Egenkapital	24 841	24 517	22 269	18 938	15 124	13 354	11 064
Langsiktig driftsrelatert gjeld	6 072	5 872	5 317	4 711	4 213	3 561	3 195
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	636	368	341	473	425	289	485
Driftsrelatert gjeld	7 572	6 581	6 139	5 896	5 532	4 971	5 033
Langsiktig finansiell gjeld	17 701	17 703	15 412	14 498	15 628	13 204	13 179
Kortsiktig finansiell gjeld	3 858	2 699	4 369	4 790	3 501	3 212	2 927
Finansiell gjeld	21 559	20 402	19 781	19 288	19 129	16 416	16 106
Samlet gjeld	28 267	26 642	25 439	24 472	23 767	20 266	19 786
Total kapital	53 108	51 159	47 708	43 410	38 891	33 620	30 850

Tabell 5.16: Omgruppert balanse for Entra, inndelt i totale eiendeler og total kapital for perioden 2014 - Q2 2020. Tall i NOK millioner.

Deretter omarbeides balansen slik at vi sitter igjen med finansiell gjeld og egenkapital som samlet utgjør sysselsatt kapital. Oppstillingen av netto driftseiendeler og netto driftskapital vises i tabell 5.17.

Balanse sysselsatt kapital	2020-Q2	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Langsiktige driftsrelaterte eiendeler	51 568	49 783	45 361	41 639	37 469	31 832	28 025
Langsiktig driftsrelatert gjeld	6 072	5 872	5 317	4 711	4 213	3 561	3 195
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	45 496	43 911	40 044	36 928	33 256	28 271	24 830
Kortsiktige driftsrelaterte eiendeler	850	625	1 075	835	455	805	426
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	636	368	341	473	425	289	485
Driftsrelatert kapital	214	257	734	362	30	516	- 59
Netto driftseiendeler	45 710	44 168	40 778	37 290	33 286	28 787	24 771
Finansielle eiendeler	690	751	1 272	936	966	982	2 399
Sysselsatte eiendeler	46 400	44 919	42 050	38 226	34 252	29 769	27 170
Egenkapital	24 841	24 517	22 269	18 938	15 124	13 354	11 064
Finansiell gjeld	21 559	20 402	19 781	19 288	19 129	16 416	16 106
Sysselsatt kapital	46 400	44 919	42 050	38 226	34 253	29 770	27 170

Tabell 5.17: Omgruppert balanse, inndelt i sysselsatte eiendeler og kapital, for perioden 2014- Q2 2020. Tall i NOK millioner

4. Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Videre er det hensiktsmessig å omgruppere balansen fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Netto driftskapital er kapitalen som er direkte investert i selskapets drift og knytter seg derfor ikke til de finansielle eiendelene (Penman, 2013, s. 242). Finansielle eiendeler vil i utgangspunktet være eiendeler selskapet sitter på utover det som er nødvendig for den kontinuerlige driften. Disse midlene vil gjerne være likvide slik at de eksempelvis kan benyttes for å nedbetale finansiell gjeld. Videre i analysen mener vi derfor at det er naturlig å benytte netto finansiell gjeld, altså finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler.

Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital:

Balanse netto driftskapital	2020-Q2	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	45 496	43 911	40 044	36 928	33 256	28 271	24 830
Driftsrelatert kapital	214	257	734	362	30	516	- 59
Netto driftseiendeler	45 710	44 168	40 778	37 290	33 286	28 787	24 771
Egenkapital	24 841	24 517	22 269	18 938	15 124	13 354	11 064
Netto finansiell gjeld (Gjeld-eiendel)	20 869	19 651	18 509	18 352	18 163	15 434	13 707
Netto driftskapital	45 710	44 168	40 778	37 290	33 287	28 788	24 771

Tabell 5.18: Omgruppert balanse, inndelt i netto driftseiendeler og driftskapital for Entra. Perioden 2014 - Q2 2020. Tall i NOK millioner

Endelig omgruppert og justert balanse vil presenteres i kapittel 5.6.

5.5 Analyse av målefeil og justering

Som nevnt tidligere avlegger Entra regnskapet sitt etter IFRS. I teorien skal finansregnskapet gi informasjon om underliggende økonomiske forhold for selskapet som rapporterer.

Utarbeidelse av finansregnskap er altså registrering, måling og rapportering av informasjon om underliggende økonomiske forhold innenfor rammene som settes av det valgte regnskapsspråket. Formålet med finansregnskapet er å gi brukerne nyttig informasjon om reelle underliggende økonomiske forhold. Det kan imidlertid forekomme målefeil i forsøket på å avbilde dette. Det kan føre til at de faktiske økonomiske underliggende forholdene ikke blir reflektert. Etter IFRS, som er et balanseorientert rammeverk, er det gitte krav til hva som kan balanseføres eller ikke. I dette kapitlet vil vi analysere regnskapene og justere for målefeil dersom det blir identifisert og vurdert hensiktsmessig.

5.5.1 Analyse av målefeil og justering

Formålet med verdivurderingen er å måle de virkelige økonomiske forholdene, og av den grunn kan det justeres for målefeil slik at den faktiske rentabiliteten kommer frem.

Om det faktisk skal justeres i regnskapene til Entra er imidlertid usikkert. Som eksterne analytikere har vi dårligere tilgang på informasjon, og justeringene kan potensielt medføre mer støy i tallene. For å justere må en da ta en rekke forutsetninger og antagelser som gjør at det potensielt kan oppstå nye målefeil i regnskapet. Dette synet deles blant annet av Penman (2013, s. 311). På den annen side vil en ved å unnlate å justere risikere å tilsløre rentabiliteten, og på den måten ikke reflektere de faktiske underliggende økonomiske forholdene (Palepu, Healy, Peek., 2016)

Hovedpoenget er imidlertid slik vi ser det at målt strategisk fordel skal tilsvare strategisk fordel så godt som mulig.

I det videre vil vi gjennomgå de tre typene målefeil som finnes, og vurdere om de rapporterte tallene til Entra skal justeres. Det finnes tre ulike type målefeil som er gjennomgått punktvis under. Vi gjennomgår først målefeil 1 og 3, og deretter målefeil type 2. Grunnen til dette er at det er størst usikkerhet rundt målefeil av type 2.

Målefeil type 1

En slik type målefeil kan være analytisk interessant fra et investorperspektiv fordi målefeilen kan være et uttrykk for en strategisk fordel. Med andre ord hvilken egenkapitalrentabilitet selskapet klarer å oppnå utover avkastningskravet til egenkapitalen (Knivsflå, 2020, f7). Dette kan typisk oppstå når målingen i regnskapet gjøres til historiske kostpriser, og ikke til virkelig verdi. Entra rapporterer etter IFRS, og vil følgelig ha færre av type 1 feil enn om de hadde benyttet NGRS. Eksempelvis er investeringseiendom for Entra regnskapsført til virkelig verdi målt etter IFRS 13. Ettersom målefeil av type 1 der regnskapsføring skjer til virkelig verdi er lik null vil ikke det gjøres noen videre analyse eller justeringer knyttet til dette.

Målefeil type 2

Målefeil av type to er når egenkapitalrentabiliteten etter regnskapsreglene avviker fra egenkapitalrentabiliteten med “riktig” måling. Det er feil som oppstår som følge av at valgt regnskapsspråk tillater eller krever “dårlig” måling.

Målefeil av type 2 kan oppstå som følge av manglende innregning, feil målemetode etter innregning, eller feilperiodisering (Damodaran, 2012). Målefeil på grunn av manglende innregning eller balanseføring er den kilden som skaper mest målefeil. Dette gjør at kapitalen undervurderes, og følgelig får en for høy kapital i fremtiden (Damodaran, 2012). For Entra er dette den mest aktuelle kilden for målefeil.

Grunnet tidshorisonten og omfanget på denne utredningen begrenses antall justeringer til de vi anser som mest relevante. Vi har tatt utgangspunkt i de justeringene som er gjort i egenkapitalen som nevnt under dirty surplus i kapittel 5.4.1 og relaterer seg til endring av regnskapsprinsipper. Vi ønsker også å presisere at “vanlige” målefeil som manglende innregning av forskningskostnader og markedsføringskostnader som etter IFRS skal kostnadsføres er i svært liten grad relevant for et eiendomsselskap som Entra, og følges ikke videre opp.

Målefeil type 3

Type 3 målefeil oppstår når rapportert egenkapitalrentabilitet avviker fra egenkapitalrentabiliteten etter regnskapsreglene. Dette er knyttet til at selskapet rapporterer annet enn de skulle ha gjort etter gjeldende regnskapsspråk, enten som følge av misligheter

eller faktiske feil. Entra sin valgte revisor gjennom perioden, Deloitte, har avgitt ren revisjonsberetning gjennom hele analyseperioden. Basert på dette, og den begrensede tilgangen på informasjon gjennom offentlig rapportering, gjør at vi mener at dette ikke er hensiktsmessig å analysere videre.

Operasjonell leie (IFRS 16)

Justering for målefeil er som nevnt først og fremst for å få inn manglende investert kapital i balansen. I den forbindelse har regnskapslovgivningen vært vesentlig endret de siste årene ved innføringen av IFRS 16. Innføringen av standarden fjernet det tidligere skillet mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler, og medførte i praksis at alle vesentlige leieavtaler innregnes i balansen. I både 2019 og 2020 tallene for Entra er dette hensyntatt. Spørsmålet blir dermed om vi burde justere for de resterende årene i analyseperioden.

Årlige verdiendringer i resultatet vil være relatert til reduksjon av tidligere leiekostnader regnskapsført som driftskostnader etter tidligere gjeldende IAS 17. I 2019 utgjorde dette NOK 9 millioner. Ved gjennomgang av tidligere års regnskap har vi ikke funnet spesifisering på operasjonelle leiekostnader for øvrige år. Rentekostnaden relatert til leieforpliktelsen utgjorde i 2019 NOK 12 millioner.

Vi har ikke informasjon om hva leiekostnaden har vært tidligere år, men sett mot beløpets størrelse i 2019 er det en relativt sett uvesentlig kostnad inkludert i driftsresultatet de øvrige årene i analyseperioden. Videre vil renteeffekt og endring utsatt skatt føre til at effekten på FNR er null. Etter vårt skjønn er effekten på netto driftsresultat helt uvesentlig for analyseformål, og vil ikke påvirke verdsettelsen. Ved førstegangsinnregning er balansen påvirket ved at totalbalansen øker med NOK 231 millioner, hvilket utgjør ca. 0,45 prosent av totalbalansen. Egenkapitaleffekten ved innregning er NOK 10 millioner, der NOK 6 millioner tilfaller majoriteten. For majoritetens del utgjør dette en andel på 0,03 prosent av egenkapitalen ved utgangen av 2019.

Basert på mangel på informasjon, og en svært lav påvirkning på både resultatregnskap og balanse mener vi at en justering av årene 2015-2018 vil medføre en stor risiko for å tilføre flere målefeil på grunn av forutsetninger og skjønnsmessige vurderinger. Målingen som finnes i regnskapet er etter vårt skjønn et tilstrekkelig godt mål på virkelige økonomiske

forhold, og det er følgelig ikke nødvendig å justere for operasjonelle leieavtaler i analyseperioden.

Finansielle instrumenter (IFRS 9)

Rentebærende gjeld har i perioden 2015 til 2018 vært målt til virkelig verdi, og i perioden 2019-2020 vært målt til amortisert kost. Måling av finansielle forpliktelser til virkelig verdi reguleres av IFRS 13 og skal blant annet inneholde egen kredittrisiko. Formålet med eventuelle justeringer er som nevnt at regnskapet skal gi et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene. Hva som er “best” måling av amortisert kost og virkelig verdi av finansielle forpliktelser er vanskelig å konkludere på basert på den informasjonen som er offentlig tilgjengelig. Det vil også medføre en rekke forutsetninger for å justere for dette, noe som etter vårt skjønn ikke vil bidra til å gi et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene. Av den grunn vil vi heller ikke justere for målefeil relatert til IFRS 9.

Inntektsføring (IFRS 15)

Ny standard for inntektsføring ble innført med virkning fra 2018. Den nye standarden sitt hovedprinsipp er at inntekt skal innregnes når kontrollen av en vare eller tjeneste overføres til kunden. Standarden er imidlertid ikke relevant for leieinntekter som reguleres av IFRS 16. For Entra sin del er påvirkningen relatert til utvikling av eiendom for salg. Overgangseffekten til IFRS 15 medførte at et selskap i konsernet måtte gjøre en justering. Et prosjekt var videresolgt i 2017, og vil overleveres kunden ved ferdigstillelse. Dette fikk en påvirkning på egenkapitalen på NOK 80 millioner for Entra for 2017. I utgangspunktet skulle dette vært resultatført i 2017, og således er det en målefeil her. Vi mener imidlertid også her at feilen er såpass liten relativt sett, og eventuelle utslag på forholdstall vil være svært begrenset. Konklusjonen vår er følgelig at heller ikke her vil det justeres.

Målefeil og justeringer komparative selskaper

Regnskaper og balanse for komparative selskaper er innhentet fra selskapenes årsrapporter og kvartalsrapporter for 2020. For de svenske selskapene som inngår i vår definisjon av bransjen er regnskap opprinnelig oppgitt i SEK og noen av selskapene har navn på regnskapslinjene på svensk. Disse er oversatt til engelsk for felles formatering og sammenligning og omregnet til NOK. Vi har her gjort en forenkling, og omregnet både resultat og balanse med valutakurs pr. 31.12 det respektive året. Ettersom det teoretisk mest korrekte er å regne om med

dagskurs/gjennomsnittskurs vil vi her få noen målefeil knyttet til resultatregnskapet. Vi mener likevel basert på en kost/nytte-vurdering, at dette ikke fører til vesentlige avvik og målefeil.

Oppsummering justering av målefeil

Basert på forholdene over vil det ikke gjennomføres justeringer av rapporterte tall. Dette begrunnes med mangel på informasjon, begrenset effekt av målefeil, og risiko for å tilsløre rentabiliteten i større grad. Etter vår mening vil de rapporterte tallene i større grad reflektere faktisk rentabilitet. Vi har imidlertid som nevnt utført justeringer knyttet til valuta av komparative selskaper.

5.6 Presentasjon av omgrupperte tall for selskapet

Vi vil her presentere endelig omgruppert og justert resultatregnskap, balanse, egenkapitaloppstilling og kontantstrøm.

Driftsresultat	2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Leieinntekt	2 356	2 338	2 243	2 075	1 899	1 760
Driftskostnader	- 203	- 189	- 184	- 161	- 159	- 185
Andre inntekter	173	205	92	245	293	54
Andre kostnader	- 99	- 173	- 71	- 213	- 284	- 38
Administrative kostnader	- 169	- 171	- 157	- 163	- 152	- 168
Driftsresultat egen virksomhet	2 058	2 010	1 923	1 783	1 597	1 423
Driftsrelatert skattekostnad	318	309	296	274	245	219
Nettoreultat egen virksomhet	1 740	1 701	1 627	1 509	1 352	1 204
Resultatandel TS og FKV	79	312	156	244	150	44
Netto driftsresultat	1 818	2 013	1 783	1 753	1 502	1 248
Finansinntekter	10	10	17	22	14	19
- Skatt på finansinntekt	1	1	3	4	2	3
Netto finansinntekt	9	9	14	18	12	16
Nettoreultat til sysselsatt kapital	1 827	2 022	1 798	1 771	1 513	1 264
Finanskostnader	541	561	508	572	586	545
Skatt på finanskostnader	119	123	117	137	147	147
Netto finanskostnad	422	438	391	435	440	398
Årets totalresultat	1 405	1 584	1 407	1 337	1 074	866
- Netto minoritetsresultat	103	279	198	50	103	73
OCI	4	4	-5	0	-17	29
Netto resultat til egenkapitalen	1 306	1 309	1 204	1 287	954	822
Unormalt netto driftsresultat	- 252	1 596	1 639	3 106	1 543	1 596
Unormalt netto finansresultat	- 311	39	84	73	104	260
Fullstendig netto resultat til egenkapitalen	742	2 944	2 926	4 466	2 601	2 678
Netto betalt utbytte majoritet	437	898	906	691	865	460
Endring i egenkapital majoritet	305	2 046	2 020	3 775	1 736	2 218

Tabell 5.19: Omgruppert og justert resultatregnskap for Entra ASA for perioden 2015 - 2020.

Tall i NOK millioner

Balanse netto driftskapital	2020-Q2	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	45 496	43 911	40 044	36 928	33 256	28 271	24 830
Driftsrelatert kapital	214	257	734	362	30	516	59
Netto driftseiendeler	45 710	44 168	40 778	37 290	33 286	28 787	24 771
Egenkapital	24 841	24 517	22 269	18 938	15 124	13 354	11 064
Netto finansiell gjeld (Gjeld-eiendel)	20 869	19 651	18 509	18 352	18 163	15 434	13 707
Netto driftskapital	45 710	44 168	40 778	37 290	33 287	28 788	24 771

Tabell 5.20: Omgruppert og justert balanse eiendeler for Entra, perioden 2014 - 2020. Tall i NOK millioner

Endring i egenkapital	2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Inngående egenkapital majoritet	22 570	20 523	18 504	14 731	12 994	10 778
FNR	742	2 944	2 926	4 466	2 601	2 678
Netto betalt utbytte	- 438	- 897	- 906	- 691	- 865	- 460
Utgående egenkapital majoritet	22 874	22 570	20 524	18 505	14 732	12 995

Tabell 5.21: Omgruppert og justert endring i egenkapital for Entra, perioden 2014 - 2020. Tall i NOK millioner

Kontantstrøm fra drift		2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Netto driftsresultat	NDR	1 818	2 013	1 783	1 753	1 502	1 248
+Unormalt netto driftsresultat	UNDR	- 252	1 596	1 639	3 106	1 543	1 596
-Endring i netto driftseiendeler	Endring NDE	1 019	3 530	3 719	4 186	4 726	4 248
=Fri KS fra drift	FKD	547	79	297	673	1 681	1 404
+Netto finansinntekt	NFI	9	9	14	18	12	16
+Unormal netto finansinntekt	UNFR	- 311	39	84	73	104	260
-Endring i finansielle eiendeler	Endring FE	- 61	- 521	336	- 30	- 16	- 1 417
=Fri KS til sysselsatt kapital	FKS	306	648	535	794	1 549	289
- Netto finanskostnad	NFK	422	438	391	435	440	398
+Endring i finansiell gjeld	Endring FG	634	761	724	341	2 940	542
-Netto minoritetsresultat	NMR	103	279	198	50	103	73
-Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	-	-	-	-	-	-
+Endring i minoritetsinteresser	Endring MI	20	205	1 309	41	33	73
+Annet fullstendig resultat	AFR	4	4	5	-	17	29
=Fri KS til egenkapital	FKE	437	898	906	691	865	460

Tabell 5.22: Kontantstrøm etter omgruppering og justering for Entra, perioden 2014 - 2020. Tall i NOK millioner

Omgruppert regnskap for bransjen som helhet finnes i Appendix 2.

5.7 Oppsummering regnskapsanalyse

I regnskapsanalysen vår har vi valgt en analyseperiode på 6 år som vi mener gir et representativt bilde av Entra sin historikk basert på stabil drift. Videre har vi valgt ut komparative selskap som inngår i bransjen sammen med Entra for sammenligningsformål, se også kapittel 2.1.8.

Med utgangspunkt i rapporterte offentlige regnskapstall har vi omgruppert og normalisert tallene for å få en bedre innsikt i de underliggende økonomiske forholdene for Entra. Dette er omgruppert slik at fokuset i større grad er kilder til normal inntjening, verdiskapning og utdeling som følge av at fokuset i oppgaven er verdsettelse av egenkapitalen.

Videre har vi gjennomgått regnskapene for eventuelle målefeil som tilslører faktisk rentabilitet. Vi har identifisert noen kilder til dette, men basert på en gjennomgang av faktisk påvirkning er det etter en kost-nytte-vurdering vurdert at det ikke er hensiktsmessig å justere regnskapene for dette.

Våre funn i regnskapsanalysen vil brukes videre i del 2 for å analysere risiko og lønnsomhet sammen med funnene fra den strategiske analysen. Videre vil dette utgjøre grunnlaget for fremtidsbudsjettering i del 3.

5.8 Rammeverk for forholdstallsanalyse

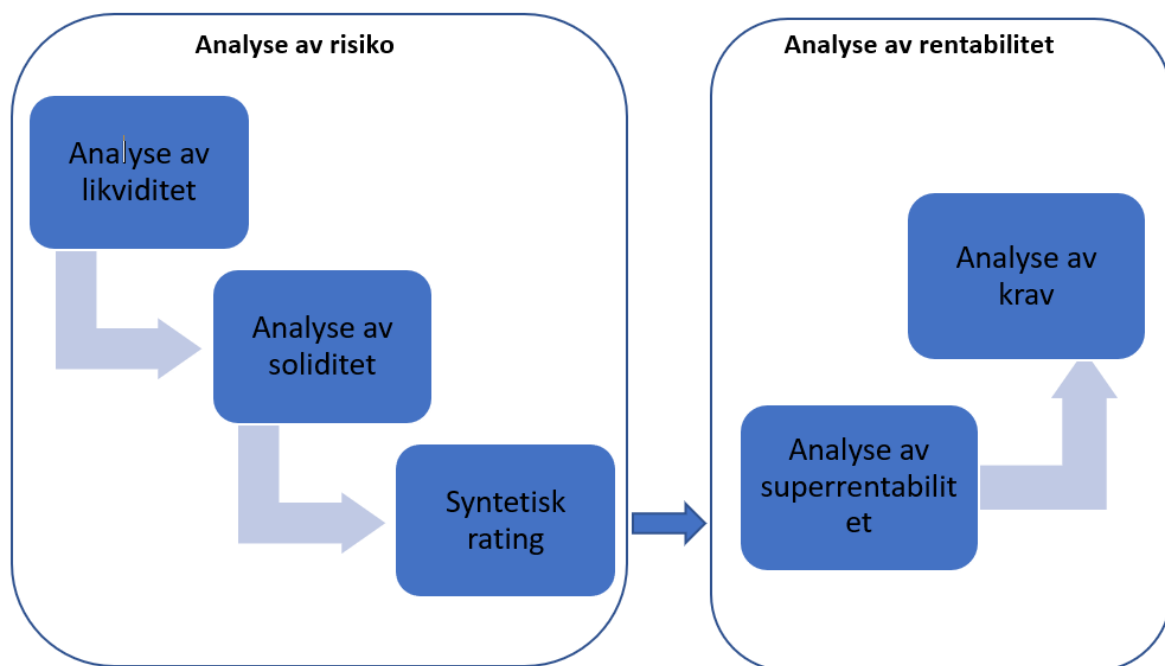
I de følgende kapitlene vil vi som nevnt bygge videre på regnskapsanalysen. Med utgangspunkt i det omgrupperte og justerte finansregnskapet vil vi i de neste kapitlene analysere risiko, avkastningskrav og lønnsomheten til Entra opp mot de komparative selskapene. Som vi var inne på i kapittel 3.3 er dette steg 2 av utredningen.

Analysene utføres ved bruk av forholdstallanalyser. Et forholdstall er et relativt forhold mellom to regnskapstall, som gir innsikt i underliggende risiko eller rentabilitet (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017), og er dermed egnet for å sammenligne Entra med bransjen.

I det neste kapittelet vil vi gjennomføre en risikoanalyse av Entra der selskapets kortsiktige likviditetsrisiko, og langsiktige soliditetsrisiko analyseres. Dette oppsummeres i en syntetisk rating som vil indikere kredittrisikoen for Entra.

I kapittel syv vil det historiske avkastningskravet til Entra og bransjen som helhet utarbeides. Dette gjøres for å kunne måle selskapets lønnsomhet opp mot et avkastningskrav. Et viktig poeng her er imidlertid at forutsetningene som inngår er skjønsmessige, og aldri vil gi et “fasitsvar”. Det vil imidlertid brukes sammen med den kvalitative strategiske analysen og den kvantitative regnskapsanalysen for å fastslå om det har foreligget en målt strategisk fordel. Dette vil vi videre bruke for å fastslå hvordan selskapets kontantstrømmer og avkastningskrav vil utvikle seg i fremtiden.

Rammeverket for forholdstallsanalyse fremgår av figuren under.



Figur 5.4: Illustrasjon av rammeverk for forholdstallsanalyse (Knivsflå, 2020 f09).

6. Analyse av risiko

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en risikoanalyse av Entra. Her skal vi analysere og vurdere Entra sin kredittrisiko ved å se på selskapets likviditet og soliditet. Kredittrisiko er risikoen långiver løper for at utstedt lån blir misligholdt, og på den måten påfører långiver tap (Kaldestad & Møller, 2016). Med andre ord risikoen for at en låntaker, som i dette tilfellet er Entra, blir insolvent. Entra sine kreditorer vil være finansieringsinstitusjoner som banker, samt obligasjonseiere. Kreditor har ingen potensiell oppside, da det maksimale kreditor kan oppnå er å få tilbakebetalt lånet inkludert avtalt rente (Kaldestad & Møller, 2016). Dette er en systematisk risiko for kreditor, altså en markedsrisiko. Videre kan en dele kredittrisikoen inn i kortsiktig kredittrisiko og langsiktig kredittrisiko.

Ved analyse av kortsiktig kredittrisiko ser vi i hovedsak på Entra sin likviditet. Med dette menes selskapets evne til å betjene sine forpliktelser ved forfall. Analyse av langsiktig kredittrisiko omhandler i større grad selskapets soliditet, som vil si om Entra er finansiert på en slik måte at den kan tåle lengre perioder med tap.

Alle forholdstall analyseres ved bruk av både tidsserieanalyse og bransjeanalyse. Ved tidsserieanalyse analyserer vi forholdstallene bakover i tid, og ved bransjeanalyse sammenligner vi med de komparative selskapene. Ved beregning av tidsvektet snitt har vi benyttet en likevektning av årene i analyseperioden, både for Entra og bransjen, se kapittel 2.1.8 for hvilke selskaper vi inkluderer i bransjen. Dette begrunnes med at virksomheten og bransjen har vært relativt stabil, og at vi forutsetter at forholdstall vil vende tilbake til gjennomsnittet. Grunnen til dette er mean-reversion fenomenet (Kaldestad & Møller, 2016).

Funnene fra analysene vil oppsummeres i en syntetisk rating, der virksomheten vil gis en karakter i tråd med underliggende selskapsspesifikk risiko som indikerer kredittrisikoen for långiver. Ratingen vil ha direkte betydning for hvilke lånebetingelser som vil tilbys Entra.

Dette vil reflekteres i Entra sine kontantstrømmer ved at det påvirker de finansielle kostnadene. Kredittrisikoen er også en viktig del av selskapets avkastningskrav, som vi kommer tilbake til i kapittel syv.

6.1 Likviditetsanalyse

I likviditetsanalysen vil vi som nevnt analysere Entra sin evne til å betjene forpliktelser ved forfall. Normal tidshorisont å legge til grunn ved en kortsiktig analyse er et ett-års perspektiv (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017). Under Covid-19 er det mange selskaper som har slitt med likviditeten, og av den grunn har staten opprettet kontantstøtteordninger, noe som understreker viktigheten av likviditet. Mangel på likviditet er ofte første steg på vei mot insolvens. Det er derfor svært viktig å evne å betjene forpliktelsene ved forfall.

Måten man identifiserer likviditetsrisikoen på, er typisk ved å sammenligne selskapets likvide midler mot kortsiktige forpliktelser. Et vanlig forholdstall her er *likviditetsgrad 1*. Videre kan en også analysere den *kortsiktige finansielle gjeldsdekningen* ved å se på forholdstallet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Kortsiktig kredittrisiko kan analyseres videre ved å se på gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm. Her ser vi på *rentedekningsgrad* som måler rentedekning basert på nettoresultat fra sysselsatte eiendeler. I tillegg ser vi på *gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm*. Avslutningsvis ser vi på *gjeldsdekning i fremtiden*.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 (*LI*) er et vanlig mål på selskapets evne til å betale kortsiktig gjeld. Forholdstallet måles ved å se på forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktige forpliktelser. Formelen for å beregne L1 er:

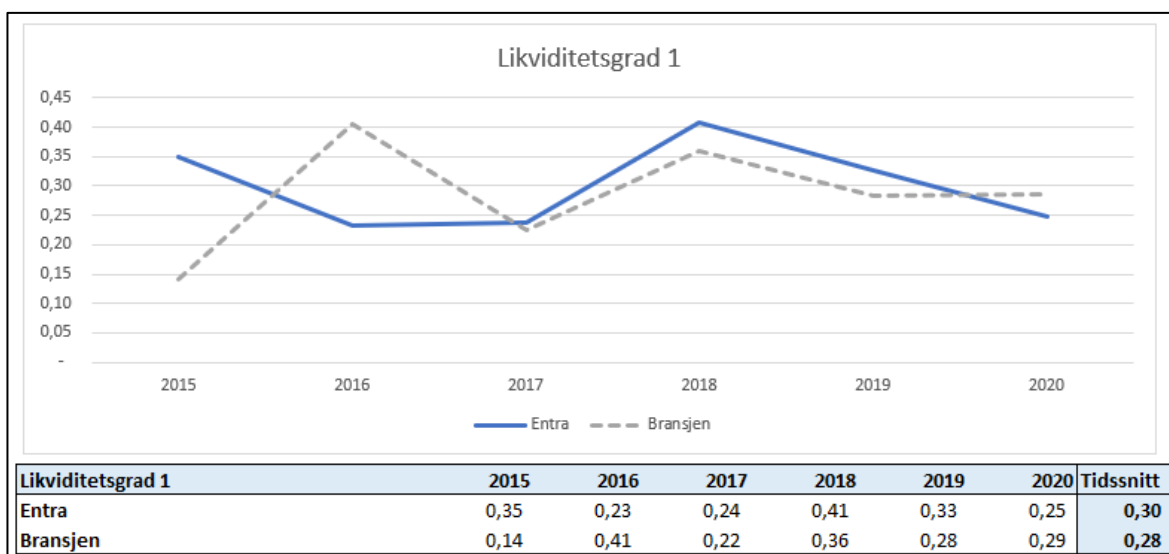
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Det har blitt diskutert om dette nøkkeltallet i realiteten gir inkonsistente signaler for selskap som er i ferd med å gå konkurs (Petersen, Plenborg & Kinserdal 2017). Etter vår vurdering er det imidlertid ingen indikasjoner på at verken Entra eller komparative selskaper er i en konkurssituasjon, og vi vil derfor benytte oss av forholdstallet videre.

Som en ser av formelen er forholdstallet et mål på om selskapets omløpsmidler, altså de kortsiktige eiendelene, dekker selskapets kortsiktige forpliktelser. I praksis er det en

tommelfingerregel som tilsier at forholdstallet bør være over 2 (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 231). Dette kan imidlertid være misvisende.

Grunnen til det er todelt. Hovedforutsetningen for virksomheter er fortsatt drift - altså at de skal ikke skal avvikle virksomheten. Både omløpsmidler og kortsiktig gjeld vil realiseres som en del av driften. På denne måten vil kortsiktig gjeld refinansiere seg selv gjennom løpende drift, mens noen omløpsmidler vil være bundet ved fortsatt drift. Den andre grunnen er at det er bokførte verdier som analyseres. I en eventuell insolvenssituasjon der selskapet vil måtte selge eiendelene sine fort, er det ikke gitt at en oppnår bokført verdi. Dette vil igjen avhenge av hvilke regnskapsregler selskapet er underlagt. Det har derfor vært diskutert at andre nøkkeltall som kontantstrøm fra drift eller kortsiktig finansiell gjeldsgrad er bedre egnet (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017). For å kunne beregne selskapets syntetiske rating, samt det faktum at det ikke er identifisert fortsatt drift problemer vil vi likevel estimere L1 for selskapet og bransjen. Vi har estimert følgende tall for likviditetsgrad 1 i analyseperioden:



Figur 6.1: Likviditetsgrad 1 for Entra mot bransjen, 2015-2020.

Forholdstallet er langt under tommelfingerregelen på 2 for både Entra og for bransjen, og tilsier dermed at både selskapet og bransjen har svak likviditet. I praksis er dog bransjegjennomsnittet ofte den beste målestokken, og likviditetsgraden er relativt sett “god” sett opp mot bransjegjennomsnittet. Gjennom perioden har dette variert noe, men som det fremgår av snittet i tabellen er Entra noe over bransjen totalt sett, og har også høyere L1 i fire av seks år i analyseperioden.

Likviditetsgrad 1 kan dekomponeres i *driftsrelatert likviditetsgrad og finansiell likviditetsgrad*. Finansiell likviditetsgrad er her et viktig nøkkeltall, da en likviditetskrise mer sannsynlig vil utløses av finansielle forhold enn strukturelle driftsforhold (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017). Dekomponeringen er vist i tabell 6.1 nedenfor.

Dekomponert L1	Entra					2019	2020T	Entra	Bransje
	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt			Tidssnitt	
Driftsrelatert l.grad	2,79	1,07	1,77	3,15	1,70	1,34	1,97	0,41	
Vekt KDG ift. KG	0,08	0,11	0,09	0,07	0,12	0,14	0,10	0,48	
Finansiell l.grad	0,13	0,13	0,09	0,19	0,14	0,07	0,12	0,20	
Vekt KFG ift. KG	0,92	0,89	0,91	0,93	0,88	0,86	0,90	0,52	
= Likviditetsgrad 1	0,35	0,23	0,24	0,41	0,33	0,25	0,30	0,28	

Tabell 6.1: Likviditetsgrad 1 Entra fordelt på drift og finans.

Som det fremgår av tabellen har Entra en lavere finansiell likviditetsgrad enn bransjen som indikerer en svakere likviditet relativt sett sammenlignet med bransjen. Den driftsrelaterte likviditetsgraden er imidlertid vesentlig høyere, hvilket viser at dekning av kortsiktig gjeld ved hjelp av omløpsmidler er relativt god i Entra. Samlet sett gir dette en *høyere likviditetsgrad for Entra enn bransjen*.

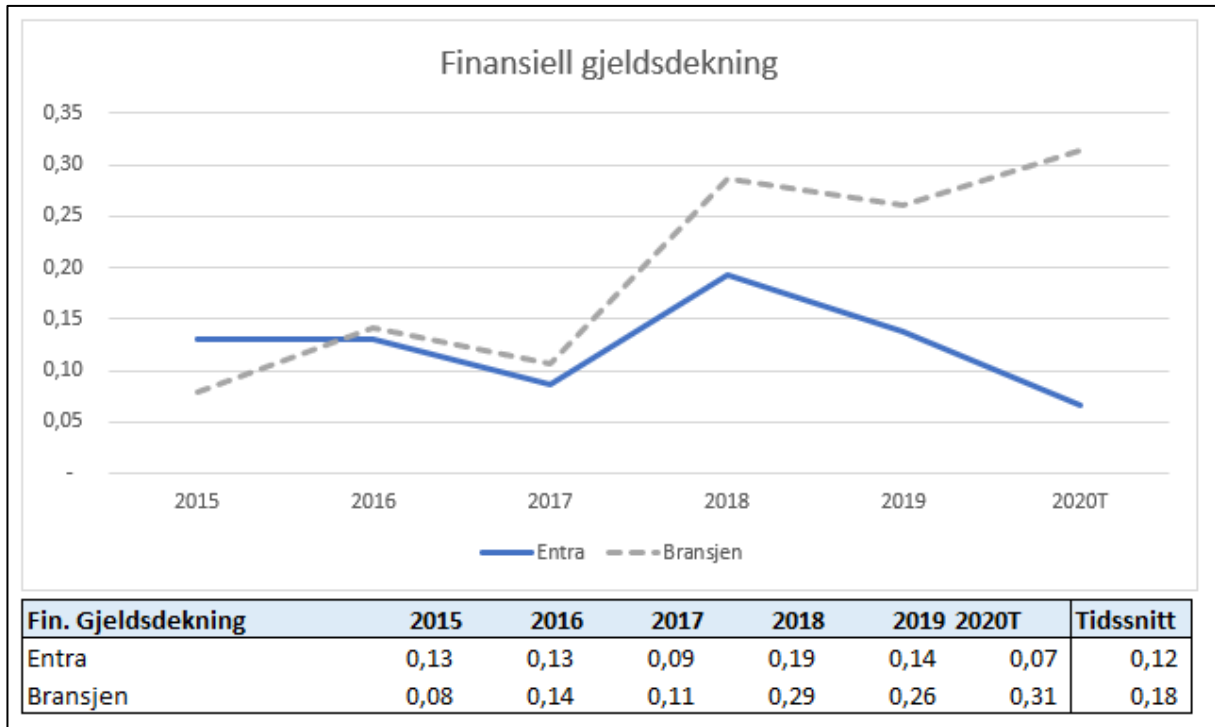
Det er naturlig at selskapet har en høy driftsrelatert likviditetsgrad siden selskapet har få leverandører i tradisjonell forstand. Leverandøren er i utgangspunktet leverandøren av kapital, altså banken. Likviditeten fra driften benyttes til å betjene den kortsiktige finansielle gjelden som består av renter og avdrag på rentebærende gjeld. *Oppsummert mener vi at L1 her kan være en indikator på et rødt flagg, men at situasjonen ikke er så dårlig som forholdstallet tilsier.*

6.1.2 Finansiell gjeldsdekning i balansen

Det neste nøkkeltallet vi ser på er kortsiktig finansiell gjeldsdekning i balansen. Vi ser her på om virksomheten har tilstrekkelige finansielle eiendeler til å dekke kortsiktig finansiell gjeld. Formelen for kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad er:

$$\text{Kortsiktig finansiell gjeldsdekning} = \frac{\text{Kortsiktige finansielle eiendeler}}{\text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Dette er et forholdstall som også kan analyseres på lengre sikt ved å se på både kortsiktige og langsiktige finansielle eiendeler og gjeld. Vi velger imidlertid å analysere kredittrisiko på lang sikt utelukkende i soliditetsanalysen, og kredittrisiko på kort sikt her. Jo høyere forholdstallet er, jo mindre er risikoen for en kortsiktig likviditetskrise.



Figur 6.2: Finansiell gjeldsdekning for Entra og bransjen, 2015-2020.

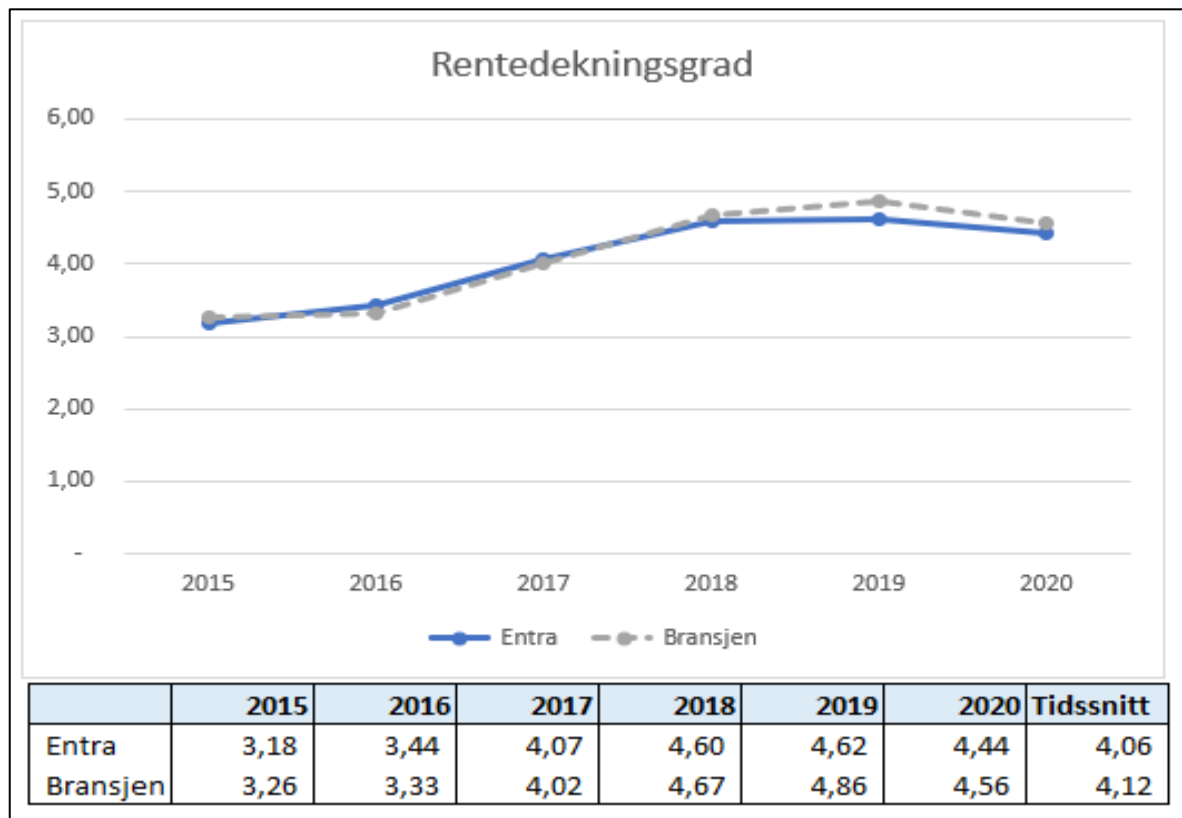
Som det fremgår av grafen over har Entra en jevnt lavere kortsiktig finansiell gjeldsdekning enn bransjen. Dette er negativt for Entra. Imidlertid mener vi at tallene er noe misvisende siden store deler av driftseiendelene vil benyttes til å betjene kortsiktige finansielle forpliktelser. Det må imidlertid kunne sees på som et rødt flagg da det gir en relativt større risiko for likviditetskrise for Entra enn for bransjen. Sett mot totalbalansen som helhet er dette imidlertid relativt små tall, og i realiteten trolig ikke en reell indikasjon på likviditetsproblemer for Entra.

6.1.3 Rentedekningsgrad

Selskapets rentedekningsgrad sier noe om i hvilken grad selskapets verdiskapning er i stand til å betjene finanskostnader (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 224). Med andre ord om nettoresultat fra sysselsatt kapital vil dekke rentekostnader. Nettoresultat til sysselsatt kapital er definert som netto driftsresultat inkludert netto finansinntekter.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Selskaper med ulik risiko kan ha svært ulik rentedeckningsgrad, som skyldes volatilitet i resultater. Forholdstallet bør derfor ikke benyttes isolert for å vurdere selskapets kortsiktige kredittrisiko. Utvikling i rentedeckningsgrad for Entra og bransjen er presentert i figuren nedenfor:



Figur 6.3: Rentedeckningsgrad for Entra og bransjen, 2015-2020.

Analysen bygger her på normaliserte tall, og trenden viser en sammenfallende utvikling.

Vi ser at de siste årene er rentedeckningsgraden høyere enn snittet, noe som er positivt. Renteutgifter er den største normaliserte kostnaden for både Entra og bransjen. Forholdstallet viser at verdiskapingen til både Entra og bransjen i økende grad betjener finanskostnadene, hvilket er positivt. Denne analysen er svært viktig her, da den illustrerer forholdet som ikke ble reflektert i de to foregående analysene - nettopp det at Entra betjener langsiktig og kortsiktige finansielle forpliktelser med resultater fra driften. Det er imidlertid viktig å huske at selskapene også må dekke avdrag på lån og gi avkastning for eierne, noe som ikke reflekteres i forholdstallet.

Vi ønsker også å trekke oppmerksomhet mot at Entra har lånevilkår knyttet til rentedekningsgrad (ICR), og oppgir i årsrapporten at de ikke er i brudd med dette pr 31.12.2019. Vår konklusjon er at rentedekningsgraden er tilfredsstillende, og følgelig er *kortsiktig kredittrisiko for Entra lav*.

6.1.4 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Det vil også være viktig å analysere kontantstrømmen for å vurdere likviditetsrisikoen. I motsetning til i kapittel fem vil kontantstrømmen her i større grad reflektere kreditors informasjonsbehov.

Endring i likvide midler		2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Netto driftsresultat	NDR	1 818	2 013	1 783	1 753	1 502	1 248
+Unormalt netto driftsresultat	UNDR	- 252	1 596	1 639	3 106	1 543	1 596
Annet fullstendig resultat	AFR	4	4	5	-	17	29
-Endring i netto driftseiendeler	Endring NDE	1 542	3 390	3 488	4 003	4 499	4 017
=Fri KS fra drift		28	223	- 71	856	- 1 471	- 1 144
- Netto finanskostnad	NFK	422	438	391	435	440	398
+Endring i finansiell gjeld	Endring FG	1 157	621	493	159	2 713	310
-Netto minoritetsresultat	NMR	103	279	198	50	103	73
+Endring i minoritetsinteresser	Endring MI	20	205	1 309	41	33	73
= Fri KS til egenkapital fra drift		680	332	1 142	571	732	- 1 232
-Netto betalt utbytte	NBU	- 437	- 898	- 906	- 691	- 865	- 460
Fri KS til finansiell investering		243	- 566	236	- 120	- 133	- 1 692
+Netto finansinntekt	NFI	9	9	14	18	12	16
+Unormal netto finansinntekt	UNFR	- 311	39	84	73	104	260
=KS til finansiell investering		- 59	- 518	334	- 29	- 17	- 1 416
+Inngående finansielle eiendeler		751	1 272	936	966	982	2 399
= Utgående finansielle eiendeler		690	751	1 272	936	966	982
Fordelt på							
- Kontanter		259	317	230	189	243	212
- Fordringer		431	434	1 042	747	723	770

Tabell 6.2: Kontantstrøm for Entra fordelt mellom kontanter og fordringer, perioden 2015 - 2020. Tall i NOK millioner

Vi ser at netto driftsresultat er positivt gjennom hele analyseperioden, noe som viser at selskapet har en lønnsom drift. Videre ser vi at endring i netto driftseiendeler er økt hvert år. I utgangspunktet vil en økning i netto driftseiendeler forklares med økte investeringer, noe som tilsier bruk av likvide midler. Justeringene her skyldes imidlertid i all hovedsak verdiregulering av investeringseiendom til virkelig verdi, noe som ikke påvirker likviditeten. Som tidligere nevnt skyldes dette komprimerte yieldnivåer og fallende rente de siste årene. På grunnlag av disse justeringene ser vi at fri kontantstrøm fra drift er negativ enkelte år, men i realiteten er den ikke det. Videre ser vi at endring i finansiell gjeld er positiv gjennom hele

analyseperioden, hvilket indikerer at selskapet har økt gjelden hvert år, og følgelig bedret likviditeten.

Oppsummert ser vi at endring i finansielle eiendeler har økt årlig frem til 2018, og etter dette er den fallende. Dette kan indikere et rødt flagg likviditetsmessig. Det er imidlertid verdt å merke seg at dette ikke hensyntatt ubenyttet kassekreditt.

6.1.5 Gjeldsdekning i fremtiden

Frem til nå har vi analysert likviditetsrisiko ved å se på historiske regnskapstall, samt forventede regnskapstall for 2020. Vi ønsker videre å analysere likviditetsrisiko på kort sikt fremover ved å se på selskapets evne til å dekke estimerte renter og avdrag ett år frem i tid fra trailingåret. Måten dette gjøres på er ved å se på likvide midler i dag inkludert likvide midler som vil tilfalle selskapet i nær fremtid, og sammenligne med krav som forfaller innen kort tid, her ett år (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017). Formelen for dette er:

$$\text{Rente – og avdragsdekning}_{t+1} = FE_t + (FKS_{t+1}) * (NFK_{t+1}) + (AVD_{t+1})$$

FE= Finansielle eiendeler

FKS = Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital

NFK = Netto finanskostnad

AVD= avdrag

Basert på de foregående analysene er det avdekket noen potensielle røde flagg som kan indikere en viss kortsiktig likviditetsrisiko. En måte å vurdere et “worst case”-scenario er å sette FKS til null, for å se om de finansielle eiendelene dekker renter og avdrag ett år frem i tid. Finansielle eiendeler er satt til det samme som i 2020-Trailing. AVD vil være basert på kortsiktig finansiell gjeld inklusiv neste års avdrag på langsiktig gjeld. NFK er beregnet ved å benytte samme rentesats som ved trailing; 2,65 prosent.

Ved bruk av normaliserte og omgrupperte regnskapstall finner vi en dekningsgrad på 16 prosent. Dette er i utgangspunktet ganske lavt, og vil si at uten inntjening fra driften vil Entra kun dekke 16 prosent av avdrag og renter som forfaller innen ett år. Dette vil være et rødt flagg, siden dette forholdstallet i utgangspunktet helst bør være over 1.

Etter vårt skjønn blir dette imidlertid feil. Det er ingen forhold som indikerer at FKS vil falle til null, og Entra har i tillegg ubrukte kredittfasiliteter på NOK 6 190 millioner (Entra, 2020). Av den grunn identifiserer vi *lav risiko for en likviditetskrise på kort sikt*, men vi tar med oss det faktum at forholdstallet er relativt lav videre. Dette vil vi legge til grunn i vår vurdering av kredittrisiko og syntetisk rating.

Avslutningsvis nevnes det at Entra har noen lånevilkår knyttet til rentebærende gjeld. Dette er rentedekningsratio som nevnt over, og lån til verdi (LTV) ratio. Det fremgår av årsrapporten at selskapet ikke er i brudd med dette pr. 31.12.2019.

6.2 Soliditetsanalyse

Formålet med analyse av et selskaps soliditet er å kartlegge om virksomheten har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap. Fremtidige tap føres mot egenkapitalen, og egenkapitalen kan derfor ses på som en “buffer” mot fremtidige tap og konkurs (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 217). Soliditet viser dermed selskapets langsiktige evne til å betjene forpliktelse. Jo høyere egenkapital et selskap har i forhold til totalkapitalen, jo mer solid er selskapet. I soliditetsanalysen er fokuset derfor på langsiktig kredittrisiko i motsetning til under likviditetsanalysen.

For å analysere soliditeten til Entra analyseres selskapets egenkapitalandel, selskapets netto driftsrentabilitet, samt analysere selskapets kapitalstruktur.

6.2.1 Egenkapitalandel

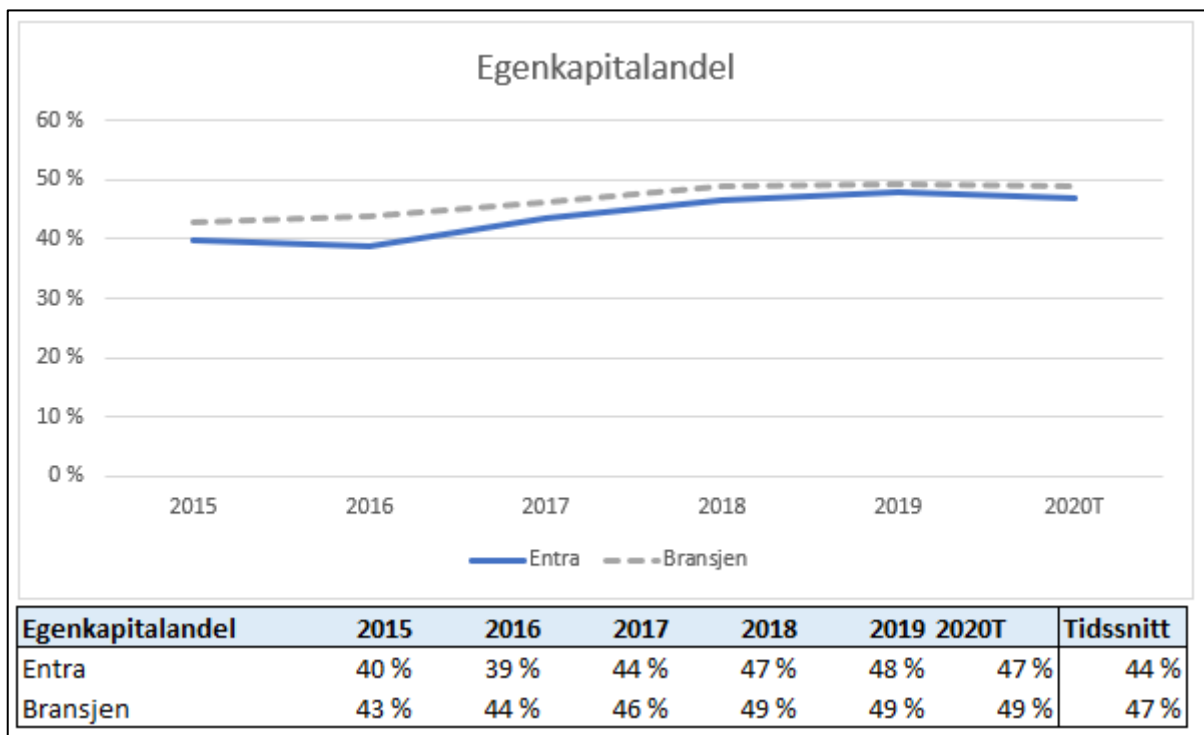
Egenkapitalandel er et mål på hvor mye av selskapet som er finansiert med egenkapital og formelen for å beregne forholdstallet er:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Andelen regnes ut ved å benytte bokførte verdier. Med andre ord vil ikke potensielle merverdier i egenkapitalen reflekteres. Jo høyere egenkapitalandel selskapet har, jo mer

kapital har selskapet for å tåle nedgangskonjunkturer og lengre perioder med fallende lønnsomhet. Dette er noe som vil bidra til å redusere kreditors langsiktige kredittrisiko. Lavere risiko for kreditor vil også gi en lavere kredittrisiko-premie, noe som bidrar til at selskapets finansielle belastning reduseres.

Den største eiendelen for både Entra og komparative selskaper er investeringseiendom som innregnes til virkelig verdi. Med mindre selskapet kommer i en kortsiktig likviditetsskvis, kan det legges til grunn at eiendommene kan selges til markedsverdi. Virkelig verdi innregnet i egenkapitalen vil således kunne benyttes, og gi en god indikasjon på langsiktig soliditet. Vi har valgt å inkludere minoritetsinteresser i egenkapitalen i analysen, da fremtidige tap også vil tilfalle disse.



Figur 6.4: Egenkapitalandel for Entra og bransjen, 2015-2020.

Både Entra og bransjen har en svært stabil og en høy egenkapitalandel. Vi ser også at det er en positiv utvikling i egenkapital fra begynnelsen av analyseperioden og frem til 2020. Dette tilsier en økende soliditet over tid på grunn av lønnsomheten i bransjen. Sammenlignet med bransjen har Entra noe lavere egenkapitalandel, men differansen er redusert de siste årene.

En tommelfingerregel for å vurdere størrelsen på egenkapitalandelen kan være å sammenligne egenkapital med historiske tap ganger tre, for å se om det er en tilstrekkelig buffer (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Entra har imidlertid ingen tap i noen av årene i analyseperioden, og dette lar seg derfor ikke gjøre.

Oppsummert vurderer vi *egenkapitalandelen* for både bransjen og for *Entra* å være *solid*.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

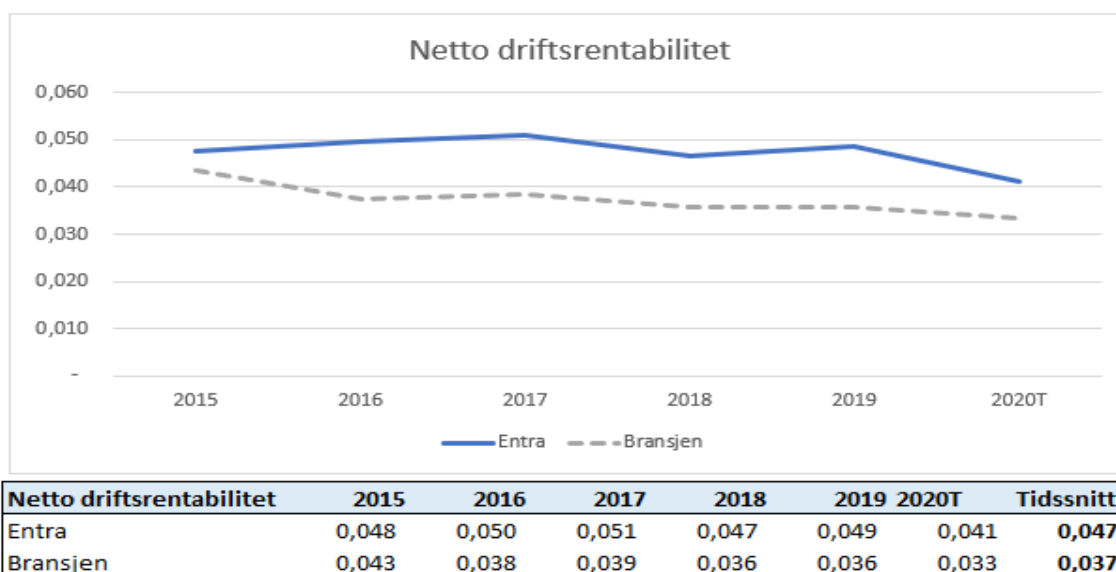
Netto driftsrentabilitet er et uttrykk for selskapets lønnsomhet, altså avkastning på driften. Eventuelle negative resultater vil tære på egenkapitalen, og uttrykket er derfor viktig for å vurdere selskapets soliditet. Dette vil basere seg på normalisert og justert regnskap, og uttrykkes som følger:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDE_t + (\Delta NDE_t - NDR_t)/2}$$

NDR = Netto driftsresultat

NDE = Netto driftseiendeler

I figuren under ser vi utvikling i netto driftsrentabilitet for Entra og bransjen i analyseperioden.



Figur 6.5: Netto driftsrentabilitet for Entra og Bransjen, 2015-2020.

Vi ser at både Entra og bransjen har en lønnsom drift i analyseperioden. Dette henger godt sammen med våre funn i den strategiske analysen. Målt lønnsomhet er imidlertid redusert i 2020, noe vi mener i hovedsak kan tilskrives effekter av Covid-19 og lavere virkelig verdijusteringer av eiendom ettersom disse er innregnet i netto driftsresultat, og følgelig reflekteres i nøkkeltallet. Videre ser vi at Entra har en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen gjennom hele perioden. Dette vil analyseres nærmere i kapittel 8. Vi antar imidlertid at dette på lang sikt vil stabilisere seg rundt netto driftskrav som følge av mean reversion.

6.2.3 Analyse av kapitalstruktur

Her analyserer vi hvordan eiendelene til virksomheten er finansiert med hhv. langsiktig og kortsiktig kapital (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017). Dette er en statisk finansieringsanalyse der eiendeler rangeres etter illikviditet og kapitalen rangeres etter hvor langsiktig den er. Her anses egenkapitalfinansiering som minst risikabel, mens gjeldsfinansiering anses som mest risikabel. Grunnen til dette er at gjeldsforpliktelser skal gjøres opp i motsetning til kapitalinnskudd fra aksjonærer som ikke har et krav på selskapet i den forstand.

Siden dette er en statisk finansieringsanalyse har vi benyttet tall pr. 31.12.2019 da dette er endelige rapporterte tall. Det er dermed mindre støy enn ved bruk av predikerte tall

Entra	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG
DAM	45,3 %	3,9 %	12,5 %	34,9 %	0,7 %	2,7 %
FAM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %
DOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %
FOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %
TK	44,1 %	3,8 %	12,1 %	33,9 %	0,7 %	5,3 %

Tabell 6.3: Fordeling av kapitaler i Entra pr. 31.12.2019.

Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG
DAM	50 %	1 %	10 %	34 %	4 %	1 %
FAM	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	100 %
DOM	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	100 %
FOM	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	100 %
TK	49 %	1 %	10 %	33 %	4 %	3 %

Tabell 6.4: Fordeling av kapitaler i bransjen pr. 31.12.2019.

Vi ser av tabellene over at både Entra og bransjen har en forholdsvis lik finansieringsstruktur. Driftsrelaterte anleggsmidler utgjør rundt 97 prosent av balansen for både Entra og bransjen og er finansiert med rundt 50 prosent egenkapital og rundt 50 prosent gjeld.

For Entra er 3,4 prosent av driftsrelaterte anleggsmidler finansiert med kortsiktig gjeld, mot fem prosent for bransjen. Resten av eiendelene er både for Entra og for bransjen i sin helhet finansiert med kortsiktig finansiell gjeld. En generell regel er at anleggsmidler inkludert minimumsnivå av arbeidskapital bør være finansiert med langsiktig gjeld, og resten med kortsiktig gjeld (Petersen, Plenborg og Kinserdal, 2017). Formålet med dette er å skape fleksibilitet, samt å tilpasse avdragsprofiler mot forventede kontantstrømmer. Vi ser at både bransjen og Entra i all hovedsak følger denne regelen, selv om en mindre del av driftsrelaterte anleggsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld. Isolert sett kan dette tilsi en noe risikabel finansiering pr. 31.12.2019. Entra sin andel av kortsiktig finansiering er imidlertid relativt sett lavere enn for bransjen, og kapitalstrukturen gir etter vårt skjønn en indikasjon på at *Entra relativt sett er mer solid enn bransjen.*

6.3 Syntetisk rating

Analysen av kortsiktig og langsiktig kredittrisiko kan oppsummeres i en *syntetisk rating*. Funnene fra analysene over vil benyttes for å gi en indikator på konkurserisikoen. Som nevnt vil dette også få betydning for selskapets kredittrisikopremie, og inngå i avkastningskravet.

Normalt utføres kredittrating av eksterne ratingselskaper som Standard & Poors og Moody. Selskapene benytter seg av finansielle nøkkeltall slik som vi har beregnet over, og kategoriserer disse i en karakterskala der best er AAA og dårligst er D (Kaldestad & Møller, 2016, s. 174).

Vi benytter her en metodikk som tar utgangspunkt i Standard & Poors karaktersystem og tilhørende nøkkeltall som gjengitt av Knivsflå (2020, f10). Ved fastsettelse av endelig rating vil karaktersettingen suppleres med vårt helhetlige inntrykk fra risikoanalysen, samt analyse av strategisk risiko. Tabellen under angir ulike ratingklasser med tilhørende krav til forholdstall:

Rating	L1	Rentedekningsgrad	EK andel	Netto	
				driftsrentabilitet	
AAA	11,60	16,90	0,94		0,35
	8,90	11,60	0,90		0,31
AA	6,20	6,30	0,85		0,27
	4,60	4,83	0,76		0,22
A	3,00	3,35	0,66		0,17
	2,35	2,76	0,55		0,13
BBB	1,70	2,16	0,44		0,10
	1,45	1,69	0,38		0,08
BB	1,20	1,22	0,32		0,07
	1,05	1,06	0,27		0,05
B	0,90	0,90	0,22		0,04
	0,75	0,49	0,18		0,03
CCC	0,60	0,07	0,13		0,01
	0,55 -	0,35	0,11 -		0,002
CC	0,50 -	0,76	0,08 -		0,02
	0,45 -	1,17	0,03 -		0,03
C	0,40 -	1,58 -	0,02 -		0,04
	0,35 -	2,00 -	0,01 -		0,06
D	0,30 -	2,41 -	0,18 -		0,07

Tabell 6.5: Krav til forholdstall og tilhørende ratingklasser (Knivsflå, 2020 f9, s.80).

Med utgangspunkt i forholdstallene beregnet i likviditets- og soliditetsanalysen klassifiserer vi disse i forskjellige ratingklasser. Ved klassifisering vil forholdstallene vi har beregnet måles mot de uthevede grenseverdiene i tabellen over. Gjennomsnittskarakteren vil basere seg på tallmessige observasjoner, og ikke bokstavkarakteren for det enkelte år. Karakteren gir en indikasjon på kredittrisiko knyttet til hvert enkelt forholdstall, men vår endelige rating vil også ta hensyn til våre funn i den strategiske analysen i kapittel 4.

Vi identifiserer følgende syntetisk rating for bransjen og Entra i analyseperioden:

Syntetisk rating Entra	2015	2016	2017	2018	2019	2020T	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	0,35 C	0,23 D	0,24 D	0,41 C	0,33 D	0,25 D	0,30 D
Rentedekningsgrad	3,18 A	3,44 A	4,07 A	4,60 A	4,62 A	4,44 A	4,06 A
Egenkapitalandel	0,40 BBB	0,39 BBB	0,44 BBB	0,47 BBB	0,48 BBB	0,47 BBB	0,44 BBB
Netto driftsrentabilitet	0,048 B	0,050 BB	0,051 BB	0,047 B	0,049 B	0,041 B	0,047 B
Gjennomsnittsrating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Strategisk overstyring	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB

Syntetisk rating bransjen	2015	2016	2017	2018	2019	2020T	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	0,14 D	0,41 C	0,22 D	0,36 C	0,28 D	0,29 D	0,28 D
Rentedekningsgrad	3,26 A	3,33 A	4,02 A	4,67 A	4,86 AA	4,56 A	4,12 A
Egenkapitalandel	0,43 BBB	0,44 BBB	0,46 BBB	0,49 BBB	0,49 BBB	0,49 BBB	0,47 BBB
Netto driftsrentabilitet	0,043 B	0,038 B	0,039 B	0,036 B	0,036 B	0,033 B	0,037 B
Gjennomsnittsrating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB

Tabell 6.6: Syntetisk rating for Entra og bransjen, 2015-2020.

Basert på forholdstallene finner vi en tidsvektet gjennomsnittlig *syntetisk rating* på *BB* for både Entra og bransjen gjennom hele perioden. Dette tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,97 prosent. Det som i all hovedsak trekker ratingen ned, er forholdstallet likviditetsgrad 1. Dette er etter vårt skjønn noe misvisende da Entrass likviditetsstyring består av kredittfasiliteter, og som nevnt har selskapet ved årsslutt 2019 ubrukte kredittfasiliteter på NOK 6 190 millioner. I den strategiske analysen identifiserte vi at det er økende etterspørsel etter kontoreiendom i CBD områder, noe som vil kunne drive priser ut av likevekt, og isolert sett gi lavere kredittrisiko.

Sammen med lav styringsrente og en stabil leietakerbase som i hovedsak består av offentlige leietakere, vil dette kunne tale for en relativt lav kredittrisiko knyttet til Entra, og følgelig god tilgang på finansiering. I tillegg vet vi at grønn finansiering kan gi tilgang på mer fordelaktig finansiering.

Samtidig vet vi at det fremover kan oppstå trusler i form av økende kundemakt, økte leietakerkrav rettet mot eksempelvis bærekraftstiltak og nye substitutter i form av hjemmekontor. I tillegg er det en pågående økonomisk krise grunnet Covid-19 som i stor grad

vil kunne påvirke både leietakere og gårdeiere. Dette vil videre kunne påvirke kredittpremien som pålegges Entra og de øvrige selskapene i bransjen fra kreditorene. Sett i sammenheng med bankenes relativt store utlån til næringseiendom vil det derfor være en viss risiko og kredittpremie tilknyttet selskapene i bransjen.

Oppsummert mener vi at den beregnede syntetiske ratingen avviker noe for årene 2015 til 2019 sammenlignet med våre funn i den strategiske analysen for Entra. *Vi mener derfor at en BBB er en mer passende gjennomsnittsrating for Entra i denne perioden.*

Dette underbygges med nevnte leietakersammensetning og tilhørende sikre kontantstrømmer, lokaliseringen av eiendommer, den moderne og den grønne miljøprofilen. Fra årsrapporten for 2019 ser vi at Entra er ratet Baa1 av Moodys. Dette tilsier en medium ratet obligasjon med moderat kredittrisiko (Moodys, 2020). Etter vårt skjønn samsvarer dette godt med BBB rating fra Standard & Poors. En BBB rating tilsvarer en konkurssansynlighet på 0,26 prosent i løpet av ett år. Det er med andre ord en liten, men ikke ubetydelig konkurssansynlighet. I 2020 vil imidlertid risikoen øke noe grunnet Covid-19 og tilhørende økonomisk usikkerhet, og vi setter derfor en BB rating for 2020.

Den identifiserte syntetiske ratingen vil videre brukes for å utlede en kredittrisiko-premie, som videre vil inngå som en del av avkastningskravet. Avslutningsvis ønsker vi å presisere at analyse av syntetisk rating bygger på historiske tall. Vi tror at i fremtiden vil *selskapets fordeler knyttet til grønn finansiering forsvinne, og finansieringskostnaden vil konvergere mot et langsiktig gjeldskrav*. Det vil trolig her være en høyere kredittpremie enn i analyseperioden, noe som isolert sett tilsier et økt avkastningskrav. Dette vil gjennomgås nærmere i kapittel 7.

7. Avkastningskrav

I dette kapitlet skal vi beregne Entra sitt historiske avkastningskrav. Formålet med dette er å analysere om Entra har hatt en historisk superrentabilitet. Vi ønsker imidlertid å presisere at dette vil være en beregnet størrelse med stor usikkerhet. Avkastningskravet skal reflektere hvilken avkastning investorer kan oppnå ved å investere i tilsvarende investeringer med samme risiko (Kaldestad & Møller, 2016). Således vil det å beregne dette tilbake i tid aldri gi et “riktig” svar.

Vi mener likevel at det er nødvendig å utføre beregningen av et avkastningskrav for å kunne utføre lønnsomhetsanalyser av Entra. Dette for å øke vår forståelse for selskapet og bransjen, slik at vi er i stand til å budsjettere et fremtidsregnskap og fremtidskrav.

7.1 Avkastningskrav til totalkapitalen

Totalavkastningskravet er selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad, også kalt WACC (Weighted Average Cost of Capital). Formålet med å beregne avkastningskravet til totalkapitalen er at den frie kontantstrømmen som diskonteres for å estimere virksomhetsverdien, skal betjene *alle* de ulike finansieringskildene til Entra (Kaldestad & Møller, 2016). Ved å vekte finansieringskildene til Entra basert på deres verdi og forventede avkastning kan vi estimere Entra sitt avkastningskrav til totalkapitalen.

Totalavkastningskravet er et veid gjennomsnitt av avkastningskravet til kreditor og til eiere og defineres som følger:

$$WACC = Re * EK\% + Rd(1 - skatt) * G\%$$

Re=Selskapets egenkapitalkostnad

Rd= Selskapets gjeldskostnad

EK%= Egenkapitalandel

G%=Gjeldsandel

Gjeldskostnaden for Entra vil være lavere enn selskapets egenkapitalkostnad. Dette skyldes at kreditor har en lavere risiko enn aksjonær. Det vil isolert sett tilsi at det er lurt med høyere gjeldsandel, som vil gi en lavere WACC. Dette er imidlertid ikke riktig da avkastningskravet som helhet ikke vil endres, fordi økt gjeldsandel vil føre til at risiko for både kreditor og aksjonær øker.

Avkastningskravet vi beregner vil brukes på to måter. For det første vil det være en målestokk for rentabiliteten. For det andre vil avkastningskravet være en diskonteringsrente for verdi i den kontantstrømbasert verdsettelse. Her vil det være fremtidskravet beregnet i kapittel 10 som er relevant.

For å beregne gjennomsnittlig WACC for Entra vil vi først beregne avkastningskrav til egenkapitalen, og deretter avkastningskravet til netto finansiell gjeld, før vi til slutt vekter disse i et *samlet netto driftskrav*.

7.2 Avkastningskrav til egenkapital

Gjennomsnittlig egenkapitalbeta

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen benytter vi kapitalverdimodellen (CAPM). Dette er den modellen det er vanligst å benytte for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 154). Som nevnt skal investor kompenseres for risiko i avkastningskravet. Når en investor skal investere i en gitt aksje står han overfor to ulike typer risiko. Dette er en generell markedsrisiko (systematisk risiko) og en bedriftsspesifikk risiko (usystematisk risiko). Siden alle investorer har muligheten til å diversifisere bort den bedriftsspesifikke risikoen, er det kun markedsrisikoen som skal kompenseres for i avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156). Ifølge kapitalverdimodellen kan egenkapitalkostnaden estimeres som følger:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

R_e = Rentabilitet egenkapital

R_f = Risikofri rente

$(R_m - R_f)$ = Markedets risikopremie

β = Selskapets egenkapitalbeta

Med forutsetningen om en diversifisert investor, vil totalrisikoen til en investor nærme seg en systematisk risiko. En relevant risikofaktor i den forstand er en risiko som en ikke kan kvitte seg med. Dette er da markedsrisiko for egenkapitalinvestorer, og kredittrisiko for kreditorer. Videre kan det også forekomme risikofaktorer i praksis på grunn av markedssvikt. Dette vil medføre at investorer og kreditorer vil kreve en ekstra risikopremie. Vi vil nå gjennomgå faktorene som inngår i kapitalverdimodellen enkeltvis.

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er utgangspunktet for avkastningskravet. Alle risikable investeringsprosjekter, som eksempelvis en aksjeinvestering, må som et *minimum* kunne generere bedre avkastning enn risikofri rente, fordi investor krever å kompenseres for å ta risiko.

I utgangspunktet er vi egentlig ikke interessert i hva historisk rente har vært i en verdsettelse. Verdsettelsen er fremadskuende, og finansteorien er følgelig ikke opptatt av historien for å bestemme risikofri rente (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017). Vi utfører imidlertid beregningen for å kunne måle hva lønnsomheten har vært historisk. Innsikten herfra vil videre brukes for å budsjettere fremtidsregnskap og fremtidskrav.

Risikofri rente er definert som en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller mislighetsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156).

I praksis benyttes statsobligasjoner som et mål på dette, siden dette eller NIBOR⁴ rente anses som det nærmeste man kommer en observerbar risikofri rente (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158). Etersom Entra utelukkende har investeringer i Norge velger vi derfor å legge til grunn norske statsobligasjoner som risikofri rente. Ratingen til den norske staten er AAA, og risikopremien for en slik obligasjon er 0 prosent (Damodaran, 2020). Vi vil derfor ikke justere for en kredittrisikopremie her.

Neste spørsmålet blir hvilken type statsobligasjon vi skal ta utgangspunkt i. Det finnes både korte- og lange renter, og valget her vil ha en viss betydning for avkastningskravet.

Eksempelvis har en 3-årig statsobligasjon en rente på 0,21 prosent pr 09.10.2020, mot en rente på 0,69 prosent for en 10-årig statsobligasjon (Norges Bank, 2020).

Det teoretisk mest korrekte er å benytte en risikofri lengde som tilsvarer lengden på kontantstrømmen. Vi forutsetter i verdsettelsen at Entra “lever evig” og vil generere stabile kontantstrømmer fremover. Av den grunn vil en lang rente være bedre tilpasset varigheten på kontantstrømmen. En ulempe med dette er at det kan være innbakt både en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko i renten, og derfor er den lange obligasjonsrenten strengt tatt

⁴ NIBOR er et sett med renter som skal gjenspeile hva bankene krever for usikrede lån i norske kroner til andre banker (referanserenter.no)

ikke risikofri (Kaldestad & Møller, 2016). Vi forutsetter imidlertid at dette ikke er tilfellet, og benytter 10-årig statsobligasjon som utgangspunkt for risikofri rente.

Videre må vi også justere for skatt, da avkastningskravet skal estimeres etter skatt. For å gjøre dette benyttes nominell skattesats det enkelte år som illustrert under:

Entra risikofri rente	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
Rente 10-års statsobligasjon	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,83 %	1,46 %
Risikopremie AAA rating	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Risikofri rente før skatt	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,83 %	1,46 %
Skatt	0,42 %	0,33 %	0,39 %	0,43 %	0,33 %	0,18 %	0,35 %
Risikofri rente etter skatt	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,65 %	1,11 %

Tabell 7.1: Risikofri rente etter skatt, perioden 2015 - 2020

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med risikofri rente (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166).

Det er ingen “fasitsvar” på hva denne meravkastningen er for investor. Dette er en av grunnene til at et beregnet avkastningskrav alltid vil være beheftet med usikkerhet.

Bakgrunnen for dette er at markedets risikopremie er et påslag på risikofri rente for hva en investor krever i avkastning i dag. En kan måle hva den faktiske avkastningen har vært historisk, men dette sier ikke noe om hva investorene det enkelte år mente de ville ha. Den historiske risikopremien er heller ikke nødvendigvis representativt for fremtiden.

Risikopremien vil variere over tid og med flere andre forhold. Videre vil markedets risikopremie henge sammen med rentenivået. Når renten er høy og det er optimisme i markedet, vil risikopremien være lavere og investor mindre risikoavers. Dersom renten faller, vil dette sannsynligvis oppveies av en høyere markedspremie slik at kravet ikke endres vesentlig.

Investor vil sannsynligvis se på historisk avkastning når krav til fremtidige investeringer fastsettes. Dette er en generelt akseptert metode, og også den mest utbredte i praksis (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). *Vi velger derfor å benytte historisk målt avkastningskrav, men ønsker også å supplere med en annen metode.* Den supplerende metoden er å utføre en spørreundersøkelse blant investorer og akademikere for å finne deres mening om hva

markedets risikopremie er i dag. Fordelen med dette er at det er en *fremadskuende metode*, men en ulempe kan være at respondentene svarer det de “*tror*” er riktig - og dermed lar seg påvirke av markedssentimentet (Kaldestad & Møller, 2016).

Vi mener at ved å inkludere spørreundersøkelsen i vårt estimat, gir dette et bedre bilde av dagens situasjon enn å kun hensynta historisk målt premie.

Når vi ser på historisk risikopremie, ser vi på den realiserte risikopremien i aksjemarkedet over analyseperioden for egenkapitalrentabiliteten. *Tallene i analyseperioden er normalisert, og av den grunn må vi også normalisere markedspremien.* Normaliseringen av egenkapitalrentabiliteten er imidlertid ikke perfekt, og markedets risikopremie bør derfor også variere noe over analyseperioden. Vi benytter oss av følgende formel for å estimere markedets risikopremie:

$$MRP = Rm - Rf * (1 - skatt)$$

Rm=Markedsavkastning etter selskapskatt

Videre benytter vi kalkulasjoner utført av Knivsflå (f10, 2020) for fastsettelse av markedets risikopremie. Vi deler opp risikopremien i en langsiktig premie som tar utgangspunkt i gjennomsnittlig børsavkastning fra 1958 til 2019, og en kortsiktig premie som tar utgangspunkt i gjennomsnittlig børsavkastning i perioden 2014 til 2019. Videre vektes den kortsiktige premien med 66,7 prosent, og den langsiktige premien med 33,3 prosent. For 2020 tror vi at markedets risikopremie har økt.

Dette begrunnes med økt økonomisk usikkerhet og en kraftig rentenedgang, noe som etter vårt skjønn vil føre til en økt risikoaversjon for investorer. Ved inngangen til mars 2020 var langsiktig statsobligasjonsrente på 1,07 prosent mens medio oktober 2020 er den på 0,69 prosent (Norges Bank, 2020). Vi forutsetter at det har vært en tilsvarende økning på kort sikt i markedets risikopremie, og tillegger følgelig 0,4 prosent i 2020. Spørreundersøkelsen som PWC utfører årlig er vårt grunnlag for fremadskuende risikopremie og brukes som syretest for våre beregninger av løpende risikopremie. I spørreundersøkelsen pr. desember 2019 måles markedsrisikopremien i det norske markedet til fem prosent (PWC, 2019).

Dette samsvarer med vårt estimat på premien, se tabell under.

Markedets risikopremie	2015	2016	2017	2018	2019	2020T	Snitt
Kortsiktig perspektiv	4,30 %	4,20 %	4,20 %	4,10 %	3,80 %	4,20 %	4,13 %
Vekt	66,70 %	66,70 %	66,70 %	66,70 %	66,70 %	66,70 %	66,70 %
Langsiktig perspektiv	6,90 %	7,00 %	7,20 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,02 %
Vekt	33,30 %	33,30 %	33,30 %	33,30 %	33,30 %	33,30 %	33,30 %
Løpende risikopremie	5,17 %	5,13 %	5,20 %	5,07 %	4,87 %	5,13 %	5,09 %

Tabell 7.2: Markedets risikopremie, perioden 2015 - 2020.

7.2.3 Egenkapitalbeta

Gjennomsnittlig egenkapitalbeta:

Egenkapitalbeta (β_{ek}) er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert man er for den generelle markedsrisikoen. I snitt er beta lik 1, hvilket betyr at en aksje svinger i takt med aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Ettersom vi allerede har fastslått at eiendomsbransjen i stor grad påvirkes av økonomiske konjunkturer forventer vi at beta til Entra vil være rundt 1. Den matematiske utregningen vil være som følger:

$$\beta_{ek} = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

I formelen er det markedsporteføljen som har en beta lik 1. Dersom selskapet har en beta høyere enn 1 vil selskapet være utsatt for mer markedsrisiko, noe som tilsier et høyere avkastningskrav.

Entra er et børsnotert selskap, og vi vil derfor gjennomføre en regresjonsanalyse for å estimere korrelasjonen i aksjekursen til Entra med svingningene på Oslo Børs. Vi benytter her månedlige observasjoner gjennom hele analyseperioden fra januar 2015 til september 2020, totalt 69 observasjoner. Dette for å redusere standardavviket og for å øke den statiske påliteligheten i betaen. Videre vil en tidsserie på 3-5 år i mindre grad være påvirket av enkelthendelser og kortsiktige svingninger (Kaldestad & Møller, 2016, s. 162).

Prisdata som benyttes er hentet fra Thompson Reuters Datastream⁵. Avkastningen har vi beregnet ved å se på den logaritmiske endringen i variablene.

⁵ Thompson Reuters Datastream er en database med informasjon om historisk egenkapital (nhh.no/bibliotek)

SUMMARY OUTPUT	
Estimert egenkapitalbeta	0,531
R Square	0,166
P-value	0,001

Tabell 7.3: Regresjon - Egenkapitalbeta for Entra mot Oslo Børs Hovedindeks.

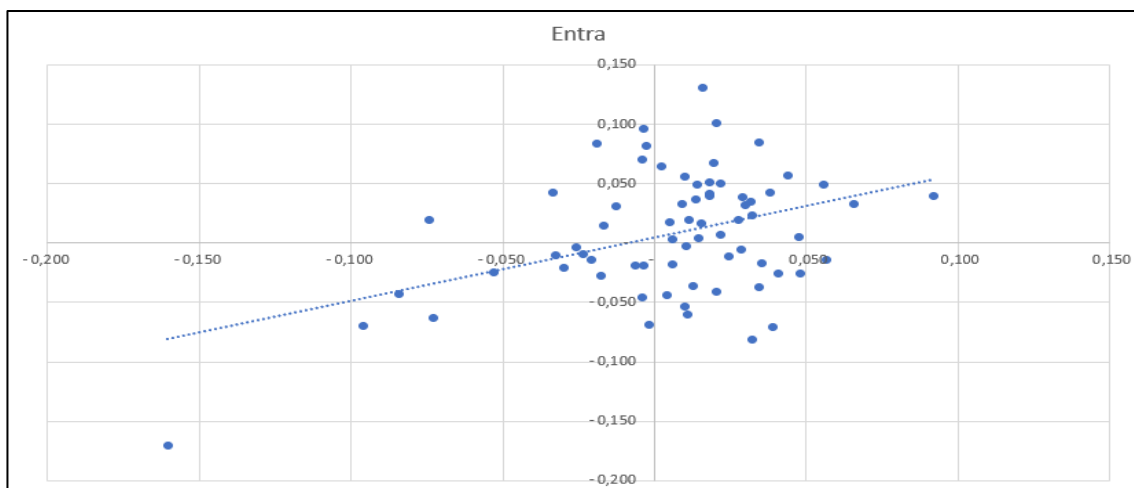
Som det fremgår av tabellen over er estimert egenkapitalbeta for Entra 0,531. Med andre ord vil en prosent stigning i hovedindeksen til Oslo Børs medføre at aksjen til Entra stiger med 0,531 prosent. Dette indikerer at Entra er *mindre volatil* enn indeksen til Oslo Børs. Regresjonen har en R-Square på 16,6 prosent hvilket er en relativt lav forklaringskraft. Videre ser vi at forklaringsvariabelen er statistisk signifikant på 0,1 prosent nivå, noe som indikerer at sannsynligheten for at samvariasjonen skyldes rene tilfeldigheter er lav.

En svakhet ved regresjonsanalysen vår er at Oslo Børs er en svært oljetung indeks, noe som egentlig ikke er et hensiktsmessig sammenligningsgrunnlag. Kapitalverdimodellen forutsetter at investor er en globalt diversifisert investor, og vi burde i utgangspunktet ha kjørt regresjonen mot en verdensindeks. Som en test har vi også utført en regresjon mot S&P 500 indeksen, hvilket gir en beta på 0,45.

SUMMARY OUTPUT	
Estimert egenkapitalbeta	0,45
R Square	0,12
P-value	0,004

Tabell 7.4: Regresjon - egenkapitalbeta for Entra mot S&P 500

Som en ser er det en relativt liten differanse på beta mellom regresjonsanalyse kjørt mot hovedindeksen på Oslo Børs og en global verdensindeks. Oljeprisen har historisk vært svært styrende for økonomisk vekst og investeringsvilje i Norge. Av den grunn vil Entra også være påvirket av denne, og vi velger derfor å benytte opprinnelig regresjonsanalyse kjørt mot Oslo Børs Hovedindeks.



Figur 7.1: Regresjonsanalyse - Entra mot Oslo Børs Hovedindeks.

Videre ønsker vi å sammenligne resultatet fra regresjonsanalysen med bransjebeta. Vi benytter her en industribeta utarbeidet av Damodaran. Det vi egentlig er på jakt etter ved estimering av beta er den *type risiko som eiendelene representerer* (Kaldestad & Møller, 2016). Med andre ord ønsker vi en beta målt uavhengig av finansiering. Av den grunn benytter vi “unlevered beta”, eller eiendelsbeta. Bransjene vi tar utgangspunkt i er “Real Estate (Development)”, “Real Estate (General/Diversified)”, og “Real Estate (Operations & Services)”, og vi estimerer en bransjebeta med et likevektet snitt på 0,89 (Damodaran, 2020).

For å bruke dette estimatet videre som et estimat på egenkapitalbeta for Entra må vi korrigere for finansiell gjeldsgrad. Denne er beregnet til å være som følger:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt
NFG/(EK+MI)	1,07	1,14	0,93	0,81	0,79	0,81	0,92

Tabell 7.5: Finansiell gjeldsgrad for Entra, perioden 2015 - 2020.

Korrigert for dette identifiserer vi beta til egenkapital basert på bransjebeta til å være:

$$\beta_{ek} = 0,89 + (0,89 - 0,019) * 0,92 = 1,7$$

Estimert egenkapitalbeta for Entra basert på bransjetall avviker vesentlig fra estimert beta basert på regresjonsanalysen. Av den grunn velger vi å vekte betaene med $\frac{2}{3}$ for beta estimert ved regresjonsanalyse, og $\frac{1}{3}$ for beta estimert ved bransjeanalyse. Vi finner da en vektet egenkapitalbeta på 0,91.

Videre vil beta over tid alltid gå mot 1 på lang sikt (Damodaran, 2012). Vi ønsker å ta høyde for denne justeringen, og benytter følgende formel for å estimere normalisert egenkapitalbeta:

$$\text{Justert beta} = \frac{2}{3} * 0,91 + \frac{1}{3} * 1 = 0,94$$

Oppsummert er estimert regresjonsbeta på 0,53 ganske lav, og justeres derfor opp for å vektlegge beta for komparative selskaper, og videre normaliseres dette gjennom justering mot 1. Dette gir en endelig justert beta på 0,94. Meget sentrale eiendommer og offentlige leietakere trekker ned beta ift. snittet. Samtidig er Entra noe følsom for konjunkturer. Som nevnt er det etter vårt skjønn rimelig at et eiendomsselskap som Entra svinger i takt med markedet. Langsiktige solvente leietakere og eiendommer i CBD områder reduserer imidlertid beta risiko noe, og vi finner en beta på 0,94 til å være rimelig.

En “syretest” her er å benytte tommelfingerregler. Dersom et selskap har nøytral driftsrisiko og nøytral finansiell risiko i en skala som går fra lav-nøytral-høy, er egenkapitalbeta i intervallet 0,85 til 1,15 (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 359). Sett i sammenheng med funnene fra den strategiske analysen, og påvirkningen av økonomiske konjunkturer finner vi derfor en gjennomsnittlig beta på 0,94 for rimelig.

Årlig egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta vil endre seg over tid, noe som gjør at det må estimeres årlige egenkapitalbeta for analyseperioden. Systematisk risiko vil være konstant i denne perioden, men risikoforholdet mellom långiver og egenkapitalinvestor vil endre seg. For å estimere årlig egenkapitalbeta tar vi utgangspunkt i Modigliani-Miller (1985) sin første proposisjon.

Proposisjonen sier at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen (Damodaran, 2012, s. 858). Når verdien av selskapet er uavhengig av finansieringen vil også netto driftskapital og dens tilhørende beta være det. Vi legger denne forutsetningen til grunn, selv om det kan argumenteres med at den i praksis er urealistisk da gjeldsrenter er skattemessig fradragsberettiget, og det kan oppstå eventuelle krisekostnader i en finansiell krise. Driftsbeta vil i så tilfelle være høyere. Vi har imidlertid ikke avdekket noen forhold som indikerer at selskapet er i en krisesituasjon.

Basert på dette antar vi en stabil driftsbeta gjennom analyseperioden, som vil tilsvare gjennomsnittlig driftsbeta. Med utgangspunkt i denne kan vi regne oss frem til egenkapitalbeta for det enkelte år som illustrert i tabellen under:

Beregning av årlig EK beta	2015	2016	2017	2018	2019	2020T	Snitt
Egenkapitalbeta	1,05	1,07	0,96	0,89	0,88	0,88	0,94
* Egenkapitalvekt	0,45	0,44	0,50	0,50	0,51	0,50	0,49
+ Egenkapitalbeta	1,05	1,07	0,96	0,90	0,88	0,88	0,94
* Minoritetsvekt	0,01	0,01	0,01	0,04	0,04	0,04	0,03
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,04	0,02
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,54	0,55	0,49	0,45	0,44	0,46	0,48
= Netto driftsbeta	0,496	0,496	0,496	0,496	0,496	0,496	0,496

Tabell 7.6: Beregnet årlig egenkapitalbeta for Entra, perioden 2015 - 2020.

Som vi ser av tabellen, er egenkapitalbetaen synkende. Dette kan blant annet forklares med Miller-Modigliani sin andre proposisjon (Brealey, Myers, & Allen, 2017). Som tidligere nevnt vil risikoen for egenkapitalinvestorer øke med økende gjeldsgrad. Av tabellen over ser vi at netto finansiell gjeldsvekt synker, hvilket også forklarer den synkende egenkapitalbetaen.

7.2.4 Andre premier

Det kan inntreffe behov for å justere egenkapitalkravet på grunnlag av andre risikofaktorer. . Behovet for justering baserer seg på en skjønnsmessig vurdering og relevans for investor (Kaldestad & Møller, 2016). Et slikt behov kan oppstå dersom det er risiko for eksempelvis markedssvikt, risiko for å bli innelåst i aksjen, eller eventuelt selskapsspesifikk risiko.

Entra var i 2019 den 21 mest omsatte aksjen på Oslo Børs målt etter verdi (Oslo Børs, 2019). Basert på dette er det i utgangspunktet ingen likviditetspremie eller fare for å bli "låst inne" i aksjen. Likviditetspremien skal kompensere investor for innelåsingsrisikoen ved en illikvid plassering, altså at det blir relativt dyrt å komme seg ut av aksjen (Kaldestad & Møller, 2016). I en krisesituasjon kan det likevel oppstå en situasjon der Entra vil måtte selge eiendommer til under markedspris. Dette gjelder spesielt eiendommer lokalisert utenfor CBD områder. Basert på dette og vår vurdering av Entras strategi, tillegges det skjønnsmessig en likviditetspremie på 0,5 prosent.

Det er også noen minoritetsinteresser i Entra. Dette er egenkapitalinteresser i konsernet ved at minoritetene har en eierandel i et datterselskap i konsernet. Disse investorene er i realiteten ofte låst inne (Knivsflå, 2020 f10). Datterselskapene er i mye større grad illikvide, og det vil her være aktuelt med en justering for en ekstra likviditetspremie. Denne fastsettes skjønnsmessig til å være 3 prosent.

7.2.5 Oppsummert egenkapitalkrav

Basert på analysene over estimerer vi følgende egenkapitalkrav år for år:

Egenkapitalkrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020T	Snitt
Risikofri rente etter skatt	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,16 %	0,65 %	1,11 %
Justert beta	1,05	1,07	0,96	0,89	0,88	0,88	0,94
Markedsrisikopremie etter skatt	5,17 %	5,13 %	5,20 %	5,07 %	4,87 %	5,13 %	5,09 %
Egenkapitalkrav - CAPM etter skatt	5,37 %	5,43 %	5,05 %	4,68 %	4,42 %	4,60 %	4,85 %
Illikviditetspremie	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
Egenkapitalkrav	5,87 %	5,93 %	5,55 %	5,18 %	4,92 %	5,10 %	5,35 %

Minoritetskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020T	Snitt
Egenkapitalkrav - CAPM etter skatt	5,37 %	5,43 %	5,05 %	4,68 %	4,42 %	4,60 %	4,85 %
Illikviditetspremie	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Minoritetskrav etter skatt	8,37 %	8,43 %	8,05 %	7,68 %	7,42 %	7,60 %	7,85 %

Tabell 7.7: Egenkapitalkrav fordelt på majoritet- og minoritetsiere gjennom CAPM etter skatt og minoritetskrav etter skatt.

Vi finner et egenkapitalkrav i intervallet 5 - 6 prosent. Se kapittel 7.4 for rimelighetsvurdering av endelig estimat på egenkapitalkrav.

7.3 Avkastningskravet til netto finansiell gjeld

Avkastningskrav for finansiell gjeld beregnes ved å ta utgangspunkt i risikofri rente etter skatt og legge til en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien vil ta utgangspunkt i risikoanalysen i kapittel seks. Videre vil vi beregne et krav for de finansielle eiendelene, før vi til slutt slår disse sammen til et avkastningskrav til netto finansiell gjeld.

Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav består av risikofrie renten (R_f) som er utarbeidet tidligere i kapittelet, tillagt Entras kredittrisikopremie (k_{rp}). Siste ledd av gjeldskravet består av kredittrisikopremie og vi har valgt å benytte langsiktig kredittrisikopremie fordi majoriteten av finansiell gjeld er klassifisert som langsiktig. For kredittrisikopåslaget, tar vi som nevnt utgangspunkt i den syntetiske ratingen som ble beregnet i kapittel seks. Formelen for finansielt gjeldskrav er som følger:

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = \text{Risikofri rente} * (1 - \text{skatt}) + \text{kredittrisikopremie}$$

I den syntetiske ratingen kom vi fram til at vi vurderer at Entra har en rating på BBB for perioden 2015-2019, som for langsiktig finansiell gjeld tilsier en kredittrisikopremie på 1,4 prosent og BB-rating for 2020 som tilsier et påslag på 3,4 prosent etter skatt. (Knivsflå, f10 side 61, 2020). Det beregnede finansielle gjeldskravet er presentert i tabell 7.8:

Finansielt gjeldskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB
Risikofri rente før skatt (%)	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,83 %	1,46 %
Skatt (%)	0,42 %	0,36 %	0,44 %	0,51 %	0,40 %	0,22 %	0,39 %
Risikofri rente etter skatt	1,15 %	1,00%	1,25%	1,45%	1,16%	0,65%	1,11%
Kredittrisikopremie	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	3,40 %	1,73 %
Finansielt gjeldskrav	2,55 %	2,40%	2,65%	2,85%	2,56%	4,05%	2,84%

Tabell 7.8: Finansielt gjeldskrav for Entra, perioden 2015-2020.

Gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav etter skatt blir på ca 2,8 prosent gjennom analyseperioden. Estimert krav for 2020 utpeker seg som noe høyere enn øvrige år i analyseperioden som en følge av den økte kredittrisikopremien. Økningen henger også sammen med nedgangen i risikofri rente. Vi tolker dette som rimelig med tanke på tidligere nevnte forhold knyttet til økonomisk usikkerhet grunnet Covid-19.

Finansiell gjeldsbeta

Om vi i formelen for finansielt gjeldskrav deler kredittrisikopremien inn i to komponenter, nemlig markedsrisiko og likviditetspremie, blir formelen slik:

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = R_f * (1 - \text{skatt}) + \left(\text{mrd} * \frac{\text{krp}}{\text{mrp}} \right) * \text{mrp} + (1 - \text{mrd}) * \text{krp}$$

Der $(\text{mrd} * \text{krp} / \text{mrp})$ representerer en implisitt finansiell Beta, og $(1 - \text{mrd}) * \text{krp}$ representerer likviditetspremien. Forenklet kan formelen uttrykkes som:

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = R_f * (1 - \text{skatt}) + \beta_{FG} * \text{mrp} + \text{ilp}_{FG}$$

Beta for finansiell gjeld beregnes ved å ta utgangspunkt i syntetiske ratingen vår med tilhørende kredittrisikopremie, og estimere denne som en andel av markedsrisikopremien. På denne måten finner vi hvor stor andel av markedsrisikopremien som tilskrives kredittrisiko som en implisitt beta på finansiell gjeld. Videre inngår markedsrisikodel for finansiell gjeld i

kalkuleringen ved å ta utgangspunkt i markedsrisikodel til egenkapital. Dette vil være forklaringskraften (R-square) i regresjonen mellom Entra og Oslo Børs fra tidligere i kapittelet. Markedsrisikodelen multipliseres med en justeringsfaktor til gjeldsavkastning på 1/3 (Knivsflå, 2020, f10).

Vår endelige beregning av finansiell gjeldsbeta fremkommer av tabell 7.9:

Finansiell gjeldsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB
Kredittrisikopremie (lang)	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,034	0,0173
+ Markedsrisikopremie	0,0517	0,0513	0,052	0,0507	0,0487	0,0513	0,051
= Implisitt finansiell gjeldsbeta	0,2708	0,2729	0,2692	0,2761	0,2875	0,6628	0,3399
Markedsrisikodel egenkapital	16,6 %	16,6 %	16,6 %	16,6 %	16,6 %	16,6 %	16,6 %
x Justeringsfaktor til gjeld	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
= Markedsrisikodel finansiell gjeld	0,0548	0,0548	0,0548	0,0548	0,0548	0,0548	0,0548
= Finansiell gjeldsbeta	0,0148	0,0149	0,0147	0,0151	0,0157	0,0363	0,0186

Tabell 7.9: Finansiell gjeldsbeta for Entra, perioden 2015 - 2020.

Finansielt eiendelskrav

Vi beregner avkastningskrav til finansielle eiendeler ved å finne det vektete kravet mellom kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet. Dette gjøres ved å først beregne eiendelskravet til kontanter, fordringer og investeringer i tråd med Petersen et. al (2017) og deretter å vekte disse med tilhørende andeler av eiendeler. Siden de forskjellige kravene har ulik risiko knyttet til seg, vil de ha forskjellige avkastningskrav. Vi forutsetter i våre beregninger at kontanter er risikofrie siden de ikke er eksponert for verken systematisk eller usystematisk risiko, og setter derfor kontantbeta til null. Vi forutsetter videre at fordringer er utsatt for kredittrisiko i samme grad som Entra, og benytter derfor kredittrisikopremien fra den syntetiske ratingen i beregningen. Til slutt forutsetter vi at investeringer har beta lik 1 og samvarierer perfekt med markedet siden vi ikke har tilstrekkelige opplysninger om Entrass eventuelle investeringsaktiviteter. Kravet er beregnet som risikofri rente etter skatt tillagt markedsrisikopremien. Entrass investeringer i JV og FKV er tidligere klassifisert som driftsrelatert og vektingen av investeringer som del av finansielle eiendeler blir dermed 0.

Formelen for beregningen er:

$$FEK = NRf * Kont + (NRf + Fkrp * Ford) + NRf + Invest * mrp + Iilp * Invest$$

$NRf =$ Netto risikofri rente (etter skatt)

$Fkrp =$ kredittrisikopremie fordringer

$mrp =$ markedsrisikopremie

$Iilp =$ Illikviditetspremie investering

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Kontantkrav	0,0115	0,0097	0,012	0,0137	0,0109	0,0061	0,0107
x Kontantvekt	0,3754	0,4221	0,1808	0,2019	0,2516	0,2159	0,2746
+ Fordringskrav (Rf+1%)	0,0215	0,0197	0,022	0,0237	0,0209	0,0161	0,0207
x Fordringsvekt	0,6246	0,5779	0,8192	0,7981	0,7484	0,7841	0,7254
+ Investeringskrav	0,0632	0,061	0,064	0,0644	0,0596	0,0574	0,0616
x Investeringsvekt	0	0	0	0	0	0	0
= Finansielt eiendelskrav	0,0177	0,0155	0,0202	0,0217	0,0184	0,0139	0,0179

Tabell 7.10: Finansielt eiendelskrav for Entra, perioden 2015-2020

Finansiell eiendelsbeta

Entra sine finansielle eiendeler består som nevnt av kontanter og fordringer. Finansielle eiendeler kan også inneholde investeringer, men som tidligere nevnt har vi vurdert at Entra ikke har finansielle investeringer, slik at vektingen av dette blir null. Eiendelsbeta vil dermed beregnes utelukkende ved å vekte beta for kontanter og fordringer. Vektene beregnes ved å benytte tilhørende balanseverdier. Kontantbeta er som nevnt satt lik null, og vil derfor ikke påvirke finansiell eiendelsbeta.

Beregning av fordringsbeta og finansiell eiendelsbeta fremkommer av tabellen nedenfor:

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Rating fordringer = Syntetisk rati	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB
Kredittrisikopremie (lang)	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,034	0,0173
- Tillegget for lengde	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
= Kort kredittrisikopremie	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03	0,0133
+ Markedsrisikopremien	0,0517	0,0513	0,052	0,0507	0,0487	0,0513	0,051
= Fordringsbeta når $mrd = 1$	0,1934	0,1949	0,1923	0,1972	0,2053	0,5848	0,2613
x Markedsrisikodel finansiell gjeld	0,0548	0,0548	0,0548	0,0548	0,0548	0,0548	0,0548
= Fordringsbeta	0,0106	0,0107	0,0105	0,0108	0,0112	0,032	0,0143
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
x Kontantvekt	0,3754	0,4221	0,1808	0,2019	0,2516	0,2159	0,2746
+ Fordringsbeta	0,0106	0,0107	0,0105	0,0108	0,0112	0,032	0,0143
x Fordringsvekt	0,6246	0,5779	0,8192	0,7981	0,7484	0,7841	0,7254
+ Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1
x Investeringsvekt	0	0	0	0	0	0	0
= Finansiell eiendelsbeta	0,0066	0,0062	0,0086	0,0086	0,0084	0,0251	0,0106

Tabell 7.11: Fordringsbeta og finansiell eiendelsbeta for Entra, perioden 2015-2020.

Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta beregnes ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta med tilhørende balanseverdier som andel av netto finansiell gjeld. Beregningen fremkommer av tabellen nedenfor:

Beta nfg	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,0148	0,0149	0,0147	0,0151	0,0157	0,0363	0,0186
x Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,0636	1,0532	1,051	1,0687	1,0382	1,0331	1,0513
- Finansiell eiendelsbeta	0,0066	0,0062	0,0086	0,0086	0,0084	0,0251	0,0106
x Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,0636	0,0532	0,051	0,0687	0,0382	0,0331	0,0513
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,0154	0,0154	0,0151	0,0156	0,016	0,0367	0,019

Tabell 7.12. Netto finansiell gjeldsbeta for Entra, perioden 2015-2020

Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav fastsettes, som nevnt ovenfor, gjennom å vekte finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav med tilhørende balansevekter.

NFGK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	0,0255	0,024	0,0265	0,0285	0,0256	0,0405	0,028
x Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,0636	1,0532	1,0510	1,0687	1,0382	1,0331	1,0513
- Finansielt eiendelskrav	0,0177	0,0158	0,0207	0,0225	0,0191	0,0143	0,0184
x Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,0636	0,0532	0,0510	0,0687	0,0382	0,0331	0,0513
= Netto finansielt gjeldskrav	0,0260	0,0244	0,0268	0,0289	0,0258	0,0414	0,0289

Tabell 7.13: Netto finansielt gjeldskrav for Entra, perioden 2015-2020

Fra tabellen ser vi at beregnet gjennomsnittlig netto finansielt gjeldskrav for Entra er 2,89 prosent. Kravet har vært stabilt gjennom analyseperioden, men 2020 skiller seg tydelig fra de øvrige årene med et høyere krav på 4,14 prosent. Dette vil øke snittet for perioden, noe vi anser som rimelig sett mot økt økonomisk usikkerhet under Covid-19 og reduserte renter på kort sikt fremover. På bakgrunn av dette anser vi det gjennomsnittlige kravet på 2,89 prosent for å gi et godt bilde av netto finansielt gjeldskrav.

7.4 Avkastningskravet til netto driftskapital

Avkastningskravet til netto driftskapital beregnes ved å vekte egenkapitalkravet, kravet til minoritet, og netto finansielt gjeldskrav med tilhørende balansevekter som illustrert i tabellen under. Vi estimerer historisk avkastningskrav for å benytte dette som en målestokk ved strategisk lønnsomhetsanalyse. Vektingen av kravene gjøres basert på balanseførte verdier.

WACC Entra	2015	2016	2017	2018	2019	2020T	Snitt
Egenkapitalkrav	5,87 %	5,93 %	5,55 %	5,18 %	4,92 %	5,10 %	5,35 %
EK/NDK	0,45	0,44	0,50	0,50	0,51	0,50	0,49
Minoritetskrav	8,37 %	8,43 %	8,05 %	7,68 %	7,42 %	7,60 %	7,85 %
MI/NDK	0,01	0,01	0,01	0,04	0,04	0,04	0,03
Netto finansielt gjeldskrav	2,60 %	2,44 %	2,68 %	2,89 %	2,58 %	4,14 %	2,89 %
NFG/NDK	0,54	0,55	0,49	0,45	0,44	0,46	0,48
Netto driftskrav - WACC	4,15 %	4,06 %	4,16 %	4,25 %	3,99 %	4,77 %	4,24 %

Tabell 7.14: Netto driftskrav for Entra, perioden 2015-2020

Som nevnt innledningsvis er det umulig å beregne et “korrekt” avkastningskrav. Etter finansteorien er vi heller egentlig ikke opptatt av historiske tall, da verdsettelsen er fremadskuende av natur. Vi har imidlertid estimert et historisk krav som grunnlag for å kunne beregne historisk lønnsomhet i kapittel 8. Ved å analysere historisk lønnsomhet gjør det oss i bedre stand til å predikere fremtidig utvikling. Funnene herfra vil videre benyttes for å kunne lage gode estimater på fremtidsregnskap og fremtidskrav. Dette vil etter vårt syn gi mer presise estimater i den endelige verdsettelsen. Usikkerheten til de enkelte parameterne vil analyseres nærmere i kapittel 11.

Gjennom perioden er WACC for Entra i overkant av fire prosent. Egenkapitalkravet er bygget opp av en risikofri rente der vi har sett en reduksjon, spesielt i 2020 som følge av den økte økonomiske usikkerheten. Videre ser vi at MRP ligger rundt 5 prosent, med en økning i 2020 som følge av reduserte renter. MRP vil i realiteten variere mellom kanskje 4 og 6 prosent avhengig av usikkerheten i markedet (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 361), og vil være en kilde for usikkerhet i verdsettelsen. Beta er satt til å være 0,92 i snitt for perioden. Det er her heller ingen fasitsvar, men at et eiendomsselskap som i utgangspunktet er konjunkturutsatt og påvirket av økonomisk aktivitet varierer i takt med markedet er ikke urimelig etter vårt syn. Beta trekkes noe ned av sikre kontantstrømmer i form av offentlige leietakere og attraktive eiendommer i sentrale CBD lokasjoner. Minoritetskrav er beregnet på samme måte, men tillagt en større likviditetspremie som følge av større fare for innelåsing i aksjen.

Gjeldskravet er beregnet basert på kredittrisikopremie og den nevnte risikofrie renten. Kredittrisikopremien øker i 2020. Det er vanskelig å si nøyaktig hvor mye den i realiteten har økt, men at den øker noe som følge av en økt økonomisk usikkerhet mener vi er rimelig.

Entra sin portefølje er i hovedsak innenfor CBD i Oslo. Prime yield for kontoreiendom gjennom perioden har vært mellom 4 og 3,5 prosent (DNB, 2020). Etersom 40 prosent av Entra sin eiendomsportefølje er lokalisert utenfor Oslo CBD mener vi at et netto driftskrav som er noe høyere fremstår som rimelig. Netto driftskrav er forholdsvis stabil gjennom perioden, og illustrerer at en nedgang i rentenivå vil medføre en økt markedspremie og kredittpremie, som gjør at avkastningskravet som helhet er forholdsvis stabilt.

For bransjen som helhet forutsetter vi at netto driftskrav er tilnærmet likt netto driftskrav for Entra. Driften for de sammenlignbare selskapene er tilnærmet lik, og følgelig bør det være tilnærmet samme krav (Berk & DeMarzo, 2017). Dette er også i tråd med Miller-Modigliani sin første proposisjon. Egenkapitalkravet er imidlertid ikke nødvendigvis det samme, da dette kan avvike på grunn av forskjellig finansiering.

8. Analyse av lønnsomhet

Vi skal nå analysere den historiske lønnsomheten til Entra gjennom analyseperioden. Formålet med dette er å fastslå om rentabiliteten har møtt eller oversteget avkastningskravet i analyseperioden. Vi vil videre analysere differanser mellom avkastningskravet og rentabiliteten opp mot våre funn i den strategiske analysen. Som nevnt mener vi at ved å analysere historisk lønnsomhet gjør det oss i bedre stand til å predikere fremtidig utvikling. Funnene vil videre brukes som grunnlag for å vurdere utviklingen i selskapets kontantstrømmer i fremtidsregnskapet. Rentabiliteten for en gitt kapital kan utledes av følgende formel:

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

Vi tar utgangspunkt i egenkapitalrentabiliteten og sammenligner dette mot Entra sitt egenkapitalkrav som ble beregnet i forrige kapittel. Videre vil rentabiliteten dekomponeres i drift og finansiering for å få en forståelse av opphavet til den eventuelle fordel eller ulempen Entra innehar. Dette vil også ses i sammenheng med den strategiske analysen. En strategisk ulempe vil trolig kunne forklares med identifiserte svakheter eller trusler, og en strategisk fordel vil trolig kunne forklares med identifiserte styrker eller muligheter. Tallene som inngår er hentet fra omgrupperte og justerte tall fra regnskapsanalysen for å kunne avdekke den *normaliserte strategiske fordel*.

Videre vil den strategiske lønnsomhetsanalysen danne utgangspunktet for prognosene i fremtidsregnskapet og fastsettelse av fremtidskrav for Entra.

8.1 Strategisk fordel

For at et selskap skal ha en strategisk fordel, må egenkapitalrentabiliteten overstige egenkapitalkravet. I motsatt fall vil selskapet ha en strategisk ulempe dersom rentabiliteten er lavere enn kravet. Ved beregning av egenkapitalrentabilitet tar vi utgangspunkt i inngående kapital justert for opptjent kapital i perioden. Med andre ord benyttes det et etterskuddskrav, og det beregnes følgelig en etterskuddsrentabilitet. Videre vektes de forskjellige årene med andeler som illustrert i tabellen under. Dette begrunnes med at vi ønsker å vektlegge de seneste årenes strategiske fordeler/ulempen tyngre enn de første årene i analyseperioden, siden

de eventuelle strategiske fordelene vil endre seg over tid. Egenkapitalrentabiliteten beregnes som følger:

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + ((EK_{ub} - EK_{IB}) - NRE_t)/2}$$

Ved bruk av normaliserte og omgrupperte tall finner vi følgende:

Strategisk eierfordel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet	7,16 %	7,13 %	8,06 %	6,37 %	6,27 %	5,92 %	6,60 %
Egenkapitalkrav	5,87 %	5,93 %	5,55 %	5,18 %	4,92 %	5,10 %	5,26 %
Strategisk eierfordel	1,29 %	1,19 %	2,51 %	1,18 %	1,34 %	0,82 %	1,34 %

Tabell 8.1: Strategisk eierfordel for Entra, perioden 2015 - 2020. Vektingen av regnskapsårene vil benyttes gjennomgående i kapittelet.



Figur 8.1: Strategisk eierfordel for Entra, perioden 2015 - 2020.

Gjennom analyseperioden har den strategiske eierfordelen vært forholdsvis lav, med et vektet snitt på ca. 1,3 prosent, altså en meravkastning i perioden.

Her ønsker vi å presisere våre funn nærmere. For det første er at dette er en *målt* superrentabilitet. Som nevnt i kapittel 7 er avkastningskravet preget av *stor* usikkerhet, og vi kan ikke med sikkerhet vite hverken hva beta eller markedets risikopremie er.

Av den grunn vil det være høyst usikkert at avkastningskravet er rett, og følgelig at Entra faktisk har hatt en slik fordel.

For det andre er Entra et eiendomsselskap, som i stor grad er avhengig av økonomisk aktivitet og konjunkturer i markedet for verdivekst. Det er da lite sannsynlig at Entra vil ha en avkastning som er bedre enn markedsavkastningen *på lang sikt*. Markedseffisiensen tilsier at en slik superrentabilitet ville vært reflektert i aksjemarkedet. Sammenligner man utvikling i børskurs mellom Norwegian Property og Entra i perioden 31.12.15 til i dag har Entra hatt en betydelig større vekst. Entra har vokst med over 100 prosent, mens NPRO har vokst med rundt 30 prosent i samme tidsrom. Vi ser også, basert på multipler har Entra en P/E på 23, mot NPRO som har en P/E på ca 9 (Nordnet, 2020). Vi vil i kapittel 12 gjennomføre en multiplbasert verdsettelse der dette analyseres nærmere. Kort forklart tilsier dette at markedet tror at Entra vil ha en høyere rentabilitet i fremtiden, og følgelig at kan ha forelagt en strategisk fordel for Entra i perioden.

Vi tror at mye av rentabiliteten kan tilskrives fallende rentenivåer og komprimerte yieldnivåer, noe som også vil redusere avkastningskravet, og økende leiepriser i CBD områder for Entra. De sikre kontantstrømmene knyttet til offentlige leietakere gir også en lavere risiko, som har bidratt til å øke superrentabiliteten. Sammen med tilgang på grønn finansiering, tror vi at dette kan være opphavet til den målte strategiske fordel.

Vi ser imidlertid at rentabiliteten er fallende mot slutten av perioden. Dette skyldes blant annet økt økonomisk usikkerhet. På lang sikt tror vi som nevnt at rentabiliteten vil tilsvare kravet, og følgelig at det ikke er mulig med superrentabilitet. Det vil likevel være mulig å oppnå i perioder ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 333), noe våre funn i den strategiske analysen underbygger.

Videre vil vi dekomponere funnet over, for å se hvor den faktiske strategiske fordel har oppstått, og om dette samsvarer med våre hypoteser og funn i den strategiske analysen.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

Det neste steget i lønnsomhetsanalysen er å få innsikt i hva som gir opphavet til den strategiske fordel. Vi vil først dekomponere den strategiske fordel i netto driftsrentabilitet og netto finansiell gjeld, siden dette gir et tydelig skille mellom drift og finansiering (Penman,

2013, s. 366). Ved å dele den strategiske fordel inn i drift og finansiering, kan vi analysere den ved bruk av følgende formel:

$$\text{Strategisk fordel} = \underbrace{(ndr - ndk) * (1 + nfgg)}_{\text{Driftsfordel}} + \underbrace{(nfgk - nfgr) * nfgg}_{\text{Finansieringsfordel}}$$

ndr = Netto driftsrentabilitet

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav

ndk = Netto driftskrav

nfgr = Netto finansiell gjeldsrente

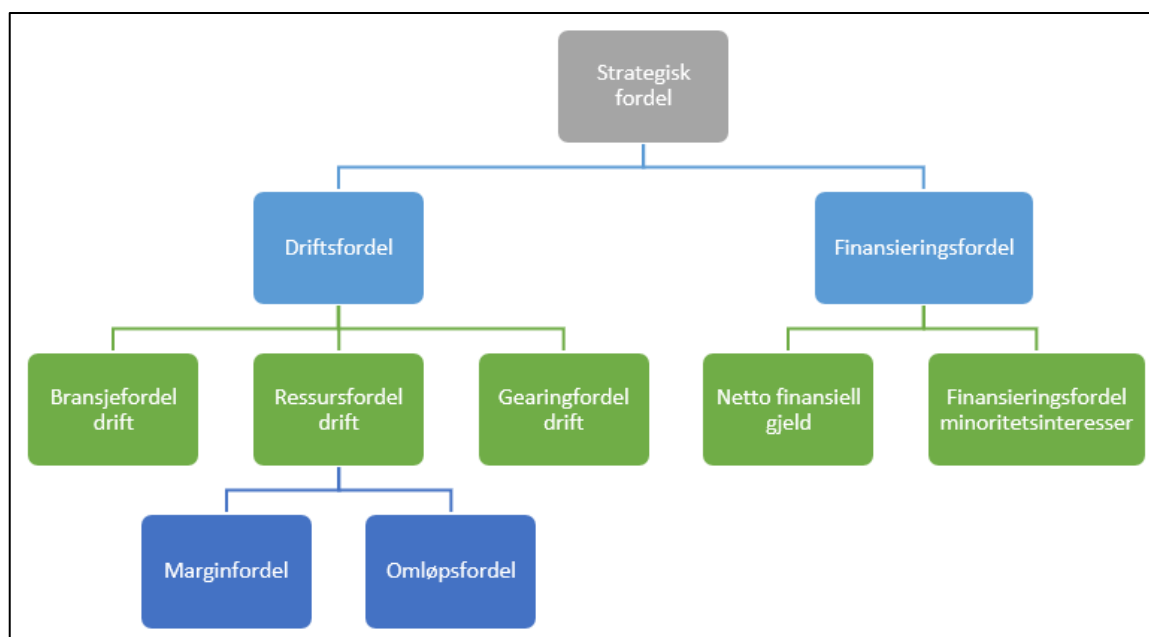
nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad.

Som det fremgår av formelen, vil det som genererer en strategisk fordel for eierne være at rentabiliteten er større enn kravet for eiendeler, og at renten er mindre enn kravet for gjeld. Det er med andre ord bra med høy rentabilitet på eiendeler, og lav rente på gjeld i forhold til de respektive kravene. Entrass driftsfordel og finansieringsfordel presenteres i tabell 8.2:

Strategisk fordel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet gjennomsnitt
Driftsfordel	0,015	0,021	0,021	0,006	0,018	-0,011	0,77%
+ Finansieringsfordel	-0,002	-0,0094	0,0042	0,0064	-0,0045	0,0196	0,57%
= Strategisk fordel	1,29 %	1,19 %	2,51 %	1,19 %	1,35 %	0,82 %	1,34%

Tabell 8.2: Strategisk fordel fordelt mellom driftsfordel og finansieringsfordel.

Som det fremkommer av tabellen har Entra en fordel knyttet til både drift og finansiering når man ser på det vektete gjennomsnittet. Dette samsvarer med våre funn fra den strategiske analysen. Sammenlagt ser vi fra tabellen over at tidsvektet gjennomsnitt for strategisk fordel er på 1,34 prosent. Finansieringsfordelen er negativ i tre av seks år og dette vil vi følge opp i den videre dekomponeringen av finansieringsfordelen i delkapittel 8.2.2. Driftsfordelen er positiv, men noe varierende i perioden og dette følges videre opp i dekomponering av driften i kapittel 8.2.1 hvor vi dekomponerer driftsfordelen videre for å identifisere i hvilken del av driften fordel oppstår. Avslutningsvis vil vi i kapittel 8.3 gi en oppsummering av strategisk fordel og hvordan denne er dekomponert. Dekomponeringen vi gjennomfører er illustrert av figuren nedenfor:



Figur 8.2: Strategisk fordel dekomponert.

8.2.1 Driftsfordel - Bransje, ressurs og gearing

En driftsfordel oppstår gjennom driften av selskapet og omhandler rentabiliteten som oppnås gjennom driften. For at denne skal kunne beskrives som en fordel, må oppnådd rentabilitet overgå avkastningskravet, skalert gjennom gearingen i selskapet. Analyse av driften er sentral, siden det er driften som er spesiell og unik for et selskap, og som skaper verdier, der finansiering fasiliterer for verdiskapning. Som vist i figur 8.2, kan driftsfordelen dekomponeres inn i en bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Bransjefordelen vil sammen med ressursfordelen utgjøre det som kalles strategisk fordel drift. Legger man til gearingfordel, får man total driftsfordel. Dekomponering av Entras driftsfordel er presentert i tabell 8.3:

Driftsfordel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet gjennomsnitt
Bransjefordel drift	0,22%	-0,26%	-0,26%	-0,60%	-0,38%	-1,37%	-0,66%
+ Ressursfordel drift	0,43 %	1,20 %	1,23 %	0,87 %	1,29 %	0,79 %	1,02%
= Strategisk fordel drift	0,65 %	0,94 %	0,97 %	0,27 %	0,91 %	-0,58 %	0,36%
+ Gearingfordel drift	0,84 %	1,19 %	1,12 %	0,28 %	0,89 %	-0,57 %	0,41%
= Driftsfordel	1,49 %	2,13 %	2,09 %	0,56 %	1,81 %	-1,15 %	0,77%

Tabell 8.3: Driftsfordel fordelt på bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel.

Fra tabellens tidsvektede gjennomsnitt ser vi at det for analyseperioden er en bransjeulempe på 0,66 prosent, men at gjennom ressursfordel og gearingfordel ender Entra med en

driftsfordel på 0,77 prosent. At Entra har en driftsfordel samsvarer i stor grad med vår strategiske analyse der vi i kapittel 4.5 konkluderte med at Entra har strategiske styrker som gir mulighet for lønnsom drift. Videre vil vi gjennomgå alle faktorene som inngår i driftsfordelen enkeltvis.

8.2.1.1 Bransjefordel drift

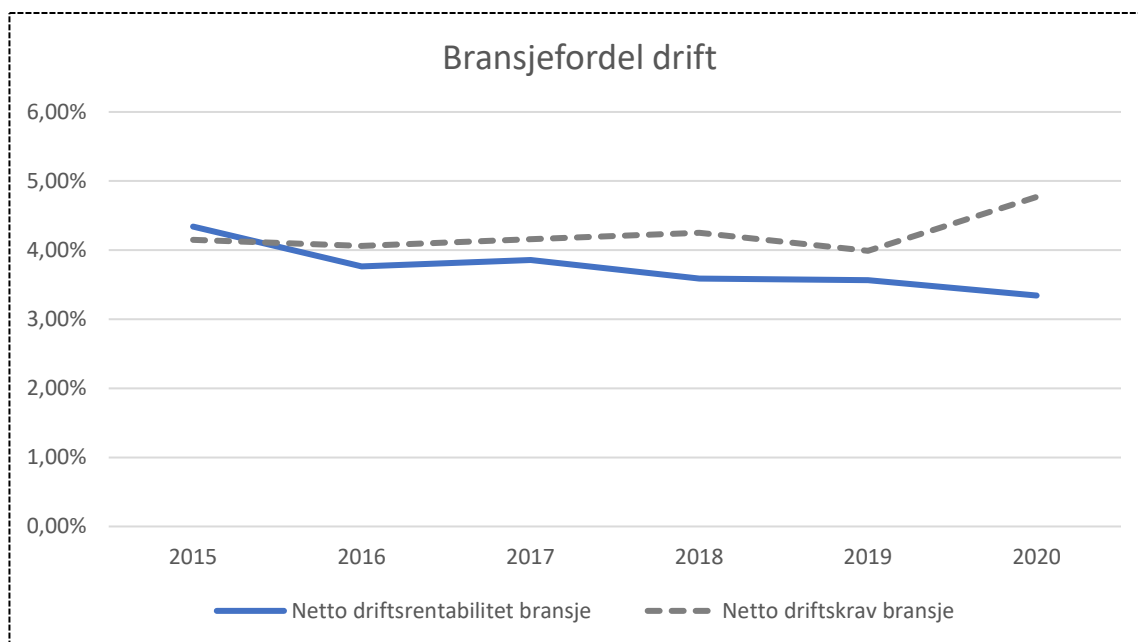
Bransjefordeler vil være fordeler knyttet til bransjen samlet sett, altså om bransjen har rentabilitet som er høyere enn kravet i bransjen. Bransjefordelen er dermed det som viser om bransjen er lønnsom. Bransjefordelen fremkommer av tabell 8.4 og er illustrert i figur 8.3:

Bransjefordel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet bransje	4,34 %	3,76 %	3,86 %	3,59 %	3,56 %	3,34 %	3,62 %
- Netto driftskrav bransje	4,15%	4,06%	4,16%	4,25%	3,99%	4,77%	4,28%
= Bransjefordel drift	0,19%	-0,30%	-0,30%	-0,60%	-0,43%	-1,43%	-0,66%

Tabell 8.4: Bransjefordel, perioden 2015-2020

I kapittel 4.3 konkluderte vi med at sterk BNP-vekst, økende sysselsetting og sentralisering indikerte at det har eksistert en superrentabilitet for eiendom lokalisert i CBD områder de siste årene. Dermed *strider* funnene våre i den strategiske analysen med den målte bransjefordelen.

Det er her imidlertid viktig å huske det vi også nevnte i kapittel 4.3, nemlig at yieldnivå og fallende renter har ført til store økninger i virkelig verdi av byggene. De komparative selskapene som inngår i bransjen regnskapsfører byggene til virkelig verdi. Selv om leiepris har økt utover langsiktig likevektspris, vil dette medføre at *målt rentabilitet* går ned dersom økningen i virkelig verdi av byggene er relativt sett større enn økningen i det normaliserte driftsresultatet (som ikke inkluderer virkelig verdi justeringer). Dette er altså grunnen til at det kan ha foreligget en faktisk bransjefordel, selv om den målte bransjefordelen ikke reflekterer det samme. Vi legger likevel til grunn den målte bransjeulempe videre, noe som forklares under.



Figur 8.3 : Bransjefordel drift, perioden 2015 - 2020.

Siden driftsfordelen samlet sett er positiv, mens bransjefordelen er negativ vil en superprofitt for Entra måtte genereres gjennom bruk av interne ressurser og/eller gearing av strategisk fordel drift. Dette tilsier at både porteføljeforvaltning, og finansieringsstruktur vil være sentrale forhold for å oppnå en superrentabilitet til egenkapitalen. Dette underbygger våre andre funn i den strategiske analysen, nemlig kapitaltilgang og humankapital.

Siden bransjen har høyere krav enn rentabilitet, må aktørene i markedet oppnå fordeler gjennom interne ressurser eller gjennom gearing og ordne sin finansiering på en slik måte at egenkapitalrentabiliteten samlet sett dekker egenkapitalkravet. For å se videre på hvordan Entra utnytter sine interne ressurser, vil vi nå dekomponere ressursfordel drift.

8.2.1.2 Ressursfordel drift

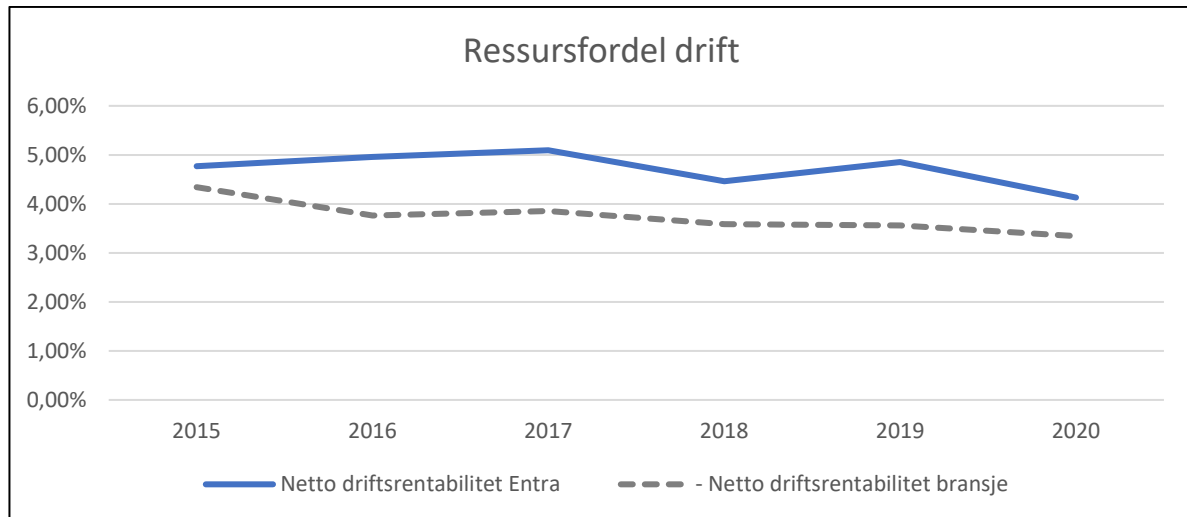
En ressursfordel vil være en fordel knyttet til Entra sine ressurser. Dette vil være *det som skiller Entrar rentabilitet fra bransjen*, og skal underbygges av forhold identifisert i den interne delen av vår strategiske analyse i kapittel 4.4. En driftsrelatert ressursfordel for et selskap vil si at de har en netto driftsrentabilitet som overgår bransjens rentabilitet, eller at netto driftskrav er lavere enn bransjens (Knivsflå, 2020 f12).

Vi konkluderte i kapittel 7.4 med at bransjen har samme netto driftskrav som Entra. På bakgrunn av dette vil ressursfordel rentabilitet være lik ressursfordel drift, og vi vil dermed

kun drøfte ressursfordelen som kommer fra rentabilitet som avviker fra bransjens.

Ressursfordel rentabilitet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet Entra	4,77 %	4,96 %	5,09 %	4,46 %	4,85 %	4,13 %	4,64 %
- Netto driftsrentabilitet bransje	4,34 %	3,76 %	3,86 %	3,59 %	3,56 %	3,34 %	3,62 %
= Ressursfordel rentabilitet	0,43 %	1,20 %	1,24 %	0,88 %	1,29 %	0,79 %	1,02 %

Tabell 8.5: Ressursfordel drift, perioden 2015 - 2020.



Figur 8.4: Ressursfordel drift, perioden 2015 - 2020.

Driftsrentabiliteten til både Entra og bransjen har vært relativt stabil gjennom analyseperioden, og Entra har gjennom perioden vært i besittelse av en ressursfordel. Vi ser fra det tidsvektede gjennomsnittet at Entra har hatt en målt ressursfordel på 1,02 prosent som tyder på at de sitter på viktige interne ressurser som bransjen ikke har i samme grad. Fordelen er liten, noe som er i tråd med vår strategiske analyse da vi taler for at det er vanskelig å differensiere seg betydelig innen kontorsegmentet. Vi identifiserte at Entra skiller seg noe ut gjennom fremtidsrettede bygg og kundekapitalen knyttet til stor andel offentlige leietakere, noe som kan indikere en slik ressursfordel.

For å få ytterligere innsikt i ressursfordelen, gjennomfører vi en *DuPont-analyse* hvor fordelene blir dekomponert i en *marginfordel* og en *omløpsfordel* ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Ressursfordel drift} = (\text{ndm} - \text{ndmB}) * \text{onde} + (\text{onde} - \text{ondeB}) * \text{ndmB}$$

$\text{ndm} = \text{Netto driftsmargin}$

$\text{onde} = \text{Omløpet til netto driftseiendeler}$

Gjennom beregningen har vi kommet frem til følgende fordeling og utvikling i margin- og omløpsfordel:

Samlet ressursfordel fra drift	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet gjennomsnitt
Marginfordel	0,95 %	1,03 %	1,18 %	1,08 %	1,19 %	0,85 %	1,05 %
+ Omløpsfordel	-0,52 %	0,16 %	0,05 %	-0,22 %	0,10 %	-0,06 %	-0,03 %
= Ressursfordel drift	0,43 %	1,19 %	1,23 %	0,87 %	1,29 %	0,79 %	1,02 %

Tabell 8.6: Ressursfordel drift dekomponert i marginfordel og omløpsfordel, perioden 2015-2020.

Om vi ser på tidsvektet gjennomsnitt i tabellen ovenfor er det helt tydelig *marginfordelen* som danner grunnlaget for ressursfordelen til Entra. Videre besitter de en *omløpsulempe*, dog er denne så liten at den ikke får stort utslag og tidssnittet ender på -0,03 prosent. Marginfordelen er tydelig større enn omløpsulempen og samlet sett utgjør de en ressursfordel. Vi vil i det følgende analysere marginfordelen og omløpsulempen ytterligere.

8.2.1.2.1 Marginfordel

At Entra har en marginfordel vil si at de har lavere driftskostnader i forhold til driftsinntekter enn bransjesnittet. Netto driftsmargin for Entra er høyere enn for bransjesnittet, noe som tilsier en høyere lønnsomhet. Utviklingen av Entras marginfordel er presentert i tabell 8.7:

Driftsfordel margin	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet gjennomsnitt
ndm	68,80 %	68,52 %	75,56 %	76,36 %	79,16 %	71,88 %	74,66 %
- ndmB	55,05 %	54,24 %	58,01 %	58,65 %	59,77 %	57,14 %	57,83 %
x Omløpet til netto driftseiendeler	6,94 %	7,24 %	6,74 %	6,12 %	6,13 %	5,74 %	6,28 %
= Marginfordel	0,95 %	1,03 %	1,18 %	1,08 %	1,19 %	0,85 %	1,05 %

Tabell 8.7: Marginfordel for Entra, perioden 2015 - 2020.

Som vi ser fra tabellens tidsvektede gjennomsnitt, har Entra en marginfordel på 1,05 prosent gjennom analyseperioden. Fordelen er relativt liten, men den har vært stabil gjennom perioden som vitner om at Entra evner å drive på en mer kostnadseffektiv måte enn bransjesnittet, og at de har greit å opprettholde dette. I den strategiske analysen fant vi blant annet at miljøsertifiserte eiendommer kan bidra til høyere marginer enn det som er vanlig i bransjen. Vi antar på grunnlag av dette at Entra vil greie å opprettholde en marginfordel, men at den er midlertidig og vil reversere mot 0 på sikt i tråd med mean-reversion.

For å få bedre innsikt i hva marginfordelen kommer fra, vil vi analysere fordelene i en “common-size”-resultatanalyse⁶. Om vi inkluderer et «common size»-regnskap tilsvarende for bransjen og sammenligner disse mot hverandre, kan vi se hvor Entra oppnår sin marginfordel. I tabell 8.8 viser vi beregningen for Entra med vektet tidssnitt, et tidssnitt for bransjen som er beregnet på samme måte, og differansen mellom dem. Videre vektet differansen ved bruk av tidssnittet til omløpet til netto driftseiendeler og vi får den vektede fordelene.

Entra	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidssnitt	Tidssnitt bransjen	Differanse	Vekt onde	Vektet fordel
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	0,000	6,28%	0,00%
Driftskostnader	0,102	0,073	0,069	0,079	0,074	0,080	0,077	0,206	-0,129	6,28%	-0,81%
Andre kostnader	0,021	0,130	0,092	0,030	0,068	0,039	0,061	0,054	0,007	6,28%	0,05%
Aministrative kostnader	0,093	0,069	0,070	0,067	0,067	0,067	0,069	0,056	0,013	6,28%	0,08%
Driftsresultat egen virksomhet	0,784	0,729	0,769	0,824	0,790	0,814	0,793	0,685	0,109	6,28%	0,68%
Driftsrelatert skattekostnad	0,121	0,112	0,118	0,127	0,121	0,126	0,122	0,114	0,009	6,28%	0,05%
Nettoreultat egen virksomhet	0,664	0,617	0,650	0,697	0,669	0,688	0,671	0,571	0,100	6,28%	0,63%
Resultatandel TS og FKV	-0,024	-0,068	-0,105	-0,067	-0,123	-0,031	-0,076	-0,008	-0,068	6,28%	-0,43%
Netto driftsresultat	0,688	0,685	0,756	0,764	0,792	0,719	0,747	0,579	0,168	6,28%	1,05%

Tabell 8.8: “Common-size”-resultatanalyse for Entra mot bransjen, perioden 2015 - 2020 og vektet marginfordel fordelt på driftsresultat. Tabellen leses som at negativt fortegn på kostnadsposter i “Vektet fordel”-kolonnen, indikerer en fordel for Entra.

Vi ser fra tabellen at vektet fordel på 1,05 prosent samsvarer med våre tidligere beregninger. Videre ser vi at marginfordelen forklares delvis av driftsresultat fra egen virksomhet som samlet sett medfører en vektet fordel på 0,68 prosent hvorav driftskostnader trekker i positiv retning med 0,81 prosent fordel, mens andre kostnader og administrative kostnader trekker ned og gir isolert sett ulemper. Dette er konsistent med det vi identifiserte i den strategiske analysen av Entra i kapittel 4.5 der det ble konkludert med at kundebasens betalingsvilje for eiendomstyper som Entra sitter på, er noe høyere enn “normale” bygg.

Videre ble det presentert at kostnadene knyttet til drift og utvikling av slike bygg ikke var høyere i forhold til økt leiepris. Driftskostnader vil dermed utgjøre en lavere andel av inntektene enn for øvrige selskaper med en annen bygningsportefølje. Dermed underbygges fordelene vi identifiserte knyttet til Entrass interne ressurser.

⁶ Common-size resultatanalyse innebærer at alle postene i driftsresultatet uttrykkes i prosent av driftsinntektene, hvilket vil gi innblikk i hvor stor andel av de totale driftsinntektene som går med til å dekke de ulike kostnadspostene (Penman, 2013, s. 315).

Linje for linje sammenligningene kan inneholde støy som følge av omgruppering, men det sentrale poenget her er at driftsresultat fra egen virksomhet gir en fordel for Entra.

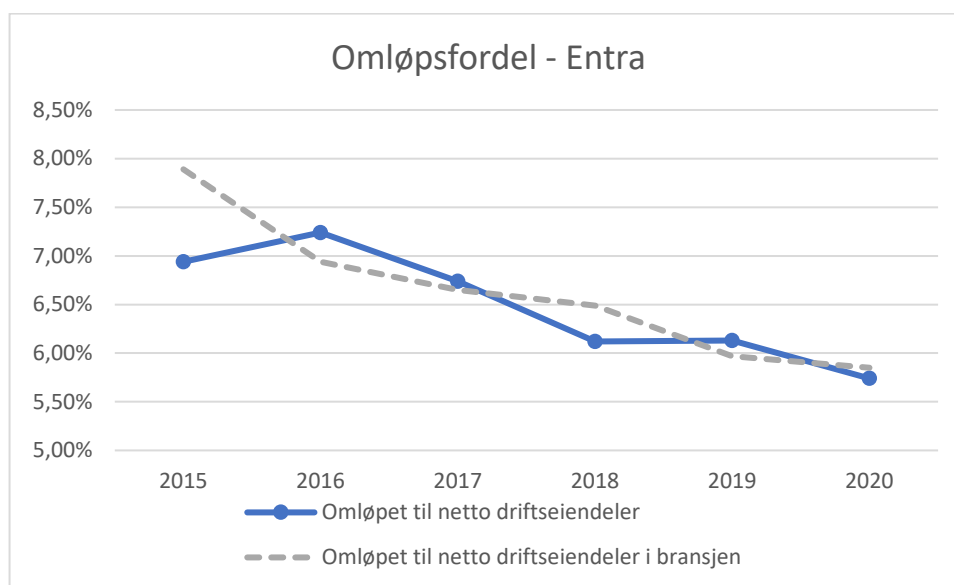
Resultatandel fra tilknyttede selskaper og felles kontrollert virksomhet fremkommer også som en fordel for Entra. Dette bidrar til selskapets lønnsomhet og gir en samlet marginfordel på 1,05 prosent sammenlignet med bransjen.

8.2.1.2.2 Omløpsfordel

Om Entra innehar en omløpsfordel vil det si at eiendommene gir høyere driftsinntekter pr. krone investert i eiendom, eller eventuelt lavere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen (Knivsflå, 2020 f12). Forholdstallet sier altså noe om hvor effektivt Entra utnytter sine netto driftseiendeler. For kapitalintensive bransjer som eiendomsbransjen er det derfor naturlig med en relativt lav omløpshastighet, spesielt der en måler mot virkelig verdi av eiendommen. I tabell 8.9 presenterer vi Entrass omløpsfordel gjennom analyseperioden:

Driftsfordel omløp	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet gjennomsnitt
Netto driftsmargin i bransjen	55,05 %	54,24 %	58,01 %	58,65 %	59,77 %	57,14 %	57,83 %
x Omløpet til netto driftseiendeler	6,94 %	7,24 %	6,74 %	6,12 %	6,13 %	5,74 %	6,28 %
- Omløpet til netto driftseiendeler	7,89 %	6,94 %	6,65 %	6,49 %	5,97 %	5,85 %	6,26 %
= Omløpsfordel	-0,52%	0,16 %	0,05 %	-0,22 %	0,10 %	-0,06%	-0,03 %

Tabell 8.9: Omløpsfordel for Entra, perioden 2015 - 2020.



Figur 8.5: Omløpsfordel for Entra, perioden 2015 - 2020. Figuren har en nedre grense på 5 prosent.

Fordelen/ulempen er her stabil gjennom perioden, og tilnærmet lik null gjennom analyseperioden. Tidsvektet gjennomsnitt gir en omløpsulempe på 0,03 prosent.

Vi ser at omløpet for både bransjen og Entra har en nedadgående trend, men siden begge følger trenden påvirker ikke dette forholdet mellom bransjen og Entra i merkbar grad. Som nevnt under 8.2.1.1 vil den relativt sett større økningen i virkelig verdi av eiendommer mot økt leiepris føre til en reduksjon i omløpshastigheten, hvilket forklarer den nedadgående trenden.

8.2.1.3 Gearingfordel drift

Ved lønnsom drift vil det være en fordel å finansiere driften gjennom netto finansiell gjeld. Dette fordi Entra kan generere lønnsomhet gjennom lånte midler, noe som reduserer egenkapitalinvestors eksponering mot driften. Dette er også en fordel siden kravet til finansiell gjeld er lavere enn for egenkapital. Det vil si at Entra, gjennom å ta opp mer gjeld eller ved å øke minoritetsandelen, kan skalere sin strategiske fordel tilknyttet driften (Penman, 2013, s. 366). På grunnlag av våre beregninger velger vi å presentere gearing som en faktor i tabellen:

Driftsfordel gearing	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Vektet gjennomsnitt
Strategisk fordel drift	0,62%	0,90%	0,93%	0,21%	0,86%	-0,64%	0,36%
x Gearing	1,28	1,265	1,153	1,043	0,982	0,988	1,06
= Gearingfordel drift	0,008	0,011	0,011	0,002	0,008	-0,006	0,41%

Tabell 8.10: Gearingfordel for Entra, perioden 2015-2020.

Fra det vektete gjennomsnittet ser vi at Entra har en strategisk fordel knyttet til driften og at denne dermed kan skaleres gjennom gearing. Gearingfaktoren er positiv i alle årene, dog med en fallende trend, som henger sammen det vi så i kapittel 6.2, der vi fant en redusert netto finansiell gjeldsgrad. Effekten er at gearingfordelen gjennom perioden er noe fallende, men ender på et tidsvektet snitt på 0,41 prosent som bidrar til å skalere den tidsvektede strategiske fordel fra driften i positiv retning.

8.2.2 Finansieringsfordel

Den andre kilden til strategisk eierfordel er finansieringsfordel. Som tidligere nevnt er driftsfordelen hovedkilden til den strategiske driftsfordelen. En finansieringsfordel vil i større

grad være en kortsiktig fordel som gir en forsterkningseffekt (Damodaran, 2012). Vi fant i den strategiske analysen at en av styrkene til Entra var tilgang til god finansiering. Dette tilsier at det bør være en fordel knyttet til finansiering, både som følge av sikre kontantstrømmer fra offentlige leietakere, og tilgang til grønn finansiering. Vi forventer derfor at Entra betaler en rente som er lavere enn det finansielle gjeldskravet i analyseperioden.

Som vist i formelen under, kan finansieringsfordelen deles inn i en fordel knyttet til netto finansiell gjeld, og en finansieringsfordel tilknyttet minoritet. Finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld kan videre disaggregeres i finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler, og finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld. I motsetning til driftsfordelen splittes ikke finansieringsfordelen opp i en bransjefordel og en ressursfordel. Dagens kapitalmarkeder er effisiente med lite informasjonsasymmetri, og det er derfor naturlig å forvente at en ikke vil avdekke vesentlige finansieringsfordeler. Av samme grunn vil en eventuell finansieringsfordel på lang sikt gå mot null.

Formelen for finansieringsfordel er som følger:

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav

nfgr = Netto finansiell gjeldsrente

nfgg = Netto finansiell gjeldsgrad

mik = Minoritetskrav

mir = Minoritetsrente

mig = Minoritetsgrad

8.2.2.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Som nevnt forventer vi en lav differanse mellom rentabiliteten og kravet, altså en liten mer-, eller mindre rente. Dersom kravet til finansiell gjeld er høyere enn rentabiliteten foreligger det en fordel for Entra, og følgelig en ulempe for långiver. Finansieringsfordelen kan som nevnt ytterligere disaggregeres i en fordel knyttet til finansiell gjeld, og en fordel knyttet til finansielle eiendeler. Vi velger imidlertid å benytte oss av nettotall, og beregner en samlet finansieringsfordel på netto finansiell gjeld. Etter vår vurdering gir det ikke økt

informasjonsverdi i verdsettelsen å dekomponere finansieringsfordelen ytterligere, ettersom finansielle eiendeler er av minimal størrelse.

Beregningen av finansieringsfordel for netto finansiell gjeld vil være relatert til første ledd av formelen i forrige delkapittel, altså:

$$\text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld} = (nfgk - nfggr) * nfgg$$

Som for driftsfordelen benyttes formelen der en beregner en gjennomsnittlig kapital for netto finansiell gjeldsrente, samt for netto finansiell gjeldsgrad:

$$nfggr = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t)/2}$$

$$nfgg = \frac{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

Vi finner da følgende finansieringsfordel for netto finansiell gjeld:

Netto finansiell gjeld	2015	2016	2017	2018	2019	2020T	Vektet snitt
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto finansielt gjeldskrav	2,60 %	2,44 %	2,68 %	2,89 %	2,58 %	4,14 %	3,03 %
Netto finansiell rente	2,59 %	2,52 %	2,26 %	2,02 %	2,22 %	2,02 %	2,19 %
Netto finansiell gjeldsgrad	1,253	1,239	1,13	0,965	0,903	0,909	1,00
Fordel NFG	0,0 %	-0,1 %	0,5 %	0,8 %	0,3 %	1,9 %	0,79 %

Tabell 8.11: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld, perioden 2015-2020.

Vi ser at med unntak av 2016 har Entra hatt en marginal finansieringsfordel hvert år. Fordelen har vært relativt stabil gjennom perioden, men vi ser at 2020 utpeker seg med en høyere fordel enn vi ser for øvrige år. Dette vil i stor grad komme av at beregnet netto finansielt gjeldskrav er betydelig høyere for året med grunnlag i vår tidligere syntetiske rating hvor ratingen ble redusert fra BBB til BB for 2020. Dette vil påvirke det vektete snittet i positiv grad da et krav som overgår rentabiliteten for finansiering, vil medføre en fordel. Vektet snitt av finansieringsfordelen gjennom perioden er på 0,79 prosent - hvilket tilsier at Entra har bedre vilkår enn markedet generelt ville krevd gitt samme risiko. Dette henger godt sammen med våre nevnte funn i den strategiske analysen, herunder Entra sin andel av offentlige leietakere og tilgang på grønn finansiering. Selv om finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell her

er liten, så er den viktig. Eiendomsbransjen er svært kapitalkrevende, og selv små fordeler relatert til dette vil påvirke den strategiske fordel til Entra.

8.2.2.2 Finansieringsfordel minoritet

Det andre leddet i finansieringsfordelen relaterer seg til minoritet. Majoriteten vil ha en finansieringsfordel dersom kravet minoriteten stiller er høyere enn rentabiliteten mottar. Det vil si at minoriteten vil være med å dele den negative superrentabiliteten i datterselskapene der de er deleiere. Motsatt vil det være en belastning for majoritetseierne å ha minoriteter dersom renten er større enn kravet.

Minoritet	2015	2016	2017	2018	2019	2020T	Vektet snitt
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Minoritetskrav	8,37 %	8,43 %	8,04 %	7,68 %	7,41 %	7,59 %	7,76 %
Minoritetsrente	13,50 %	37,50 %	7,25 %	8,70 %	16,09 %	5,50 %	13,58 %
Minoritetsgrad	2,69 %	2,59 %	2,29 %	7,84 %	7,94 %	7,92 %	6,27 %
Finansieringsfordel minoritet	-0,1 %	-0,8 %	0,0 %	-0,1 %	-0,7 %	0,2 %	-0,23 %

Tabell 8.12: Finansieringsfordel minoritet for Entra, perioden 2015 - 2020.

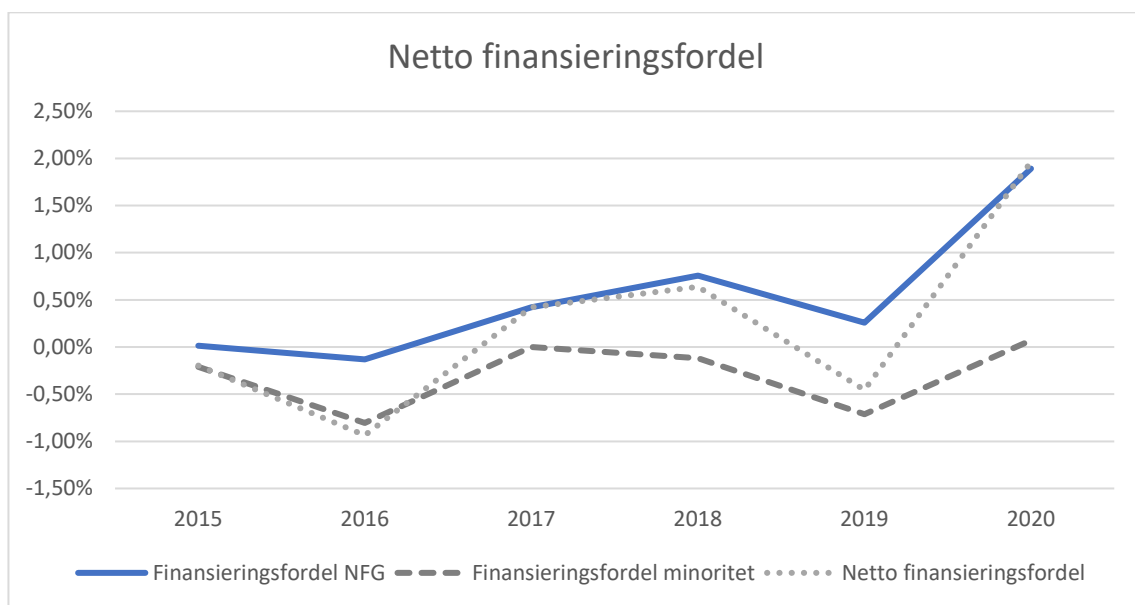
Som det fremgår av tabellen er finansieringsfordelen knyttet til minoritet tilnærmet lik null. Vi ser imidlertid at både i snitt og gjennom perioden har det vært en byrde for konsernet å ha minoritetsaksjonærer. Det vil videre si at det er fornuftig at andelen av minoritetsinteresser ikke øker. Oppsummert er det en finansieringsulempe knyttet til minoritetsinteressene på 0,23 prosent.

8.2.2.3 Finansieringsfordel oppsummert

Som illustrert over er ikke finansieringsfordel den største kilden til en strategisk fordel. Det kan imidlertid ha en driftseffekt gjennom gearingfordel i driften. Oppsummert får vi følgende totale finansieringsfordel gjennom analyseperioden:

Netto finansieringsfordel	2015	2016	2017	2018	2019	2020T	Vektet snitt
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto finansielt gjeldskrav	2,60 %	2,44 %	2,68 %	2,89 %	2,58 %	4,14 %	3,03 %
Netto finansiell rente	2,59 %	2,52 %	2,26 %	2,02 %	2,22 %	2,02 %	2,18 %
Netto finansiell gjeldsgrad	1,253	1,239	1,13	0,965	0,903	0,909	1,00
Fordel NFG	0,0 %	-0,1 %	0,5 %	0,8 %	0,3 %	1,9 %	0,79 %
Minoritetskrav	8,37 %	8,43 %	8,04 %	7,68 %	7,41 %	7,59 %	7,76 %
Minoritetsrente	13,50 %	37,50 %	7,25 %	8,70 %	16,09 %	5,50 %	13,58 %
Minoritetsgrad	2,69 %	2,59 %	2,29 %	7,84 %	7,94 %	7,92 %	6,27 %
Finansieringsfordel minoritet	-0,1 %	-0,8 %	0,0 %	-0,1 %	-0,7 %	0,2 %	-0,23 %
Netto finansieringsfordel	-0,1 %	-0,9 %	0,5 %	0,8 %	-0,4 %	2,1 %	0,57 %

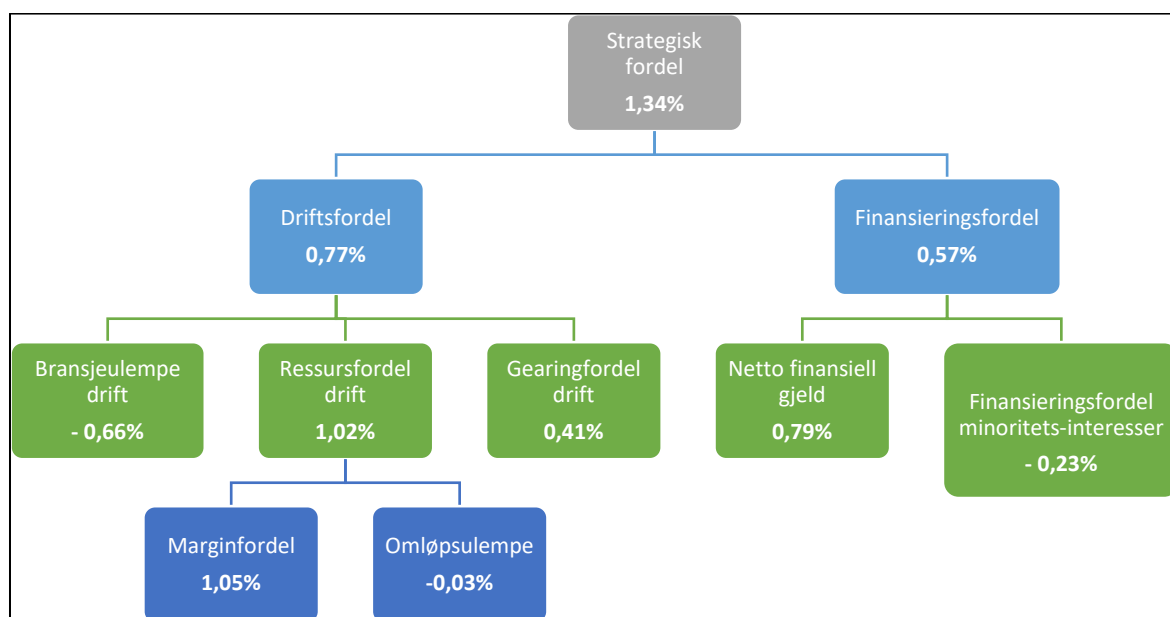
Tabell 8.13: Netto finansieringsfordel for Entra, perioden 2015 - 2020.



Figur 8.6: Netto finansieringsfordel for Entra fordelt på finansieringsfordel netto finansiell gjeld og finansieringsfordel minoritet. Perioden 2015 - 2020.

I gjennomsnitt er det en netto finansieringsfordel på 0,46 prosent gjennom perioden. Som nevnt forventer vi at denne vil bevege seg mot null i fremtiden på grunn av effisiente finansmarkeder.

8.3 Oppsummert lønnsomhetsanalyse



Figur 8.7: Oppsummert strategisk fordel dekomponert med tidsvektede gjennomsnittsverdier for Entra.

I figur 8.7 presenterer vi en oversikt over hvordan vi har dekomponert den strategiske fordelen til Entra. Gjennom vår analyse har vi kommet frem til at Entra har en *samlet strategisk fordel* på 1,34 prosent som vil si at selskapet er lønnsomt. Den strategiske fordelen stammer fra en *driftsfordel* på 0,77 prosent og en *finansieringsfordel* på 0,57 prosent.

Den målte superrentabiliteten på 1,34 prosent har svakheter i form av at beregnet avkastningskrav innehar store usikkerhetsfaktorer basert på skjønsmessige forutsetninger. Selv om vi tror på markedseffisiens, tilsier våre funn at har forelagt en strategisk fordel som følge av sammenligning med utvikling i børskurs og multipler med komparative selskaper.

Den strategiske driftsfordelen kan i stor grad forklares av markedsfaktorer som fallende rentenivåer, komprimerte yieldnivåer og økte leiepriser i CBD områder. Her mener vi også at porteføljeforvaltning og humankapitalen vi identifiserte som en styrke i kapittel 4 er relevant å trekke inn. Ressursfordelene som skapes gjennom driften geares opp gjennom Entra sin kapitalstruktur. Effekten av dette er tilstrekkelig for å veie opp for den målte bransjeulempen. Vi nevner igjen at vi ikke tror det har vært en reell bransjeulempe, se forklaring i kapittel 8.2.2.1. På lang sikt vil ikke et eiendomsselskap være i stand til å skape merverdier, og vi tror

derfor at driftsfordelen vil konvergere mot et bransjesnitt på lang sikt. Dette utredes nærmere i kapittel 9.

Finansieringsfordelen vi har beregnet til å være 0,57 prosent henger også sammen med våre funn i den strategiske analysen. Solide kontantstrømmer knyttet til offentlige leietakere, en svært solid balanse og tilgang på grønn finansiering har gitt en midlertidig finansieringsfordel i perioden. Videre konkluderer vi med at denne vil forsvinne i fremtiden grunnet effisiente kapitalmarkeder, noe som vil føre til at renten vil konvergere mot gjeldskravet på lang sikt. Dette vil også utredes nærmere i kapittel 9.

Oppsummert underbygger våre funn i kapittel 8 den kvalitative strategiske analysen i kapittel fire. Styrker som eiendomsporteføljens beliggenhet og forvaltning har gitt en driftsfordel, samtidig som selskapet har en finansieringsfordel relatert til grønn finansiering og leietakermiks. Som nevnt tror vi at både fordeler knyttet til drift og finansiering er midlertidig, og noe som vil konvergere mot et bransjesnitt på lang sikt. I det videre vil våre funn i kapittel 8 benyttes for å budsjettere fremtidsregnskapet, som videre vil benyttes i selve verdsettelsen av Entra.

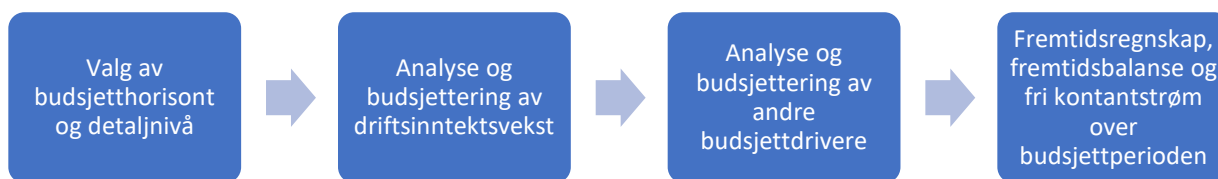
9. Fremtidsregnskap

Dette kapitlet markerer starten på del 3 av oppgaven. Frem til nå har vi i denne oppgaven innhentet, bearbeidet og analysert en relativt stor mengde data knyttet til Entra og eiendomsbransjen. Videre har vi analysert relevante problemstillinger gjennom strategisk analyse, risikoanalyse, analyse av historisk avkastningskrav, samt lønnsomhetsanalyse. Formålet med dette har vært å bygge kunnskap og få en innsikt i de underliggende forholdene for Entra og eiendomsbransjen. Denne innsikten vil vi nå benytte for å utarbeide estimater og prognoser på Entra sin utvikling fremover.

I dette kapitlet vil vi utarbeide et fremtidsregnskap, før vi i kapittel 10 vil fastsette et fremtidig avkastningskrav. Fremtidsregnskap og fremtidskrav vil deretter benyttes for å gi et endelig verdiesimat på egenkapitalen til Entra.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Formålet med denne utredningen er å estimere egenkapitalverdien på aksjene til Entra. Rammeverket vil derfor fokusere på resultatstørrelser fremfor kontantstrømmer. Grunnen til dette er at ved analyser av fremtidig inntjening anses ofte resultatstørrelser som mer treffende enn kontantstrømmer (Penman, 2013). Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet tar vi utgangspunkt i Penman (2013, s. 520-526) sitt rammeverk, samt Knivsflå sitt rammeverk som presentert i kurset BUS 440A ved NHH.



Figur 9.1: Rammeverk fremtidsregnskap (Knivsflå, f14, 2020)

Det første steget i rammeverket innebærer å ta noen praktiske valg for analysen. Dette er fastsettelse av budsjetthorisont og detaljnivå.

9.1.1 Valg av budsjettthorisont og detaljnivå

9.1.1.1 Budsjettthorisont

Spørsmålet her er for hvor mange år fremover i tid vi skal estimere et fremtidsregnskap. Vi skiller overordnet mellom to perioder. Den første perioden (*eksplisitt periode*) er en periode med variabel vekst - fra år 0 til år T. Her vil budsjettdriverne kunne variere fra år til år, men med en tendens til å konvergere mot en stabil utvikling i år T.

Den andre perioden er den implisitte perioden der virksomheten er i “*steady state*”. I utgangspunktet er Entra forventet å leve “evig”. Med “*steady state*” menes en stabil utvikling, altså den utviklingen Entra forventes å ha etter vi har innregnet og budsjettet alle endringene i budsjettdriverne. Denne perioden starter i år T, før alle driverne er konstante i år T+2.

Vi velger å sette den eksplisitte perioden til åtte år. Dette begrunnes først og fremst med at eiendomsbransjen er en moden og stabil bransje. Eiendomsbransjen er riktignok preget av konjunkturer som gjennomgått i den strategiske analysen i kapittel 4.2.1, men de normaliserte inntektene og kostnadene er forholdsvis stabile, noe som indikerer at eiendomsbransjen er moden. At vi ikke benytter en lengre periode begrunnes med at vi mener at det foreligger få målefeil i finansregnskapet. Alle vesentlige poster innregnes til virkelig verdi, herunder investeringseiendom, hvilket underbygger lavere nivå av målefeil.

For de første tre årene i eksplisitt periode finnes det en del tilgjengelig informasjon vi kan benytte, herunder dagens leiekontrakter, og makroøkonomiske prognoser. Dette gir bedre mulighet for å predikere resultatet med høyere grad av nøyaktighet. Etter denne perioden forventer vi at avkastningen og veksten vil normaliseres og konvergere mot et gjennomsnittlig avkastningskrav for bransjen (Kaldestad & Møller, 2016). Jo flere år frem i tid en forsøker å estimere, jo mer usikre vil estimatene være fordi vi har mindre og mindre informasjon om underliggende forhold jo lengre frem i tid vi ser. Vi forventer derfor at Entra vil gå mot *steady state* etter syv år, der endelig *steady state* med konstant vekst i budsjettdriverne er i år 2029. Dette året vil med andre ord være representativt for alle fremtidige år. Neddiskontert verdi fra år 2029 vil representere verdien av selskapets inntjening fra år 2029 og til “evig tid”.

9.1.1.2 Detaljnivå

Det neste valget vi må ta er å fastslå hvilket *detaljnivå* som er hensiktsmessig ved utarbeidelse av fremtidsregnskap for Entra. Etter vårt skjønn vil et fokusert nivå med få budsjettdriverne være

hensiktsmessig for å estimere fremtidsregnskap. Det er få drivere for verdiene i Entra, og regnskapsmessig mener vi det er hensiktsmessig å fokusere på noen få størrelser. Som nevnt er det mye usikkerhet, og mange forutsetninger som må tas i forbindelse med utarbeidelse av et verdiesimat. Ofte kan det derfor være slik at jo flere forutsetninger en tar, jo mer “støy” skapes det. Dette taler for at en enkel budsjettmodell med de viktigste verdidriverne kan være bedre enn en mer detaljert og kompleks modell (Penman, 2013, s.515). Vi ønsker å bruke tiden på de viktigste verdidriverne, og fokuserer derfor ikke på detaljer som vi mener gir lite merverdi i verdsettelsen.

Oppsummert mener vi at for å verdsette en virksomhet som Entra er en budsjettthorison med mellomlang periode, og en fokusert budsjettering med få drivere hensiktsmessig. Vi har valgt å benytte syv budsjett drivere. Vi avviker her fra rammeverket nevnt tidligere ved at vi behandler finansiell gjeld og finansielle eiendeler netto. Rasjonale for dette er gitt i kapittel 9.3.3. Budsjett driverne som analyseres i modellen tar utgangspunkt i *strategisk analyse og regnskapsanalysen* fra kapittel 4 og 5, og vil gjennomgå punktvis under:

1. Driftsinntektsvekst
2. Omløpshastighet netto driftseiendeler (netto driftseiendeler)
3. Netto driftsmargin i egen virksomhet (driftsmargin)
4. Netto finansiell gjeldsdel
5. Netto finanskost
6. Minoritetsdel
7. Netto minoritetsrentabilitet

9.1.1.3 Vekst i verdensøkonomien

Vi ønsker å si noe om langsiktig vekst i verdensøkonomien før vi begynner med analyse og budsjettering av driverne. På lang sikt vil ingen virksomheter kunne vokse raskere enn den samlede økonomiske veksten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 122). Dersom vi hadde forutsatt at Entra vokser med mer enn samlet økonomisk vekst på sikt, ville selskapet til slutt utgjort en urealistisk stor andel av økonomien. Av den grunn må vi i første omgang fastsette det maksimale vekstnivået, som vil være samlet økonomisk vekst i verden.

Entra sin fremtidige vekstfaktor er sannsynligvis den viktigste forutsetningen i verdsettelsen.

Dette kan illustreres med Gordons formel for verdsettelse av et evig resultat/kontantstrøm med konstant vekst. Gordons formel er som følger:

$$V = \frac{CF}{r - g}$$

V = Verdi av virksomheten

CF = Kontantstrøm i år 1

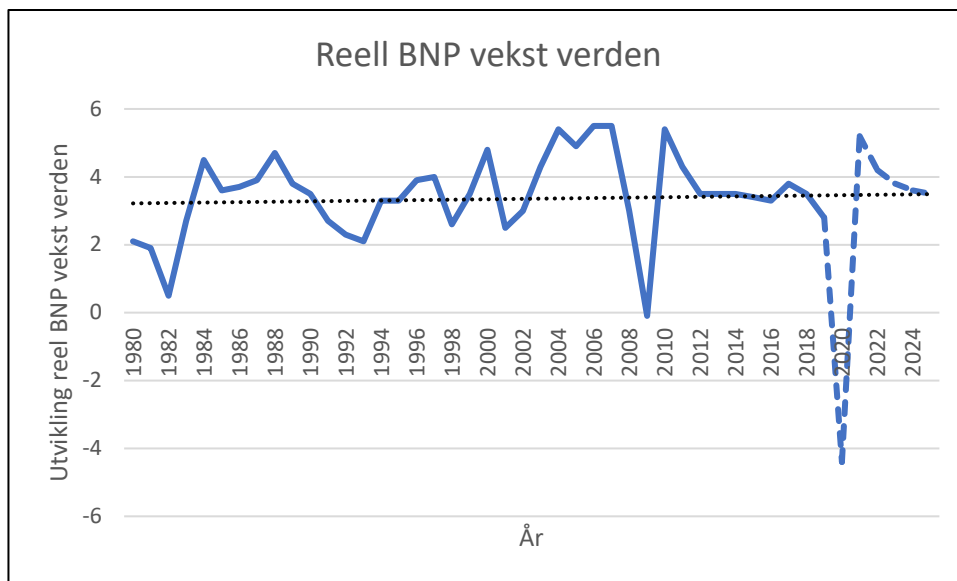
r = Avkastningskrav

g = Vekst vi forventer i kontantstrømmen

Som en ser av formelen, er veksten i kontantstrømmen (g) en helt sentral forutsetning. Den vil også henge tett sammen med avkastningskravet. Som vist i kapittel syv inngår risikofri rente som en komponent både i egenkapitalkravet og gjeldskravet. Den nominelle renten består av inflasjon og realrente. En lav rente på rundt 1 prosent, som i dagens marked, innebærer at dersom en har en inflasjonsforventning på rundt 1 prosent, er realrenten null. Inflasjonen må ta utgangspunkt i det vi ser i markedet, som vil være reflektert i de rentene som handles i markedet. I kapittel 8 fant vi risikofri rente til å være ca 1 prosent. Dette innebærer at investeringsøkonomien er svak, og at markedet forventer at den vil være svak fremover. Selv om Norges Bank har et langsiktig inflasjonsmål på 2 prosent tror altså ikke markedet på dette (Norges Bank, 2020). Basert på markedsrenten tror markedet at inflasjonen sannsynligvis vil ligge rundt 1 prosent fremover. Det betyr igjen at realrenten er rundt null. Empirisk forskning (Bosworth, 2014) har vist at det i etterkant ikke er særlig sammenheng mellom faktiske realrenter og økonomisk vekst, men i en verdsettelsesmodell der en estimerer forventede kontantstrømmer, forventet vekst og forventet avkastningskrav må dette henge sammen slik at en er konsistent (Kinserdal, 2017). Videre kan vekstleddet (g) også dekomponeres i realvekst og inflasjon. Inflasjonsforventningen en benytter i den risikofrie renten, og i vekstleddet vil da måtte være konsistent.

Terminalleddet i vår verdsettelse, altså der vi fastsetter verdien på den “evige” kontantstrømmen fra et bestemt år og inn i “evig” tid, er som sagt år 2029. Det vil med andre ord si at majoriteten av kontantstrømmene, og dermed også verdien av selskapet, vil være den neddiskonterte verdien av terminalleddet.

For å komme til et estimat på hva som er *maksimal realvekst* fremover begynner vi med å se på historisk BNP vekst.



Figur 9.2: Utvikling reel BNP IMF (IMF, 2020)

I figuren ser vi utviklingen i reelt BNP for perioden 1980 til 2025, der årene 2020 til 2025 er estimert vekst. Gjennomsnittlig vekst i hele perioden er 3,35 prosent, og 3 prosent i perioden 2015 til 2025. Nominell vekst er som nevnt summen av inflasjon og realrenter, og vi må derfor også ta hensyn til forventet inflasjon. IMF har estimert denne til å være 3,2 prosent i 2020. Dette gir en samlet økonomisk vekst på rundt 6,2 prosent. Etter vårt skjønn virker dette svært høyt da Norges Bank, som nevnt ovenfor, har et inflasjonsmål på 2 prosent (Norges Bank, 2020).

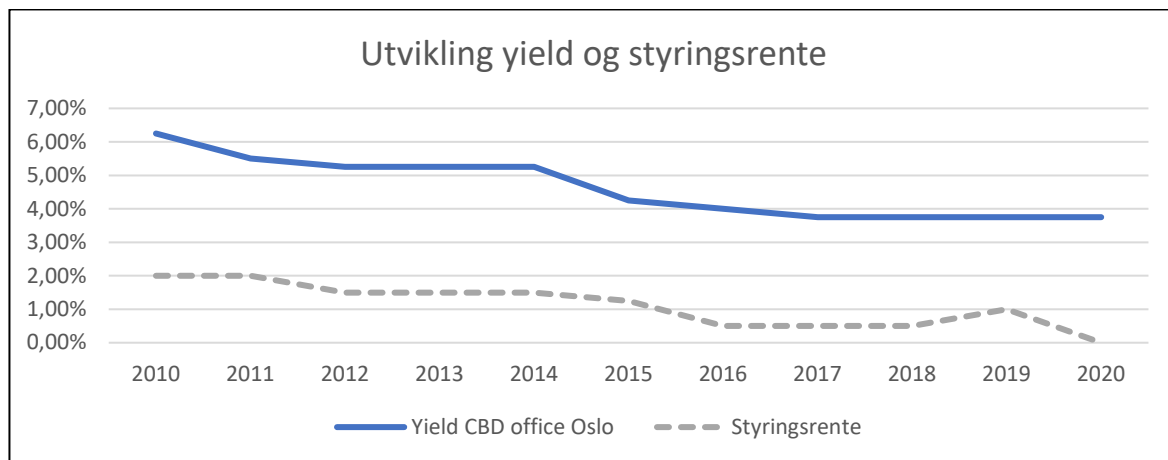
Basert på dette ser vi en forventet realvekst pluss forventet global inflasjon som gir en *maksimal vekst i økonomien på lang sikt på 5 prosent årlig*.

Fremtidig vekst for Entra

Vi har nå fastslått den maksimale veksten i økonomien på lang sikt, eller til “evig tid”. Det neste steget blir å fastslå hva vi mener Entrass vekstfaktor i steady state vil være. Dette er som nevnt en svært utslagsgivende parameter i den fundamentale verdsettelsen, og forutsetningen vil ha utslag i både kontantstrømmen og i avkastningskravet.

Et av forholdene som gjør eiendom og eiendomsselskaper spesielle i en verdsettelse er den tette sammenhengen mellom avkastningskrav (yield), inntekter og verdi. Vi så i kapittel to at yielden bygges opp på samme måte som et avkastningskrav, altså ved ta utgangspunkt i risikofri rente. Med andre ord vil verdiene i eiendomsbransjen økes ved redusert yield, som igjen er en følge av reduksjon i renter. I dag er styringsrenten på null prosent, og det er etter vårt syn sannsynlig at prime yield derfor nærmer seg et bunnivå. Dette illustreres også godt ved figuren under som

viser sammenhengen i historisk utvikling mellom styringsrenten og prime yield i Oslo i perioden 2010 til 2020.



Figur 9.3: Historisk utvikling i yield og styringsrente i perioden 2010-2020 sett mot hverandre. Vi ser en klar sammenheng mellom historisk utvikling mellom styringsrente og prime yield. Kilde yield: JLL Sweden (2020). Kilde styringsrente: Norges Bank (2020).

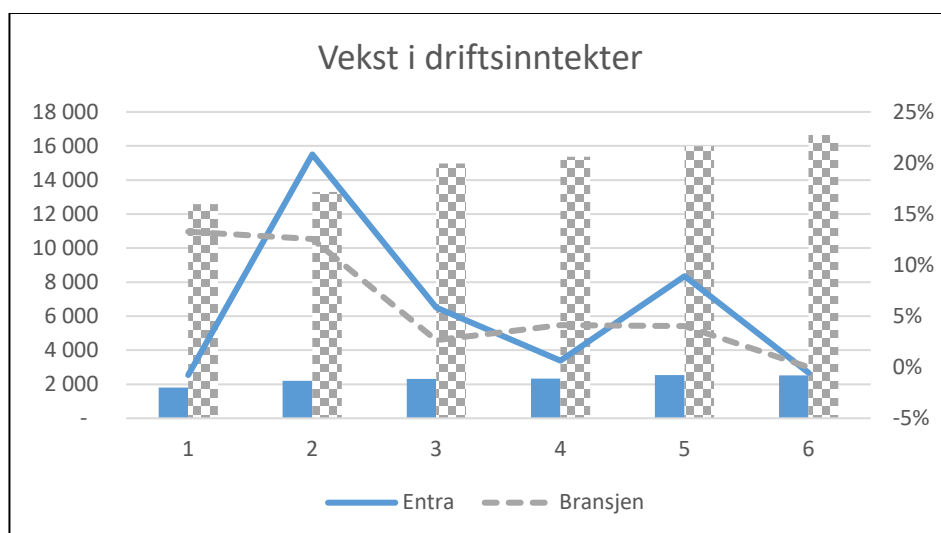
Vi tror derfor at yelden vil øke moderat på lang sikt, etter hvert som styringsrenten øker. Dette vil også henge sammen med fremtidig utvikling i risikofri rente, se kapittel 10.1.1. Økte renter vil på lengre sikt gi økt inntjening for Entra, men samtidig lavere verdier. Videre vil Entra sine leiekontrakter KPI-justeres (Entra, 2019, s. 73). En faktor det er viktig å huske på her er imidlertid etter hvert som leiekontrakter utløper, og nye inngås, vil trolig flere av kontraktene inngås til lavere nivåer av markedsleie. Entra må på denne måten betale en premie for å sikre seg lange kontantstrømmer. Veksten vil derfor antagelig ikke tilsvare den fulle veksten i KPI. Entra kan som nevnt heller ikke vokse raskere enn økonomien i et evighetsperspektiv, altså i terminalleddet. En gjennomsnittsbedrift vil på lang sikt ha lavere vekst enn BNP, fordi det hele tiden kommer inn nye bedrifter og produkter på markedet (Kinserdal, 2017).

Oppsummert vil kontantstrømmene, og følgelig verdien av Entra, være svært sensitiv overfor endringer i realrente og risikopremie på grunn av den lange tidshorisonen, selv om de er forholdsvis inflasjonssikret. Vi konkluderte over med at inflasjonskomponenten i vekstleddet og i avkastningskravet må være konsistent på lang sikt. Dette vil videre tilsi en økt rente, som vil øke yield noe fra dagens nivå. Dette analyseres nærmere i kapittel 10. Konklusjonen vår er at vi antar en samlet *vekst for Entra på tre prosent*. Dette vil tilsi at Entra vokser i takt med økonomien og beholder sine markedsandeler.

9.2 Analyse og budsjettering av driftsinntektsvekst

I steg to av modellen skal vi analysere og budsjettere vekst i driftsinntekter for Entra. Entra sine driftsinntekter er i all hovedsak knyttet til leieinntekter fra eiendommene. For å budsjettere veksten her må vi derfor ta hensyn til de underliggende faktorene som påvirker inntektene. Som vi tidligere har vært inne på er leiepris og yield hoveddriverne av verdiene i bransjen. For driftsinntekter er naturlig nok leieprisen sentralt. Veksten i driftsinntekter er en sentral faktor å fastslå ved prediksjon av fremtidig resultat (Damodaran, 2012, s.271).

Vi analyserer først den historiske veksten i selskapets driftsinntekter, som inngår i vår vurdering av fremtidig inntektsvekst. Selv om en skal være forsiktig med å ekstrapolere historiske nivåer, vil det for et eiendomsselskap som Entra være naturlig å se hen til historikken. De historiske inntektene i figuren under inkluderer både leieinntekter og annen driftsinntekt. Annen driftsinntekt vil eksempelvis inkludere gevinst ved salg av eiendomsprosjekter.



Figur 9.4: Historisk utvikling i inntekter for Entra og bransjen i perioden

Tidsvektet gjennomsnitt i analyseperioden for Entra i perioden er på 5,1 prosent, mot 4,1 prosent for bransjen. Som vi ser av figuren, er imidlertid Entra sin vekst noe mer volatil. Deler av volatiliteten skyldes inntekt ved salg av store prosjekter da vi har inkludert andre driftsinntekter i figuren. Dette gjøres som en forenkling i den historiske analysen. Grunnen til at det er en forholdsvis lav inntektsvekst i 2020 skyldes at flere leietakere i store bygg har flyttet ut og lokaler er gjort klar for renovering det siste året (Entra, 2020, s. 12). Det er likevel kun rundt tre prosent ledighet pr. Q3 2020. Ved ferdigstillelse er dette noe som etter vårt skjønn vil gi en inntektsvekst utover KPI.

Ved årsslutt 2019 var det forventet økende leieinntekter i årene fremover som følge av lav ledighet og etterspørselsoverskudd (Entra, 2019). Denne forventningen er primært drevet av lav arbeidsledighet, begrenset nybyggaktivitet, og konvertering av kontorbygg til bolig (Entra, 2019). For å ta hensyn til Covid-19 effekter tar vi utgangspunkt i Q3 rapporten for 2020. Vi ser fra Q3 rapport at vårt estimat på inntekter i 2020 fra kapittel 5 er tilnærmet likt Entra sin forventning for 2020. Vi oppdaterer derfor ikke traillet årsregnskap fra kapittel 5. Videre fremgår også estimat på leieinntekter i 2021 i Q3 rapporten. Vi velger å legge selskapets estimat til grunn som inntekter i 2021. Dette fordi Entra bør ha gode muligheter for å predikere dette med stor presisjon basert på nåværende leieavtaler.

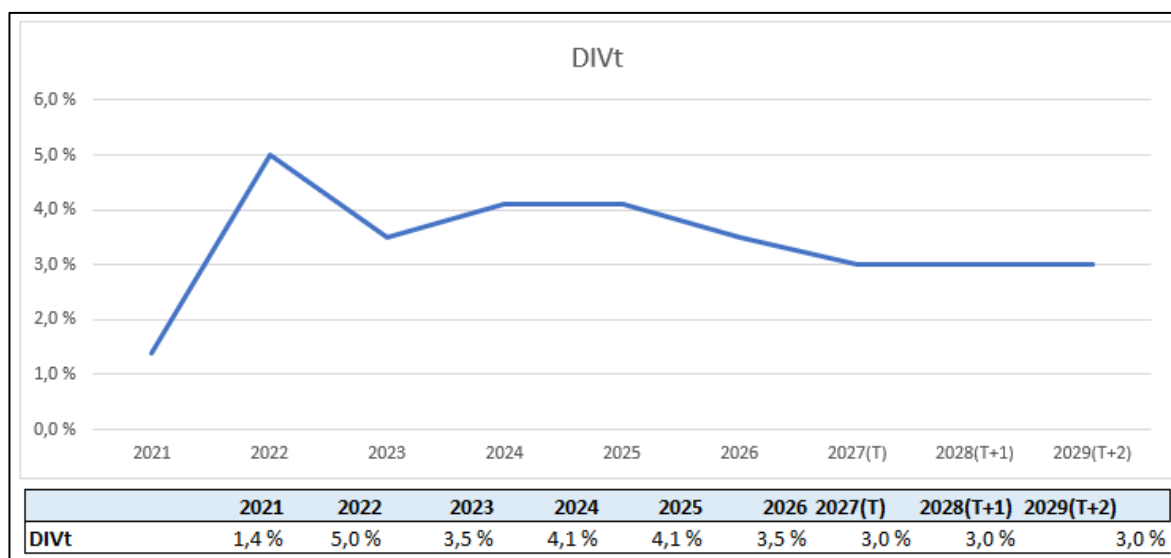
Grunnet den store andelen offentlige leietakere, lav ledighet, og en begrenset effekt av Covid-19 (Entra, Q3 2020), forventer vi at leieinntektene vil øke fremover også. Nesten alle leiekontraktene er inflasjonsbeskyttet og justeres 100 prosent med endring i KPI. Gjennomsnittlig gjenværende leieperiode på 6,9 år pr. 31.12.19. I 2022 tror vi at leieinntektene vil øke med mer enn KPI, som følge av tidligere nevnte prosjekter i arbeid trolig vil ferdigstilles på dette tidspunktet. Veksten i 2022 settes skjønnsmessig til 5 prosent. I Q3 rapport for 2020 ser vi at Entra budsjetterer med NOK 622 millioner i leieinntekter i første kvartal 2022, hvilket underbygger denne veksten. I 2023 tror vi på en økning på 3,5 prosent. Dette skyldes at i tillegg til KPI justering på 2,3 prosent (SSB, 2020) tror vi at inntektene vil øke med ytterligere 1,2 prosent som følge av fordeler knyttet til miljømessige bygg og stor andel av portefølje i CBD. Med andre ord vil den strategiske fordelene fra kapittel 8 beholdes frem til og med 2023.

Videre tror vi at som en følge av Covid-19 og økonomisk usikkerhet vil det være begrenset nybyggaktiviteter i perioden frem til 2023. Sett sammen med en fortsatt økende sentralisering, og arbeidsledighet som reduseres til pre Covid-19 nivåer (SSB, 2020), vil dette gi økte leieinntekter i perioden 2024-2026. Vi tror at veksten i leieinntektene i årene 2024-2025 vil være på nivå med eiendomsbransjens tidsnitt i analyseperioden på 4,1 prosent, før de i 2026 faller til 3,5 prosent. Grunnen til fallet i 2026 er at inntektene vil konvergere mot langsiktig økonomisk vekst i steady state.

Fra år 2027 antar vi at selskapet går mot steady state. Her vil mean-reversion-fenomenet inntreffe. Som nevnt i kapittel 9.1.2 forventer vi at Entra sin langsiktige vekst vil være tre prosent.

Avslutningsvis vil vi også budsjettere andre driftsinntekter. Som en andel av leieinntekter har andre driftsinntekter utgjort et tidsvektet snitt på 8 prosent i perioden 2015-2020. Vi forutsetter at dette vil være tilfelle også i hele budsjettperioden og i steady state.

Veksten i figuren under inkluderer både leieinntekter, og andre driftsinntekter.



Figur 9.5: Budsjettert vekst i driftsinntekter for Entra, perioden 2021 - 2029.

Som forklart over vil en slik vekst gjennom budsjettperioden og i steady state underbygges av våre funn i den strategiske analysen. På lang sikt vil imidlertid driftsinntektene ikke vokse mer enn markedet, og dermed vokse med tre prosent. Oppsummert vil inntektene utvikle seg beløpsmessig som følger:

DI	2020T	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027(T)	2028(T+1)	2029(T+2)
Leieinntekter	2 356	2 367	2 485	2 572	2 678	2 788	2 885	2 972	3 061	3 153
Annen inntekt	173	197	207	214	223	232	240	247	255	262
Driftsinntekter	2 529	2 564	2 692	2 786	2 900	3 019	3 125	3 219	3 315	3 415

Tabell 9.1: Prediksjon av fremtidige inntekter 2020-2029. Tall i MNOK

9.3 Analyse og budsjettering av andre budsjett drivere

I kapittel 9.3 vil vi analysere øvrige budsjett drivere for Entra. Som nevnt vil vi her ha fokus på de viktigste verdidriverne for Entra. Vi ønsker derfor ikke å sette søkelys på detaljer som gir lite merverdi i verdsettelsen. Dette er også resonnementet bak at vi velger å behandle finansielle eiendeler og finansiell gjeld samlet. Se videre begrunnelse i kapittel 9.3.3

9.3.1 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler kan estimeres ved å benytte følgende formel:

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{Onde_t}$$

NDE_{t-1} = Netto driftseiendeler t-1

DI_t = Driftsinntekter t

$onde_t$ = Omløpet til netto driftseiendeler t

For å estimere netto driftseiendeler må vi derfor først estimere omløpshastigheten til netto driftseiendeler. I kapittel 8 beregnet vi onde på gjennomsnittlig kapital. I budsjettperioden fremover vil vi imidlertid beregne denne på inngående kapital. Grunnen til dette er at vi forutsetter at kontantstrømmene realiseres ved slutten av året. Beregnet onde for 2020 var på 5,75 prosent. Onde for 2021-2022 forventes å være stabil sett mot 2020 og settes til 5,75 prosent.

I kapittel 8 fant vi også at tidsvektet snitt for omløpshastigheten til Entra er tilnærmet lik bransjens, men med en nedadgående trend som følge av store virkelig verdi justeringer av investeringseiendom. Vi forventer imidlertid en oppgang i Entra sin omløpshastighet i budsjettperioden som følge av forventningene om økte driftsinntekter, et yieldnivå som vil øke fremover, og en bedre kapasitetsutnyttelse. Fremtidig yieldnivå er nærmere gjennomgått i kapittel 10.4. Oppsummert forventer vi derfor at onde vil gå mot 6,3 prosent, som er det tidsvektede snittet for bransjen.

Basert på beregnet onde og driftsinntekter i forrige delkapittel kan vi nå estimere netto driftseiendeler med utgangspunkt i formelen vist tidligere.

Netto driftseiendeler	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Driftsinntekter t+1	2 564	2 692	2 786	2 900	3 019	3 125	3 219	3 315	3 415
Onde t+1	5,75 %	5,75 %	5,82 %	5,95 %	6,07 %	6,15 %	6,20 %	6,25 %	6,30 %
Netto driftseiendeler t	46 818	47 838	48 748	49 743	50 814	51 917	53 046	54 118	55 173

Tabell 9.2: Estimert netto driftseiendeler for Entra i perioden 2021-2029, tall i MNOK

9.3.2 Netto driftsresultat

Neste budsjettdriver er netto driftsresultat. Netto driftsresultat beregnes ved å benytte følgende formel:

$$NDR_t = DI_t * ndm_t$$

Det første steget her er å beregne netto driftsmargin i egen virksomhet. Dette forholdstallet angir hvor stort netto driftsresultat er i egen virksomhet i forhold til driftsinntektene.

$$NDM_t = \frac{DI_t}{NDR}$$

I lønnsomhetsanalysen fant vi at Entra har en fordel relatert til netto driftsmargin gjennom analyseperioden. Tidsvektet bransjesnitt for ndm i analyseperioden er 56 prosent, mot 75 prosent for Entra. Potensielle forklaringsfaktorer for dette er de sikre kontantstrømmene til Entra i form av offentlige leietakere som kan gi mindre volatilitet i driftsinntekter. I tillegg kan dette indikere at Entra driver mer kostnadseffektivt enn bransjen forøvrig. I den strategiske analysen fant vi at Entra har en fordel knyttet til humankapital, noe som kan underbygge dette. På kort sikt tror vi at Entra vil opprettholde fordelene knyttet til driftsmargin. Dette begrunnes med ovenfornevnte forhold. Vi tror at fall i leieinntekter vil være den største kilden til volatilitet i driftsmarginen i eiendomsbransjen, og sikre kontantstrømmer fra offentlige leietakere er derfor en stor fordel. I tillegg tror vi at miljøfokus til Entra vil gi bedre betalingsvilje hos leietakerne på kort sikt, noe som også vil gjøre at Entra har en høyere driftsmargin i analyseperioden. På lenger sikt tror vi imidlertid at driftsmarginen vil reduseres noe. Vi tror imidlertid ikke at driftsmarginen vil gå helt ned til det vektede snittet i bransjen på 56 prosent. Dette begrunnes med forholdsvis få og store aktører som opererer i CBD områdene, og førstetrekksfordelene som eksisterer der. I tillegg fant vi i den strategiske analysen at det er lav trussel for nyetableringer. Dette fører til mindre press, og muligheter for å kutte kostnader uten gjengjeldelse fra konkurrentene. Majoriteten av kostnadene til selskapene i bransjen vil etter vår mening være finanskostnader. Vi tror derfor ikke at driftskostnader (eierkost) vil utgjøre mer enn 30 prosent på lang sikt. Dette vil inkludere vedlikeholdskostnader knyttet til byggene, som sikrer fremtidige kontantstrømmer. Av den grunn tror vi at bransjesnitt på lang sikt vil være på 70 prosent. Fra beregnet driftsmargin i 2020 med lineær utvikling frem til 2027 vil vi få en fallende driftsmargin, som videre vil gi et netto driftsresultat som illustrert i tabellen under:

NDR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Driftsinntekter	2 564	2 692	2 786	2 900	3 019	3 125	3 219	3 315	3 415
NDM	76 %	75 %	74 %	73 %	72 %	71 %	70 %	70 %	70 %
NDR	1 952	2 022	2 064	2 119	2 175	2 220	2 253	2 321	2 390

Tabell 9.3: NDR i analyseperioden 2021-2029. Tall i MNOK.

9.3.3 Netto finansiell gjeld

Neste steg i prosessen av budsjetteringen består av å beregne netto finansiell gjeld som består av finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Som nevnt har vi valgt å vurdere netto finansiell gjeld samlet (netto) og dermed ikke å dekomponere den i finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Dette er gjort på bakgrunn av at finansielle eiendeler utgjør en helt uvesentlig størrelse i Entras balanse (ca 0,5 prosent av totale eiendeler) og at det ut fra en kost nytte-vurdering ikke vurderes som hensiktsmessig å vurdere eiendeler og gjeld hver for seg. Det er i fremtiden netto finanskostnader som vil påvirke verdsettelsen i vesentlig grad. Videre vil vi i verdsettelsen i oppgavens kapittel 11 benytte netto finansiell gjeld og vi ser derfor ikke at en dekomponering er nødvendig for videre bruk heller.

Netto finansiell gjeld beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$NFG_t = nfgd_t * NDE_t$$

NFG_t = Netto finansiell gjeld i år t

$nfgd_t$ = Netto finansiell gjeldsdel i år t

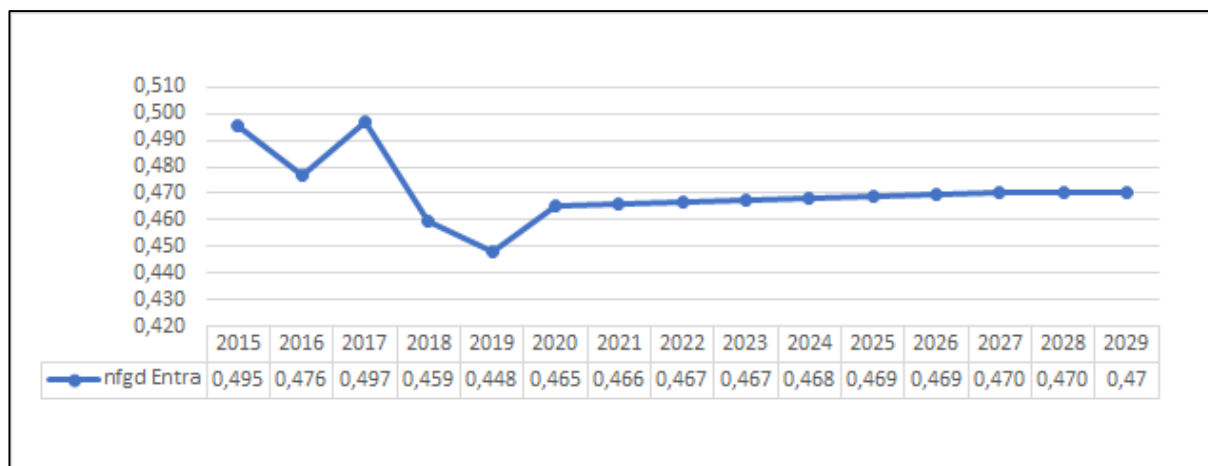
NDE_t = Netto driftseiendeler i år t

For å budsjettere netto finansiell gjeld i perioden frem til 2027, benytter vi budsjettdriveren netto finansiell gjeldsdel. Vi beregner $nfgd$ for analyseperioden 2015 til 2020 med formelen:

$$nfgd = \frac{NFG}{NDE}$$

Vi finner ut fra dette at Entra har $nfgd$ med et tidsvektet snitt på 0,46, og at bransjen har et snitt på 0,47. Ifølge Knivsflå (2020) er finansiell gjeldsdel på Oslo Børs ca 0,5. Det vil være rimelig at Entra vil ha en tilsvarende gjeldsandel. Vi mener dermed at det tidsvektede snittet på 0,46 mot bransjeselskapenes snitt på 0,47 tilsier at finansielle eiendeler ikke utgjør en vesentlig del av netto finansiell gjeld. Dette underbygges også av børsnotertes typiske snitt på 0,5.

For å estimere hvilket nivå netto finansiell gjeldsdel vil ligge på i budsjetteringsperioden, velger vi å benytte bransjens kapitalstruktur som optimalt mål for nfgd i 2029 og videre i steady state. Vi fastsetter derfor nfgd gjennom budsjettperioden gjennom en lineær tilpasning fra observert nfgd i 2020 til optimalt mål i 2029. Den historiske utviklingen og vår budsjetterte nfgd er illustrert i figuren nedenfor:



Figur 9.6: Historisk utvikling og vår forventning for netto finansiell gjeldsdel for Entra, perioden 2015 - 2027.

Vi ser en viss svakhet i at vi baserer vår budsjettering på historiske tall for både bransjen og Entra og at disse ikke nødvendigvis sier hvordan fremtidig utvikling i forholdet vil bli. Dermed vil det være usikkerhet knyttet til budsjetterte netto finansiell gjeld, men i mangel av bedre metoder for å estimere denne, blir historisk projisering vårt beste estimat.

Ved å benytte vårt estimat for netto finansiell gjeldsdel og tidligere anslått netto driftseiendeler, kan vi nå anslå den forventede utviklingen i netto finansiell gjeld over budsjettperioden, som vist i tabell 9.4:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Netto finansiell gjeldsdel t	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47
x Netto driftseiendeler t	45 710	46 818	47 838	48 748	49 743	50 814	51 917	53 046	54 118	55 173
= Netto finansiell gjeld t	21 271	21 818	22 325	22 782	23 280	23 815	24 366	24 932	25 435	25 931

Tabell 9.4: Budsjetterte netto finansiell gjeld for perioden 2020 - 2029. Tall i NOK millioner.

9.3.4 Netto finansielle kostnader

I dette delkapittelet skal vi beregne vårt beste estimat på budsjettert netto finansielle kostnader i budsjettperioden. Netto finansielle kostnader vil bestå av finansielle kostnader fratrukket finansielle inntekter. På grunnlag av samme beslutninger og vurderinger gjort i forrige delkapittel, velger vi å ikke dekomponere netto finansielle kostnader og beregner denne netto.

Entra sine finansielle kostnader består av *rentekostnader knyttet til obligasjonslån, sertifikatlån og banklån*. Alle disse lånene har forskjellige renter. For å predikere rentekostnaden har vi tatt utgangspunkt i årsrapporten for 2019 og sett på fordelingen av finansiell gjeld på de tre finansieringsformene. Obligasjonslån utgjør ca. 58 prosent, sertifikatlån ca. 9 prosent, og banklån ca. 33 prosent.

Finansiell gjeld	31.12.2019	Andel
Obligasjonsgjeld	11 600	58 %
Sertifikatlån	1 800	9 %
Banklån	6 501	33 %
Sum	19 901	100 %

Tabell 9.5: Finansiell gjeld fordelt på finansieringskilder

Vi har delt beregning av netto finanskostnad opp i to perioder for *obligasjonslån og sertifikatlån*. Frem til 2024 har Entra en stor del løpende obligasjonslån. De fleste løper imidlertid ut i 2024 (fire gjenstår), og vi antar at lånene må refinansieres på dette tidspunktet. For å beregne renten for obligasjonslån har vi tatt utgangspunkt i offentlige låneavtaler. Selskapet har pr. 31.12.2019 utstedt 11 obligasjonslån, og har i tillegg utstedt et obligasjonslån i 2020. Rente på lånene varierer mellom en fast kupongrente, og en 3M NIBOR med tillegg av en kredittmargin. For lånene med NIBOR har vi benyttet snitt for 2020, og lagt til kredittmargin som fremgår av låneavtalen. Videre har vi forutsatt at NIBOR rente vil konvergere mot risikofri rente på 2 prosent i 2027, se kapittel 10.1.1. Vi beregner en årlig gjennomsnittrente for obligasjonslån, som multipliseres med andelen obligasjonslån av total finansiell gjeld. Den samme regneoperasjonen gjøres for *sertifikatlån*, men der har vi lagt til grunn en stabil rente på 2 prosent, som tilsvarer rentekostnaden for sertifikatlån i 2019.

Vi forutsetter derfor at fra 2024 til steady state vil rentekostnaden konvergere mot langsiktig gjeldskrav på 4,6 prosent. Vi identifiserer netto finansiell gjeldsrente som den langsiktige driveren av netto finanskostnader. Netto finansiell gjeldsrente er estimert i kapittel 10.2. Som vi konkluderte med i kapittel åtte, er kapitalmarkedene effisiente og finansieringsfordelen vil

derfor gå mot null på lang sikt. Dette medfører at finansiell gjeldsrente i steady state vil tilsvare det finansielle gjeldskravet i steady state.

For banklån forutsetter vi at rentekostnaden vil konvergere mot langsiktig gjeldskrav allerede fra år 2021. I 2020 har vi beregnet at renten for banklån var 3,62 prosent. Som nevnt forventer vi at det ikke vil være mulig å ha en evig finansieringsfordel. Fordelene Entra har knyttet til grønn finansiering vil først og fremst komme fra obligasjonslån, og vi mener denne fordelene hensyntas ved å benytte rentene som fremgår fra de nåværende obligasjonslånene.

Vi beregner kostnaden basert på inngående kapital i hvert år. Vår budsjettering av netto finanskostnader er vist i tabell 9.6:

Beregnet NFK	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
nfgr	2,90 %	3,02 %	3,13 %	3,28 %	3,72 %	3,93 %	4,09 %	4,60 %	4,60 %	4,60 %
x Netto finansiell gjeld (t-1)	19651	21271	21818	22325	22782	23280	23815	24366	24932	25435
= Netto finanskostnader	532	642	682	732	847	914	975	1121	1147	1170

Tabell 9.6: Budsjetterte netto finansielle kostnader i budsjettperioden 2021 - 2029. Beregnet finanskostnader basert på vårt estimat av finansiell gjeldsrente i 2021 - 2024 og deretter lineær konvergering mot finansielt gjeldskrav i 20207, hvor finansieringsfordelen forsvinner. Tall i NOK millioner.

9.3.5 Minoritetsandel

Fremover må vi også budsjettere utvikling i minoritetsinteressene. Minoritetsinteresser uttrykkes med følgende formel:

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

MI = Minoritetsinteresse

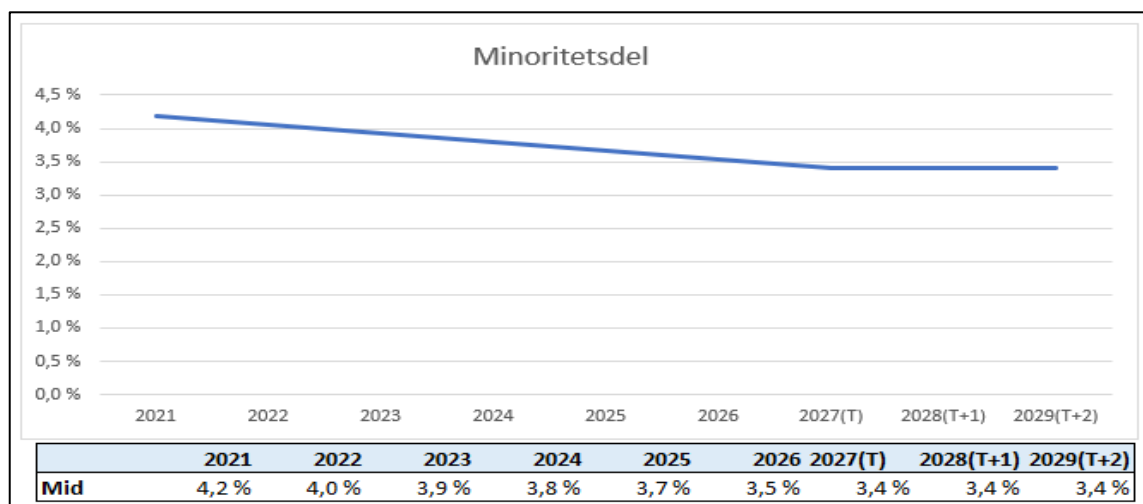
mid = Minoritetsdel

NDE = Netto driftseiendeler

Minoritetsdelen er her den årlige prognosen, eller fremskrevet minoritetsdel. Ved å benytte formelen over kan denne uttrykkes som følger:

$$mid_t = \frac{MI_t}{NDE_t}$$

Av lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 kom det frem at det har vært en byrde for konsernet å ha en minoritetsinteresse. Vi tror at minoritetsdelen vil forholde seg relativt stabil sammen med resten av kapitalstrukturen. Når Entra er i steady state forventer vi at minoritetsandelen vil være på et nivå som er det tidsvektede gjennomsnittet på 3,4 prosent i analyseperioden 2015 til 2020. Frem til selskapet er i steady state i 2027 vil det være en lineær utvikling til dette nivået slik vi illustrerer i figuren nedenfor.



Figur 9.7: Utvikling i minoritetsandel i analyseperioden

Dette vil videre gi en minoritetsinteresse i analyseperioden som vist i tabellen under:

Minoritetsinteresse	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
NDE	46 818	47 838	48 748	49 743	50 814	51 917	53 046	54 118	55 173
Mid	4,2 %	4,0 %	3,9 %	3,8 %	3,7 %	3,5 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %
MI	1 961	1 967	1 982	1 979	1 969	1 905	1 872	1 909	1 948

Tabell 9.7: Minoritetsinteresser i budsjetteringsperioden 2021 - 2029. Tall i NOK millioner.

9.3.6 Netto minoritetsresultat

Den siste budsjettdriveren som estimeres er utvikling i netto minoritetsresultat. Netto minoritetsresultat kan defineres med følgende formel:

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$$

NMR = Netto minoritetsresultat

mir = Minoritetsrentabilitet

MI = Minoritetsinteresse

I lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 fant vi at den vektete gjennomsnitt differansen mellom *mir* og *mik* var på - 4,9 prosent. Det vil si at minoriteten har hatt en strategisk fordel, og

tilsvarende en strategisk ulempe for majoriteten. I 2020 var imidlertid differansen på 2 prosent, og følgelig en fordel for majoriteten. Dette indikerer etter vår mening at det ikke lenger eksisterer en strategisk fordel for minoriteten. En måte å estimere *mir* i fremtiden på er å forutsette at minoritetsrentabiliteten er lik minoritetskravet. Dette er en rimelig forutsetning dersom minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet virkelig verdi. Differansen mellom kravet og rentabiliteten i 2020 kan indikere dette. I fremtiden vil minoritetens rentabilitet etter vårt skjønn derfor konvergere mot minoritetskravet. Minoritetskrav er beregnet i kapittel 10.1.5. Ved konvergering mot minoritetskrav i 2027 vil netto minoritetsresultat utvikle seg i budsjettperioden som følger.

NMR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027(T)	2028(T+1)	2029(T+2)
Minoritetsandel(t-1)	1 961	1 967	1 982	1 979	1 969	1 905	1 872	1 909	1 948
Mir(t)	5,87 %	6,24 %	6,61 %	6,98 %	7,35 %	7,72 %	7,72 %	7,72 %	7,72 %
NMR(t)	115	122	130	138	145	152	147	145	147

Tabell 9.8: Netto minoritetsresultat i budsjetteringsperioden 2021 - 2029. Tall i MNOK

9.4 Fremtidsregnskap

Som nevnt innledningsvis har vi med utgangspunkt i våre funn i del 2 av oppgaven budsjettert et fremtidsregnskap.

Med utgangspunkt i identifisert strategisk fordel i kapittel 8 som følge av fordeler knyttet til porteføljens beliggenhet, og sikre kontantstrømmer, samt begrenset nybyggingsaktivitet forventer vi at leiepriser vil fortsatt overstige langsiktig likevektsnivå i den eksplisitte perioden. Dette vil vedvare frem til år 2027 der Entra sin forventede utvikling vil tilsvare den langsiktige veksten på 3 prosent. Denne er beregnet ved å se på forventet nominell vekst i verdensøkonomien på 5 prosent, og ta hensyn til det faktum at selskapet ikke vil vokse i samme takt, se 9.1.1.3. Videre vil selskapet fortsatt ha en midlertidig finansieringsfordel knyttet til de grønne obligasjonslånene som vil vedvare frem til majoriteten av disse utløper i år 2024. Gjeldsrenten vil på dette tidspunkt konvergere mot det langsiktige gjeldskravet som følge av effisiente kapitalmarkeder.

En forventning om økte rentenivåer på lang sikt og en moderat økning i yield vil videre medføre til at fremtidige justeringer av virkelige verdier vil reduseres sett mot tidligere år. Utvikling i rente og yield er nærmere analysert i kapittel 10. Videre forventer vi at netto finansiell gjeld vil gå mot snittet på Oslo Børs på 50 prosent på lang sikt.

Oppsummert mener vi at med basis i historisk utvikling, identifiserte strategiske fordeler, samt forventet utvikling i markedet fremover at vi har estimert et rimelig fremtidsregnskap for Entra i analyseperioden 2021-2029, der 2029 er terminalåret. Vi presiserer imidlertid at fremtidsregnskapet bygger på våre skjønnsmessige vurderinger, og vil følgelig være beheftet med usikkerhet. Dette vil analyseres nærmere i kapittel 11.

Beregningene gjennomgått i dette kapittelet oppsummeres i et fremtidsregnskap som består av resultatregnskap og balanse, samt en fri kontantstrøm. I det videre vil fremtidsregnskap og kontantstrøm benyttes sammen med fremtidskravet som beregnes i kapittel 10 til å gjennomføre en fundamental verdsettelse i kapittel 11.

9.4.1 Fremtidsresultat

I tabellen under er resultatet aggregert, og tar utgangspunkt i netto driftsresultat. Ved beregning av netto driftsresultat er det tatt utgangspunkt i netto driftsresultat fratrukket driftsskattesats i 2020. Av den grunn er alle års netto driftsresultat etter skatt. Etter vårt skjønn er det lite hensiktsmessig å disaggregere regnskapsoppstillingene ytterligere for verdsettelsesformål. Beregningen av netto finanskostnad og netto minoritetsresultat fremgår av kapittel 9.3.4 og 9.3.6. Netto betalt utbytte fremkommer av fri kontantstrøm til egenkapitalen i tabell 9.11.

Fremtidsresultat	2020T	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027(T)	2028(T+1)	2029(T+2)
DI	2 529	2 655	2 748	2 845	2 961	3 083	3 175	3 239	3 303	3 369
NDR	1 822	1 952	2 022	2 064	2 119	2 175	2 220	2 253	2 321	2 390
+NFI	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=NRS	1 831	1 952	2 022	2 064	2 119	2 175	2 220	2 253	2 321	2 390
-NFK	422	667	725	798	931	991	1055	1121	1147	1170
-NMR	103	115	122	130	138	145	152	147	145	147
=NRE	1 306	1 170	1 175	1 136	1 050	1 039	1 013	985	1 029	1 073
+UNDR	-252	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+UNFR	-311	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-UNMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=FNR	742	1 170	1 175	1 136	1 050	1 039	1 013	985	1 029	1 073
-NBU	437	166	507	437	501	546	615	597	531	521
=Endring EK	305	1 004	668	700	549	493	397	388	498	552

Tabell 9.9: Fremtidsregnskap for Entra, perioden 2020-2029. Tall i NOK millioner.

9.4.2 Fremtidsbalanse

I tabellen under fremgår fremtidsbalansen. Egenkapitalen er beregnet som differansen mellom netto driftseiendeler, minoritetsinteresser og finansiell gjeld.

Balanse	2020T	2021	2022	2023	2024	2025	2026	20207(T)	2028(T+1)	2029(T+2)
NDE	45 710	46 818	47 838	48 748	49 743	50 814	51 917	53 046	54 118	55 173
+ FE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= SSE	45 710	46 818	47 838	48 748	49 743	50 814	51 917	53 046	54 118	55 173
+ EK	22 874	23 040	23 546	23 983	24 484	25 031	25 646	26 242	26 774	27 295
+ MI	1 967	1 961	1 967	1 982	1 979	1 969	1 905	1 872	1 909	1 948
+ FG	20 869	21 817	22 325	22 782	23 280	23 815	24 366	24 932	25 435	25 931
= SSK	45 710	46 818	47 838	48 748	49 743	50 814	51 917	53 046	54 118	55 173

Tabell 9.10: Fremtidsbalanse for Entra, perioden 2020-2029. Tall i NOK millioner.

9.4.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Fremtidig fri kontantstrøm til egenkapital er beregnet ved å ta utgangspunkt i fremtidig resultat og fremtidig balanse i tabellene over. Kontantstrømmen er splittet opp i fri kontantstrøm fra drift, fri kontantstrøm til sysselsatt kapital og fri kontantstrøm til egenkapital. Som nevnt over tilsvarer fri kontantstrøm til egenkapital, netto betalt utbytte.

Fri kontantstrøm	2020T	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027(T)	2028(T+1)	2029(T+2)
NDR	1 822	1 952	2 022	2 064	2 119	2 175	2 220	2 253	2 321	2 390
+UNDR	-252	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Endring NDE	1 019	1 108	1 021	909	995	1 071	1 102	1 130	1 072	1 055
= Fri KS drift	551	844	1 002	1 155	1 124	1 104	1 117	1 123	1 249	1 335
+ Netto FI	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormal netto FI	-311	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring FE	-61		0	0	0	0	0	0	0	0
= Fri KS SK	310	844	1 002	1 155	1 124	1 104	1 117	1 123	1 249	1 335
- Netto FK	422	667	725	798	931	991	1 055	1 115	1 147	1 170
+ Endring FG	634	948	508	457	498	535	551	566	503	496
- Netto MR	103	115	122	130	138	145	152	147	145	147
- Unormal netto MR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring MI	20	6	6	15	4	10	64	33	37	38
= Fri KS til EK(NBU)	437	1 002	666	698	547	491	395	392	496	550

Tabell 9.11: Fremtidig fri kontantstrøm Entra 2020-2029.

10. Fremtidskrav

I kapittel 7 analyserte vi Entra sitt historiske avkastningskrav. I dette kapittelet vil vi estimere og fastsette et fremtidig avkastningskrav. Dette gjøres ved å benytte samme metodikk som under historisk avkastningskrav i kapittel 7. Videre vil vi i kapittel 11 benytte beregnet fremtidig avkastningskrav for å neddiskontere Entras fremtidige kontantstrømmer.

Som vi var inne på i kapittel 9 forventer vi at den økonomiske usikkerheten på sikt vil reduseres, og at rentenivåene vil ta seg opp igjen. Dette vil på lang sikt trolig medføre en økning i yieldnivå, og følgelig også i avkastningskrav. Med bakgrunn i kapitalverdimodellen tror vi imidlertid ikke at det vil bli en vesentlig økning i netto driftskrav. Dette fordi en renteøkning i utgangspunktet vil si en større optimisme i markedet, noe som vil tilsi en reduksjon i markedets risikopremie og redusert kredittrisikopremie. Dette er forhold vi vil se nærmere på i dette kapittelet.

Videre vil vektingen i fremtidskravet utføres basert på de budsjetterte fremtidsstørrelsene som vi estimerte i kapittel 9.

10.1 Egenkapitalkrav

Som under historisk avkastningskrav brukes kapitalverdimodellen for å fastsette fremtidig egenkapitalkrav. I tillegg tas det hensyn til en likviditetspremie. Se forøvrig beskrivelse og gjennomgang av teori og modellen i kapittel 7. Egenkapitalkravet regnes ut etter skatt, da kontantstrømmene er beregnet etter skatt. På denne måten får vi konsistens i verdivurderingen. Selskapsskattesatsen for 2020 er 22 prosent, noe vi forutsetter den også vil være i fremtiden.

10.1.1 Risikofri rente

Vi velger å benytte oss av en 10-årig norsk statsobligasjon som risikofri rente for Entra i analyseperioden. Dette er det samme utgangspunktet for risikofri rente som i kapittel 7.2.1. Den gjennomsnittlige risikofrie renten ble beregnet til å være 1,06 prosent. Dette er svært lavt, og vi vil ved fremtidskravet legge til grunn at den risikofrie renten vil være tilbakevendende mot gjennomsnittlig nivå på tiårige statsobligasjoner. Vi vil dermed estimere en normalisert rente.

Etter vårt skjønn vil beste estimat på risikofri rente i steady state være et gjennomsnittlig årssnitt for historiske tiårige norske statsobligasjoner over en periode som inkluderer både konjunkturedringer og renteendringer. Av denne grunn velger vi å se på årsgjennomsnitt for

tiårig rente de siste 15 årene, det vil si fra 2006 til september 2020. Her vil det være inkludert både nedgangs- og oppgangskonjunkturer, og gjennomsnittlig rente vil etter vårt syn være representativ for en langsiktig normalisert rente. Gjennomsnittlig rente i denne perioden utgjør 2,86 prosent (Norges Bank, 2020). En rente på dette nivået er også i tråd med våre forventninger om vekst for Entra i steady state, se kapittel 9.1.2.

I kapittel syv fant vi at risikofri rente for 2020 var på 0,83 prosent. Vi antar at renten vil ha en lineær utvikling fra 0,83 prosent i 2020 til 2,86 prosent i 2027 før skatt. Korrigert for skatt finner vi en risikofri rente etter skatt som vist i tabell 10.1:

Risikofri rente	2020T	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027(T)	2028(T+1)	2029(T+2)
Rente 10-års statsobligasjon	0,83 %	1,12 %	1,41 %	1,70 %	1,99 %	2,28 %	2,570 %	2,86 %	2,86 %	2,86 %
Risikopremie AAA rating	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Risikofri rente før skatt	0,83 %	1,12 %	1,41 %	1,70 %	1,99 %	2,28 %	2,57 %	2,86 %	2,86 %	2,86 %
Skatt	0,18 %	0,25 %	0,31 %	0,37 %	0,44 %	0,50 %	0,56 %	0,63 %	0,63 %	0,63 %
Risikofri rente etter skatt	0,65 %	0,87 %	1,10 %	1,32 %	1,55 %	1,77 %	2,00 %	2,22 %	2,22 %	2,22 %

Tabell 10.1: Risikofri rente gjennom budsjetteringsperioden, 2020 - 2029.

10.1.2 Egenkapitalbeta

I tråd med tidligere nevnte Miller-Modigliani sin første proposisjon (Damodaran, 2012, s. 858) er selskapets verdi uavhengig av finansiering. Denne teorien legges til grunn også i dette kapittelet, hvilket gjør at beta til netto driftskapital settes lik som i analyseperioden på 0,496. Videre betyr dette at egenkapitalbeta beregnes “baklengs” ved å ta utgangspunkt i beta for netto finansiell gjeld (se kap. 10.2) vektet mot gjeldsandel, og deretter beregne egenkapitalbetaen basert på egenkapitalvekt. Minoritetsvekt hensyntas også som illustrert i tabellen under. Det presiseres at det ikke er noe fasitsvar på hva egenkapitalbeta er, og dette er således en parameter som vil være beheftet med usikkerhet i verdsettelsen. Dette vil analyseres nærmere i kapittel 11.

Beregning av årlig EK beta	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027(T)	2028(T+1)	2029(T+2)
Egenkapitalbeta	0,91	0,91	0,91	0,92	0,91	0,92	0,92	0,92	0,91
* Egenkapitalvekt	49 %	49 %	49 %	49 %	49 %	49 %	49 %	49 %	49 %
+ Egenkapitalbeta	0,91	0,91	0,91	0,92	0,91	0,92	0,92	0,92	0,91
* Minoritetsvekt	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	3 %	3 %	3 %
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,022	0,022	0,021	0,022	0,025	0,024	0,024	0,026	0,026
* Netto finansiell gjeldsvekt	47 %	47 %	47 %	47 %	47 %	47 %	47 %	47 %	47 %
= Netto driftsbeta	0,496	0,496	0,496	0,496	0,496	0,496	0,496	0,496	0,496

Tabell 10.2: Beregning av Entras egenkapitalbeta for perioden 2021-2029.

10.1.3 Markedets risikopremie

Det antas at markedets risikopremie vil være lik i fremtiden som den er i dag. Det betyr at markedets risikopremie fastsettes til å være 5,1 prosent etter skatt. Som vi forklarte i kapittel 7 er det ingen som vet hva markedets risikopremie faktisk er. Dette er en teoretisk premie en investor vil ha for å investere i markedet kontra risikofritt. Dette er en forutsetning som vil påvirke verdsettelsen i stor grad, og være sensitiv for endringer.

10.1.4 Likviditetspremie

Som tidligere nevnt baserer behovet seg for justering på en skjønnsmessig vurdering, og relevans for investor (Kaldestad & Møller, 2016). I kapittel 7 identifiserte vi en potensiell likviditetsrisiko knyttet til krisesituasjoner der Entra potensielt må selge eiendommer til under markedspris. Det ble da lagt til en skjønnsmessig likviditetspremie på 0,5 prosent. Fremover er dette etter vårt syn noe forsiktig. Vi velger å legge til en skjønnsmessig likviditetspremie på 0,15 prosent i analyseperioden og i steady state. Dette gir et egenkapitalkrav på 5 prosent i 2029.

I tillegg er minoritetsinteressene i konsernet i realiteten innelåst, og i større grad illikvid. Av den grunn fastsettes det her en skjønnsmessig likviditetspremie på tre prosent for minoriteten.

10.1.5 Fremtidig egenkapitalkrav

Formålet med å estimere et fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen er for å kunne neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen.

I tabellen under fremgår egenkapitalkravet for majoriteten, samt beregnet minoritetskrav.

Egenkapitalkrav	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027(T)	2028(T+1)	2029(T+2)
Risikofri rente etter skatt	0,87 %	1,10 %	1,32 %	1,55 %	1,77 %	2,00 %	2,22 %	2,22 %	2,22 %
Justert beta	0,91	0,91	0,91	0,92	0,91	0,92	0,92	0,92	0,91
Markedsrisikopremie etter skatt	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %
Egenkapitalkrav - CAPM etter skatt	4,72 %	4,75 %	4,78 %	4,80 %	4,82 %	4,84 %	4,86 %	4,86 %	4,85 %
Likviditetspremie	0,15 %	0,15 %	0,15 %	0,15 %	0,15 %	0,15 %	0,15 %	0,15 %	0,15 %
Egenkapitalkrav	4,87 %	4,90 %	4,93 %	4,95 %	4,97 %	4,99 %	5,01 %	5,01 %	5,00 %

Minoritetskrav	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027(T)	2028(T+1)	2029(T+2)
Egenkapitalkrav - CAPM etter skatt	4,72 %	4,75 %	4,78 %	4,80 %	4,82 %	4,84 %	4,86 %	4,86 %	4,85 %
Likviditetspremie	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Minoritetskrav etter skatt	7,72 %	7,75 %	7,78 %	7,80 %	7,82 %	7,84 %	7,86 %	7,86 %	7,85 %

Tabell 10.3: Fremtidig egenkapitalkrav for Entra, perioden 2021-2029.

Vi ser at egenkapitalkravet er forholdsvis stabilt sett mot historisk beregnet egenkapitalkrav. Usikkerhetsfaktorene det ble redegjort for der vil være de parameterne som også vil medføre at selve verdsettelsen vil være inneholde usikkerhet. Som nevnt vil vi se nærmere på dette i kapittel 11.

10.2 Finansielle krav

Vi vil i dette delkapittelet beregne et fremtidig avkastningskrav til netto finansiell gjeld. Beregningen vår vil ta utgangspunkt i samme metode som vi benyttet da vi beregnet historisk krav i kapittel 7, men vi vil gjøre noen justeringer for å komme til et finansielt krav som henger sammen med vår forståelse av Entra og finansmarkedet.

Før vi kan gjennomføre beregningene av det finansielle avkastningskravene må vi fastslå vår syntetiske rating for Entra i budsjettperioden. Som i kapittel 7, legger vi til grunn likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet som grunnlag for den syntetiske ratingen.

Syntetisk rating	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Likviditetsgrad 1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Likviditetsgrad 1 rating	D	D	D	D	D	D	D	D	D
Rentedekningsgrad	6,67	6,25	5,78	5,1	4,56	4,12	3,72	3,71	3,71
Rentedekningsgrad rating	AA	AA	AA	AA	A	A	A	A	A
Egenkapitalandel	0,5	0,5	0,5	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Egenkapitalandel rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Netto driftsrentabilitet	0,0384	0,0367	0,0348	0,0342	0,0335	0,0346	0,034	0,034	0,034
Netto driftsrentabilitet rating	B	B	B	B	B	B	B	B	B
Gjennomsnittlig	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB

Tabell 10.4: Syntetisk fremtidsrating av Entra, 2021 - 2029.

Som vi ser av tabellen har vi valgt å fremskrive Likviditetsgrad 1 med det tidsvektede gjennomsnittet for analyseperioden, altså en likviditetsgrad 1 på 0,3 som gir en rating på D. Dette gjøres siden vi ikke har tilstrekkelig med budsjett drivere som er nødvendige for å beregne forholdstallet konkret og et estimat blir derfor det nærmeste vi kommer. Ved beregning av rentedekningsgrad, har vi valgt å forskyve ratingen til rentedekningsgraden med ett år for å komme oss rundt endogenitetsproblemer da netto finanskostnad i fremtidsregnskapet vil være avhengig av estimert fremtidsrating. Ved beregningen av egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet er disse fastsatt på grunnlag av tallmateriale fra vårt fremtidsregnskap.

Fra tabellen ser vi at gjennom vår fremtidsrating av Entra kommer til et årlig gjennomsnitt i rating som ligger i varierende grad mellom BB og BBB som vil tilsvare en kredittrisikopremie på henholdsvis 3,40 prosent og 1,40 prosent. Vi mener ut fra en helhetsvurdering at å velge én av disse kredittrisikopåslagene ikke vil reflektere de underliggende forholdene tilstrekkelig og vi velger derfor å fastsette det årlige påslaget basert på vår vurdering av hvor Entra befinner seg mellom disse grenseverdiene. Fastsettelsen av kredittrisikopåslaget gjøres residualt i neste delkapittel når finansielt gjeldskrav beregnes.

Finansielt gjeldskrav

Fremtidig krav til finansiell gjeld består av risikofri rente etter skatt tillagt en kredittrisikopremie. Basert på forventet risikofri rente etter skatt må vi dermed fastsette kredittrisikopremien basert på vår syntetiske rating. Vi har imidlertid valgt å vurdere Entrass finansieringskrav ut fra en kombinasjon av analyse av historiske tall og markedsbaserte forhold knyttet til deres fremtidige finansiering.

Som nevnt forventer vi at finansieringsfordelen vil forsvinne på lang sikt, og den finansielle gjeldsrenten beregnet i kapittel 9.3.4 vil konvergere mot et langsiktig finansielt gjeldskrav. Vi tar her utgangspunkt i den risikofrie renten beregnet i kapittel 10.1.1. Deretter antar vi at kredittrisikopremien vil være snittet mellom kredittrisikopremien for BB/BBB rating, som utgjør ca 2,4 prosent.

Vi mener at dette gir oss et godt estimat på det finansielle gjeldskravet i 2027 og vi fastsetter kredittrisikopremien for steady state med grunnlag i dette. Vi velger videre en lineær tilpasning fra observert finansielt gjeldskrav i 2020 til beregnet gjeldskrav i 2027 og fastslår kredittrisikopremien det enkelte år som differansen mellom gjeldskravet og risikofri rente.

Finansielt gjeldskrav	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Syntetisk rating	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB	BB/BBB
Risikofri rente etter skatt	0,87 %	1,10 %	1,32 %	1,55 %	1,77 %	2,00 %	2,22 %	2,22 %	2,22 %
+ Kredittrisikopremie	2,03 %	2,04 %	2,00 %	2,03 %	2,32 %	2,26 %	2,38 %	2,38 %	2,38 %
= Finansielt gjeldskrav	3,14 %	3,32 %	3,58 %	4,09 %	4,26 %	4,43 %	4,60 %	4,60 %	4,60 %

Tabell 10.5: Finansielt gjeldskrav for Entra i budsjetteringsperioden.

Vi ser fra tabellen at kredittrisikopremien befinner seg mellom påslaget for BB og BBB rating (3,4 prosent og 1,4 prosent). Dette fremstår som rimelig. For sist inngåtte obligasjonslån utstedt i 2020 fremgår det av låneavtalen en rentemargin på 1,1 prosent. Dette er et grønt obligasjonslån, der Entra får fordelaktig finansiering. Basert på denne premien finner vi det rimelig at samlet kredittrisikopremie (inkluderer bank) er i overkant av to prosent i 2021.

Netto finansielt gjeldskrav

Som vi redegjorde for i kapittel 9, velger vi å vurdere finansiell gjeld netto. For å beregne nettokravet, tas et vektet snitt av finansielt eiendels- og gjeldskrav. Siden vi velger å beregne dette netto vil finansielt eiendelskrav vektes med 0 og finansielt gjeldskrav vil vektes med 1. Netto finansielt gjeldskrav vil derfor være det samme som finansielt gjeldskrav. Dette er illustrert i tabell 10.6:

Netto finansielt gjeldskrav	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Finansielt gjeldskrav	3,14 %	3,32 %	3,58 %	4,09 %	4,26 %	4,43 %	4,60 %	4,60 %	4,60 %
Finansiell gjeldsvekt	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Finansielt eiendelskrav	1,60 %	1,83 %	2,05 %	2,28 %	2,50 %	2,73 %	2,95 %	2,95 %	2,95 %
Finansiell eiendelsvekt	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto finansielt gjeldskrav	3,14 %	3,32 %	3,58 %	4,09 %	4,26 %	4,43 %	4,60 %	4,60 %	4,60 %

Tabell 10.6: Netto finansielt gjeldskrav for Entra gjennom budsjettperioden, 2021 - 2029.

10.3 Netto driftskrav

Basert på beregningene over kan vi nå beregne netto driftskrav (WACC) ved å vekte kravene mot de budsjetterte størrelsene av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Dette gir et netto driftskrav som illustrert i tabellen under:

WACC Entra	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027(T)	2028(T+1)	2029(T+2)
Egenkapitalkrav	4,87 %	4,90 %	4,93 %	4,95 %	4,97 %	4,99 %	5,01 %	5,01 %	5,00 %
EK/NDK	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Minoritetskrav	7,72 %	7,75 %	7,78 %	7,80 %	7,82 %	7,84 %	7,86 %	7,86 %	7,85 %
MI/NDK	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Netto finansielt gjeldskrav	3,14 %	3,32 %	3,58 %	4,09 %	4,26 %	4,43 %	4,60 %	4,60 %	4,60 %
NFG/NDK	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47
Netto driftskrav - WACC	4,18 %	4,28 %	4,41 %	4,66 %	4,75 %	4,83 %	4,92 %	4,92 %	4,92 %

Tabell 10.7: Beregnet fremtidig netto driftskrav for Entra, perioden 2021-2029

Vi opererer her med to desimaler på grunn av matematisk nøyaktighet i den videre verdsettelsen. Det er ikke noe fasitsvar på WACC er, og verdsettelsen vil være sterkt påvirket av endringer i parameterne. Etter vårt syn burde WACC kunne oppgis som et *intervall* for å illustrere usikkerheten som faktisk foreligger ved en verdsettelse. Ved verdsettelse i regnskapet krever imidlertid regnskapsstandarder som IAS 36 at en skal oppgi WACC som et punkttestimat. For vårt formål der vi skal verdsette egenkapitalen til Entra, vil det også være nødvendig å operere med et punkttestimat. Vi vil imidlertid utføre sensitivitetsanalyser på de mest sentrale forutsetningene for å vise, og ta hensyn til usikkerheten.

Som vi ser av tabellen endrer netto driftskrav seg gjennom perioden. Vi ser også at netto finansielt gjeldskrav er lavere enn egenkapitalkravet gjennom hele perioden. Tidligere i oppgaven er det forklart at dette er rimelig på grunn av den relativt høyere risikoen det er å være egenkapital-, kontra det å være fremmedkapitalinvestor.

Fra 2021 til 2027 forventer vi en økning på ca. 0,65 prosentpoeng. Dette forklares i hovedsak med at risikofri rente øker, som ikke motsvares fullt ut av en reduksjon i markedets risikopremie eller kredittrisikopremie. I teorien burde en økt rente tilsi økt økonomisk aktivitet og følgelig bedre økonomiske tider. Ved gode økonomiske tider har investor bygget opp verdier og tåler å tape mer, og blir derfor mindre risikoavers. Dette ville i utgangspunktet tilsi at ved økt rente, burde markedets risikopremie gå ned. Det samme gjelder kredittrisikopremien. Det er som nevnt umulig å si hva markedets risikopremie er, og vi har derfor valgt å holde den stabil basert på rasjonale gitt i kapittel 7. For kredittrisikopremien mener vi at denne vil øke som følge av bortfall av finansieringsfordeler, selv om risikofri rente også øker. Samlet gir dette noe økning i WACC. Det er likevel en moderat økning, som etter vårt skjønn må anses som rimelig.

Ettersom den strategiske fordelene vi har identifisert både knyttet til drift og finansiering er forutsatt å forsvinne på lang sikt i steady state, vil derfor Entra sin driftsavkastning på lang sikt samsvare med netto driftskrav. Igjen presiserer vi at det er potensiell usikkerhet her, noe som vil analyseres nærmere i kapittel 11.

I det videre vil netto driftskrav benyttes ved neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer.

10.4 Yieldutvikling

Som nevnt i kapittel 9 tror vi at yelden vil øke moderat på lang sikt, etterhvert som styringsrenten øker. Vi ønsker å predikere en utvikling i yieldnivåene fremover. Formålet med dette er å få en indikasjon på om beregnet netto driftskrav er rimelig, og i tillegg få en indikasjon på om det foreligger et oppsidepotensiale, eller en nedsiderisiko i aksjen.

I Q2 2019 til Q2 2020 er utvikling i verdier i hele næringssektorsbransjen i Norge henholdsvis 5,9 prosent og 4,7 prosent. Verdiutviklingen er altså fortsatt positiv, men trenden er fallende (Newsec, 2020). Ved et økende rentenivå på lang sikt, kan dette indikere at verdiene på eiendommene og følgelig Entra på lang sikt vil falle noe. Etter vårt syn er det derfor en potensiell større nedsiderisiko enn oppsidepotensiale fra dagens verdier.

I kapittel 2.1.3.2 så vi hvordan prime yield bygger på risikofri rente, bankmargin og en generell eiendomsrisiko. Med økende renter og bankmargin, vil det som nevnt bety at yieldnivåene trolig vil øke fremover. Forutsatt utviklingen i rente og bankmargin som nevnt tidligere i dette kapitlet, og en generell eiendomsrisiko på 1,5 prosent, gir dette en fremtidig utvikling i prime yield fra dagens nivå på 3,5 prosent til ca 6,75 prosent for CBD eiendommer i Oslo. Dette er et svært stort utfallsrom, som vil få stor effekt på verdsettelsen av byggene. I tabellen under har vi forsøkt å vise hvordan yieldnivået potensielt kan utvikle seg fremover:

Komponent	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Risikofri rente	0,83 %	1,12 %	1,41 %	1,70 %	1,99 %	2,28 %	2,57 %	2,86 %	2,86 %	2,86 %
Bankmargin	1,30 %	2,03 %	2,04 %	2 %	2,03 %	2,32 %	2,26 %	2,21 %	2,38 %	2,38 %
Generell eiendomsrisiko	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %
Prime yield CBD	3,63 %	4,65 %	4,95 %	5,20 %	5,52 %	6,10 %	6,33 %	6,57 %	6,74 %	6,74 %

Tabell 10.8: Forventet utvikling i yield

Det er umulig å si akkurat hva yielden vil bli, men det er vanskelig å se at den vil reduseres ytterligere fra dagens lave nivåer. Dette henger sammen med våre forventninger om økte renter i fremtiden og utviklingen i netto driftskrav. Vi tror at dette vil kunne medføre en viss grad av nedsiderisiko i aksjen. Dette er et forhold vi må undersøke og eventuelt ta hensyn til i den fundamentale verdsettelsen.

Videre vil vi i kapittel 12 benytte yield for å gjennomføre en markedsbasert verdsettelse.

10.5 Oppsummering fremtidskrav

Vi har i dette kapitlet beregnet et fremtidskrav som skal benyttes for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til Entra, slik at vi kan beregne en fundamental verdi av selskapets egenkapital.

Egenkapitalkravet vil økes over tid som følge av en forventning om økte rentenivåer. Videre har vi forutsatt en konstant markedsrisikopremie fremover på 5,1 prosent. Dette er en ganske streng forutsetning, men ettersom det er ikke finnes noe fasitsvar på hva denne er velger vi likevel å gjøre dette. Egenkapitalbeta vil endres gjennom den eksplisitte perioden som en følge av endring i gjeldsandel, men er noe under 1 i hele perioden. Det vil si at Entra i hovedsak varierer i takt med konjunkturer, men at forhold som sentrale eiendommer i CBD områder og sikre kontantstrømmer fra offentlige leietakere trekker risikoen noe ned. Dette er etter vårt syn rimelig. Oppsummert fører dette til et egenkapitalkrav på ca. fem prosent i terminalledet.

Videre har vi estimert en fremtidig syntetisk rating som inngår i beregning av fremtidig finansielt gjeldskrav. Dette vil også øke som en følge av økte renter, samt en moderat økning i kredittrisikopremien.

Oppsummert ser vi at netto driftskrav som en følge av dette øker fra ca. 4,2 prosent til ca. 4,9 prosent gjennom budsjettperioden. En økning i netto driftskrav henger også sammen med en forventning om økte yielder fremover. Hensyntatt skatt ser vi at disse er på noenlunde samme nivå. Vi ønsker likevel å presisere at det foreligger her stor usikkerhet knyttet til de enkelte parameterne som inngår i beregning av avkastningskravet. Denne usikkerheten vil vi forsøke å synliggjøre og analysere videre i kapittel 11.

11. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet skal vi beregne vårt estimat på verdien av egenkapitalen til Entra. Verdsettelsen tar utgangspunkt i fremtidsregnskapet som vi utarbeidet i kapittel 9, og fremtidskravet beregnet i kapittel 10. Disse to kapitlene bygger videre på innsikt fra del 2 av oppgaven, herunder strategisk-, regnskaps-, risiko-, og lønnsomhetsanalyse.

Vi konkluderte i kapittel 3.2 med at vi vil benytte to metoder av fundamental verdsettelse, henholdsvis egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Videre vil vi gjennomføre en rimelighetsvurdering av verdiestimatet og fastsette egenkapitalverdien basert på vår innsikt fra tidligere analyser i denne oppgaven. I teorien vil egenkapital- og selskapskapitalmetodene samsvare dersom man vekter egenkapital- og gjeldsandeler til virkelig verdi (Penman 2013). Vi vil imidlertid basere oss i større grad på en skjønnsmessig konvergering av de to metodene ved fastsettelse av det første verdiestimatet. Dette fordi en matematisk konvergering mot et punkttestimat indikerer etter vår mening en kunstig sikkerhet rundt et punkttestimat som baserer seg på usikre skjønnsmessige forutsetninger.

Etter å ha fastsatt første verdiestimat vil vi analysere usikkerheten i verdiestimatet. Verdiestimatet er et punkttestimat der de fleste forutsetningene i realiteten har et gitt utfallsrom. Av den grunn vil estimatet være beheftet med usikkerhet. Usikkerheten baserer seg på de skjønnsmessige forutsetningene som er tatt knyttet til de forskjellige parameterne i kontantstrømmen og avkastningskravet. For å synliggjøre estimatusikkerheten vil vi gjennomføre simulerings- og sensitivitetsanalyser. Dette for å se utfallsrommet gitt den usikkerheten som foreligger, og for å se hvor mye estimatet endrer seg ved å justere sentrale drivere i verdsettelsen. I tillegg vil vi hensynta en konkurrisiko. Avslutningsvis vil vi konkludere med et endelig fundamentalt verdiestimat på egenkapitalen.

11.1 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden, verdsetter vi egenkapitalen direkte. Dette innebærer at den fremtidige kontantstrømmen til egenkapitalen neddiskonteres ved hjelp av egenkapitalkravet (Damodaran, 2012, s. 13). I kapittel 3 ble det redegjort for de forskjellige modellene innen egenkapitalmetoden, og vi konkluderte i kapittel 3.2 med at vi velger å anvende fri kontantstrøm modellen.

11.1.1 Fri kontantstrømmodell

Fri kontantstrømmodell innebærer at egenkapitalverdien beregnes ved å neddiskontere den frie kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkravet (Damodaran, 2012, s. 362). Den frie kontantstrømmen til egenkapital utgjør kontantstrømmen selskapet har tilgjengelig til utbetaling av utbytte til aksjonærene, altså summen som står igjen etter at långivere og andre kreditorer har fått sin del (Damodaran, 2012, s. 352). Formelen for beregning av verdien av egenkapitalen på verdsettelsestidspunktet kan dermed uttrykkes slik:

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

VEK = Egenkapitalverdi

ekk = Egenkapitalkrav

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapital

ekv = Egenkapitalvekst

Som vi kan se fra formelen fremkommer verdien av egenkapitalen gjennom to ledd, hvorav det første summerer nåverdien av Entras estimerte fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen i den eksplisitte perioden 2021 - 2028. Formelens siste ledd uttrykker terminalverdien, altså verdien av alle fremtidige kontantstrømmer fra selskapet er i steady state og inn i "evigheten".

Vi kan nå beregne vårt første verdiestimat på Entras egenkapital ved å benytte formelen ovenfor, kontantstrømmen fra driften i fremtidsregnskapet, vårt beregnede fremtidskrav til egenkapitalen og forutsetning om fremtidig vekst drøftet i kapittel 9.1.2 (3 prosent i terminalleddet). Vi kommer da frem til nåverdien av den eksplisitte perioden og terminalverdien som summerer seg til verdien av Entras egenkapital. Denne divideres på antall aksjer for å komme frem til et verdiestimat pr. aksje. Vårt første verdiestimat fremkommer av tabellen under:

Egenkapitalmodellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Fri kontantstrøm til EK (MNOK)		1 027	709	764	631	568	475	392	496	550
/ Diskonteringsfaktor		1,05	1,10	1,16	1,21	1,27	1,34	1,41	1,48	1,55
= Nåverdi (MNOK)	4 219	979	644	661	520	446	355	278	336	354
+ Terminalverdi (MNOK)	17 720									
= Verdien av EK (MNOK)	21 939									
Omregnet til NOK	21 939 460 755									
/ Antall aksjer	182 132 055									
Verdiestimat per aksje	120									

Tabell 11.1: Første verdiestimat ved bruk av fri kontantstrømmodell, egenkapitalmetoden. Som det fremkommer av tabellen, er tall i NOK millioner frem til omregning til NOK.

Som vi ser fra tabellen kommer vi frem til en verdi på *NOK 21 939 millioner* for Entras egenkapital som tilsier en verdi per aksje på *120 NOK* pr. 30.11.2020.

11.2 Selskapskapitalmetoden

Når vi benytter selskapskapitalmetoden beregner vi først verdien av selskapet som helhet, før vi justerer for netto finansielle eiendeler og gjeld, samt minoritetsinteresser for å finne verdien av egenkapitalen. I kapittel 3 konkluderte vi med at vi benytter netto driftskapital som mål på selskapskapitalen. Verdien av egenkapitalen blir da estimert ved å benytte følgende formel:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

VEK = Virkelig verdi egenkapital

VNDK = Virkelig verdi netto driftskapital

VNFG = Virkelig verdi netto finansiell gjeld

VMI = Virkelig verdi minoritetsinteresser

Som i kapittel 11.1 velger vi å benytte fri kontantstrøm-modellen. Verdien av selskapet er da nåverdien av fri kontantstrøm fra drift. Videre benyttes fremtidig netto driftskrav (WACC) fra kapittel 10.3 for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene. Virkelig verdi av netto finansiell gjeld forutsettes å være lik bokført verdi. Dette ses i sammenheng med kapittel 10 og vår forutsetning om at rentabiliteten vil være lik kravet over tid. Det samme gjelder for virkelig verdi av minoritetsandel.

11.2.1 Fri kontantstrømmodellen

Som i egenkapitalmetoden uttrykkes verdien i en eksplisitt periode der de neddiskonterte kontantstrømmene fra 2021 til 2028 summeres til verdsettelsestidspunktet. Deretter legger vi til verdien av drift til “evig tid”, terminalverdien, som beregnes ved hjelp av Gordons formel.

Metoden tar utgangspunkt i at fri kontantstrøm fra drift (FKD) fratrukket endring i netto driftskapital tilsvarer netto driftsresultat. Denne kontantstrømmen skal betjene kravene til både fremmed- og egenkapitalinvestorer, i den rekkefølgen. Videre neddiskonteres kontantstrømmene med netto driftskrav (ndk).

$$VNDK_0 = \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T)} + \frac{FKD_T(1 + ndv)}{((1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T)) * (ndk_t - ndv)} - (VNFG + VMI)$$

I denne utredningen er det lagt til grunn et eksternt investor perspektiv. I denne sammenheng er det verdien av egenkapital som er interessant, og vi må følgelig trekke fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsandel, som formelen i innledningen til kapittel 11.2 viser.

Beregnet verdi av Entras egenkapital ved å benytte selskapskapitalmetoden og fri kontantstrømmodellen er gitt i tabellen nedenfor:

Selskapskapitalmodellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Fri kontantstrøm fra drift (MNOK)		844	1 002	1 155	1 124	1 104	1 117	1 123	1 249	1 335
/ Diskonteringsfaktor		1,04	1,09	1,14	1,20	1,26	1,33	1,40	1,47	1,54
= Nåverdi	7 053	810	921	1 015	937	876	842	802	851	867
+ Terminalverdi (MNOK)	45 266									
= Verdien av EK (MNOK)	52 319									
- Netto finansiell gjeld	20 869									
- Minoritetsandel	1 967									
= Verdi egenkapital	29 483									
Omregnet til NOK	29 483 306 856									
/ Antall aksjer	182 132 055									
Pris per aksje	162									

Tabell 11.2: Estimert verdi av egenkapital til Entra pr 30.11.2020 ved bruk av selskapskapitalmetoden. Tall er oppgitt i NOK millioner tom “verdi egenkapital”, deretter blir verdien multiplisert opp til NOK pr. aksje.

Den estimerte verdien av egenkapitalen til Entra på verdsettelsestidspunktet ved bruk av selskapskapitalmetoden er NOK 29 483 millioner. Dette tilsvarer en pris pr aksje på NOK 162 kroner.

11.3 Første verdiestimat

De to metodene gir et forholdsvis sprikende resultat, med en differanse på NOK 7 544 millioner på verdien av Entras egenkapital. Resultatene fra de to metodene er illustrert i tabellen under:

Verdiestimat	Verdi egenkapital MNOK	Verdi pr. aksje NOK
EK-metoden	21 939	120
SK-metoden	29 483	162
Gjennomsnitt	25 711	141

Tabell 11.3: Resultat verdsettelse egenkapital- og selskapskapitalmetoden.

Vi velger å ta utgangspunkt i gjennomsnittet av de to metodene som vårt første verdiestimat. Dette tilsvarer en pris på *NOK 141 pr. aksje* pr 30.11.2020.

Markedsprisen for en aksje i Entra er pr. balansedato Q3 2020 NOK 131,5 - noe som tilsvarer et Pris/Bok forhold på ca 1. Gitt vårt estimat på verdien tilsier dette et P/B forhold på 1.1, noe som indikerer at selskapet er i stand til å skape merverdier utover bokført verdi på selskapets eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016). P/B forholdet er relativt lavt, og den merverdien som genereres skjer i eksplisitt periode, noe som er i tråd med våre funn i den strategiske analysen. Således henger beregnet VEK sammen med våre øvrige funn i denne utredningen.

Dersom vi legger til grunn en virkelig verdi på egenkapitalen på *NOK 25 711 millioner* og legger til finansiell gjeld og minoritetsandel finner vi en estimert verdi på netto driftseiendeler på *NOK 48 547 millioner* pr. 31.12.2020. I regnskapsanalysen i kapittel 5 fant vi at netto leieinntekter fratrukket eierkostnader i 2020 er på NOK 2 058 millioner før skatt. Dette tilsvarer en beregnet yield på ca 4,24 prosent for hele Entra (alle eiendommene), på et tidspunkt der prime yield i markedet er 3,5 prosent - se kapittel 9.1.2. Ettersom byggene til Entra ikke er samlet i Oslo CBD, men i alle de store byene i Norge, finner vi det rimelig at den samlede yielden er noe høyere enn prime yield. Etter vår mening underbygger dette rimeligheten av vårt første estimat på NOK 141 pr aksje.

Videre vil en mer detaljert gjennomgang av estimatet opp mot relativ prising, herunder sammenlignbare selskaper og yield gjennomgå i kapittel 12.

I vår verdsettelse utgjør terminalverdien *ca 87 prosent av verdien*. Det er derfor viktig at vi forsikrer oss om at selskapet faktisk er i normalisert fase i terminalåret, slik at ikke det blir fremskrevet en for høy vekst til evig tid. En "syretest" her er at verdien av selskapet ikke endres

betydelig dersom man utvider eksplisitt periode med ett år. Det ville i så fall bety at selskapet faktisk ikke var i steady state. Vi har utført denne testen i selskapskapitalmetoden, og finner at endringen i verdi er på 0,1 prosent. Dette indikerer også at den implisitte arbeidskapitalen og investering i driftsmidler i prosent av inntekter er på et normalisert nivå, og øker med samme vekstfaktor fremover. Dette underbygger etter vårt syn at selskapet faktisk er i steady state i terminalleddet, og indikerer at modellen innehar den nødvendige interne konsistensen.

Oppsummert mener vi at verdiestimatet vårt er et rimelig anslag på verdien av egenkapitalen til Entra. Estimatet vil imidlertid være beheftet med usikkerhet grunnet de forutsetningene som er lagt til grunn i kapittel 9 og 10. Dette vil analyseres videre i kapittel 11.4.

11.4 Analyse av usikkerhet

Som vi gjentatte ganger har vært inne på bygger verdiestimatet på en rekke forutsetninger, og følgelig en del usikkerhetsmomenter. Et punkttestimat er nødvendig for verdsettelsesformål, men det vil også være beheftet med mye usikkerhet. Denne usikkerheten vil vi forsøke å belyse videre gjennom å utføre analyser der vi ser på hvordan endringer i de mest sentrale parameterne og driverne vil påvirke verdsettelsen. Vi vil først gjennomføre en simuleringsanalyse der vi finner en fordeling rundt estimert VEK for Entra. Deretter gjennomfører vi en sensitivitetsanalyse der vi ser hvordan endring i en enkelt variabel påvirker verdiestimatet. Avslutningsvis vil vi kvantifisere en konkurrisiko for Entra.

11.4.1 Simuleringsanalyse

Formålet med simuleringsanalysen er å synliggjøre de mest kritiske budsjett- og verdidrivernes usikkerhet ved å få frem fordelingen til verdiestimatet. Dette gjøres ved å gjøre de identifiserte driverne om til stokastiske (usikre) variabler. En simuleringsanalyse gir et godt bilde på risikoen knyttet til verdiestimatet fordi simuleringen tar utgangspunkt i at hver enkelt input i modellen har sin egen individuelle sannsynlighetsfordeling (Damodaran, 2012).

Vi benytter Excel med tilleggsprogrammet Crystal Ball for å gjennomføre en Monte Carlo-simulering av verdsettelsen som den sentrale delen av vår simuleringsanalyse. Analysen består av flere steg med definering av variabler, utfallsrom og korrelasjon. Disse valgene er redegjort for stegvis nedenfor.

11.4.1.1 Steg 1 - Valg av variabler som skal betraktes som stokastiske

De variablene som skal betraktes som stokastisk er usikre parametere som inngår i fremtidsregnskapet, samt faktorer som inngår i fremtidskravet. Med andre ord faktorer som i realiteten har et gitt utfallsrom, og som vil påvirke verdiestimatet dersom de endres. Ved valg av variabler har vi valgt de variablene som etter vår mening har størst iboende usikkerhet, og følgelig vil ha størst påvirkning på verdiestimatet.

I første omgang ønsker vi å se på variablene knyttet til driften, og som dermed har effekt på *kontantstrømmene* til Entra. Disse er valgt ut fra vår antagelse om hvilke variabler som har størst påvirkning på vårt verdiestimat. Vårt utvalg av variabler er *driftsinntektsvekst*, *netto driftsmargin*, *omløpet til netto driftseiendeler* og *netto finansiell gjeldsrente*. Vi vil i simuleringen gjøre disse stokastiske, og tildele hver av dem en tilhørende sannsynlighetsfordeling slik at variasjonen foregår innenfor det vi anser som rimelig. Videre mener vi at variablene som inngår i *avkastningskravet* vil utgjøre et vesentlig usikkerhetsmoment i verdsettelsen. Vi ønsker derfor også å se på hvordan verdsettelsen påvirkes om vårt utvalg av disse gjøres stokastiske innenfor visse intervaller. Variablene vi har valgt å inkludere er *risikofri rente*, *markedets risikopremie*, *egenkapitalbeta* og *vekst i terminalleddet*. Som nevnt utgjør terminalleddet den helt klart største delen av verdiestimatet, og faktorene som inngår her vil derfor ha størst påvirkning på verdiestimatet.

11.4.1.2 Steg 2 - Valg av sannsynlighetsfordeling og utfallsrom

I steg 2 av simuleringsanalysen vil vi gjennomgå hvordan vi har vurdert sannsynlighetsfordelingene og utfallsrommet for de variablene som gjøres stokastiske. Vi starter med å redegjøre for valg av fordeling og utfallsrom generelt, før vi presenterer de stokastiske variablene hver for seg. Først variabler som inngår i kontantstrømmen og deretter variabler som inngår i avkastningskravet.

11.4.1.2.1 Generelt om våre valg av fordeling og utfallsrom

Som vi nevnte ovenfor, må vi fastsette sannsynlighetsfordeling og dermed også et utfallsrom for alle variablene som gjøres stokastiske. Dette har vi gjort med utgangspunkt i innsikt fra analyse av historiske data og innsikt fra strategisk-, risiko- og lønnsomhetsanalyse.

Vi har for de fleste av budsjettdriverne med kontantstrømeffekt konkludert med at driverne på kort og mellomlang sikt er normalfordelte med standardavvik fastsatt på grunnlag av historisk målt standardavvik. På kort sikt mener vi at historisk målt standardavvik er beste estimat. På mellomlang sikt antar vi noe større usikkerhet enn på kort sikt, og skalerer historisk standardavvik skjønnsmessig opp med 1,5. Skaleringen gjøres på grunnlag av at vi ikke kjenner standardavviket på mellomlang sikt og mener at vårt beste estimat for dette er at det vil være noe høyere enn på kort sikt, men ikke tilstrekkelig for en dobling. Vi har derfor skjønnsmessig fastsatt 50 prosent mer usikkerhet på mellomlang sikt.

Sannsynlighetsfordelingen i steady state antas å være triangulært fordelt. Rasjonale for dette valget er at sannsynlighetsfordelingen til alle budsjettdriverne i utgangspunktet antas å være normalfordelte, men i steady state kan det være utfordrende å definere et rimelig standardavvik fra forventningsverdien. Vi benytter derfor triangulær fordeling for driverne i steady state med en forventningsverdi, en nedre grense og en øvre grense. Grensene er som nevnt skjønnsmessig fastsatt. Forventningsverdiene er hentet fra fremtidsregnskapet vi utarbeidet i kapittel 9.4.1.

Spesifisert forventningsverdi, standardavvik og utfallsrom for hver av variablene spesifikt, gjennomgås stegvis nedenfor.

11.4.1.2 Variabler som inngår i kontantstrømmen

Driftsinntektsveksten

På kort sikt settes standardavviket for driftsinntektsveksten til 2,88 prosent basert på historisk standardavvik i analyseperioden 2015-2020. På mellomlang sikt, er usikkerheten større enn på kort sikt, og vi velger derfor som nevnt ovenfor, å skalere standardavviket for kort sikt med 1,5.

På lang sikt har vi forutsatt en vekst på 3 prosent, som drøftet i kapittel 9.2. Veksten vil som nevnt i kapittel 9.1.2 være svært avhengig av utvikling i realrente og inflasjon. Vi beregnet maksimal vekst til å være 5 prosent i verden på lang sikt. Etter vårt syn er imidlertid dette lite trolig for Entra. Vi mener det er mer sannsynlig med en øvre grense på 4 prosent. Samtidig mener vi at samlet inflasjon og realvekst trolig ikke vil gå under 2 prosent. Utfallsrommet er derfor skjønnsmessig fastsatt til mellom 2 og 4 prosent på lang sikt.

div (Driftsinntektsvekst)	År	Forventet verdi	Variasjon	Type fordeling
Budsjettpunkt 2	2022	5 %	0,0288	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2025	4,10 %	0,0432	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2029	3 %	[0.02, 0.04]	Triangulær - symmetrisk

Tabell 11.4: Forutsetninger for simulering driftsinntektsvekst, herunder forventet verdi, standardavvik og type sannsynlighetsfordeling.

Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler er i utgangspunktet drevet av utviklingen i inntekter som gjennomgått over, og endringer i rentenivået som påvirker yield. Vi ønsker imidlertid å se effekten av denne driveren isolert sett i simuleringanalysen, da onde vil påvirke verdien i stor grad rent teknisk i verdsettelsesmodellen.

På kort sikt setter vi standardavviket for omløpet til netto driftseiendeler til 0,67 prosent basert på historisk standardavvik i analyseperioden. På mellomlang sikt, er usikkerheten større enn på kort sikt, og vi velger også her å skalere standardavviket for kort sikt med 1,5.

På lang sikt regner vi som nevnt tidligere med økte yielder, og samtidig en “evig” vekst i inntekter på 3 prosent. Vi tror imidlertid ikke at utnyttelsen av eiendelene vil endre seg vesentlig grunnet bransjens natur. Det vil i så fall bety at man får en vesentlig høyere leie enn bransjen for øvrig over tid. Det er altså et relativt lite utfallsrom her, men som vi ser i tabell 11.5 gir selv dette et stort utslag. Utfallsrommet settes derfor til +/- 0,02 prosentpoeng fra forventningsverdi.

onde (Omløpet til netto driftseiendeler)	År	Forventet verdi	Variasjon	Type fordeling
Budsjettpunkt 2	2022	5,75 %	0,0066	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2025	6,07 %	0,0099	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2030	6,38 %	[0.0636, 0.0640]	Triangulær - symmetrisk

Tabell 11.5: Forutsetninger for simulering omløpet til netto driftseiendeler, herunder forventet verdi, standardavvik og type sannsynlighetsfordeling.

Netto driftsmargin

På samme måte som i de to tidligere budsjettdriverne, har vi fastslått standardavviket på kort og mellomlang sikt på grunnlag av historisk standardavvik gjennom analyseperioden og skalering på mellomlang sikt med 1,5.

I steady state er usikkerheten etter vårt skjønn mindre, og netto driftsmargin vil etter vårt syn være 70 prosent. Vi har lagt til grunn at netto driftsmargin til Entra og bransjen vil konvergere mot dette nivået i steady state. Dette må også ses i sammenheng med stabil utvikling i driftsinntekter. Vi har benyttet et utfallsrom på 1 prosent for å illustrere usikkerheten som foreligger knyttet til denne forutsetningen.

ndm (Netto driftsmargin)	År	Forventet verdi	Variasjon	Type fordeling
Budsjettpunkt 2	2022	75 %	0,039	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2025	72 %	0,0585	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2029	70 %	[0.69 , 0.71]	Triangulær - symmetrisk

Tabell 11.6: Forutsetninger for simulering av netto driftsmargin, herunder forventet verdi, standardavvik og type sannsynlighetsfordeling.

Gjeldsrente

Vi har tidligere fastslått at det ikke vil foreligge en finansieringsfordel på lang sikt. Ettersom dette likevel er den kostnaden som i størst grad påvirker kontantstrømmen til egenkapitalen ønsker vi å utføre simuleringer knyttet til denne driveren. Ettersom vi har estimert denne på kort/mellomlang sikt basert på faktiske låneavtaler vil det være lavere usikkerhet på kort enn på lang sikt.

Vi har for alle tre budsjettpunktene benyttet en trekantfordeling. På kort sikt har vi benyttet et utfallsrom på +/- 0,3 prosentpoeng fra forventet verdi. På mellomlang sikt har vi skjønnsmessig valgt å øke usikkerheten til +/- 0,4 prosentpoeng fra forventet verdi. På lengre sikt er det trolig noe mer usikkerhet, og vi velger derfor å sette utfallsrommet til ca. +/- 0,45 prosentpoeng fra forventet verdi på lang sikt.

Gjeldsrente	År	Forventet verdi	Utfallsrom	Type fordeling
Budsjettpunkt 2	2022	3,13 %	[0.0281 , 0.0344]	Triangulær - symmetrisk
Budsjettpunkt M	2025	3,93 %	[0.0353 , 0.0432]	Triangulær - symmetrisk
Budsjettpunkt T	2029	4,60 %	[0.0414 , 0.0506]	Triangulær - symmetrisk

Tabell 11.7: Forutsetninger for simulering av fremtidig gjeldsrente, herunder forventet verdi, standardavvik og type sannsynlighetsfordeling.

11.4.1.2.3 Variabler som inngår i avkastningskravet

Den første variabelen med iboende usikkerhet i avkastningskravet er risikofri rente. Vi har i kapittel 10.1.1 estimert en utvikling i risikofri rente i eksplisitt periode og i steady state. Det vil her være noe usikkerhet som vil slå direkte ut i avkastningskravet. På kort sikt antar vi at

denne usikkerheten er relativt liten, og velger derfor et utfallsrom på +/- 0,1 prosentpoeng fra forventet verdi. På mellomlang sikt antar vi at usikkerheten er noe større, og velger et utfallsrom på +/- 0,5 prosentpoeng fra forventet verdi. På lang sikt fastsatte vi risikofri rente til å være lik historisk snitt. Det er imidlertid en relativt større grad av usikkerhet her, og vi velger derfor å legge inn et utfallsrom på +/- 1,0 prosentpoeng fra forventet verdi i terminalleddet.

Rf (Risikofri rente etter skatt)	År	Forventet verdi	Utfallsrom	Type sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2	2022	1,10 %	[0.0100 , 0.0120]	Triangulær - symmetrisk
Budsjettpunkt M	2025	1,77 %	[0.0127 , 0.0237]	Triangulær - symmetrisk
Budsjettpunkt T	2029	2,22 %	[0.0122 , 0.0322]	Triangulær - symmetrisk

Tabell 11.8: Forutsetninger simulering risikofri rente, herunder forventet verdi, standardavvik og type sannsynlighetsfordeling.

Beta

Beta er som tidligere nevnt en målt størrelse som ingen vet hva faktisk er. I kapittel 10.1.2 beregnet vi en egenkapitalbeta for perioden 2021-2029. Standardavviket i beregnet budsjettert egenkapitalbeta er på 0,0024. Etter vårt skjønn er det imidlertid betydelig større usikkerhet enn dette. Vi velger derfor skjønnsmessig å sette standardavviket til 0,1 for beta.

Markedets risikopremie

Som nevnt i kapittel 10.1.3 er dette en teoretisk premie for hva investor krever for å investere i markedet kontra risikofri rente. Dette er en forutsetning som vi mener vil påvirke verdsettelsen i stor grad. Som for beta er det ikke et fasitsvar på hva MRP egentlig er. For å illustrere usikkerheten knyttet til variabelen fastsetter vi et skjønnsmessig utfallsrom på +/- 0,5 fra forventet verdi.

Netto finansiell gjeldsdel

Denne faktoren vil påvirke verdsettelsen både knyttet til avkastningskrav og kontantstrømmen. Usikkerheten er illustrert ved å sette et skjønnsmessig utfallsrom på +/- 3,0 fra forventet verdi.

Vekst i terminalleddet

Dette er den helt klart mest sentrale faktoren for verdsettelsen. En prosent endring her vil ha stor effekt på endelig verdiestimat. Som tidligere forklart under driftsinntektsvekst tror vi her på et utfallsrom på mellom 2 og 4 prosent. Det er lite trolig at Entra vil vokse med den

maksimale vekstfaktoren i verden på 5 prosent. Det ville i så fall bety at de hadde en ekstrem evigvarende strategisk fordel, noe som er en helt urimelig forutsetning. På grunn av dette setter vi øvre grense skjønnsmessig til å være 4 prosent.

Videre kan de vokse mindre enn vi har forutsatt. En vekst på 2 prosent, og et inflasjonsmål på 2 prosent vil si at selskapet kun vokser med inflasjon, og dermed beholder sine markedsandeler. Dette tror vi er et rimelig anslag på nedre grense.

Andre faktorer med tilhørende fordeling og standardavvik/utfallsrom er oppsummert i tabellen nedenfor:

Andre faktorer	Forventet verdi	Variasjon	Type sannsynlighetsfordeling
Beta - Egenkapital	91 %	0,1	Normalfordelt
MRP	5,10 %	[0.046 , 0.057]	Symmetrisk trekantfordelig
nfgd	47 %	[0.44, 0.50]	Symmetrisk trekantfordelig
Vekst i teminalledd	3 %	[0.02 , 0.04]	Symmetrisk trekantfordelig

Tabell 11.9: Forutsetninger for simulering av andre faktorer, herunder forventet verdi, standardavvik og type sannsynlighetsfordeling.

11.4.1.3 Steg 3 - Valg av korrelasjon mellom variablene

Ifølge Damodaran (2012) er det viktig å sjekke for korrelasjoner mellom ulike drivere i simuleringen. Korrelasjon forstås som at endring i en av driverne påvirker en eller flere av de andre driverne. Om det foreligger korrelert trekning som ikke identifiseres og korrigeres for, vil enkelte input få “dobbel telling” altså at endringen fremkommer i flere av variablene og gir en kunstig stor effekt, enten i positiv eller negativ retning. *Vi mener at flere av våre variabler vil være korrelerte og vil derfor bygge korrelasjon inn i modellen* vår basert på våre vurderinger av nødvendig korrigerings. Innbyggingen av korrelasjon er basert på vårt beste skjønn og har rot i historisk beregnet korrelasjon, men vi velger her å ikke benytte historisk korrelasjon fullt ut, da vi mener at fremtidig korrelasjon trolig ikke kan estimeres basert på dette.

Som vi har nevnt tidligere, er det ifølge Penman (2013, s. 374) vanlig at en økning i netto driftsmargin vil gå på bekostning av omløpet til netto driftseiendeler, noe som dermed vil tilsi en negativ korrelasjon. *Vi velger derfor å nedjustere korrelasjonen, slik at vi får en middels negativ korrelasjon på -0,5 mellom ndm og onde.* Vi setter den negative korrelasjonen til en

middels verdi på grunnlag at vi mener at en betydelig endring i onde vil kunstig påvirke driftsmarginen i en slik grad at modellen vår svekkes. Vi mener at onde drives av utviklingen i inntekter og at det derfor er behov for å korrigere dette bort fra netto driftsmargin.

Videre har vi identifisert en korrelasjon mellom driftsinntektsvekst og markedets risikopremie. Rasjonale for dette, er at når det foreligger høy økonomisk vekst vil alternativkostnaden for kapitalbruk være høy. I undersøkelsen gjennomført av PwC om risikopremien som vi har nevnt tidligere (PwC, 2019), fremkommer det at flertallet (54 prosent) mener at ved økt rente, vil også markedsrisikopremien økes. Mindretallet (46 prosent) mener at en økning i rentenivå medfører en reduksjon i markedsrisikopremien. Dette strider også med våre tidligere forutsetninger om at ved økte rentenivåer vil en investor kreve mindre avkastning i kapitalmarkedene. Vi mener på grunnlag av dette at det ikke er entydig om korrelasjonen er positiv eller 0. Vi velger likevel å fastslå en lav positiv korrelasjon. Vi har i vår modell gjort en forenkling og kun *satt korrelasjon mellom markedsrisikopremien og driftsinntektsveksten til + 0,2*. En eventuell korrelasjon mellom driftsinntektsvekst, markedsrisikopremien og risikofri rente er dermed hensyntatt gjennom korrelasjon mellom driftsinntektsvekst og markedsrisikopremien.

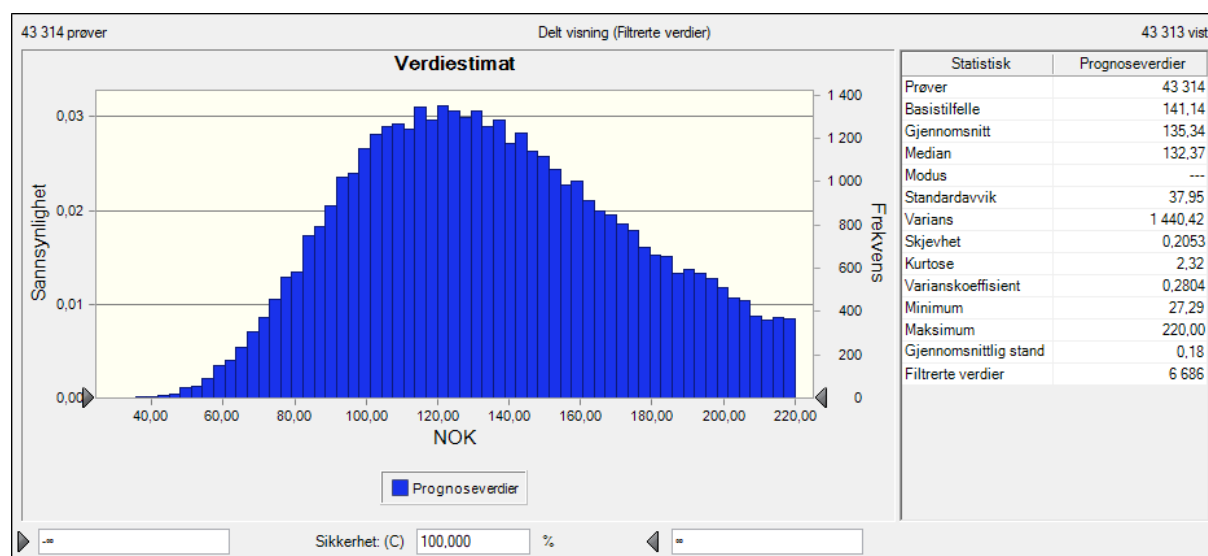
De øvrige variablene som inngår i kontantstrømmene og avkastningskravet vårt, mener vi ikke inneholder vesentlige korrelasjoner som må korrigeres for.

11.4.1.4 Resultat fra simuleringsanalysen

Vi har gjennomført en Monte Carlo-simulering ved Crystal Ball i Excel med 50 000 trekninger. Grunnen til at vi har valgt dette antallet trekninger, er at for få trekninger vil kunne medføre et feilaktig resultat med misvisende verdier siden vår simulering inneholder flere stokastiske variabler med varierte utfallsrom. Denne risikoen vil reduseres gjennom å øke antallet trekninger. Vinningen som oppnås ved å øke antallet trekninger antas dog å være avtagende når antallet når en viss størrelse der de absolutt fleste mulige kombinasjonene innenfor utfallsrommene våre er blitt trukket (Damodaran, 2012, s. 911). Analysen er også blitt sammenlignet gjennom å gjennomføre 10 000 og 50 000 trekninger og vi finner at modellen ikke endres betydelig gjennom denne økningen og antar derfor at en videre økning til over 50 000 ikke er hensiktsmessig.

I simuleringen har vi benyttet et filter mellom *NOK 0* og *NOK 220 pr. aksje*. Grunnen til at nedre grense er satt til *NOK 0* pr. aksje er at det gir ingen mening med en verdi pr. aksje under dette. Som egenkapitalinvestor er ansvaret begrenset til innskuddet, slik at dersom selskapet går konkurs vil verdien av egenkapitalen være kroner 0.

Øvre grense er satt til kroner 220 skjønnsmessig på grunnlag av forholdene vi har identifisert i den strategiske analysen, regnskapsanalysen og vår forståelse av markedsf forholdene som Entra opererer innenfor. Årsaken til denne vurderingen er at Entra ved verdi på *NOK 220* pr. aksje ville hatt et *Pris/Bok-forhold* på 1.67, noe vi mener er klart urimelig sett opp mot at selskapet ikke besitter noen betydelige fordeler knyttet til drift, gearing eller finansiering som vil kunne forklare et slikt forhold. Vi forventer et *Pris/Bok-forhold* nært 1 siden Entras balanse er preget av eiendommer ført til virkelig verdi. Derfor vurderer vi verdier over *NOK 220* pr.aksje som ekstremverdier, og filtrer følgelig ut verdier over dette fra simuleringresultatet. Resultatet av vår simulering er presentert nedenfor.



Figur 11.1: Monte Carlo simulering verdiestimat. Verdier under NOK 0 og over NOK 220 pr. aksje er filtrert bort.

Vi ser av figuren at det er en fordeling rundt verdiestimatet på *NOK 141* pr. aksje. Simuleringen sier noe om aksjens potensielle verdiintervall. Som nevnt vil det ved et punkttestimat eksistere mye usikkerhet. Usikkerheten vises også i variasjonskoeffisienten på 28 prosent. Når det er tatt høyde for usikkerheten i variablene, samt filteret, kommer vi frem til et gjennomsnittlig verdiestimat på *135 NOK* pr. aksje.

Vi ser i figuren at det også måles en skjevhet på 0,2 i analysen. Dette betyr at det er en større nedsiderisiko enn oppsidepotensiale som illustrert lenger nede, noe som videre henger godt sammen med våre vurderinger knyttet til yieldutvikling i kapittel 10.4. En forventning om moderat økte yielder fremover vil gi lavere verdier, og det er derfor etter vårt skjønn rimelig med en større nedsiderisiko.

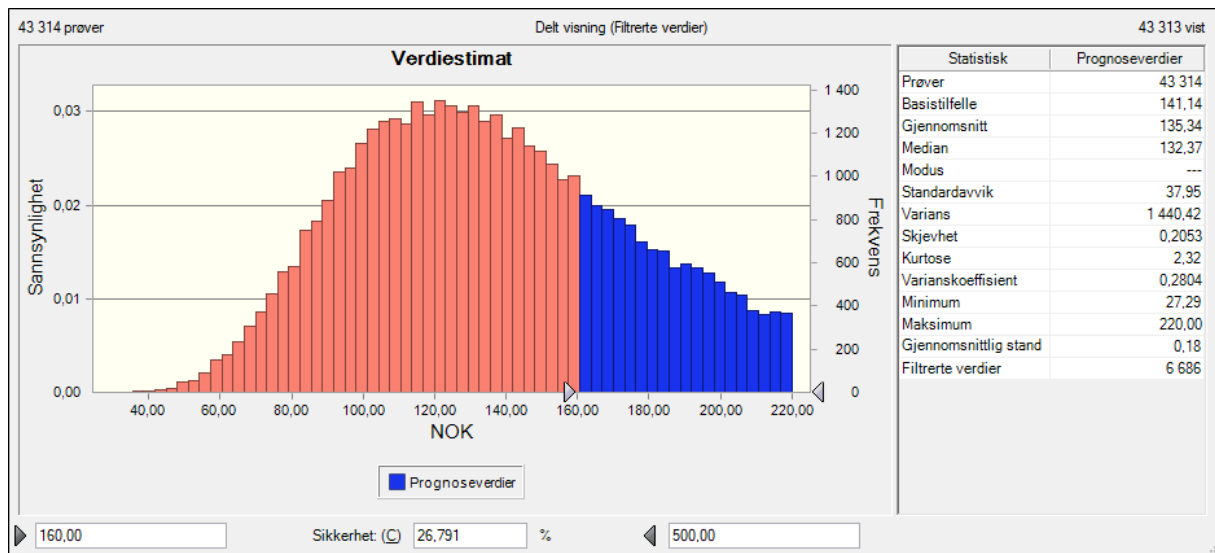
Selv om gjennomsnittsverdien av simuleringen er NOK 135 pr. aksje velger vi å beholde vårt opprinnelige verdiestimat på NOK 141 pr. aksje. Verdivurderingen der vi fant dette estimatet bygger på de forutsetningene vi mener er mest representative for Entra og vi mener at dette gir oss det beste estimatet på verdien av Entras egenkapital. Simuleringsanalysen belyser imidlertid usikkerheten i verdiestimatet vårt. Vi vil også hensynta noe av nedsiderisikoen ved innregning av konkurrisiko i kapittel 11.4.3.

Videre ser vi at analysen ikke gir estimerte egenkapitalverdier på null, som betyr at det ikke i noen tilfeller er konkurssannsynlighet. Dette legges videre til grunn i delkapittel 11.4.3.

Oppsidepotensiale og nedsiderisiko

Vi ønsker nå å se på sannsynligheten for at verdiestimatet er over eller under et gitt nivå. Årsaken til dette er at når vi skal fastsette en handlingsstrategi, mener vi at estimatet må avvike fra dagens kurs med en viss størrelse for å kunne gi en handelsanbefaling.

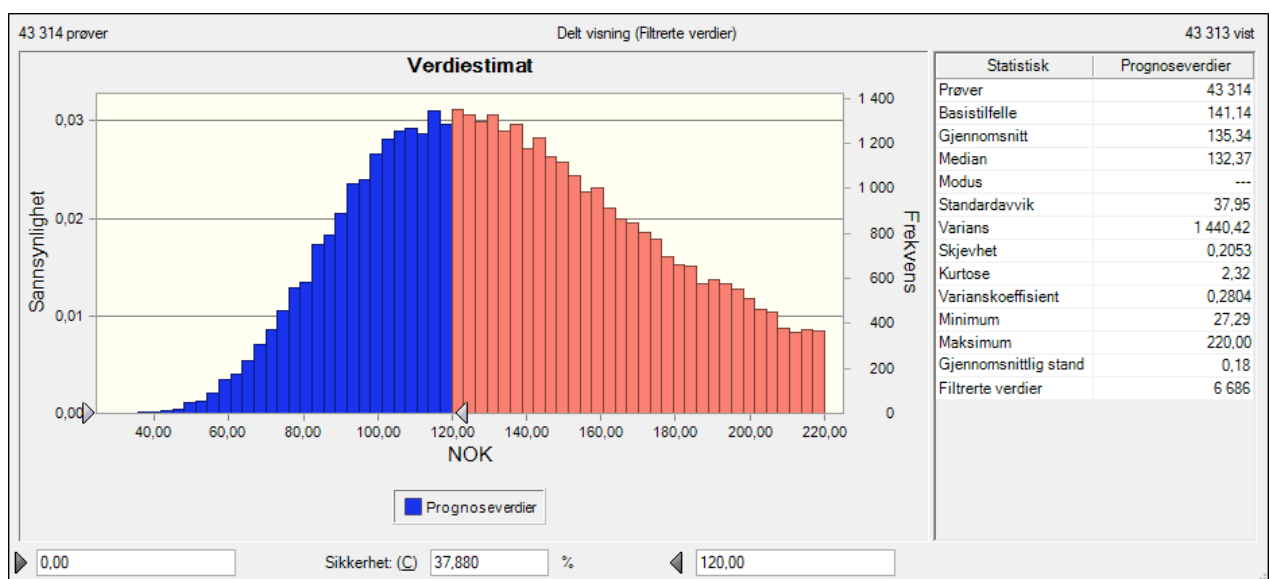
Grensen for oppsidepotensiale er skjønnsmessig satt til *NOK 160 pr. aksje*. Dette begrunnes med at dette var verdiestimatet ved bruk av selskapskapitalmetoden. Dersom vi hadde konvergert metodene med vekting av virkelige verdier hadde dette estimatet blitt justert ned og gått mot NOK 140. pr aksje. Etter vårt skjønn vil derfor priser over NOK 160 være en potensiell oppside. Ved denne forutsetningen får vi følgende resultat:



Figur 11.2: Oppsidepotensiale i aksjekurs

Av figuren fremgår det at verdien av en aksje i Entra med 27 prosent sannsynlighet er høyere enn 160 kroner. Med andre ord er det en sannsynlighet for oppsidepotensiale i aksjeprisen.

Den andre halen av estimatet benyttes for å se på nedsiderisiko, altså risikoen for at verdien av en aksje i Entra er lavere enn et gitt nivå. Ved bruk av egenkapitalmetoden fant vi verdi pr. aksje til å være NOK 120. Ved konvergering ville verdiestimatet her konvergere mot NOK 140 pr. aksje. Av den grunn fastsetter vi nedre grense til NOK 120, og anser verdiestimater under dette for å være nedsiderisiko.



Figur 11.3: Nedsiderisiko i aksjekurs

Fra figuren ser vi at nedsiderisikoen er på 38 prosent. Dette samsvarer med våre antagelser om at det er en potensiell større nedsiderisiko i aksjen enn en oppsiderisiko. Dette underbygges av forventningen vår om økende yieldnivåer i fremtiden.

Ut fra disse to figurene vil residualen tilsi at det er 35 prosent sannsynlighet for at aksjekursen er i intervallet 120 til 160 kroner pr. aksje. Som forventet er det altså en del usikkerhet knyttet til estimatet, nettopp på grunn av usikkerheten knyttet til de mest sentrale variablene.

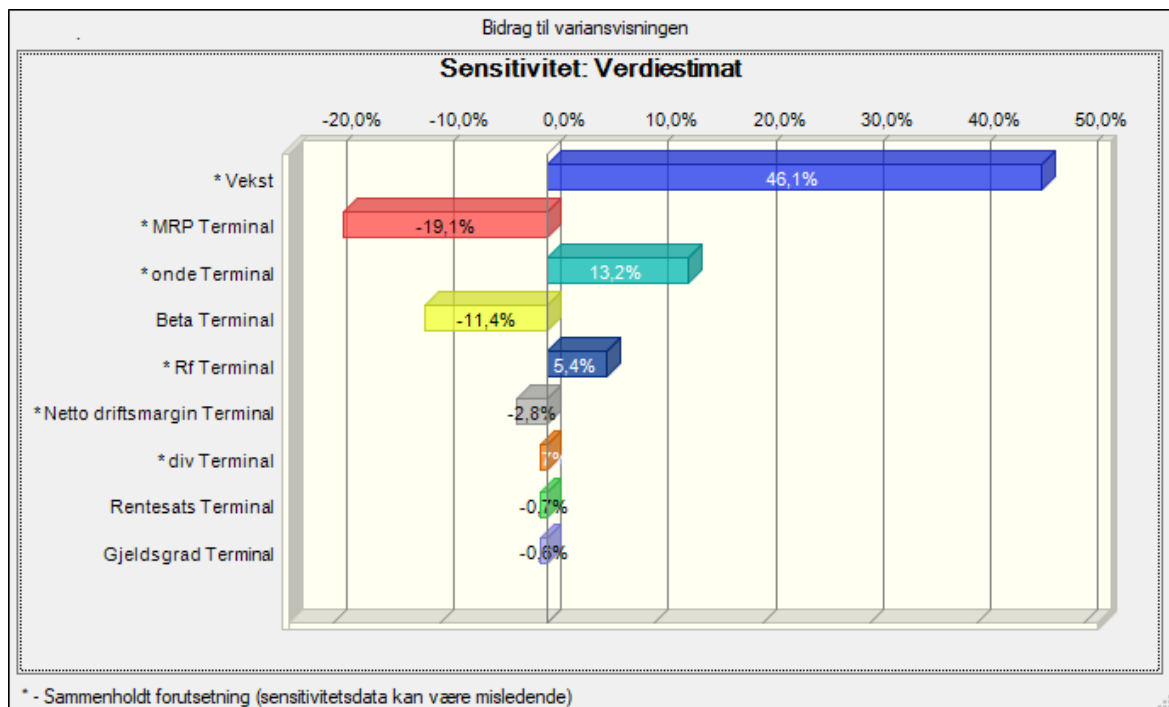
Videre ønsker vi å se på hvilke variabler som isolert sett bidrar til mest variabilitet i verdiestimatet. For å gjøre dette utfører vi en sensitivitetsanalyse.

11.4.2 Sensitivitetsanalyse

I sensitivitetsanalysen vil vi se hvordan verdiestimatet endres ved å endre på en og en variabel, mens de resterende variablene holdes konstant. Vi vil da kunne se effekten på verdsettelsen av å endre en enkelt driver. En svakhet ved dette er at det er en viss korrelasjon mellom de forskjellige driverne, men det vil uansett gi indikasjoner på hvor vesentlig de enkelte driverne er for estimatet.

Først gjennomfører vi en variasjonsanalyse, der vi ser på hvor mye av variasjonen til verdiestimatet som skyldes variasjon i den enkelte variabelen. Deretter gjennomfører vi en tornadoanalyse, der vi kan se endring i verdiestimat ved endring av en verdidriver gitt det utfallsrommet som er fastsatt for den enkelte variabel.

11.4.2.1 Variasjonsanalyse



Figur 11.4: Variasjonsanalyse for variabler som inngår i terminalleddet i verdsettelsen.

I figuren har vi utelukkende valgt å inkludere variablene fra terminalleddet. Grunnen til dette er at det er i all hovedsak disse som påvirker verdsettelsen av egenkapitalen. Som nevnt utgjør terminalleddet 87 prosent av totalt verdiestimat, og følgelig vil det være variablene som inngår i å beregne terminalverdien som er mest utslagsgivende.

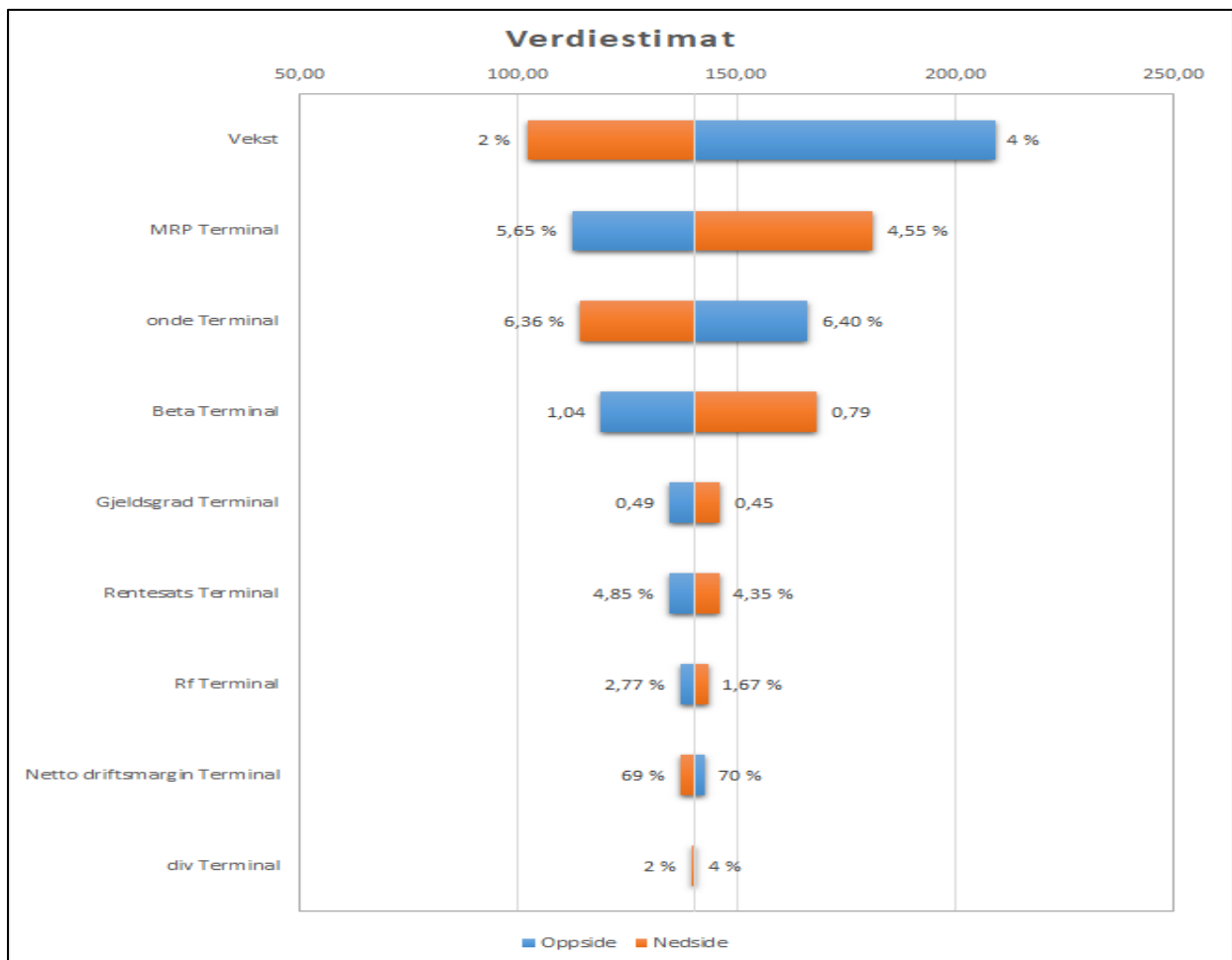
Som vi ser av figuren, er den helt klart mest utslagsgivende variabelen vekstfaktoren i neddiskonteringen av terminalleddet. Dette utgjør hele 46 prosent av variabiliteten i verdiestimatet. Følgelig vil *hoveddelen av aksjekursens utvikling være påvirket av fremtidig utvikling i rentenivå og yield*. Det vil i kapittel 12 utføres en egen supplerende verdsettelse som baserer seg på yield. Videre ser vi at markedets risikopremie også er svært utslagsgivende. Dette påvirker avkastningskravet direkte, og forklarer hele 19,1 prosent av variasjonen til verdiestimatet.

Som forventet er også omløpet til netto driftseiendeler i terminalleddet svært utslagsgivende for verdiestimatet. Selv med et så lite utfallsrom som vi har fastsatt vil dette forklare 13,2 prosent av variasjonen i verdiestimatet. Med andre ord vil det ha svært mye å si for

verdsettelsen hvilken leiepris som oppnås for eiendommene. Som nevnt tror vi imidlertid at denne vil være relativt stabil, og at det på lang sikt ikke vil være mulig å utnytte eiendelene relativt bedre enn bransjen. Selv ved et smalt utfallsrom ser vi at dette har stor effekt på verdsettelsen. Videre ser vi også at beta og risikofri rente forklarer mye av variasjonen i verdiesimatet. Dette er rimelig da endringer her vil slå direkte ut i avkastningskravet. Endringer i renten vil som nevnt også påvirke vekstleddet, og følgelig en vesentlig del av verdsettelsen. Det samme gjelder driftsinntektsveksten som vi også ser har noe effekt.

Avslutningsvis ser vi at endringer i gjeldsrente og gjeldsgrad forklarer relativt lite av variasjonen i verdiesimatet. Dette henger sammen med at det i all hovedsak er driften og utnyttelse av driftseiendelene som vil påvirke verdiene i selskapet, sammen med kravet. Således underbygger dette at verdien er uavhengig av finansiering.

11.4.2.2 Tornadoanalyse



Figur 11.5: Tornadoanalyse av variablene som inngår i terminalleddet

Vi ser også her at det helt klart er *veksten som påvirker verdiestimatet mest*. En økning i vekstfaktoren til 4 prosent, alt annet likt, vil medføre en økning i aksjekursen til rundt 210 kroner, altså en økning i verdi på hele 50 prosent. Tilsvarende vil en negativ endring medføre en reduksjon til rundt 100 kroner aksjen. Dette tilsvarer en spread på hele 110 kroner. Vi ser altså at små endringer i forutsetninger har ekstreme utslag på verdsettelsen.

Som nevnt under variasjonsanalysen er andre sentrale faktorer i tillegg til vekstleddet, endringer i MRP, beta, og omløpet til netto driftseiendeler. Figuren er muligens noe misvisende mht. effekten risikofri rente har, da denne direkte vil påvirke vekstfaktoren. Vi ser imidlertid at isolert sett har risikofri rente, og endring av denne i avkastningskravet en relativt liten påvirkning på verdiestimatet. Etter vårt skjønn illustrerer likevel figuren hvor stor endring det er i verdiestimatet, selv ved små endringer i sentrale variabler.

11.4.3 Konkursrisiko

Verdsettelsen av Entra er utført med forutsetning om fortsatt drift. I utgangspunktet har vi tatt høyde for en eventuell konkursrisiko gjennom kredittrisikopremie som inngår i avkastningskravet, samt gjennom likviditetspremien vi har lagt til egenkapitalkravet (og som også inngår i avkastningskravet). Videre fant vi ingen scenarioer med konkursrisiko i simuleringsanalysen. Ifølge Knivsflå (2020, f19) er det imidlertid en risiko for at konkursrisikoen undervektes i praksis, og en bør derfor innregne konkursrisiko direkte i verdiestimatet. Nedjusteringen av verdiestimatet gjøres på grunnlag av forventet konkurssannsynlighet og likvidasjonsverdi. Nedjusteringen gjøres ved å benytte følgende formel:

$$\text{Verdiestimat pr aksje} = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

p = Konkurs sannsynlighet

FVEK = Fundamental virkelig verdi egenkapital

LVEK = Likvidasjonsverdi egenkapital

Likvidasjonsverdien til Entra er vanskelig å estimere. Dersom selskapet havner i en situasjon med konkursrisiko, for eksempel som følge av likviditetsproblemer antar vi derfor at

likvidasjonsverdien for eiendommene er 75 prosent av virkelig verdi. Dette vil da være salgpris i en presset situasjon, der selskapet vil måtte godta priser under markedspris. Hva faktisk likvidasjonsverdi vil være, vil avhenge av likviditet i markedet og forhandlingsstyrke, men vi velger skjønnsmessig å fastsette denne til 75 prosent av markedsverdi. Vi antar også at eventuelle avviklingskostnader og reduksjon i latent skatt er inkludert her, slik at estimatet på egenkapitalen som fremgår under tilsvarer egenkapitalverdien i et likvidasjonsscenario.

Verdiestimatet på egenkapitalen er NOK 25 711 millioner pr. 30.11.2020. Legger vi til virkelig verdi av finansiell gjeld og minoritet finner vi netto driftseiendeler på NOK 48 547 millioner. Likvidasjonsverdien av dette er NOK 36 410 millioner (75 prosent). Fratrullet virkelig verdi av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser gir dette en egenkapital på NOK 13 574 millioner i en konkurssituasjon.

Videre vil konkurssannsynlighet ta utgangspunkt i syntetisk rating. I kapittel 10.2 fant vi en fremtidig rating på mellom BB og BBB, noe som tilsier en konkurssannsynlighet i intervallet 0,26 til 0,97 prosent ifølge Knivsflå (2020, f10). Vi setter derfor konkurssannsynlighet skjønnsmessig til 0,5 prosent.

Oppsummert gir dette følgende verdiestimat inkludert konkurrisiko:

VEK ink. konkurrisiko	31.12.2020
FVEK	25 711
Konkurssannsynlighet	0,50 %
(1-p)*FVEK	24 426
LVEK	13 574
p*LVEK	679
Verdiestimat	25 105
Pr aksje	138

Tabell 11.10: Verdiestimat inkludert konkurrisiko

Basert på dette er vårt endelige fundamentale verdiestimat på *Entra* NOK 138 pr. aksje.

11.5 Oppsummering – Verdiestimat og usikkerhet

Vi har nå, med utgangspunkt i fremtidsregnskap fra kapittel 9 og fremtidskrav fra kapittel 10 beregnet en fundamental verdi for Entra til å være *NOK 138 pr. aksje*. For å komme frem til estimatet har vi benyttet både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, der vi har benyttet et likevektet gjennomsnitt som beste estimat. Dette estimatet henger godt sammen med øvrige indikasjoner på verdi, jf. kapittel 11.3.

Verdiestimatet er preget av iboende usikkerhet, da vi forsøker å fastslå et punkttestimat på variabler som det i realiteten er umulig å fastslå. Dette gjelder spesielt variabler som forventet vekst, beta, markedets risikopremie og omløpshastighet på driftsmidler. For å illustrere usikkerheten har vi utført en simulerings- og en sensitivitetsanalyse. I simuleringsanalysen fant vi en gjennomsnittlig verdi på NOK 135 pr. aksje. Samtidig viste simuleringen at det er høyere nedsiderisiko enn oppsidepotensiale, noe som er i tråd med våre forventinger om økende yieldnivåer i fremtiden. Det fremgikk også av simuleringsanalysen at verdi pr. aksje er i intervallet NOK 120 til NOK 160 pr. aksje med 35 prosent sannsynlighet. Dette illustrerer godt den usikkerheten som faktisk foreligger. Avslutningsvis har vi også hensyntatt en konkurrisiko ved å justere verdiestimatet. Vi så da på sannsynlighet for konkurs, virkelig verdi av egenkapital og likvidasjonsverdi, og fant et endelig verdiestimat inkludert konkurrisiko. Vi ser at ved å ta hensyn til konkurrisikoen er vårt verdiestimat rimelig nært gjennomsnittlig verdi fra simuleringsanalysen.

Oppsummert finner vi en verdi på NOK 138 pr. aksje. Vi ser at Entra har et kursmål på 150 kroner (DN, 2020). Dette er ett år frem i tid, altså pr 31.12.2021, sammenlignet med vårt verdiestimat som er pr. 30.11.2020. Gitt et egenkapitalkrav på 4,9 prosent blir da vårt estimat, ett år frem i tid inkludert utbytte NOK 145 pr. aksje⁷.

Vi ser at vårt estimat er noe lavere enn konsensus. I følge Knivsflå (2020) har imidlertid finansanalytikerne en tendens til å være overoptimistisk, og på “selgersiden”. At vårt estimat er noe lavere er dermed ikke urimelig. *Basert på dette konkluderer vi med et endelig fundamentalt verdiestimat på NOK 138 pr. aksje.*

⁷ Beregning: $137,84 * (1+0,049)^{(12/12)} = 145$ pr aksje.

12. Markedsbasert verdsettelse

Frem til nå har vi utført en fundamental verdsettelse. Som vi så i kapittel 11 er denne preget av stor usikkerhet med et tilhørende stort utfallsrom. Estimater er preget av usikkerhet både grunnet metodemessige svakheter, og fordi parameterne som inngår er skjønnsmessig fastsatt, og ofte uten et faktisk fastsatt. Vi utfører derfor i tillegg en markedsbasert verdsettelse, med formål om å forsøke å utjevne noen av de metodemessige svakhetene.

De markedsbaserte metodene vi vil benytte ble gjennomgått i kapittel 3, og er multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Det ble der redegjort for metodenes fordeler og ulemper, og dette vil følgelig ikke gjennomgås på nytt her. Normalt gir markedsbaserte og fundamentale metoder de mest pålitelige svarene, og en bør i en verdsettelse derfor forsøke å kombinere disse (Kaldestad & Møller, 2016).

I slutten av november ble det offentliggjort informasjon om at de svenske eiendomsselskapene SBB og Castellum AB har lagt inn bud på Entra. Denne informasjonen er gjennomgått i kapittel 12.3, og vil tas hensyn til i endelig markedsbasert verdiestimat.

12.1 Multiplikatormodellen

Metoden går ut på at man ser på relativ prising av sammenlignbare selskaper. Vi tar utgangspunkt i et regnskapstall og multipliserer med et forholdstall. Forholdstallet som estimeres antas deretter å være representativt for Entra, og vi benytter dette for å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen til Entra.

For at forholdstallet skal være representativt må de komparative selskapene være sammenlignbare. I kapittel 2.1.8 fastslo vi hvilke selskaper som er komparative med Entra, og vi vil i den multipliserte verdsettelsen benytte disse selskapene.

Alle selskapene rapporterer investeringseiendom til virkelig verdi, og i kapittel 5 ble de komparative selskaperes regnskaper omgruppert og justert etter samme metodikk som for Entra. Etter vårt skjønn har vi derfor et godt sammenligningsgrunnlag av komparative selskaper som vi kan benytte videre i den multipliserte verdsettelsen.

12.1.1 Valg av multipler

Vi vil i dette delkapittelet velge ut hvilke multipler vi ønsker å benytte og begrunne hvorfor disse er valgt. Videre vil vi forklare valg som er gjort i forbindelse med beregning av multiplene, hvordan de er beregnet og vurderinger som er gjort.

12.1.1.1 Pris/Bok

Det at både Entra og de komparative selskapene måler investeringseiendom til virkelig verdi på samme måte i regnskapet styrker anvendeligheten og sammenlignbarheten til Pris/Bok. Pris/Bok uttrykker forholdet mellom egenkapitalens markedsverdi og egenkapitalens bokførte verdi (Kaldestad & Møller, 2016, side 222). Forholdet uttrykkes som:

$$Pris/Bok = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Bokført verdi egenkapital}}$$

Ved et høyt P/B forhold mener markedet at selskapet er i stand til å skape superprofitt i fremtiden, altså generere merverdier utover de bokførte verdiene. Vi har tidligere i oppgaven fastslått at dette ikke er mulig på lang sikt for eiendomsselskaper. I kapittel 8 fant vi en bransjeulempe der rentabiliteten til bransjen har vært lavere enn estimert avkastningskrav. Samlet sett tilsier disse forholdene et pris/bok-forhold på rundt, eller i underkant av 1.

I vår beregning av P/B har vi valgt å legge til grunn så oppdaterte tall som mulig for at verdien vi kommer frem til skal være så "nært" fremtiden som mulig. Vi har derfor basert forholdet mellom aksjekurs og bokført verdi for de komparative selskapene pr. 3. kvartal på grunnlag av rapportert egenkapital til majoritet, tilhørende aksjekurs og antall aksjer pr balansedagen for Q3, 30.09.2020. Vi har valgt å ikke benytte sist tilgjengelige aksjekurs, da det ikke nødvendigvis vil være sammenheng mellom denne og balanseførte verdier på balansedagen i Q3. For å finne verdien av egenkapitalen til Entra har vi benyttet balanseført egenkapital til majoritet pr. 3 kvartal.

12.1.1.2 Pris/kvm

Siden utleie av kontorlokaler er den sentrale virksomheten for både Entra og de komparative selskapene, ønsker vi å beregne en multippel på hvordan prisen av selskapene kan forklares

basert på antall kvadratmeter som inngår i porteføljen deres. Altså verdien av selskapet i forhold til antall kvadratmeter. Formelen som benyttes for dette er:

$$EV/kvm = \frac{\text{Markedsverdien av egenkapital}}{\text{Rapportert kvm i portefølje}}$$

For å beregne dette har vi gjennomgått siste finansielle rapportering fra selskapene og hentet ut størrelsen på porteføljen, inkludert eiendommer under utvikling. Vi mener at det ville vært ideelt å benytte utleid areal uten å inkludere eiendom under utvikling, men det er kun Fabege AB og Castellum som skiller mellom disse i sin rapportering. Derfor velger vi å vurdere hele porteføljen samlet for antall kvm. Opplysninger om verdi (EV) og kvm. er av samme årsak som under Pris/Bok basert på tall pr. Q3. Dog er kvm for Norwegian Property pr 31.12.2019, da det ikke opplyses om porteføljens størrelse i kvartalsrapportene deres.

12.1.1.3 Pris/Fortjeneste

Forholdstallet Pris/Fortjeneste gir uttrykk for forholdstallet mellom egenkapitalens markedsverdi og selskapets evne til å generere fortjeneste i form av nettoresultat. Formelen for multippelen fremkommer slik:

$$\text{Pris/Fortjeneste} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Nettoresultat til egenkapital}}$$

Vi definerer her normalisert resultat til majoritetseiere (NRE) som fortjeneste. Dette for å øke sammenlignbarheten mellom selskapene. På denne måten unngår vi å inkludere unormale resultatposter og engangshendelser i fortjenesten, og dermed blir multippelen mer egnet til en markedsbasert verdsettelse. Vi beregnet NRE for Entra og for bransjen i kapittel 5.4.1 og benytter dette som vårt beste estimat for fortjeneste i 2020. Videre benytter vi vår definisjon av Pris, aksjekurs pr. Q3, og antall aksjer pr. balansedag Q3 for de komparative selskapene.

12.1.2 Beregning av multipler og verdiestimat

Multippel	Atrium Ljungberg	Hufvudstaden	Fabege	NPRO	Castellum	Gjennomsnitt
P/B	0,88	0,79	0,99	0,83	1,28	0,95
EV/kvm	15301	58586	28685	22632	11085	27 258
P/E	18	23,5	29	21	18,5	22

Tabell 12.1: Beregnede multipler for komparative selskaper. Merk at EV/kvm er oppgitt i NOK, mens P/B og P/E er forholdstall.

For P/B finner vi et snitt for bransjen på 0,95. Dette er i tråd med våre forventninger nevnt i 12.1.1.1, og identifisert bransjeulempe fra kapittel 8. På lang sikt vil det ikke være mulig for et eiendomsselskap å ha en varig superrentabilitet. En gjennomsnittlig P/B under 1 tilsier at markedet mener at eiendelene i selskapene er noe overpriset. Den lave renten i både Sverige og i Norge tilsier, som nevnt tidligere, at yieldnivået trolig er på et bunnivå. Dette henger sammen med en P/B under 1, og indikerer følgelig at markedet tror at verdiene vil reduseres noe på sikt.

Fra multiplelen EV/kvm ser vi at det er en stor spread fra laveste verdi til høyeste verdi. Dette kan i stor grad forklares med beliggenheten av de forskjellige porteføljene. Hufvudstaden som har høyest EV/kvm har utelukkende kontor- og handelseiendommer i CBD området i Stockholm og Gøteborg. Castellum AB sin virksomhet er i større grad spredd på flere geografiske områder og segmenter, herunder logistikk. Vi ser dette blant annet ved hvilket yieldnivå selskapene opererer med. Castellum opplyser i årsrapport 2019 en gjennomsnittlig verdivurderingsyield på 5,1 prosent, og Hufvudstaden opplyser om en yield på 3,6 prosent. Som vi så i kapittel 11 er dette noe som vil få et ekstremt stort utslag i verdsettelsen av eiendommene, og følgelig i verdi pr. kvadratmeter. Entra har selv en EV/kvm på ca NOK 20 000, noe vi mener gjenspeiler at selskapet i hovedsak opererer i CBD, men også har en geografisk spredning i andre byer. Alle de komparative selskapene er sammenlignbare, og vi har som nevnt omgruppert og justert tallene slik at det analysen bygger på normaliserte tall uten store engangsposter. Dette medfører at vi inkluderer alle selskapene i beregningen av gjennomsnittet. Vi mener at dette gir det mest representative bildet for Entra basert på de forholdene vi har identifisert tidligere i oppgaven.

Med hensyn til P/E ser vi at bransjen har en gjennomsnittlig P/E på ca 22, med en spread fra 18 til 29. Entra har en P/E på ca. 23 (Nordnet.no). Som vi så i kapittel 8 tilsier dette at markedet priser Entra sin evne til å generere fortjeneste noe høyere enn bransjen generelt. Således underbygger denne multiplelen våre funn fra den strategiske analysen og lønnsomhetsanalysen

med at selskapet har en liten strategisk fordel. Spesielt i usikre tider vil markedet prise trykgheten som følger med sikre kontantstrømmer fra offentlige leietakere høyere enn de komparative selskapene. I tillegg har selskapet som nevnt en finansieringsfordel, som bedrer fortjenesten til egenkapitalen sammenlignet med de andre selskapene. Likevel er ikke multippelen mye høyere enn bransjen, og den strategiske fordel vil forsvinne på lang sikt. Lønnsomheten vil da gå mot bransjelønnsomheten, og vi legger følgelig til grunn gjennomsnittet for å beregne en egenkapitalverdi for Entra.

Verdsettelse basert på Pris/Bok	
Balanseført EK	23 427 000 000
x P/B Bransje	0,95
= Verdi av EK	22 349 358 000
/ Antll aksjer	182 132 055
= Verdi pr. akse	123

Tabell 12.2: Verdi pr. aksje i Entra beregnet med multippelen Pris/Bok. Balanseført EK oppgitt i NOK millioner. Verdi pr. aksje presentert i NOK.

Verdsettelse basert på Verdi/kvadratmeter	
Portefølje Entra kvm	1 327 705,00
x EV/kvm bransje	27 258
= Verdi av EK	36 190 442 153
/ Antall aksjer	182 132 055
= Verdi pr. aksje	199

Tabell 12.3: Verdi pr. aksje i Entra beregnet med multippelen Verdi/kvadratmeter. Verdi av EK og verdi pr. aksje presentert i NOK.

Verdsettelse basert på Pris/Fortjeneste	
NRE Entra	1 306 000 000
x P/E bransje	22,11
= Verdi av EK	28 881 269 306
/ Antall aksjer	182 132 055
= Verdi pr. aksje	159

Tabell 12.4: Verdi pr. aksje i Entra beregnet med multippelen Pris/Fortjeneste. NRE - Netto resultat til egenkapital er oppgitt i NOK. Verdi pr. aksje presentert i NOK.

Fra tabellene ovenfor ser vi at Pris/Bok, Verdi/kvadratmeter og Pris/Fortjeneste gir et verdiesimat pr. aksje på henholdsvis 123 NOK, 199 NOK og 159 NOK. Dette gir en spread på 76 NOK fra høyeste til laveste verdi. Vi ser altså store utslag basert på hvilken multipl som

brukes. Dette henger sammen med forenklinger og svakheter knyttet til multiplikatormodellen som redegjort for i kapittel 3. Som vi gjennomgikk ovenfor, mener vi likevel at alle multiplene fremstår som rimelig basert på våre tidligere analyser.

For å komme til et verdiestimat pr. aksje basert på hver enkelt multiplikator, har vi benyttet bransjesnittet for å ta hensyn til variasjon. Dette er som tidligere nevnt gjort under antagelsen av at selskapene er korrekt priset i markedet. Selskapene er vektet likt for å finne et bransjesnitt for den enkelte multiplene.

Et endelig verdiestimat ved bruk av multiplikatormodellen estimeres ved å vekte de forskjellige multiplene. Vi har vektet Pris/Bok, Verdi/Kvadratmeter og Pris/Fortjeneste likt i beregningen under. Dette fordi vi mener at ingen av multiplene skiller seg ut med hensyn til sammenlignbarhet eller prediksjonskraft.

Dette gir oss et multiplbasert verdiestimat på *159 NOK pr. aksje*.

Multiplene	Verdiestimat
Pris/Bok	123
Verdi/kvadratmeter	199
Pris/Fortjeneste	159
Likevektet gjennomsnitt	159

Tabell 12.5: Komparativt verdiestimat pr. aksje i Entra beregnet som likevektet snitt av våre multipler. Tall i NOK.

Verdiestimatet på 159 NOK pr. aksje sees opp mot verdiestimatet vårt fra den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11 som ble 138 NOK pr. aksje. Den komparative verdsettelsen gir et verdiestimat som er helt i øvre grense av intervallet som ble estimert i kapittel 11. Vi har imidlertid sett at bransjesnittet for de forskjellige multiplene henger godt sammen med våre tidligere funn i utredningen, herunder i den strategiske analysen, regnskapsanalysen, risikoanalysen og lønnsomhetsanalysen. Dermed underbygger funnene i multiplikatormodellen funnene i kapittel 11.

Videre vil vi estimere verdien av Entra gjennom substansverdimodellen. Resultatet vi kommer frem til, sammen med estimatet fra verdsettelsen med multipler og den fundamentale verdsettelsen vil i kapittel 13.2 vektet til et endelig verdiestimat.

12.2 Substansverdimodellen

Som nevnt i kapittel fire er denne modellen egnet for å verdsette selskaper med et begrenset omfang på selve driften (Kaldestad & Møller, 2016). I utgangspunktet bør ikke verdien av en eiendom være avhengig av hvem som eier den. Vi ønsker å verdsette hver enkelt investeringseiendom eid av Entra. Vi har tatt utgangspunkt i porteføljen som Entra oppgir på sine hjemmesider (Entra.no). Vi har her hentet data som adresse, lokalisering og kvadratmeter. Disse dataene brukes for å estimere verdien på den enkelte eiendom.

For å fastslå verdien benytter vi her Gordons formel, men under brøkstreken brukes yield som avkastningskravet. Da vi benytter markedsbaserte yielder som reflekterer transaksjoner i markedet finner vi et estimat på markedsverdi, altså hva bygget kan selges for i dag.

$$\text{Verdi bygg} = \frac{\text{Kontantstrøm før skatt}}{\text{Yield}}$$

Etter vi har estimert verdien av eiendelene, må vi trekke fra virkelig verdi av øvrige eiendeler og forpliktelser dersom det finnes et aktivt marked for disse. Videre vil vi forklare stegvis hvordan vi beregner de forskjellige parameterne.

Netto leieinntekter

I Entra sin Q3 rapport for 2020 fremgår investeringseiendom fordelt på geografisk område med tilhørende snitt kvadratmeterpris. Det fremgår også hva markedsleien er fra tilhørende område. Etersom eiendomsmarkedet er et aktivt marked, og vi skal estimere en markedsverdi, velger vi her å legge til grunn markedsleien som inntekt for bygget. Videre legges det til grunn eierkostnader på 23 prosent basert på beregnet driftsmargin 2020 fra kapittel 9. Denne forutsetningen innebærer at eierkostnadene skal dekke vedlikeholdskostnader til “evig tid”, slik at kontantstrømmen fra byggene kan opprettholdes. Oppsummert gir leieprisen som er lagt til grunn en snitt kvadratmeterpris for porteføljen på NOK 1 971.

By	Kvm	Markedsleie kr/kvm	Beregnet markedsleie	Eierkostnader	Netto leieinntekter
Oslo	549 679	2618	1 439 059 622	330 983 713	1 108 075 909
Trondheim	158 940	1763	280 211 220	64 448 581	215 762 639
Bergen	119 538	2412	288 325 656	66 314 901	222 010 755
Sandvika	98 988	1559	154 322 292	35 494 127	118 828 165
Stavanger	78 607	1639	128 836 873	29 632 481	99 204 392
Drammen	69 461	1837	127 599 857	29 347 967	98 251 890
Totalt	1 075 213	1 971	2 418 355 520	556 221 770	1 862 133 750

Tabell 12.6: Estimerte leieinntekter fordelt geografisk. Kvm og markedsleie kr/kvm er hentet fra Entra sin Q3 rapport. Beregnet markedsleie, eierkost og netto leieinntekt er estimert

Yield

Vi vil her estimere hva yielden er for de forskjellige geografiske områdene Entra sine eiendommer er lokalisert i. Ved å ta utgangspunkt i prime yield og justere for andre risikofaktorer finner vi yield for de forskjellige lokasjonene og de forskjellige segmentene. Videre vil denne rimelighetsvurderes mot andre markedsaktører sine anslag. På denne måten kan vi forsikre oss om at avkastningen investor kan forvente stemmer overens med observerte transaksjoner i markedet.

Prime yield

I kapittel 10.4 beregnet vi prime yield til å være 3,63 prosent for 2020. Vi bruker her to desimaler for matematisk nøyaktighet. I tabell 12.8 ser vi at dette er på samme nivå som øvrige markedsaktører, og vi legger derfor denne til grunn. Videre må vi justere for øvrige risikofaktorer.

Beliggenhet

Den første justeringen vi gjør her er for å hensynta økt risiko i andre byer enn Oslo. Vi har justert med hhv. 1 prosent for Bergen, Trondheim og Stavanger, og 2 prosent for Drammen. Videre har vi justert for mikrobeliggenhet, altså for eiendommer som ligger utenfor CBD områdene i de respektive byene. For Oslo har vi delt dette opp i forskjellige områder, der vi justerer med 0,5 prosent for Skøyen og Sandvika, og 1,5 prosent for resten av beliggenhetene i Oslo-området. For de andre byene har vi gjort en forenkling og forutsatt at de eiendommene Entra eier i sin helhet befinner seg i CBD området i de respektive byene, og følgelig ingen endring av yield her.

Type eiendom

Entra eier i all hovedsak kontoreiendommer, og for disse eiendommene justerer vi følgelig ikke yield noe ytterligere. De andre typene er i hovedsak kulturbygg, skolebygg, samt noe mindre handel og utleiearealer. For disse har vi gjort en skjønnsmessig justering av yield med 0,5 prosent. I tillegg eier Entra noen parkeringsbygg der vi har justert yield med 1 prosent. Som det fremgår av tabell 12.7 er det kun justert for type eiendom i de geografiske områdene Entra eier annen type eiendom enn kontoreiendom.

Annet

Som vist i kapittel 2 kan også yield justeres for forhold som teknisk standard, kontraktsforhold og ev. andre forhold som miljø. Grunnet mangel på informasjon for det enkelte bygg lar dette seg imidlertid ikke gjøre i vår beregning.

Oppsummert yield

Basert på dette finner vi følgende yielder for de forskjellige eiendomstypene:

Kontor	Oslo CBD	Oslo Skøyen	Oslo Sandvika	Oslo resten	Bergen	Trondheim	Stavanger	Drammen
Prime yield	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %
Beliggenhet by	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	2,00 %
Beliggenhet mikro	0,00 %	0,50 %	0,50 %	1,50 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Yield	3,63 %	4,13 %	4,13 %	5,13 %	4,63 %	4,63 %	4,63 %	5,63 %

Kultur/skole	Oslo CBD	Oslo Skøyen	Oslo Sandvika	Oslo resten	Bergen	Trondheim	Stavanger	Drammen
Prime yield	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %
Beliggenhet by	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	2,00 %
Beliggenhet mikro	0,00 %	0,50 %	0,50 %	1,50 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Type eiendom	0,50 %	0,00 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,00 %	0,50 %
Yield	4,13 %	4,13 %	4,63 %	5,63 %	5,13 %	5,13 %	4,63 %	6,13 %

Parkering	Oslo CBD	Oslo Skøyen	Oslo Sandvika	Oslo resten	Bergen	Trondheim	Stavanger	Drammen
Prime yield	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %	3,63 %
Beliggenhet by	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	2,00 %
Beliggenhet mikro	0,00 %	0,50 %	0,50 %	1,50 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Type eiendom	0,00 %	0,00 %	1,00 %	1,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	1,00 %
Yield	3,63 %	4,13 %	5,13 %	6,13 %	4,63 %	4,63 %	4,63 %	6,63 %

Tabell 12.7: Yield pr. eiendomstype og område.

Vi har sammenlignet beregnet yield med yield fra markedsaktører. Den beregnede yielden hos markedsaktørene baserer seg på faktiske transaksjoner, og vi får på denne måten hensyntatt faktisk observerte transaksjoner.

By	Prime yield	Yield høy	Yield Newsec	Yield Akershus	Yield DNB
Oslo CBD	3,63 %	4,13 %	3,75%-4,75%	3,50 %	3,25 %
Oslo Skøyen	4,13 %	4,13 %	4%-6%	IA	IA
Oslo Resten	5,13 %	6,13 %	4,25%-7%	IA	IA
Bergen	4,63 %	5,13 %	4%-7%	4 %	3,75 %
Trondheim	4,63 %	5,13 %	5%-7,5%	4,50 %	4,25 %
Stavanger	4,63 %	4,63 %	4,25%-8%	4,50 %	4,75 %
Drammen	5,63 %	6,63 %	4,75%-9%	IA	IA

Tabell 12.8: Sammenligning beregnet yield med markedsyield. Ikke alle aktørene oppgir yield for områdene vi har lagt til grunn. Tabeller viser da IA. (Newsec Insight, Akershus Eiendom, DNB Næringsmegling).

Som vi ser av tabellen, er prime yield for alle lokasjoner rimelig nært yelden vi finner hos relevante markedsaktører. Videre ser vi at høy yield der vi har hensyntatt andre risikoforhold som beliggenhet og eiendomstype også er innenfor intervallet som Newsec opererer med. Vi legger derfor til grunn vår beregnede yield for de forskjellige eiendomstypene og geografiske lokasjonene.

Verdsettelse investeringseiendom

Ved å benytte netto leieinntekt og yield beregnet over finner vi følgende verdier:

Beliggenhet	Type	Sum of Verdi
Bergen	Annet - Skolebygg	106 764 147
	Kontor	4 676 634 614
Bergen Total		4 783 398 762
Drammen	Annet - Kulturbygg	188 897 352
	Kontor	1 496 520 370
	Parkeringshus	22 188 078
Drammen Total		1 707 605 801
OSLO CBD	Annet - Kulturbygg	913 921 614
	Annet - Leiligheter for utleie	19 381 133
	Annet - Skolebygg	1 208 393 366
	Kontor	16 751 019 133
OSLO CBD Total		18 892 715 246
Oslo resten	Kontor	3 059 224 484
	Parkeringshus	20 268 272
Oslo resten Total		3 079 492 756
Oslo Sandvika	Annet - Kulturbygg	415 794 728
	Annet - Selskapslokaler	52 173 653
	Annet - Skolebygg	172 882 662
	Kontor	1 690 513 541
	Parkeringshus	382 663 388
Oslo Sandvika Total		2 714 027 971
Oslo Skøyen	Kontor	2 949 842 593
Oslo Skøyen Total		2 949 842 593
Stavanger	Kontor	1 980 405 824
Stavanger Total		1 980 405 824
Trondheim	Annet - Kulturbygg	138 132 596
	Annet - Skolebygg	296 799 847
	Kontor	4 171 132 724
Trondheim Total		4 606 065 168
Grand Total		40 713 554 121

Tabell 12.9: Beregnet verdi fordelt på eiendomstype og lokasjon

Vi finner altså en verdi for investeringseiendommene på NOK 40 714 millioner. Fra Entra sin Q3 rapport ser vi at de har beregnet en verdi på NOK 45 260 millioner. Differansen skyldes trolig enten våre forutsetninger om at snitt kvadratmeterpris og eierkostnad på 23 prosent, at Entra har benyttet et annet yieldnivå, eller en kombinasjon av disse.

I vårt estimat er det en gjennomsnittlig kvadratmeterpris på NOK 1 971 pr. kvm, se tabell 12.6. Gitt samme yieldnivå tilsier dette en økning til ca NOK 2 400 pr. kvm for å komme til samme verdi. Alternativt, gitt samme leieprisnivå, vil en reduksjon i yield på 0,5 prosent for alle lokasjoner gi en verdi for byggene på ca. NOK 45 826. Som vi ser, er altså estimatet svært usikkert og påvirkes av små endringer i parameterne.

Trolig skyldes forskjellen mellom vårt og Entra sitt estimat noe forskjell i leiepris, samt noe forskjell i yield.

For å illustrere usikkerheten har vi kjørt en sensitivitetsanalyse med tornadodiagram på yield for Oslo CBD. Vi har brukt utfallsrommet fra tabell 12.8, fra det laveste markedsaktør er oppgitt, til det høyeste. Ved et basistilfelle på 3,63 prosent og et utfallsrom fra 3,25 til 4,75 prosent vil verdien være i området NOK 36 759 millioner til NOK 42 674 millioner. Altså en spread på nærmere NOK 6 000 millioner basert på de forskjellige yieldene observert i markedet.



Figur 12.1: Tornadoanalyse yield Oslo CBD

Fra verdi av eiendom til verdi av egenkapital

Vi har nå beregnet verdien av investeringseiendommene til Entra. Selskapet har i tillegg en prosjektportefølje med eiendommer og tomter under utvikling. Fra Q3 rapporten fremgår det at disse er verdsatt til henholdsvis NOK 5 800 millioner og NOK 784 millioner. Vi forutsetter

i det videre at dette er virkelig verdi. Totale eiendomsverdier beløper seg således til NOK 47 298 millioner.

Verdi eiendom	
Investeringseiendom	40 714
Prosjektportefølje	5 800
Utviklingseiendom	784
Sum eiendom	47 298

Tabell 12.10: Verdi eiendom, tall i MNOK

Renteswap

Det neste steget er å justere for renteswapavtalene. Entra reflekterer mer/mindreverdiene i balansen, og vi ser at ved Q3 2020 er det en netto mindreverdi på NOK 406 millioner i regnskapet. Dette er virkelig verdien, og følgelig legges dette til grunn.

Utsatt skatt

I tillegg må vi justere for den latente skatten som foreligger ved eiendommene. Vi forutsetter at ved salg av eiendommene er det snakk om salg av eiendomsselskaper, og ikke selve eiendommen. Dette for å unngå at det utløses dokumentavgift. Det vil også si at salget ikke vil utløse en gevinstbeskatning, da salg av aksjer faller inn under fritaksmetoden.

Kjøper vil tre inn i de skattemessige verdiene til selger. Normalt vil det være et avvik mellom takst og skattemessig verdi. Det betyr at faktiske skattemessige avskrivninger på eiendommen vil være lavere enn de ville vært dersom man kjøpte selve eiendommen, og fikk oppjustert skattemessige verdier til virkelige verdier. Av den grunn vil kjøper kreve en "skatterabatt", som følge av tapte skattemessige avskrivninger.

Skatterabatten beregnes som følger:

$$\text{Skatterabatt} = \frac{M * A * S}{A + r}$$

M = Merverdi (forskjell på takst og skattemessig verdi)

A = Avskrivningssats

S = Skattesats

r = Avkastningskrav etter skatt

Vi forutsetter at det kun er utleide eiendommer som har en midlertidig forskjell. Eiendommene er verdsatt til NOK 40 713 millioner. Vi antar at 20 prosent utgjør tomt, og 80 prosent utgjør selve bygget, som da verdsettes til NOK 32 571 millioner. Skattemessig verdi for byggene beregnes, basert på bokført utsatt skatt, til å være NOK 14 953 millioner. Dette gir en merverdi på NOK 17 617 millioner. Videre antas det at skattemessige avskrivninger er 4 prosent, skattesats på 22 prosent og avkastningskrav lik WACC i 2020 på 4,77 prosent.

Ved å benytte formelen finner vi en skatterabatt på NOK 1 768 millioner. Vi ønsker her å presisere at utsatt skatt bokført i regnskapet er her uvesentlig, da det er virkelig verdi (takst) beregnet over som er interessant for å finne egenkapitalverdien.

Andre korrigeringer

I tillegg må vi korrigere for andre eiendeler og annen gjeld. Vi forutsetter at bokførte verdier pr. Q3 2020 tilsvarer virkelige verdier. Dette er beregnet til å utgjøre en netto eiendel på NOK 312 millioner. Vi har her ikke inkludert immaterielle eiendeler bokført til NOK 117 millioner, som i all hovedsak er relatert til goodwill ved kjøp av Hinna Park Eiendom i Stavanger. Vi antar at salgsverdien av goodwill er kroner null.

Finansiell gjeld og minoritet

For å finne verdien av egenkapitalen må vi også trekke fra virkelig verdi av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Vi benytter også her bokførte verdier pr. Q3 2020.

Oppsummert substansverdimodellen

Basert på gjennomgangen over finner vi følgende verdi på egenkapitalen:

Verdiestimat substansverdimodellen	
Sum eiendom	47 298
Nettoverdi driftseiendeler	312
Nettoverdi finansielle instrumenter -	406
Latent skatt -	1 768
Netto rentebærende gjeld -	20 688
Minoritetsandel -	2 016
VEK	22 732
Antall aksjer	182 132 055
NOK pr. aksje	125

Tabell 12.11: Verdiestimat substansverdimodellen, tall i MNOK

Ved substansverdimetoden finner vi en verdi på *NOK 125 pr. aksje*. Dette viser at det forventes høyere lønnsomhet, og følgelig mer verdi ved drift enn ved å selge alle eiendelene.

Verdsettelsen her er imidlertid svært sensitiv for forutsetningene vi har tatt knyttet til kvadratmeterpris, eierkostnad og yieldnivå. Videre ville det ved faktiske salg av eiendommer vært nødvendig med teknisk due dilligence, vurdering av levetid på bygget, reinvesteringsbehov og vedlikeholdskostnader for å verdsette den enkelte eiendommen (Kaldestad & Møller, 2016).

Vi ser likevel at verdiestimatet er innenfor intervallet 120-160 fra simuleringsanalysen i kapittel 11.4.1. Vi vil følgelig hensynta estimatet i vårt endelige anslag på verdi.

12.3 Bud på Entra

Det ble den 24.11.2020 offentliggjort informasjon om at det svenske eiendomsselskapet SBB vil legge inn et bud på NOK 165 pr. aksje for Entra, noe som priser selskapet til NOK 30 000 millioner. To dager senere, den 26.11.2020 ble det offentliggjort at også Castellum AB har lagt inn et bud på ca. NOK 171 pr aksje, noe som priser selskapet til NOK 31 000 millioner. Det fremgår av melding utstedt av SBB at SBB har identifisert både finansielle og operasjonelle synergier (DN.no), noe som tilsier at SBB har priset inn en premie i sitt bud. Det sier likevel noe om fundamentalverdien til Entra, og vi vil i kapittel 13.2 ta stilling til budet som en del av fastsettelse av endelig verdiestimat.

12.4 Oppsummering av markedsbasert verdiestimat

For å øke påliteligheten til vårt fundamentale verdiestimat i kapittel 11 har vi her utført markedsbaserte verdsettelse.

Vi har benyttet multiplikatormodellen og beregnet en verdi ved multiplikatorene P/B, EV/KVM og P/E ved å sammenligne forholdstall for Entra med resten av bransjen. Ved å vekte resultatene fra de forskjellige multiplikatorene likt har vi kommet frem til et estimat på egenkapitalen på *NOK 159 pr. aksje* ved multiplikatormodellen.

Videre har vi gjennomført en verdsettelse ved bruk av substansverdimodellen. Her har vi beregnet årlige netto leieinntekter og yelder for forskjellige typer bygg og lokaliteter. Dette har

vi brukt for å beregne en verdi på eiendommene til Entra. Videre har vi justert eiendomsverdien med virkelig verdi av andre eiendeler og forpliktelser i regnskapet. Dette gir oss et verdiestimat på *NOK 125 pr. aksje*.

Som for den fundamentale verdsettelsen vil også metodene i den supplerende verdsettelsen inneha usikkerhet. Dette så vi blant annet ved sensitivitetsanalyse av prime yield. Intervallet mellom *NOK 125 pr. aksje* og *NOK 159 pr. aksje* gir oss imidlertid noe trygghet på at en fundamentalverdi på *NOK 138 pr. aksje* fremstår som rimelig.

Videre vil vi benytte våre funn fra den komparative/supplerende verdsettelsen for å finne et endelig verdiestimat på Entra, og gi anbefaling til handlingsstrategi.

13. Oppsummering og konklusjon

I dette kapitlet vil vi først gi en oppsummering av de viktigste funnene vi har gjort gjennom vår masterutredning. Videre vil vi med utgangspunkt i vårt endelige verdiestimat per aksje, konkludere med en anbefalt handelsstrategi der vi anbefaler selg, hold eller kjøp.

13.1 Oppsummering

I kapittel 1 fastslo vi at formålet med denne masterutredningen var å estimere en verdi på egenkapitalen til Entra ASA pr. 30.11.2020 ved å gjennomføre en fundamental verdsettelse.

Den første delen av oppgaven omhandlet en strategisk analyse og bestod av kapittel 2 til 4. Vi så innledningsvis på hvilke faktorer som driver verdiene i bransjen, herunder leiepris og yield, samt hvilke økonomiske makrofaktorer som driver disse. Videre så vi på selskapsspesifikke forhold for Entra, herunder eiendomsportefølje og historisk utvikling. Innsikten herfra ble brukt for å gjennomføre en strategisk analyse som ble oppsummert i en SWOT-analyse. Funnene herfra tilsa at det har vært et godt marked for eiendomsbransjen de siste årene i form av lave renter og komprimert yield nivå, og mer spesifikt for Entra i form av både finansieringsfordeler knyttet til grønn finansiering, og driftsfordeler i form av sikre kontantstrømmer fra offentlige leietakere. Videre fant vi at eiendomsbransjen er en moden bransje, med lav trussel for nyetableringer. Vi har imidlertid konkludert med at fordelene som har eksistert historisk vil forsvinne over tid.

Del to av oppgaven var den kvantitative regnskapsanalysen, risikoanalysen, historisk avkastningskrav og lønnsomhetsanalysen. Vi valgte her en analyseperiode på seks år for å få et representativt bilde av historien. Vi omgrupperte de offentlige regnskapene for å i større grad fokusere på kilder til normalinntjening og verdiskapning. Funnene herfra ble videre brukt for å analysere historisk risiko og avkastningskrav.

I risikoanalysen konkluderte vi med at historisk kredittrisikopremie tilsier forholdsvis lav risiko for Entra, og en god tilgang på finansiering, noe som samsvarte med funnet fra den strategiske analysen.

Det historiske avkastningskravet ble videre analysert, der vi så at dette har vært forholdsvis stabilt, men at nedgang i rentenivå har ført til økt markedsrisikopremie og kredittrisikopremie, som har gitt et forholdsvis stabilt netto driftskrav i analyseperioden.

Alt dette ble videre brukt for å analysere historisk lønnsomhet. Vi fant en samlet strategisk fordel som følge av at målt rentabilitet var høyere enn målt historisk avkastningskrav. Dette er imidlertid beheftet med usikkert, ettersom en måling av historisk faktisk avkastningskrav i praksis er umulig. Funnene våre underbygget imidlertid resultatene fra den strategiske analysen. Vi fant at det har foreligget en driftsfordel som kan forklares med de nevnte sikre kontantstrømmer fra offentlige leietakere, stor andel av portefølje i CBD områder, og en finansieringsfordel knyttet til fordeler med å ha tilgang til grønn finansiering. Konklusjonen var som nevnt at fordelene vil forsvinne på lang sikt som følge av mean-reversion.

I del tre gikk vi fra å ha fokus på historikk til å se fremover. Vi utarbeidet fremtidsregnskap og fremtidskrav basert på funn og innsikt fra oppgavens del to. Med andre ord har vi forutsatt at tidligere historisk målte fordeler vil forsvinne, og at selskapets rentabilitet vil tilsvare forventet krav i fremtiden. Egenkapitalkravet ble estimert til å være 5 prosent, og samlet netto driftskrav ble estimert til å være 4,9 prosent. Den mest sentrale innsikten herfra er imidlertid den store usikkerheten knyttet til de parameterne som er brukt, noe som ble videre analysert i del fire.

Den siste delen av oppgaven er selve verdsettelsen. Vi har her benyttet fremtidsregnskapet og fremtidskravet for å estimere en fundamental verdi for egenkapitalen til Entra. Den nevnte usikkerheten er analysert ved å utføre simulerings-, og sensitivitetsanalyser, og vi har i tillegg lagt til en konkurrisiko. Videre er det utført en markedsbasert verdsettelse for å verifisere det fundamentale verdiestimatet. Samlet sett mener vi at våre funn reflekterer de underliggende økonomiske forholdene i selskapet, og forventede fremtidsutsikter.

Videre vil vi estimere et endelig verdiestimat som utgjør grunnlaget for en anbefalt handlingsstrategi.

13.2 Konklusjon

I vår fundamentale verdsettelse av Entra i kapittel 11 beregnet vi en verdi pr. aksje til å være NOK 138. Dette estimatet baserer seg på fundamentale forhold, og er Entras bruksverdi - altså verdien av å drive virksomheten videre. Vi valgte å supplere denne med en markedsbasert verdsettelse, beregnet ved hjelp av to modeller. Ved multiplikatormodellen fant vi en verdi av Entra på NOK 159 pr. aksje, og ved substansverdimodellen beregnet vi en pris på NOK 125 pr. aksje. Som nevnt mener vi at intervallet her gir oss en trygghet for at den fundamentale verdien er rimelig.

Ettersom det er usikkerhet både som følge av metodemessige svakheter, og som følge av skjønnsmessige forutsetninger og vurderinger knyttet til alle tre metodene, velger vi å ta hensyn til alle tre i vårt endelige verdiestimat.

Den fundamentale verdsettelsen er hovedfokuset i denne utredningen, og vi velger derfor å vekte denne tyngst med 70 prosent. De to andre metodene vektet med 15 prosent hver.

Metode	NOK pr. aksje	Vekt	Vektet NOK pr. aksje
Fundamental	138	70 %	97
Multiplikator	159	15 %	24
Substansverdi	125	15 %	19
Sum			139
Antall aksjer			182 132 055
VEK MNOK			25 353

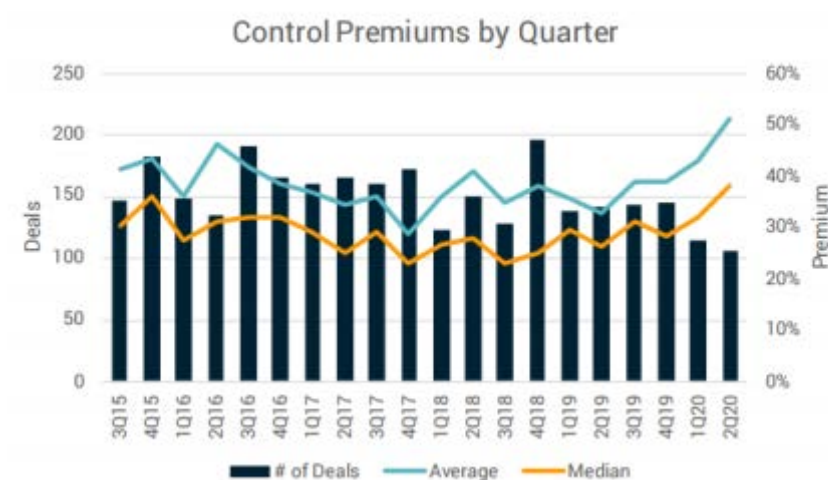
Tabell 13.1: Endelig verdiestimat pr. 30.11.2020

Vi får et endelig verdiestimat på NOK 139 pr. aksje ved verdsettelsestidspunkt 30.11.2020

Helt i avslutningsfasen av denne oppgaven har det som nevnt i kapittel 12.3 blitt offentliggjort to bud på Entra ASA. Budgiver SBB AB har priset aksjene til NOK 165 pr. aksje, og budet fra Castellum på NOK 171 pr. aksje. Sett mot vårt estimat på NOK 139 pr. aksje tilsier dette en premie på henholdsvis ca. 19 og 23 prosent. Premien kan være relatert til både synergi- og kontrolleffekter. Det kan også være at kjøper mener at Entra er undervurdert av markedet. Vi har benyttet FactSet Mergerstat⁸ som publiserer kvartalsvis statistikk på oppkjøpspremier.

⁸ Tjenesten analyserer gjennomførte transaksjoner som involverer børsnoterte selskaper der mer enn 50 prosent av aksjene har byttet eier. Premien måles i prosent av aksjekurs før transaksjonen (Kaldestad & Møller, s. 280)

Vi har fått tilgang til kvartalspremier som baserer seg på det amerikanske markedet. Vi ser at pr Q2 2020 var medianpremien målt til å være i underkant av 40 prosent.



Figur 13.1: Kontrollpremier pr kvartal (BVR). Antall transaksjoner pr kvartal i perioden Q3 2015 til og med Q2 2020 med gjennomsnittlig og median kontrollpremie i det amerikanske markedet.

Gitt en premie på i underkant av 40 prosent tilsier dette at SBB har priset Entra til i underkant av NOK 120 pr aksje, og Castellum har priset selskapet til i overkant av NOK 120 pr aksje. Dette samsvarer med vår nedre grense fra kapittel 11. Etter vårt syn underbygger derfor budet at fundamentalverdien befinner seg i intervallet 120 til 160.

Det er imidlertid lavere premier knyttet til transaksjoner og verdsettelse som i utgangspunktet begrenser seg til selskapets materielle eiendeler, som er tilfellet her (RSM, 2017).

Kontrollpremiene her er typisk i intervallet 15 prosent til 25 prosent (RSM, 2017). Basert på budene på NOK 165 og NOK 171 pr aksje tilsier dette en fundamentalverdi mellom NOK 132 og NOK 149 pr aksje.

Vi kan umulig vite hvor stor premien faktisk er. At begge budene overstiger den øvre grensen vi har identifisert skyldes nevnte premier, og budene er følgelig ikke relevant for oss når vi skal estimere underliggende verdi av Entra. Vi vil derfor ikke hensynta budene i vårt endelige verdiestimat.

Vi mener imidlertid at budene gir oss ytterligere sikkerhet for at vårt estimat er rimelig, og at verdien i befinner seg innenfor identifisert verdiintervall. Funnene fra Mergerstat og RSM

tilsier at Castellum og SBB har priset Entra eksklusiv premie mellom NOK 120 pr. aksje og NOK 149 pr. aksje, som tilsvarer en premie mellom 15 og 40 prosent.

Forutsetningene som denne verdsettelsen bygger på endres kontinuerlig. Vi presiserer derfor at ny informasjon både knyttet til økonomien som helhet, og om selskapsspesifikke forhold vil gjøre at verdsettelsen vil måtte oppdateres. Entra er imidlertid et eiendomsselskap i en moden bransje, og det er lite trolig at verdiene vil endres dramatisk over kort tid. Videre er verdiesimatet et punkttestimat, men vi vil i 13.3 vise at det er fornuftig å operere med et verdiintervall.

13.3 Handlingsstrategi

Verdiesimatet for Entra på NOK 139 er et punkttestimat som baserer seg på forskjellige modeller med ulike svakheter og forutsetninger. I realiteten er det stor usikkerhet knyttet til dette, og vi ønsker derfor å operere med et verdiintervall når vi fastsetter handlingsstrategi.

I kapittel 11.4.1 satt vi grensene for oppsidepotensiale på NOK 160 pr. aksje, og grensen for nedsiderisiko på NOK 120. Metodene benyttet i den markedsbaserte verdsettelsen gir oss ytterligere indikasjoner på at verdien befinner seg innenfor dette intervallet. Grenseverdiene tilsier en usikkerhet på pluss minus 15 prosent fra vårt punkttestimat. Dette underbygges ytterligere av budene fra SBB og Castellum, som etter vårt syn har priset Entra eksklusiv premier et sted mellom NOK 120 og NOK 149 pr. aksje. For et stabilt selskap som Entra, som opererer i en forholdsvis stabil bransje, mener vi at dette høres rimelig ut.

Aksjekursen pr. 30.11.2020 er NOK 177,8 pr. aksje. Ettersom dette er høyere enn vårt estimerte verdiintervall på NOK 120 til NOK 160 pr. aksje, **anbefales det en selg-strategi.**

Litteraturliste

Bøker

Berk, J., & DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance* (4th edition. utg.). Essex, United Kingdom: Pearson Education Limited.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of corporate finance* (12th edition. utg.). New York, USA: McGraw-Hill Education.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3. utgave.). New Jersey, USA: John Wiley & Sons.

Gottschalk, P. (2003). *Ledelse av intellektuell kapital*. Oslo, Universitetsforlaget

Henry, A. (2008). *Understanding Strategic Management* (2. utgave). New York: Oxford University Press.

Jakobsen, E. W., & Lien, L. B. (2001). *Ekspansjon – Strategi for forretningsutvikling* (1. utgave). Oslo: Gyldendal Norsk Forlag.

Johnson, G., Whittington, R., Scholes K., Angwin, D., & Regnér, P. (2013). *Exploring Strategy* (10th edition). Harlow: Pearson Education.

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utgave. utg.). Bergen, Norge: Fagbokforlaget.

Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation - IFRS standards edition* (5th edition. utg.). Hampshire, United Kingdom: Cengage.

Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th edition. utg.). New York, USA: McGraw-Hill.

Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis* (1. utgave. utg.). Bergen, Norge: Fagbokforlaget.

Porter, M.E. (1998). *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors: with a new introduction*. New York: Free Press.

Roos, G., von Krogh, G., & Roos, J. (2013). *Strategi – en innføring* (5. utgave). Bergen: Fagbokforlaget.

Forelesningsnotater

Knivsflå, K. H. (2020). f04. Omgruppering for analyse. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2020). f07. Målefeil. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2020). f09. Kredittvurdering – Syntetisk rating. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2020). f10. Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2020). f12. Strategisk driftsanalyse. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2020). f14. Framtidsrekneskap – Ramme og driftsinntekter. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2020). f19. Uvisse i verdierestimatet. BUS440. Norges Handelshøyskole.

Års- og kvartalsrapporter

Atrium Ljungberg AB. (2020). *Sluttrapport 2019*.

Atrium Ljungberg AB. (2020). *Delårsrapport januar – september 2020*.

Castellum AB. (2020). *Årsredovisning 2019*.

Entra ASA. (2016). *Annual report 2015*.

Entra ASA. (2017). *Annual report 2016*.

Entra ASA. (2018). *Annual report 2017*.

Entra ASA. (2019). *Annual report 2018*.

Entra ASA. (2020). *Annual report 2019*.

Entra ASA. (2020). *Q2 Quarterly Report 2020*.

Entra ASA. (2020). *Q3 Quarterly Report 2020*.

Fabege AB. (2020). *Annual Report 2019*.

Fabege AB. (2020). *Interim Report Q3 2020*.

Hufvudstaden AB. (2020). *Annual report 2019*.

Hufvudstaden AB. (2020). *Interim Report January – September 2020*.

Norwegian Property ASA. (2020). *Årsrapport 2019*.

Norwegian Property ASA. (2020). *Interim Report Q3 2020*.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2020). *Annual report 2019*.

Rapporter, artikler og nettsider

Akershus Eiendom. (2020). *Market insight: Data – Capital Markets Analytics*. Hentet fra:

<https://akershuseiendom.no/markedsinnsikt/grafar/capital-markets?sector=Transaction+Yields+and+Financing&subSector=Office>

Bosworth, B. (2014). *Interest Rates and Economic Growth: Are They Related? (Working Paper 2014-8)*. Boston: Center for Retirement Research, Boston College

BVR. (2020, November). *Control Premium Study*. Hentet fra:

https://www.bvresources.com/docs/default-source/spec-sheets/control-premium-study-database-spec-sheet.pdf?sfvrsn=b3defcb2_22

Byggtjeneste. (u.å). *Hva er BREEAM/BREEAM-NOR?* Hentet fra:

<https://byggtjeneste.no/breem-nor/>

Damodaran, A. (2020, Januar). *Betas by Sector (US)*. Hentet fra:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Damodaran, A. (2020. 01. juli). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Hentet 10.oktober 2020 fra:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Dagens Næringsliv. (2020. 24. november). *Svensk eiendomsselskap vil kjøpe Entra og vokse videre: - Størrelsen betyr noe*. Hentet fra: <https://www.dn.no/bors/entra/svensk-eiendomsselskap-vil-kjope-entra-og-vokse-videre-storrelse-betyr-noe/2-1-917891>

DN Investor (u.å). *Entra*. Hentet 15. november 2020 fra:

<https://investor.dn.no/#!/Aksje/S177/ENTRA/Entra>

DNB Næringsmegling. (2020). *Markedsrapport, nøkkeltall kontor*. Hentet 13. september 2020 fra: <https://www.dnbnaringsmegling.no/no/markedsrapport/>

Eiendomsmegler1. (2018). *Hvorfor satse på BREEAM-NOR sertifisering?* Hentet 13. september 2020 fra:

<https://www.eiendomsmegler1.no/hjemtildeg/prosjekt-nybygg/2018/hvorfor-satse-paa-breem-nor-sertifisering/>

Entra. (u.å). *Om Entra*. Hentet fra: <https://entra.no/about>

Entra ASA. (u.å). *Entra er miljøledende i bransjen*. Hentet fra:

<https://entra.no/about/article/miljo/14>

Entra ASA. (2019. 26. april). *Vedtekter for Entra ASA*. Hentet fra:

https://entra.no/storage/uploads/article-documents/4_entra-asa-vedtekter-per-26-april-2019.pdf

Folketrygdfondet (2014. 23. oktober). *Investering i næringsseiendom*. Utført av Akershus Eiendom AS. Hentet fra: <https://www.folketrygdfondet.no/getfile.php/131696-1439279252/Nedlastingscenter/Brev%20-%20Finansdepartementet/Utredning%20om%20N%C3%A6ringseiendom%20for%20FTF%2023.10.14.pdf>

International Monetary Fund. (2020). *Real GDP growth: Annual percent change*. Hentet fra: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEO_WORLD

JLL Sweden. (2020). *JLL Nordic Outlook – Focus: Community Service properties – Autumn 2020*. Hentet fra: <https://www.jllsweden.se/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/jll-nordic-outlook-autumn-2020.pdf>

Kinserdal, F. (2017). Hva blir avkastningskrav og vekstforventninger når renten er lav? *Magma*, 2017 (3), s. 16 – 19. Hentet fra: <https://www.magma.no/hva-blir-avkastningskrav-og-vekstforventninger-nar-renten-er-lav1>

Moodys. (2020). *Rating Symbols and Definitions*. Hentet 13. Oktober. 2020 fra: <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx>

Newsec (2020). *Newsec insight Markedsrapport Q2 2020*. Hentet fra: <https://www.newsecinsight.no/kapitler/verdi-og-yieldutvikling>

Newsec (2020). *Newsec insight Markedsrapport Q3 2020*. Hentet fra: <https://www.newsecinsight.no/kapitler/verdi-og-yieldutvikling>

Nordnet (2020). *Aksjekurs Entra*. Hentet 07.09.2020 fra: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16330511-entra>

Nordnet (2020) *P/E forhold NPRO*. Hentet 01.10.2020 fra: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105693-norwegian-property>

Nordnet (2020). *P/E forhold Entra*. Hentet 10.11.2020 fra: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16330511-entra>

Norges Bank. (u.å). *Hvordan sentralbanker påvirker renter*. Hentet 18.09.2020 fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank. (u.å). *Valutakurser. SEK til NOK*. Hentet 18.09.2020 fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=SEK>

Norges Bank. (u.å). *Styringsrenten*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank. (2016). *Næringseiendom i Norge (Aktuell kommentar nr. 6, 2016 ved Marius Hagen)*. Hentet fra: https://static.norges-bank.no/contentassets/093fda53ce45407aba78d88a97243e10/aktuell_kommentar_6_2016.pdf?v=03/09/2017123525&ft=.pdf

Norges Bank. (2018). *Figurer_ppr_2_18*. Statistisk sentralbyrå & Norges Bank. Hentet fra: https://static.norges-bank.no/contentassets/9ffd6850c202455d90fb789e3eae32da/figurer_ppr_2_18.pdf?v=06/21/2018090403&ft=.pdf

Norges Bank. (2020. 2. april). *Inflasjon*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>

Norges Bank. (2020. 09. oktober). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Hentet 9. oktober 2020 fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

Norges Bank. (2020. 14. september). *Rentestatistikk: Styringsrenten daglige noteringer*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Styringsrente-daglig/>

Norges Bank Investment Management. (2020). *Investing in real estate – The 10-year history*. Hentet fra: https://www.nbim.no/contentassets/5e6fa39b89564c33b54935780416172d/investing-in-real-estate_the-10-year-history.pdf

Overview: *Central business district*. (u.å) I *Oxford Reference*. Hentet fra:

<https://www.oxfordreference.com/view/10.1093/oi/authority.20110803095558550>

Oslo Børs. (u.å). *Entra vs. OSBX*. Tidligere oslobors.no, nå Euronext, hentet fra:

<https://live.euronext.com/en/product/equities/NO0010716418-XOSL/market-information>

Oslo Børs. (2019). *Mest omsatte verdipapir*. Hentet fra: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/Aksjer/2019-Mest-omsatte-verdipapir>

PwC. (2019). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>

Regjeringen. (2005, mars). *En mer effektiv statlig bygge- og eiendomsforvaltning*. Hentet fra:

https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/mod/rap/2005/0010/ddd/pdfv/244925-statens_bygge_eiendomspol.pdf

RSM (2017), *Control Premium Study 2017*. Hentet fra:

https://www.rsm.global/australia/sites/default/files/media/Special%20Report/Control%20Premium%20Study/2017/1704_control_premium_study_2017.pdf

Statistisk Sentralbyrå. (2019, 7 mars). *Fruktbarheten fortsetter å synke*.

Hentet fra: <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/fruktbarheten-fortsetter-a-synke>

Statistisk sentralbyrå. (2020). *Nasjonalregnskap og konjunkturer. Bruttonasjonalprodukt (BNP). Årlig volumendring. 2002-2019*. Hentet 12. September fra:

<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>

Statistisk sentralbyrå (2020, 11. mars). *Befolkning: Fødte*. Hentet 16. september 2020

fra: <https://www.ssb.no/befolkning/statistikker/fodte>

Statistisk sentralbyrå. (2020, 18. august). *Voksende byer og aldrende bygder*. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/voksende-byer-og-aldrende-bygder#forskning-hovedmeny>

Statistisk sentralbyrå. (2020. 11. september). *Konjunkturtendensene*. <https://www.ssb.no/kt>

Statistisk sentralbyrå. (2020. 30. september). *Statistikkbanken: Banker og kredittforetak – Finansforetak. Utlån, etter lånetaknæring (mill.kr) 2009M05 – 2020M09*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/08116>

Statistisk sentralbyrå. (2020. 10. november). *Konsumprisindeksen*. Hentet 26.11.2020 fra: <https://www.ssb.no/kpi>

Union. (2020). M2 Analyseportal: Transaksjon: *Knallsterkt marked*. Hentet fra: <https://m2.union.no/transaksjon/knallsterkt-marked>

Appendix

Appendix 1 - Hva er BREEAM-NOR

Hva er BREEAM/BREEAM-NOR?

BREEAM er verdens eldste (1990) og Europas ledende miljøsertifiseringsverktøy for bygninger. BREEAM-NOR er den norske tilpasningen av BREEAM og byggenæringens eget verktøy for å måle miljøprestasjon utviklet av Grønn Byggallianse i tett samarbeid med bygg- og eiendomsnæringen i Norge.

BREEAM-NOR er Norges eneste metode for sertifisering av bærekraftige bygg. I Norge er det i overkant av 300 registrerte BREEAM-NOR prosjekter, mens verktøyet og metodikken benyttes av enda flere.

Formålet er å motivere til bærekraftig design og bygging gjennom hele byggeprosjektet, fra tidlig fase til overlevert bygg. BREEAM-NOR har vist seg å være et effektivt verktøy for å samordne de ulike aktørene i et byggeprosjekt og integrere bærekraftig tenkning i alle ledd.

Internasjonale studier viser at BREEAM-bygg har:

- Høyere markedsverdi
- Høyere leieinntekter
- Større belegg
- Lavere driftskostnader
- Økt brukertilfredshet
- Redusert finansiell risiko

Et BREEAM-NOR sertifikat utstedes i fem nivåer; Pass, Good, Very Good, Excellent og Outstanding. Sertifiseringen er basert på dokumentert miljøprestasjon i ni kategorier – ledelse, helse- og innemiljø, energi, transport, vann, materialer, avfall, arealbruk og økologi samt forurensning.

Appendix 2: Omgruppert regnskap for bransjen

Driftsresultat	2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Leieinntekt	15 600	15 045	14 680	14 147	12 862	12 158
Driftskostnader	- 3 437	- 3 182	- 3 162	- 3 119	- 2 840	- 2 777
Andre inntekter	1 040	950	683	818	435	416
Andre kostnader	- 936	- 906	- 673	- 803	- 772	- 673
Administrative kostnader	- 901	- 862	- 862	- 827	- 794	- 822
Driftsresultat egen virksomhet	11 366	11 045	10 666	10 217	8 891	8 302
Driftsrelatert skattekostnad	1 955	1 822	1 750	1 674	1 428	1 348
Nettoresultat egen virksomhet	9 411	9 223	8 916	8 543	7 463	6 954
Resultatandel TS og FKV	97	337	94	139	251	32
Netto driftsresultat	9 508	9 560	9 010	8 682	7 212	6 922
Finansinntekter	28	26	56	71	45	57
- Skatt på finansinntekt	4	4	8	11	7	9
Netto finansinntekt	24	22	47	60	38	48
Nettoresultat til sysselsatt kapital	9 532	9 582	9 058	8 742	7 250	6 970
Finanskostnader	2 665	2 513	2 496	2 811	2 829	2 805
Skatt på finanskostnader	- 575	- 543	- 557	- 636	- 652	- 666
Netto finanskostnad	2 090	1 970	1 939	2 176	2 177	2 139
Årets totalresultat	7 441	7 612	7 118	6 566	5 073	4 830
- Netto minoritetsresultat	-103	-248	-194	-50	-103	-73
OCI	-36	54,5	18,8	-5,3	-0,3	50,2
Netto resultat til egenkapitalen	7 302	7 418	6 943	6 511	4 970	4 808
Unormalt netto driftsresultat	- 1 860	13 528	18 087	16 130	16 222	10 387
Unormalt netto finansresultat	9 589	- 3 467	- 2 845	5 139	2 748	936
Fullstendig netto resultat til egenkapitalen	15 032	17 479	22 185	27 780	23 940	16 131
Netto betalt utbytte majoritet	- 4 970	- 5 509	- 4 851	- 4 111	- 3 386	- 2 900
Endring i egenkapital majoritet	10 061	11 970	17 334	23 669	20 554	13 231

Tabell A 2.1: Omgruppert resultatregnskap for bransjen, perioden 2015 – 2020. Bransjen består av selskapene: Entra ASA, Castellum AB, Faberge AB, Hufvudsstaden AB, Atrium Ljungberg AB og Norwegian Property ASA. Nærmere om valg av selskaper som inngår er presentert i kapittel 2.1.8.

Balanse - eiendeler	2020-Q2	2 019	2 018	2 017	2 016	2 015
Langsiktige driftsrelaterte eiendeler	345 877	322 781	299 425	278 048	235 936	201 571
Kortsiktige driftsrelaterte eiendeler	4 490	4 184	5 341	4 672	7 956	2 330
Driftsrelaterte eiendeler	350 367	326 965	304 766	282 719	243 892	203 901
Kortsiktige finansielle eiendeler	2 419	2 885	3 525	1 795	2 132	1 424
Langsiktige finansielle eiendeler	497	525	435	533	525	573
Finansielle eiendeler	2 916	3 411	3 960	2 328	2 657	1 998
Totale eiendeler	353 283	330 376	308 726	285 048	246 550	205 899

Balanse - egenkapital og gjeld						
Egenkapital	170 966	161 048	149 168	131 437	108 219	87 664
Minoritetsinteresser	1 965	2 016	1 794	486	390	359
Langsiktig driftsrelatert gjeld	35 743	32 829	26 801	25 118	20 792	17 819
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	16 408	13 968	12 301	11 931	9 828	8 746
Driftsrelatert gjeld	52 151	46 797	39 102	37 049	30 620	26 565
Langsiktig finansiell gjeld	120 511	109 479	106 395	99 133	92 306	73 404
Kortsiktig finansiell gjeld	7 689	11 034	12 269	16 945	15 015	17 909
Finansiell gjeld	128 200	120 513	118 664	116 077	107 321	91 313
Samlet gjeld	180 352	167 310	157 766	153 126	137 941	117 878
Totalkapital	353 283	330 376	308 727	285 048	246 550	205 900
Netto driftseiendeler	298 216	280 168	265 664	245 670	213 273	177 336
NFG	125 284	117 103	114 704	113 749	104 664	89 316

Tabell A 2.2: Omgruppert balanse for bransjen, perioden 2015 – 2020. Bransjen består av selskapene: Entra ASA, Castellum AB, Fabege AB, Hufvudsstaden AB, Atrium Ljungberg AB og Norwegian Property ASA. Nærmere om valg av selskaper som inngår er presentert i kapittel 2.1.8.

Endring i egenkapital	2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Inngående egenkapital	160 913	149 070	131 340	108 125	87 660	74 431
FNR	14 396	17 411	22 575	27 387	23 940	16 132
Netto betalt utbytte	- 4 971	- 5 508	- 4 851	- 4 111	- 3 386	- 2 900
Utgående egenkapital	170 966	161 048	149 168	131 437	108 219	87 664

Tabell A 2.3: Omgruppert endring i egenkapital for bransjen, perioden 2015 – 2020. Bransjen består av selskapene: Entra ASA, Castellum AB, Fabege AB, Hufvudsstaden AB, Atrium Ljungberg AB og Norwegian Property ASA. Nærmere om valg av selskaper som inngår er presentert i kapittel 2.1.8.