



Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Entra ASA

Entra ASA



Fredrik Rosendahl og Jonas Stensrud Finholdt

Veileder: Kjell Henry Knivsfå

Selvstendig arbeid - Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

I denne masterutredningen er det gjennomført en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Entra ASA, hvor formålet var å estimere verdien på egenkapitalen til Entra ASA per 31.12.2021. Fundamental verdsettelse ble benyttet som hovedmetode og komparativ verdivurdering ble brukt som supplerende verdsettelsesmetode.

I den kvalitative strategiske analysen ble Entra og bransjens underliggende økonomiske forhold presentert. Analysen konkluderte med at det forelå en bransje- og ressursfordel. Videre ble den strategiske fordelene kvantifisert i en strategisk rentabilitetsanalyse. Der ble det funnet at Entra hadde en strategisk eierfordel på 4,3 prosent som i all hovedsak kunne tilskrives bransje-, ressurs- og gearingfordel. Dette samsvarer godt med funnene i den kvalitative strategiske analysen. Vi fant imidlertid at Entra sin minoritetsrentabilitet overstiger minoritetskravet og er således en «byrde» for selskapet som reduserer den strategiske eierfordelen.

Den strategiske rentabilitetsanalysen la sammen med regnskapsanalysen grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet og fremtidskravet. Basert på dette ble det gjennomført en fundamental verdsettelse etter selskaps- og egenkapitalmetoden. Verdiestimatene konvergente så til et felles verdiestimat på NOK 135,6 per aksje. Dette tilsvarer en P/E på 12,4 og P/B på 1,44. P/E ligger under det normale forholdet og det antas følgelig at Entras strategiske fordel reduseres på lengre sikt. Dette samsvarer godt med funnene i den strategiske analysen. P/B over 1 tilsier at selskapet har en strategisk fordel og er i stand til å skape merverdier utover bokført verdi. Dette er konsistent med funnene i den strategiske analysen som konkluderte med at eiendomsbransjen er lønnsom og forventes å være det i tiden fremover. Usikkerheten i verdiestimatet ble analysert ved simulering- og sensitivitetsanalyse, der netto driftsmargin ble identifisert som største kilden til usikkerhet og variasjonskoeffisienten ble 15 prosent.

Avslutningsvis ble det konvergente verdiestimatet supplert med komparativ verdsettelse som resulterte i et verdiestimat på NOK 202,3. I utarbeidelsen av det endelige verdiestimatet ble det kalkulert vekter til den fundamentale og komparative verdsettelsen. Det endelige verdiestimatet endte på NOK 202,6 per aksje når den komparative verdsettelsen ble vektlagt med 99 prosent. Basert på aksjekursen per 17.12.2021 ble det dermed gitt en hold-anbefaling.

Forord

Denne masterutredningen inngår som en del av den toårige mastergraden i regnskap og revisjon (MRR) ved Norges Handelshøyskole.

Motivasjonen for å skrive en masteroppgave innen strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering er interessen for verdivurdering som er tatt fra kurs i mastergraden, samt relevansen for fremtidig arbeid. Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering kombinerer et bredt spekter av emner som regnskap, finans og strategi, hvilket gjør det til en fin avslutning av mastergraden hvor en får kombinert tilegnet kunnskap fra ulike kurs.

Videre ønsket vi å skrive om en dagsaktuell bransje som har vekket stor mye interesse de siste årene, både skattemessig, prismessig og resultatmessig. Eiendomsbransjen har vokst betydelig de siste tiårene og er blitt en svært viktig næring i Norge. Valget falt følgelig på Entra ASA og vi har i denne masterutredningen gjennomført en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av selskapet.

Arbeidet med masteroppgaven har vært en lærerik og interessant prosess som har gitt oss verdifull innsikt om eiendomsbransjen og Entra ASA. Dette er kunnskap som vi tar med oss videre inn i arbeidslivet.

Avslutningsvis vil vi rette en stor takk til vår veileder, professor Kjell Henry Knivsflå for raske, nyttige og innsiktsfulle tilbakemeldinger gjennom utredningen.

Norges Handelshøyskole

Bergen, 20. Desember 2021

Fredrik Rosendahl

Jonas Stensrud Finholdt

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	10
1.1 Målsetning.....	10
1.2 Avgrensning.....	10
1.3 Struktur	10
2. Presentasjon av Entra og bransjen	12
2.1 Entra.....	12
2.1.1 Historisk utvikling.....	12
2.1.2 Strategi og visjon	13
2.1.3 Forretningsområder	13
2.1.4 Eiendomsportefølje	15
2.1.5 Organisasjon	16
2.1.6 Finansiering og utbyttepolitikk	17
2.1.7 Finansiell utvikling	18
2.1.8 Aksjonærversikt	18
2.1.9 Aksjekursutvikling	19
2.2 Eiendomsbransjen	20
2.2.1 Segmenter	20
2.2.2 Tilbud/Etterspørsel.....	21
2.2.3 Covid-19	22
2.3 Komparative virksomheter.....	22
2.3.1 Norwegian Property	23
2.3.2 Castellum AB.....	24
2.3.3 Fabege AB	24
2.3.4 Atrium Ljungberg AB.....	24
2.3.5 Gjennomsnittsvirksomheten.....	25
2.4 Entras avvik fra gjennomsnittsvirksomheten (mtp. ressurser).....	26
2.4.1 Leietakere.....	26
2.4.2 Miljøfokus.....	28
2.3.3 Kompetanse.....	29
2.5 Makroforhold	30
2.5.1 Politiske faktorer	30
2.5.2 Økonomiske faktorer.....	31

2.5.3 Sosiokulturelle faktorer.....	36
2.5.4 Teknologiske faktorer	39
2.5.5 Miljømessige faktorer	40
2.5.6 Juridiske faktorer.....	40
3. Valg av verdsettelsesmetode.....	42
3.1 Verdsettelsesmetoder	42
3.1.1 Fundamental verdivurdering	42
3.1.2 Komparativ verdivurdering.....	45
3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering	46
3.2 Valg av verdsettelsesmetode.....	47
3.2.1 Tilgang på informasjon	47
3.2.2 Kjennetegn ved bransjen.....	47
3.2.3 Fase i livssyklusen	48
3.2.4 Konklusjon om valg av metode	49
3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering.....	49
4. Strategisk analyse.....	52
4.1 Rammeverk for den strategiske analysen.....	52
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse	53
4.2.1 PESTEL	53
4.2.2 Porters femkraftsmodell.....	59
4.3 Intern ressursorientert analyse	67
4.3.1 Om SVIMA.....	67
4.3.2 Leietakere.....	69
4.3.3 Miljøfokus.....	71
4.3.4 Kompetanse.....	73
4.3.5 Delkonklusjon SVIMA-analyse	76
4.4 Oppsummering av strategisk analyse.....	77
4.4.1 Bransjefordel.....	78
4.4.2 Ressursfordel.....	78
4.4.3 Strategisk fordel	79
4.4.5 SWOT	80
5. Regnskapsanalyse	82
5.1 Rammeverk og praktiske valg.....	82

5.1.1	Rammeverk for regnskapsanalyse	82
5.1.2	Praktiske valg.....	83
5.2	Presentasjon av rapporterte tall og “trailing” årsregnskap	84
5.2.1	Rapporterte tall.....	85
5.2.2	«Trailing» årsregnskap.....	87
5.3	Omgruppering for analyse	94
5.3.1	Omgruppering av resultatregnskapet	94
5.3.2	Omgruppering av balanseregnskapet	99
5.4	Analyse av målefeil og justering.....	106
5.4.1	Justering av målefeil	108
5.4.2	Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for Entra	111
5.5	Presentasjon av omgrupperte og justerte regnskapstall for bransjen	113
5.6	Rammeverk for forholdstallsanalyse	115
6.	Analyse av kredittrisiko	117
6.1	Likviditetsanalyse - kortsiktig risiko.....	117
6.1.1	Gjeldsdekning i balansen	117
6.1.2	Rentedekningsgrad.....	121
6.1.3	Gjeldsdekning gjennom kontantstrøm	123
6.2	Soliditetsanalyse - langsiktig risiko	124
6.2.1	Egenkapitalandel.....	124
6.2.2	Netto driftsrentabilitet.....	125
6.2.3	Analyse av kapitalstruktur	127
6.3	Syntetisk rating	128
7.	Historisk avkastningskrav.....	130
7.1	Avkastningskrav til totalkapitalen	131
7.2	Avkastningskrav til egenkapitalen.....	132
7.2.1	Risikofri rente	133
7.2.2	Markedet risikopremie	134
7.2.3	Andre premier	136
7.2.4	Egenkapitalbeta.....	137
7.2.5	Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og netto driftskapital	138
7.3	Avkastningskrav	143
7.3.1	Avkastningskrav til egenkapitalen	144

7.3.2	Finansielle avkastningskrav	144
7.3.3	Selskapskrav	145
7.3.4	Oversikt over avkastningskrav	146
8.	Strategisk rentabilitetsanalyse	148
8.1	Strategisk eierfordel	149
8.2	Dekomponering av strategisk eierfordel	151
8.3	Driftsfordel	151
8.3.1	Bransjefordel	153
8.3.2	Ressursfordel	154
8.3.3	Gearingfordel	158
8.3.4	Oppsummering driftsfordel	159
8.4	Finansieringsfordel	159
8.4.1	Finansieringsfordel finansiell gjeld	161
8.4.2	Finansieringsfordel finansielle eiendeler	162
8.4.3	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	163
8.4.4	Finansieringsfordel minoritet	163
8.4.5	Oppsummering finansieringsfordel	164
8.5	Oppsummering av strategisk rentabilitetsanalyse	165
9.	Fremtidsregnskap	166
9.1	Rammeverk for fremtidsregnskap	166
9.2	Praktiske valg og vekstanalyse	167
9.2.1	Budsjettthorisonnt	167
9.2.2	Budsjettmodell og budsjett drivere	168
9.2.3	Framskrivningsteknikk og usikkerhet	169
9.2.4	Vekstanalyse	170
9.3	Budsjettering av driftsinntektene	175
9.4	Budsjettering av andre driftsmessige budsjett drivere	177
9.4.1	Netto driftseiendeler	177
9.4.2	Netto driftsresultat	178
9.5	Budsjettering av finansposter	179
9.5.1	Netto finansiell gjeld	179
9.5.2	Netto finansielle kostnader	181
9.5.3	Minoritetsinteresser	183

9.5.4 Netto minoritetsresultat.....	184
9.6 Presentasjon av fremtidsregnskapet.....	185
9.6.1 Fremtidsresultat.....	185
9.6.2 Fremtidsbalanse	186
9.6.3 Fremtidig fri kontantstrøm.....	187
10. Fremtidskrav og strategisk fordel	188
10.1 Fremtidig avkastningskrav til egenkapital	188
10.1.1 Risikofri rente	188
10.1.2 Markedets risikopremie.....	189
10.1.3 Egenkapitalbeta.....	189
10.1.4 Andre premier	189
10.1.5 Fremtidig avkastningskrav til egenkapital	190
10.2 Finansielle avkastningskrav	190
10.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld	191
10.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler	192
10.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld	193
10.3. Selskapskrav	194
10.4 Oppsummering av fremtidskrav.....	195
10.5 Analyse av fremtidig strategisk fordel	195
11. Fundamental verdsettelse.....	197
11.1 Egenkapitalmetoden.....	197
11.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital (FKE-modellen).....	198
11.1.2 Superprofitt til egenkapital (SPE-modellen).....	199
11.1.3 Superprofittvekstmodellen (Δ SPE-modellen).....	200
11.2 Selskapskapitalmetoden.....	201
11.2.1 Fri kontantstrøm fra drift (FKD-modellen).....	201
11.2.2 Superprofitt fra drift (SPD-modellen).....	202
11.2.3 Superprofittvekst fra drift (Δ SPD-modellen).....	203
11.3 Oppsummering av første verdierestimater	204
11.4 Verdierestimater med virkelige kapitalvekter	205
11.4.1 Rimelighetsvurdering av konvergent verdierestimater	206
11.5 Konkursrisiko.....	208
11.6 Analyse av usikkerhet i verdierestimater	209

11.6.1 Simuleringsanalyse	209
11.6.2 Sensitivitetsanalyse	216
11.7 Oppsummering - verdiestimat og usikkerhet	219
12. Komparativ verdivurdering	221
12.1 Multiplikatormodellen	221
12.1.1 Valg av komparative selskap	222
12.1.2 Valg og beregning av multipler	223
12.1.3 Verdiestimat ved bruk av multiplikatormodellen	229
12.2 Substansverdimetoden	230
12.2.1 Salgsverdi.....	231
12.2.2 Latent skatt.....	232
12.2.3 Netto rentebærende gjeld	233
12.2.4 Verdiestimat ved bruk av substansverdimetoden.....	233
12.3 Bud på Entra ASA	233
12.4 Verdiestimat ved bruk av komparativ verdivurdering	234
13. Oppsummering og konklusjon	236
13.1 Oppsummering av hovedfunn.....	236
13.2 Endelig verdiestimat	238
13.3 Forslag til handelsstrategi	240
Oversikt forelesninger	241
Litteraturliste	242

1. Innledning

Innledende i oppgaven vil vi redegjøre for oppgavens målsetning, avgrensninger vi har foretatt og strukturen for utredningen.

1.1 Målsetning

Målsetningen med denne masterutredningen er å estimere verdien på egenkapitalen til Entra ASA per 31.12.2021. Ved hjelp av kvalitativ strategisk analyse og en kvantitativ regnskapsanalyse skal vi se nærmere på de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Deretter vil vi budsjettere et fremtidsregnskap og fremtidskrav basert på funnene i den kvalitative og kvantitative analysen. Videre vil vi benytte ulike verdsettelsesteknikker for å komme fram til et verdiestimat på egenkapitalen, som vi vil vurdere usikkerheten til i en simulerings- og sensitivitetsanalyse. Til slutt vil vi sammenligne det endelige verdiestimatet med Entra sin markedsverdi og legge frem et forslag til handelsstrategi.

1.2 Avgrensning

Oppgaven er i sin helhet basert på offentlig tilgjengelig informasjon i form av årsrapporter, kvartalsrapporter, nyhetsartikler og analysebyråer. Sammenlignbare selskaper som er inkludert i utredningen er begrenset til børsnoterte selskaper i Norden og kvartalsrapporten for tredje kvartal er siste tilgjengelig informasjon fra selskapene. Vi har følgelig måtte lage estimater for fjerde kvartal. Enkelte av bransjeselskapene rapporterer i en annen valuta og vi har følgelig måttet omregne til norske kroner. Dette vil skape omregningsdifferanser.

Oppgaven strekker seg over fire måneder, og vi vil derfor ikke ha mulighet til å gjennomgå all informasjonen som eksisterer. Vi har følgelig benyttet den informasjonen som vi mener er hensiktsmessig. Informasjon som er publisert etter 30.11.2020 er ikke inkludert som følge av tidsfristen som er gitt.

1.3 Struktur

Utgangspunktet for utredningens struktur er Kjell Henry Knivsflå sitt rammeverk som undervises i kurset BUS440A Verdsettelse ved Norges Handelshøyskole, supplert med

faglitteratur der det finnes hensiktsmessig. I tråd med rammeverket deles utredningen inn i tre overordnede deler.

Del 1

Denne delen består av kapittel 2, 3 og 4. I kapittel 2 introduserer vi Entra ASA, gir en innføring i eiendomsbransjen og makroforhold som angår den. I kapittel 3 gjør vi en teoretisk gjennomgang av ulike verdsettelsesmetoder før vi velger metoden(e) som passer best i verdsettelsen av Entra ASA. Avslutningsvis foretar vi i kapittel 4 en kvalitativ strategisk analyse basert på innsikten fra kapittel 2.

Del 2

Videre består del 2 av kapittel 5, 6, 7 og 8. I kapittel 5 foretar vi en regnskapsanalyse av Entra og bransjen der vi omgrupperer, normaliserer og justerer regnskapene for analyseformål i senere kapitler. I kapittel 6 analyserer vi kredittrisiko på kort og lang sikt som oppsummeres i en syntetisk rating. I kapittel 7 utarbeider vi flere avkastningskrav basert på historiske tall som benyttes i den strategiske regnskapsanalysen i kapittel 8. I den strategiske regnskapsanalysen dekomponerer vi den strategiske eierfordelen for å finne kilden til en eventuell fordel eller ulempe.

Del 3

Tredje og siste del består av kapittel 9, 10, 11 og 12. I kapittel 9 budsjetterer vi fremtidsregnskapet basert på den strategiske rentabilitetsanalysen. Videre i kapittel 10 estimerer vi fremtidskravene. I kapittel 11 gjennomfører vi den fundamentale verdsettelsen basert på fremtidsregnskapet og fremtidskravene. Avslutningsvis vil vi i kapittel 12 supplere den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdivurdering.

De tre delene vil så bli oppsummert i kapittel 13 der vi vil presentere vårt forslag til handelsstrategi.

2. Presentasjon av Entra og bransjen

2.1 Entra

Entra er et ledende norsk eiendomsselskap som utvikler, leier ut og forvalter eiendommer i Norge. Selskapet har en aktiv strategi når det kommer til porteføljeforvaltning og både kjøper og selger eiendom regelmessig. Når selskapet gikk på børs i 2014 var markedsverdien av eiendomsporteføljen på ca. 28 milliarder kroner fordelt over 105 eiendommer. Ved utgangen av tredje kvartal 2021 hadde eiendomsporteføljen en markedsverdi på ca. 64 milliarder kroner fordelt over 96 eiendommer (Entra, 2021). Selskapet har dermed opplevd en markant prisoppgang på eiendommene og hatt lønnsom vekst siden børsnoteringen i 2014. I dag består selskapet av 186 ansatte spredt over fire kontorer, der hovedkontoret befinner seg i Oslo.

2.1.1 Historisk utvikling

I år 2000 vedtok Stortinget at Statsbygg skulle skille ut kontorbyggvirksomheten i et eget selskap med navnet Entra, der Staten (Nærings- og fiskeridepartementet) fortsatt skulle eie 100% av aksjene (Regjeringen, 2005). Formålet var å dekke det statlige behovet for kontorer. Dette er ikke lenger Entra sitt hovedformål, men som en konsekvens er majoriteten av leietakerne fortsatt offentlige virksomheter.

I april 2011 åpnet regjeringen for å redusere sin eierandel i selskapet da Staten mente at statlige kundegrupper fortsatt ville bli godt betjent ved en eventuell privatisering (Næringskomiteen, 2011). Det var imidlertid først i 2014 at Nærings- og fiskeridepartementet solgte seg ned fra 100 prosent til 49,6 prosent eierskap ved børsnotering (Regjeringen, 2014).

Nærings- og fiskeridepartementet har fortsatt å selge seg gradvis ned og annonserte i november 2020 at de hadde solgt seg helt ut av Entra ASA (Regjeringen, 2020). Nedsalget ble gjennomført i forbindelse med at Castellum AB la inn bud et frivillig bud på alle aksjene i Entra. Budet ble lagt frem etter at deres konkurrent SBB AB tidligere hadde lagt inn bud på

alle aksjene i Entra. Det var imidlertid ingen av partene som fikk gjennomslag for budet som ble fremsatt og Entra er følgelig fortsatt notert på Oslo Børs.

2.1.2 Strategi og visjon

Entra har en uttalt forretningsstrategi om å levere på tre punkter: lønnsom vekst, høy kundetilfredshet og å være miljøledende i bransjen. For å levere på disse områdene fokuserer Entra på fleksible, attraktive og miljøvennlige bygg av høy kvalitet i sentrale områder. De strategiske satsningsområdene til selskapet er derfor satt til de største norske byene og per i dag eier og forvalter Entra eiendom i Oslo (og omegn), Trondheim, Bergen og Stavanger.

Strategien om å være miljøledende i bransjen er et område Entra fokuserer stort på. Miljøstrategien ble utvidet i 2017 og gjennomsyrrer hele organisasjonen. Selskapet mener at det å ta miljøhensyn vil gi selskapet et betydelig konkurransefortrinn (Entra, 2021). Blant annet miljøsertifiserer Entra alle eksisterende bygg og byggeprosjekter med mål om å oppnå den høyeste sertifiseringen etter den internasjonale standarden BREAAAM. Sertifiseringen bidrar til å heve nivået på kvaliteter som energi, miljø og inneklima, og bidrar derfor til selskapets miljøstrategi.

Selskapets visjon er at de mest fornøyde menneskene skal jobbe i Entra-bygninger (Entra, 2020). Ifølge Den Norske Leietakerindeksen oppnådde Entra en kundetilfredshet på 87 vs. et bransjesnitt på 81 i 2020 (Entra, 2020). De siste 10 årene har Entra oppnådd en høyere score enn bransjesnittet samtlige år. Det er et tegn på at Entra har fornøyde kunder og et bevis på at selskapet følger forretningsstrategien om å ha høy kundetilfredshet, samt visjonen som sier at de mest fornøyde menneskene skal jobbe i Entra-bygninger.

2.1.3 Forretningsområder

Entra sitt formål er å eie, kjøpe, selge, drive, utvikle og forvalte fast eiendom og annen virksomhet som har sammenheng med dette (Entra, 2020). Basert på hva som skaper verdi for Entra sine aksjonærer finnes det hensiktsmessig å dele selskapets forretningsområder inn i følgende; Eiendomsforvaltning, eiendomsutvikling og transaksjon (Entra, 2020).

2.1.3.1 Eiendomsforvaltning

Entra sin hovedvirksomhet er hovedsakelig eiendomsforvaltning, herunder utleie og forvaltning av deres eiendomsportefølje. Det er viktig for Entra at deres bygg oppnår en høy utnyttelsesgrad da dette er det som sikrer selskapet en løpende kontantstrøm til å finansiere nye prosjekter. Entra legger følgelig ned mye arbeid for å sørge for at deres leietakere er fornøyde, hvilket vil kunne øke fornyelsesraten på leiekontraktene, samt sørge for å være en attraktiv utleier. Virksomheten karakteriseres av solide leietakere på lange leieavtaler og en høy utnyttelsesgrad.

Forvaltningen på sin side inkluderer alt som har med drift og vedlikehold av deres eiendommer, det være seg teknisk eller operasjonelt. Med økt fokus på bærekraft og dokumentasjon er dette et viktig område av selskapets virksomhet.

2.1.3.2 Eiendomsutvikling

En viktig del av Entra sin virksomhet er å utvikle eiendom for å skape merverdi utover løpende markedsavkastning. Selskapet har i en årrekke benyttet sin kompetanse og erfaring innen sonering, planlegging, bygging og ombygging av kontoreiendommer til å utvikle nye og eksisterende eiendommer. Entra er og tilstreber fortsatt å være en ledende utvikler av miljøledende kontoreiendommer sentralt beliggende i de største byene i Norge. Ved utgangen av 2020 hadde Entra ni pågående utviklingsprosjekter i prosjektporteføljen og seks utviklingsområder i tomt- og utviklingsporteføljen.

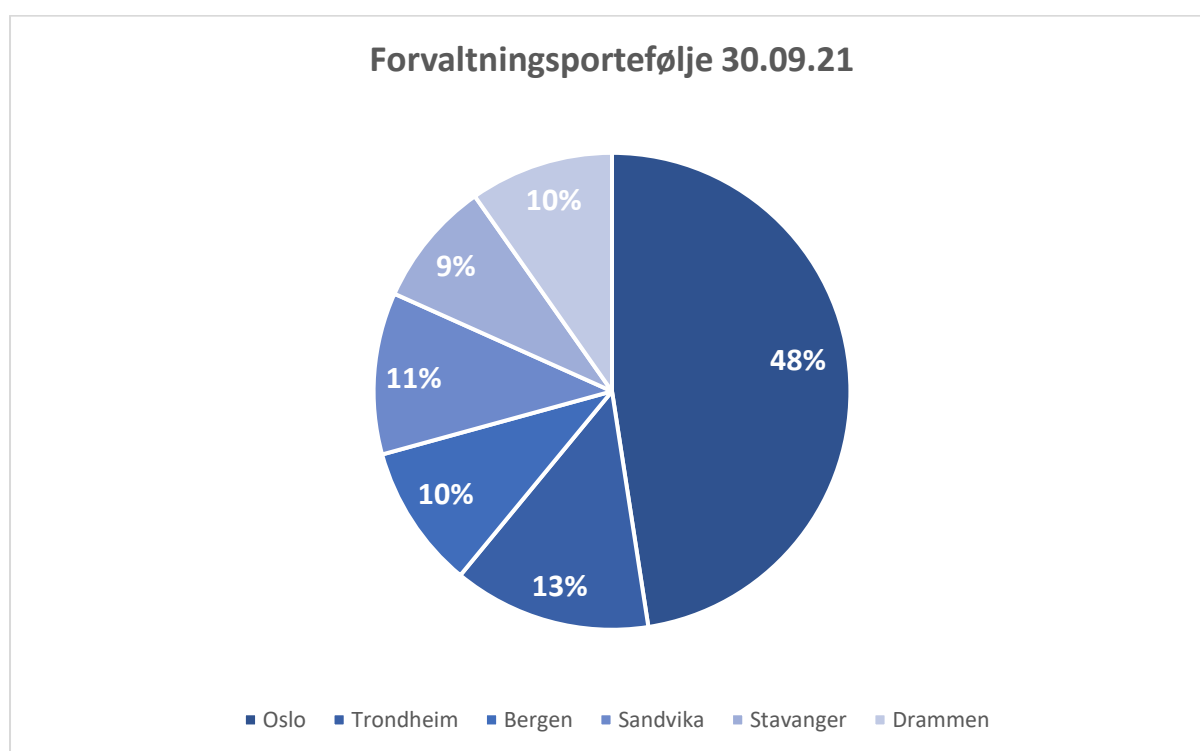
2.1.3.3 Transaksjoner

Entra søker stadig å forbedre og utvide eiendomsporteføljen sin. Dette gjør de ved å foreta oppkjøp av store eiendommer og prosjekter innen bestemte områder innenfor deres kjernemarkeder: Oslo og omegn, Bergen, Trondheim og Stavanger (Entra, 2020). Målområder er områder i bysentrum og utvalgte klynger og knutepunkter for offentlig transport utenfor bykjernen. Dette sørger for at Entra kan tilby utleiemuligheter til en pris som passer deres kundebase. Med Entras kompetanse og solide finansielle stilling er selskapet godt posisjonert for til å foreta oppkjøp som tilfredsstillende oppkjøpskriteriene. Entras oppkjøp- og avhendingsstrategi er fleksibel, slik at Entra kan tilpasse seg tilbakemeldinger fra kunder og

markedsendringer, og skape og svare på markedsmuligheter etter hvert som de oppstår (Entra, 2020).

2.1.4 Eiendomsportefølje

Ved utgangen av Q3 2021 eide Entra en eiendomsportefølje på 1,46 millioner kvadratmeter fordelt over 96 eiendommer med en samlet markedsverdi på 64,2 milliarder kroner (Entra, 2021). Eiendomsporteføljen består av en forvaltningsportefølje, en prosjektportefølje og en tomt- og utviklingsportefølje. Det er forvaltningsporteføljen som utgjør størsteparten av eiendomsporteføljen. Denne består av 82 eiendommer med en samlet markedsverdi på 58,2 milliarder kroner og fordeler seg geografisk på følgende måte per 30.09.2021:



Figur 2-1: Geografisk oversikt over Entra sin forvaltningsportefølje

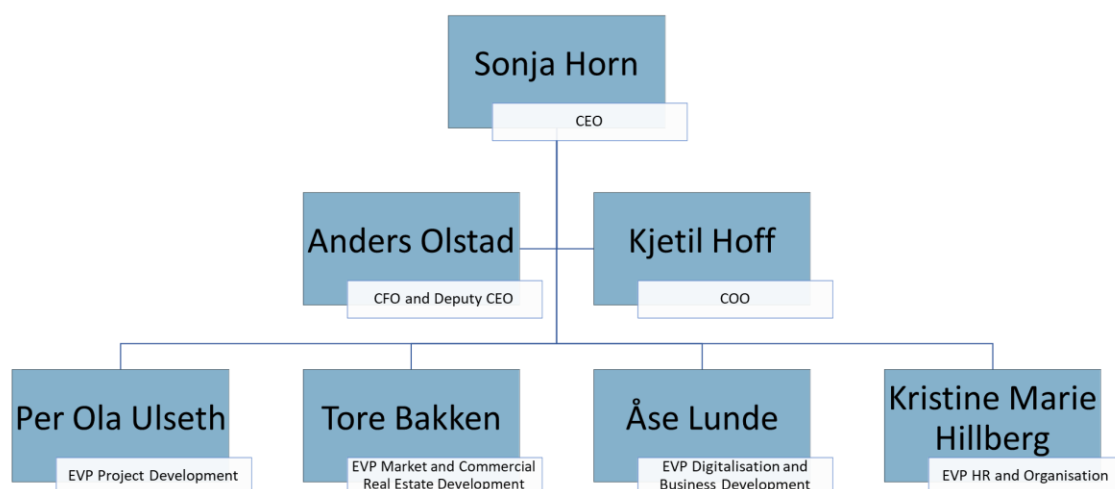
Mesteparten av de 82 eiendommene i forvaltningsporteføljen er kontoreiendom, der 60 % av leietakerne er offentlige aktører som for eksempel Skatteetaten, Statens vegvesen og Helsedirektoratet (Entra, 2020). Eiendommene har en gjennomsnittlig kvadratmeterleiepris på NOK 2317 i året. Ifølge Union-gruppen sin oversikt over leiemarkedet ligger

kvadratmeterprisen for næringslokaler i Oslo sentrum med moderat standard på NOK 2300 (Union, 2021). For Entra sine eiendommer i Oslo ligger pris/kvm på NOK 2705, det forteller oss at eiendommene har en attraktiv beliggenhet og oppnår en premium i forhold til snittet. Videre vet vi at utleiegraden ved utgangen av andre kvartal 2021 var på 97,4 % og at leiekontraktene har en gjennomsnittlig gjenværende kontraktstid på 7,1 år. Å sikre lange kontrakter med solide leietakere (som offentlige aktører) er en del av Entra sin strategi og bidrar til en stabil og forutsigbar kontantstrøm for selskapet (Entra, 2020).

2.1.5 Organisasjon

Entra operer per dags dato bare i Norge og har totalt 183 ansatte, hvorav 69 kvinner og 114 menn. Hovedkontoret ligger i Oslo, men selskapet har også regionskontorer i Bergen og Trondheim. Selskapet oppretter et aksjeselskap for hver eiendom og prosjekt, hvor de som regel eier majoriteten av aksjene. Dette gjør at Entra har en rekke datterselskaper og noen felleskontrollerte enheter.

Entra har en forholdsvis simpel organisasjonsstruktur med fire ulike enheter; prosjektutvikling, marked og kommersiell eiendomsutvikling, digitalisering og forretningsutvikling og HR og organisasjon (Entra, 2020). I figur 2-2 nedenfor er det fremstilt et organisasjonskart som gir en oversikt over organisasjonsstrukturen i Entra.



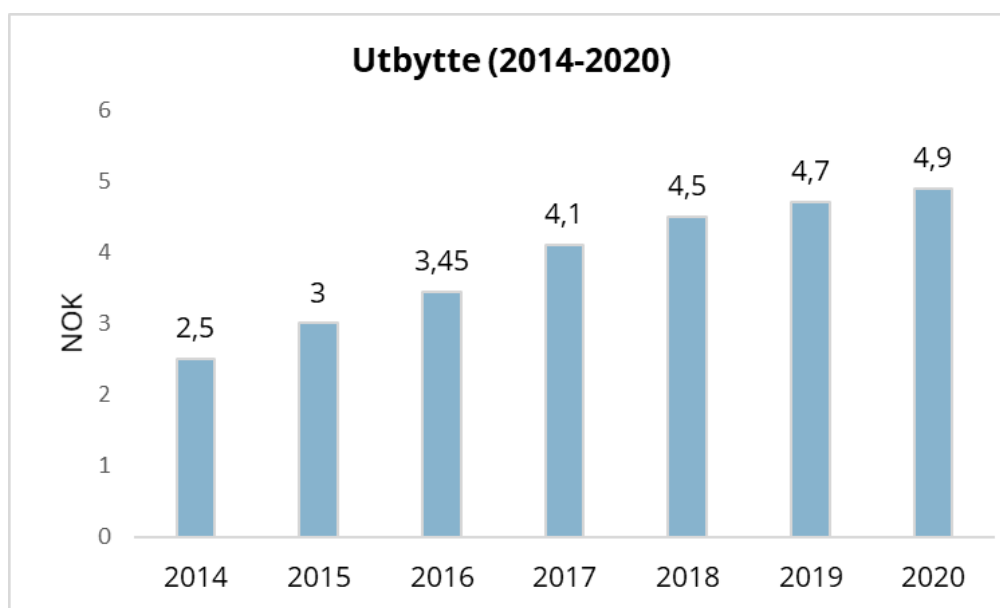
Figur 2-2: Organisasjonskart i Entra

2.1.6 Finansiering og utbyttepolitikk

Per 30.09.2021 hadde Entra en egenkapitalandel på 47 % og dermed en gjeldsandel på 53 %. Dette er en økning i egenkapitalandelen på 12 % fra børsnoteringen i 2014. I samme tidsrom har totalkapitalen utviklet seg fra MNOK 31 000 til MNOK 65 000. Av denne utgjør ca. MNOK 25 000 rentebærende gjeld som fordeler seg mellom finansieringskildene banklån, obligasjoner og kortsiktige lån, der obligasjoner utgjør mesteparten med 67 %.

Obligasjoner, og spesielt grønne obligasjoner, har blitt en viktig finansieringskilde for Entra. Selskapet utstedte i 2016 sin første grønne obligasjon og idag stammer mer enn 55 % av selskapets gjeldsfinansiering fra grønne obligasjoner og banklån (Entra, 2021). Grønne obligasjoner er obligasjoner som er øremerket til prosjekter som scorer høyt på miljøvennlighet (Climatebonds, 2021). Fokus på slike finansieringskilder er med å underbygge Entra sin grønne profil og støtter opp om selskapets mål om å være miljøledende i bransjen.

Entra sin utbyttepolitikk er å dele ut 60 % av Cash Earnings på en halvårlig basis. Politikken har vært uforandret siden Entra ble notert på Oslo Børs i 2014 og i 2020 ble det delt ut NOK 4,90 i utbytte, der det ble utdelt NOK 2,40 per aksje for første halvår og NOK 2,50 for andre.



Figur 2-3: Oversikt over historiske utbytter i Entra for perioden 2014 til 2020

2.1.7 Finansiell utvikling

Det fremgår av Entras årsrapport for 2020 at selskapet har levert en årlig total aksjonæravkastning på 21 prosent siden børsnotering i 2014. Videre har selskapets netto realisasjonsverdi per aksje basert på EPRA (European Public Real Estate Association) sin definisjon økt med 16 prosent pro anno (18 prosent hensyntatt utbytter) siden børsnoteringen. I samme periode har leieinntektene vokst med 6 prosent pro anno og netto yielden har gått fra 6.3 prosent til 4.4 prosent. Kombinasjonen av økte leieinntekter, en fallende yield og netto økning i antall kvadratmeter under forvaltning og utvikling er hoveddriverne for at markedsverdien av deres totale portefølje har økt fra MNOK 26 158 til MNOK 56 746.

2.1.8 Aksjonærversikt

Aksjonærer	Antall aksjer	% av 20	% av total
1 FASTIGHETS AB BALDER	60 654 456	39,56 %	33,30 %
2 CASTELLUM AB (PUBL)	59 510 492	38,82 %	32,67 %
3 SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	4 400 973	2,87 %	2,42 %
4 STATE STREET BANK AND TRUST COMP	4 228 063	2,76 %	2,32 %
5 JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	3 877 361	2,53 %	2,13 %
6 THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	2 526 713	1,65 %	1,39 %
7 DANSKE INVEST NORSKE INSTIT. II.	1 828 305	1,19 %	1,00 %
8 J.P. MORGAN SECURITIES LLC	1 697 160	1,11 %	0,93 %
9 STATE STREET BANK AND TRUST COMP	1 601 218	1,04 %	0,88 %
10 STATE STREET BANK AND TRUST COMP	1 580 795	1,03 %	0,87 %
11 SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	1 566 010	1,02 %	0,86 %
12 VERDIPAPIRFONDET ALFRED BERG	1 500 000	0,98 %	0,82 %
13 STATE STREET BANK AND TRUST COMP	1 302 439	0,85 %	0,72 %
14 CITIBANK, N.A.	1 185 931	0,77 %	0,65 %
15 TELENOR PENSJONSKASSE	1 043 014	0,68 %	0,57 %
16 J.P. MORGAN BANK LUXEMBOURG S.A.	1 021 662	0,67 %	0,56 %
17 VERDIPAPIRFONDET KLP NORGE	1 013 481	0,66 %	0,56 %
18 BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	1 004 658	0,66 %	0,55 %
19 VERDIPAPIRFONDET ALFRED BERG	904 322	0,59 %	0,50 %
20 DANSKE INVEST NORSKE AKSJER INST.	860 372	0,56 %	0,47 %
Antall aksjer hos de 20 største	153 307 425	100 %	84,17 %
Totalt antall aksjer	182 132 055		100 %

Tabell 2-1: Oversikt over de 20 største aksjonærene i Entra per 31.09.2021

Av oversikten over selskapets største aksjonærer kan vi se at selskapet har et spredt eierskap stort sett bestående av ulike fond. Samtidig ser vi at de 20 største aksjonærene i selskapet eier over 80 % av alle selskapets utstedte aksjer, og det er dermed liten fri flyt av aksjer i selskapet. I tillegg ser vi at Entra sine to største aksjonærer, de svenske eiendomsselskapene Balder og Castellum, har en eierandel på hhv. 33,3 % og 32,67 %. Balder har dermed passert grensen for negativ kontroll og Castellum er rett under grensen.

Innsider	Stilling	Antall aksjer
Sonja Horn	CEO	30 404
Anders Olstad	CFO	61 185
Kjetil Hoff	COO	3 845
Per Ola Ulseth	EVP Project Development	5 495
Tore Bakken	EVP Market and Commercial Real Estate Development	3 353
Åse Lunde	EVP Digitalisation and Business Development	7 544
Kristine Marie Hilberg	EVP HR and organisation	3 808

Tabell 2-2: Oversikt over ledelsen sin aksjeholdning 30.11.2021

Tabell 2-2 viser en oversikt over hvor mange aksjer ledelsen i Entra sitter på. Sonja Horn, selskapets CEO, og Anders Olstad, CFO, har begge investert betydelige beløp i selskapet. At ledelsen selv har eierskap til selskapet er med å motivere ledelsen og bidrar til økt økonomisk verdi for selskapet (Bøhren & Ødegaard, 2001). Dette er også i tråd med prinsipal-agent-teorien som er et eksempel på hvordan en kan bruke insentiver som aksjeeierskap til å forene ledelsens og eiernes mål (Andresen & Idsø, 2016).

2.1.9 Aksjekursutvikling

Entra ble notert på Oslo Børs i 17. oktober 2014 til NOK 65 pr. aksje, hvilket verdsatte selskapet til NOK 11,9 milliarder (Oslo Børs, 2014). Selskapet har per dags dato. Siden noteringen på hovedlisten har aksjekursen steget 229 % og står per dags dato i NOK 214 pr. aksje. Dette verdsetter selskapet til NOK 39,2 milliarder. Til sammenligning har Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) steget 119 %.

Aksjekursen falt drastisk da Covid-19 for alvor inntraff Norge og raste over 60 prosent på kort tid. Aksjekursen forble svak over en lengre periode, men steg kraftig da SBB AB la inn bud på

selskapet som tilsvarte en pris som var 14,8 prosent over kursen på daværende tidspunkt. Aksjekursen toppet ut i midten av august på NOK 229,4 pr. aksje og har siden korrigert noe ned i takt med et marked preget av stor usikkerhet.



Figur 2-4: Historisk utvikling aksjekurs siden børsnotering i 2014, og frem til 30.11.2021

2.2 Eiendomsbransjen

Eiendom defineres som ethvert objekt som det kan knyttes eiendomsrett til (Store norske leksikon, 2019). I juridisk forstand deles eiendom inn i tre hovedkategorier; fast eiendom, løsøre og immaterielle rettigheter. Det er førstnevnte kategori vi tar utgangspunkt i når vi i dette kapitlet skal gjøre rede for eiendomsbransjen. Videre kan også fast eiendom deles inn i kategorier, der vi som regel skiller mellom eiendom ment for boligformål og eiendom ment for næringsformål. Det er sistnevnte som er relevant for vår oppgave, ettersom det er innenfor denne kategorien Entra bedriver sin virksomhet.

2.2.1 Segmenter

Eiendom for næringsformål, kjent som næringseiendom, kan defineres som all eiendom unntatt bolig- og fritidseiendom (Hagen, 2016). Innenfor markedet for næringseiendom er Union en

ledende aktør og en stor tilbyder av analyser. I deres analyseportal segmenteres markedet til å gjelde kontor, handel, lager og logistikk, hotell og bolig (Union, 2021).

Kontoreiendom er det største segmentet innen næringseiendom. I 2020 ble det omsatt næringseiendom for over 100 milliarder kroner i Norge, der kontoreiendom står for cirka halvparten (Entra, 2020). Segmentet omhandler all eiendom som leies ut som kontorer der selskaper kan drive virksomhet og det er innenfor dette segmentet Entra har sin hovedvirksomhet.

Handelssegmentet dreier seg om eiendom som brukes av butikker og serveringssteder. Dette er et segment som har vært sterkt påvirket av koronapandemien, men segmentet er nå på vei tilbake mot en normalisering (Union, 2021). Det samme kan sies om hotell-segmentet. Selv om store deler av Norges befolkning brukte Norge som feriested sommeren 2020 og dette sikret noe omsetning for hotellene, har totalen vært negativ for hotellmarkedet.

Markedet for lager- og logistikkeiendom har vært brennhett i lang tid (Brun, 2019). Dette som følge av knapphet på tilbudssiden og høy etterspørsel, noe som har ført til lav ledighet og høy verdiutvikling (Union, 2021). Lavt tilbud og høy verdiutvikling har også vært typisk for boligmarkedet de siste årene, noe som har drevet boligprisene opp. En viktig driver her har vært en lav boliglånsrente som følge av at styringsrenten er blitt satt ned i kjølvannet av koronavirusets utbrudd.

2.2.2 Tilbud/Etterspørsel

Tilbud og etterspørsel av eiendommer er en viktig markedsmekanisme i eiendomsbransjen. Leieprisen på kontorlokaler avgjøres av likevektspunktet mellom tilbud og etterspørsel, som igjen avhenger av den øvrige aktiviteten i økonomien. For eksempel korrelerer markedet for kontorarealer med den økonomiske veksten i samfunnet forøvrig (NBIM, 2020). Når aktiviteten er høy vil antall arbeidsplasser øke, noe som vil drive etterspørselen etter kontoreiendom opp. På kort sikt er det bare etterspørselen som styrer endringer i leieprisen. Dette kommer av et rigid tilbud på kort sikt som følge av det kan ta flere år å sette opp nye bygg eller konvertere gamle til nye bruksformål. På lengre sikt vil derimot tilbudet av

næringsseiendom også ha betydning for prisfastsettelsen og i stor grad avhenge av salgspriser (Hagen, 2016).

Når det er høy aktivitet i økonomien, vil altså etterspørselen etter arbeidsplasser øke. Det vil si at arbeidsledighet er en påvirkende faktor for prisdannelsen i kontorleiemarkedet. Andre faktorer som påvirker tilbud og etterspørsel og sier noe om den økonomiske aktiviteten er BNP og styringsrenten. En rapport fra Norges Bank viser at BNP er en viktig driver for etterspørselen etter kontorlokaler og dermed viktig for prisdannelsen (Hagen & Bjørland, 2019). I tillegg har styringsrenten en indirekte effekt på leieprisen ved at lavere styringsrente gir økte investeringer som i neste omgang fører til økt etterspørsel etter kontorlokaler (Finansdepartementet, 2018).

2.2.3 Covid-19

Da Norge stengte ned 12. mars 2020 gikk det fra å være full aktivitet på kontorene som Entra eier, til nærmest å være folketomt. Som en konsekvens av at folk vendte seg til å jobbe hjemmefra var det viktig for Entra å kartlegge behovet for kontorer etter pandemien var over. Basert på deres undersøkelser og kontrakter signert i løpet av 2020 var det ingenting som tilsa at etterspørselen etter kontoreiendommer ville avta (Entra, 2020).

Dagen etter at Norge stengte ned, innførte Regjeringen strakstiltak for å dempe de økonomiske virkningene av koronaviruset (Regjeringen, 2020). Denne pakken innebar at selskaper fikk dekket en prosentandel av sine faste kostnader, herunder leie. Som en konsekvens av pandemiens effekter på den norske økonomien satte Norges Bank styringsrenten til null prosent 6. mai 2020 (Norges Bank, 2020). Dette har gagnet Entra da renter er en av de større kostnadspostene for selskapet. Ettersom Entras kundebase stort sett er store solide leietakere på lange leiekontrakter med fastpris, var effekten på selskapets finansielle stilling tilnærmet uendret.

2.3 Komparative virksomheter

I dette delkapittelet vil vi presentere komparative virksomheter til Entra. Disse vil til sammen utgjøre bransjeselskapene og brukes til å finne gjennomsnittsvirksomheten i eiendomsbransjen.

Som nevnt tidligere består eiendomsbransjen av ulike kategorier og segmenter. For å avgrense utvalget av virksomheter er vi derfor nødt til å sette noen kriterier for utvelgelsen. For det første er vi nødt til å finne selskaper som har sin hovedvirksomhet innen næringseiendom og særlig innen segmentet kontoreiendom. For å finne representative nøkkeltall ønsker vi i tillegg at selskapene skal være børsnoterte for dermed å enkelt kunne brukes til sammenligning. Til slutt må også selskapenes virksomhet være sammenlignbar, dvs. at selskapene har en lignende forretningsidé som det Entra har.

I Norge finnes det ikke mange selskaper utenom Entra som oppfyller disse kriteriene. Det eneste andre børsnoterte eiendomsselskapet som har sin hovedvirksomhet innen kontoreiendom er Norwegian Property, som ble tatt av børs i august 2021. Det betyr at vi må utenfor Norges grenser for å finne ytterligere komparative virksomheter og vi trenger ikke å dra lenger enn til Sverige for å finne et større utvalg. En kan også finne sammenlignbare selskap andre steder i Europa, men et problem en møter på da er at markedsforholdene kan være ulike på tvers av landegrenser og at for eksempel eiendoms- og leiepriser drives av andre forhold enn i Norge. Dette kan også være tilfelle når vi sammenligner med svenske selskaper. Vi vurderer derimot markedsforholdene i Norge og Sverige til å være relativt like, og dermed ikke til hinder for å utgjøre et godt sammenligningsgrunnlag.

På bakgrunn av de gitte kriteriene har vi kommet fram til følgende komparative virksomheter: Norwegian Property, Castellum AB, Fabega AB og Atrium Ljungberg AB. I det følgende vil vi gjøre en kort gjennomgang av hvert av selskapene.

2.3.1 Norwegian Property

Norwegian Property er et norsk eiendomsselskap som fram til 30.august 2021 var notert på Oslo Børs. Selskapet avholdt sin siste kvartalspresentasjon 9.juli 2021, men har lagt ut kvartalsrapport for tredje kvartal og det er denne rapporten som danner grunnlag for de sammenligningene vi vil gjøre. Bakgrunnen for at vi velger å inkludere selskapet selv om alle kriteriene pdd. ikke er oppfylt er at vi ønsker enda et selskap som er eksponert for det norske eiendomsmarkedet og har sin hovedvirksomhet innen kontoreiendom. Ved utgangen av tredje kvartal hadde Norwegian Property en eiendomsportefølje verdt ca. 24 milliarder kroner

(Norwegian Property, 2021). Selskapet har en relativt konsentrert portefølje der 67 % utgjør kontoreiendom, mens resterende består av handel, varehus og innendørs parkering. Satsningsområdet til Norwegian Property er sentrale beliggenheter i Oslo og omegn, særlig i området Aker Brygge, men også steder som Nydalen og Fornebu.

2.3.2 Castellum AB

Castellum AB er med sin markedsverdi på ca. SEK 63 mrd. per tredje kvartal 2021 et av Nordens største eiendomsselskaper. Selskapet fokuserer på eiendommer i vekstregioner i Sverige, gjerne i nærheten av større svenske byer (Castellum, 2020). Ved utgangen av tredje kvartal 2021 befant for eksempel 29 % av eiendommene seg i nærheten av Stockholm (Castellum, 2021). I tillegg har selskapet eiendom i store skandinaviske byer som København og Helsinki. Eiendomsporteføljen er variert og inneholder både kontoreiendom, felleseiendom og lager- og logistikkeiendom, men kontoreiendom utgjør den største andelen med 54 %. Ved siste kvartalspresentasjon rapporterte selskapet en verdi på eiendomsporteføljen på SEK 97 milliarder (Castellum, 2021). Castellum har dermed eiendomsporteføljen med størst verdi av selskapene som utgjør gruppen med bransjeselskaper.

2.3.3 Fabege AB

Fabege AB er et annet svensk eiendomsselskap. Selskapet er notert i Sverige og har en markedsverdi på ca. SEK 45 mrd. Fabege skiller seg fra Castellum ved at det geografiske satsingsområde er begrenset til Stockholm, i tillegg har de en enda mer konsentrert eiendomsportefølje der 83 % er kontoreiendom (Fabege, 2021). Blant de komparative virksomhetene er Fabege AB derfor det selskapet som kommer nærmest Entra sine 90 % når det kommer til andel av eiendomsporteføljen som er kontoreiendom. Ved siste kvartalspresentasjon vurderte selskapet eiendomsporteføljen sin til en verdi på SEK 80 milliarder (Fabege, 2021).

2.3.4 Atrium Ljungberg AB

Atrium Ljungberg AB er det siste selskapet i gruppen som utgjør komparative virksomheter. Selskapet er børsnotert i Sverige og har en markedsverdi på ca. 25 milliarder svenske kroner. I likhet med Castellum har Atrium Ljungberg en eiendomsportefølje med eiendommer i en rekke svenske byer, men skiller seg igjen fra Castellum ved at de kun har virksomhet i Sverige. Ved

utgangen av tredje kvartal 2021 hadde selskapet en eiendomsportefølje verdt SEK 48 mrd og av denne utgjorde 51 % kontoreiendom (Atrium Ljungberg, 2021).

Oppsummering av bransjeselskapene:

Selskap	Markedsverdi	Land	Verdi eiendomsportefølje	Andel kontoreiendom	Geografisk satningsområde
Entra ASA	35 mrd.	Norge	63 mrd.	85 %	Oslo, Trondheim, Bergen, Stavanger
Norwegian Property ASA	12 mrd.	Norge	24 mrd.	67 %	Oslo
Castellum AB	69 mrd.	Sverige	46 mrd.	52 %	Stockholm, Gøteborg
Fabege AB	48 mrd.	Sverige	79 mrd.	83 %	Stockholm
Atrium Ljungberg AB	26 mrd.	Sverige	48 mrd.	51 %	Stockholm, Gøteborg, Malmö, Uppsala

Tabell 2-3: Nøkkelinformasjon om de ulike bransjeselskapene som benyttes som komparative selskaper per 30.11.2021

2.3.5 Gjennomsnittsvirksomheten

Bransjegjennomsnittet er dermed representert ved Norwegian Property, Castellum, Fabege, Atrium Ljungberg og Entra. I 2020 hadde gjennomsnittsvirksomheten en årlig leieinntekt på NOK 2,84 mrd. Medianen er imidlertid NOK 2,58 mrd, noe som forteller oss at et av selskapene trekker uforholdsmessig mye opp. Dette er Castellum som med sin størrelse og NOK 6 mrd. i årlig leieinntekt skiller seg fra de andre. Norwegian Property befinner seg på andre siden av skalaen og trekker snittet ned med en årlig leieinntekt på NOK 0,7 mrd.

Andelen kontoreiendom varierer blant de utvalgte selskapene, men alle har en andel på over 50 % og påpeker i sine årsrapporter at dette er segmenter de satser på. Den gjennomsnittlige gjenværende varigheten på nåværende kontrakter blant bransjeselskapene er 4,96 år med en median på 4,68 år. Her er det Entra som drar opp snittet med 7,1 år og Atrium Ljungberg og Castellum som trekker ned med hhv. 3,5 og 3,9 år. Når det kommer til andel offentlige leietakere, som vi har trukket frem som en særegen egenskap ved kundebasen til Entra, er ikke dette noe som alle selskapene opplyser om i årsrapportene sine. Entra og Castellum er unntakene med hhv. 58 % og 12 % andel offentlige aktører blant leietakerne.

En trend blant de utvalgte bransjeselskapene er deres fokus på bærekraftige løsninger og miljøvennlige bygg. En stor andel av eiendomsporteføljene til selskapene er enten miljøsertifiserte eller på vei til å bli det. Dette er en tydelig trend i bransjen ettersom aktørene innen næringseiendom innehar et stort ansvar når det kommer til å redusere utslippsnivået i

verden. Faktisk viser det seg at bygg står for rundt 40 % av verdens energibruk (Entra, 2021). Hvor langt de ulike selskapene har kommet i sin miljøsertifisering varierer, men en som skiller seg ut er Entra, som allerede i 2007 begynte å legge en strategi for hvordan de skulle bli miljøledende i bransjen.

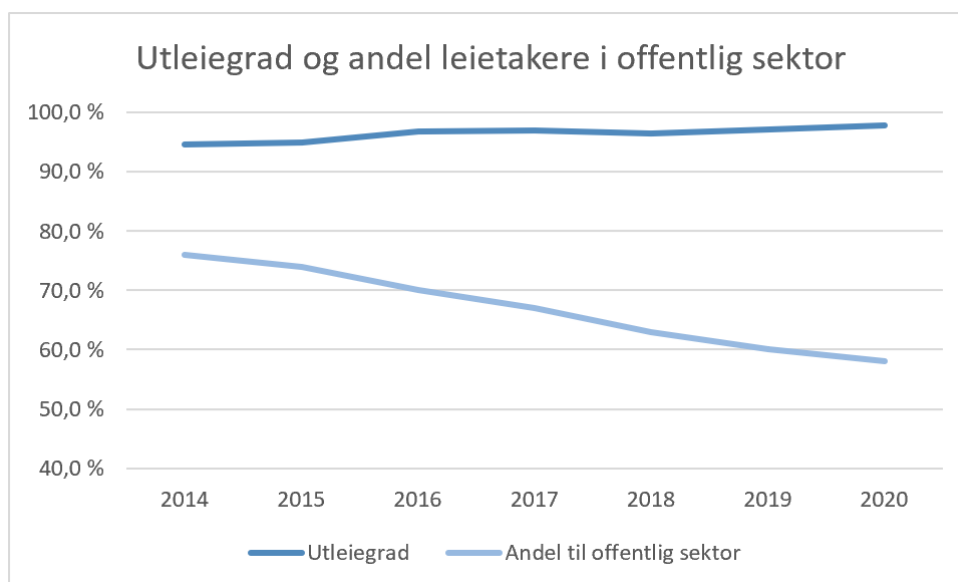
2.4 Entras avvik fra gjennomsnittsvirksomheten (mtp. ressurser)

Etttersom vi har valgt bransjeselskaper med like karakteristikk som Entra kan det være vanskelig å finne ut hvilke områder Entra skiller seg fra de andre på. I det følgende delkapittelet skal vi derfor forsøke å identifisere ressurser som Entra besitter som er særegne for selskapet. Denne informasjonen skal deretter brukes som grunnlag for den mer dyptgående interne ressursorienterte analysen i kapittel 4.3.

2.4.1 Leietakere

Offentlige leietakere

Nesten 60 % av Entra sine leietakere er fra offentlig sektor (Entra, 2020). Dette er trygge og solide leietakere som er betalingsdyktige og ønsker lange kontrakter (Estate, 2004). Offentlige leietakere er derfor attraktive for eiendomsselskaper med kontoreiendom fordi det sikrer selskapet en forutsigbar kontantstrøm. Det faktum at nærmere 60 % av Entra sine leietakere kommer fra det offentlige forteller oss at Entra har et godt fotfeste innen segmentet. Historien til Entra som et heleid, statlig selskap med formål om å eie offentlige bygg, er nok en forklarende årsak til det. Likevel har Entra klart å holde utleiegraden høy siden børsnoteringen i 2014, selv om både staten har solgt seg ut og det er invitert en rekke private aktører inn blant kundemassen.



Figur 2-5: Historisk oversikt over utleiegrad og andel leietakere i offentlig sektor

Lange kontrakter

Ved utgangen av tredje kvartal 2021 hadde leiekontraktene til Entra en vektet gjennomsnittlig gjenværende leietid på 7,1 år (Entra, 2021). Ser vi på gjennomsnittsvirkomheten er det samme tallet 5 år. Som nevnt tidligere er offentlige virksomheter opptatt av lange kontrakter, dette kan dermed forklare noe av Entra sin lange gjenværende kontraktstid. Samtidig har Entra også her klart å opprettholde en høy kontraktstid i forhold til bransjegjennomsnittet, selv om andelen private leietakere har vært økende siden 2014. En forklarende årsak til dette kan være Entra sine høye krav til leietakere. Entra har et uttalt ønske om at kundemassen skal bestå av solide kvalitetsselskaper som ønsker lange kontrakter. På kundelisten finner vi blant annet private selskaper som Sopra Steria, Schjødt, Norconsult og Circle K.

Kundetilfredshet

Entra sin visjon er at de mest fornøyde menneskene er de som jobber i Entrabygg (Entra, 2020). At høy kundetilfredshet fremgår direkte i strategiske visjonen forteller oss at dette er noe Entra legger stor vekt på, og i forhold til bransjesnittet scorer Entra høyere på flere parametere. En årsak til dette kan være at selskaper med høy kundetilfredshet gjør det bedre i aksjemarkedet,

i tillegg til at kundene knytter emosjonelle bånd og gjerne vender tilbake (Lervik-Olsen, 2020). Når Entra lykkes med å oppnå en høy grad av tilfredshet fra sine kunder, regner de derfor med at sjansene for at de samme kundene fornyer sine leiekontrakter øker (Entra, 2019).

2.4.2 Miljøfokus

I dagens samfunn er fokus på miljø og bærekraftige løsninger helt essensielt for enhver bedrift. The World Green Building Council er en global, ideell organisasjon som jobber for å redusere utslipp forbundet med bygge- og konstruksjonsbransjen. Organisasjonen mener at grønne bygg kan bidra til at flere av FNs 17 bærekraftsmål kan nås (Czerwinska, 2021). Eiendomsbransjen bærer derfor et særlig ansvar og det er viktig for aktørene i bransjen å være bevisst dette ansvaret. For Entra sin del har fokus på bærekraft og miljø vært en del av strategien helt siden oppstarten i 2000 og konsernsjef Sonja Horn sier at en grønn portefølje er en forutsetning for fremtiden (Entra, 2019). Miljølederskap er derfor en av selskapets strategiske pilarer og skal gjennomsyre organisasjonen. Dette lykkes selskapet godt med og i Q3 2021 kunne Entra rapportere at de hadde mottatt en GRESB score, som måler hvordan selskap gjør det innen ESG, på 92 mot et bransjesnitt på 86, noe som er den høyeste scoren blant alle de nordiske aktørene (Entra, 2021).

Miljøsertifisering

Grønne bygg oppnår høyere leiepriser, dekningsgrad og salgspriser enn ikke-bærekraftige bygg (Rigstad, 2019). Et av miljøtiltakene til Entra er derfor å miljøsertifisere sine bygg. Ikke bare er dette fornuftig fra et økonomisk perspektiv, men det støtter også opp om Entra sin miljøstrategi som sier at “våre prosjekter skal ha lav miljøbelastning” (Entra, 2020). Entra sertifiserer sine bygg gjennom miljøsertifiseringsverktøyet BREEAM. Dette er Europas ledende miljøsertifiseringsverktøy for bygninger (WSP, 2021). Formålet til sertifiseringen er å motivere til bærekraftig design og bygging i alle fasene av et prosjekt. I Norge heter ordningen BREEAM-NOR og er en tilpasning av den internasjonale standarden til norske forhold. Denne består av fem klassifiseringer som byggene kan motta. De ulike klassifiseringene er: Pass, Good, Very Good, Excellent og Outstanding. Sertifiseringen går ut på at en rekke kategorier for miljøprestasjoner som ledelse, helse- og innemiljø, energi, transport, vann, materialer, avfall, arealbruk og forurensing, vurderes (WSP, 2021).

Entra har som mål at alle nye prosjekter skal oppnå sertifiseringen BREEAM-NOR Excellent og at alle eiendommer som pusses opp skal sertifiseres med BREEAM-NOR Very Good (Entra, 2020). I årsrapporten for 2020 opplyses det om at 58 % av verdien på Entra sin eiendomsportefølje kommer fra bygg som enten er sertifisert eller i ferd med bli sertifisert (Entra, 2020). I tiden fremover er en slik sertifisering av stor betydning. Flere internasjonale studier viser at bygg som er miljøsertifisert av BREEAM har høyere leieinntekter og markedsverdi, lavere driftskostnader, økt brukertilfredshet og redusert finansiell risiko (Soulti & Leonard, 2016).

Miljøfinansiering

Ved utgangen av tredje kvartal 2021 stammet 55 % av Entra sin finansiering fra grønne finansieringskilder (Entra, 2021). Disse finansieringskildene består av både grønne banklån og obligasjoner. Spesielt markedet for grønne obligasjoner har hatt en enorm vekst siden den første obligasjonen ble utstedt i 2007 (Blomberg, 2021). Ifølge årsrapportene til Entra gir denne formen for finansiering lavere finansieringskostnader, samtidig som det er en attraktiv investering for investorer med fokus på miljø. Per dags dato har Entra 9 grønne obligasjoner med nominelt utestående beløp på ca. 11 mrd. kr. I tillegg til å sertifisere selve byggene som Entra eier, er det også sertifiserings- og miljøkrav knyttet til utstedelse av grønne obligasjoner. I Norge er det CICERO som foretar en slik sertifisering og Entra er blitt tildelt mørkegrønn sertifisering, som er den beste mulige klassifiseringen.

2.3.3 Kompetanse

Det er liten tvil om at Entra har bred erfaring innen eiendom og eiendomsforvaltning i Norge. Selskapet har en unik posisjon innenfor kontoreiendom og har utviklet en særegen innsikt i bransjen. Kompetansen som er opparbeidet hos de ansatte gjennom årenes løp er derfor viktig for selskapet. Å bygge og beholde kritisk kompetanse er derfor et viktig fokusområde for Entra (Entra, 2020). En avgjørende faktor for å holde på kritisk kompetanse er at de ansatte trives på jobb. Hvert år gjennomfører Entra en spørreundersøkelse knyttet til motivasjon og trivsel på jobb. Til dette bruker de en undersøkelse fra Ennova, som er standardisert og gir en samlet score. I 2020 oppnådde Entra en score for motivasjon og trivsel på 82 poeng. Til

sammenligning var det nasjonale referansepunktet på 72 og scoren for å havne innenfor de 25 % beste og motta “top of class”-merket på 78 (Entra, 2020).

Når det kommer til å bygge kompetanse har Entra etablert Entra-skolen. Dette er et tiltak for å utvikle kompetanse og engasjement i selskapet som skal sikre at de ansattes behov for kontinuerlig faglig utvikling blitt oppfylt (Entra, 2020). På Entra-skolen tilbys det derfor utdannings- og opplæringsprogrammer for alle nivåer av organisasjonen. En slik plattform for utvikling av faglig kompetanse er nok ikke særegent for Entra. Det som gjør kompetansen til en ressurs som skiller seg fra gjennomsnittsvirksomheten er kompetansen knyttet til offentlige leietakere, miljøsertifisering og en lang historie innen forvaltning av kontoreiendom. Når selskapet sitter på en slik kompetanse og kan bruke denne i utviklingen av de ansattes kompetanse bygger Entra en humankapital som skiller seg fra gjennomsnittsvirksomheten.

2.5 Makroforhold

I dette kapittelet vil PESTEL-rammeverket som er beskrevet i Johnson et al. (2018) bli benyttet til å presentere makroforhold som påvirker eiendomsbransjen. Rammeverket påpeker også at det ikke bare er markedsøkonomiske faktorer, men en rekke ulike ikke-markedsøkonomiske faktorer som påvirker makroforholdene (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018). PESTEL-rammeverket tar for seg følgende faktorer; *politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske*. Forholdene som blir gjennomgått vil bli brukt som faktagrunnlag i den strategiske analysen i kapittel 4.2.

2.5.1 Politiske faktorer

Politiske faktorer tar for seg statens rolle og andre politiske faktorer som påvirker makroforholdene (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018). Staten spiller ofte en direkte økonomisk rolle, enten som kunde, leverandør, eier eller regulator, og vil både kunne skape muligheter og trusler for bransjen som helhet. Bransjen vil også kunne påvirkes av organisasjoner som har evnen til å adressere politiske problemstillinger, dette være seg lobbyister, kampanjegrupper, sosiale media og media (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018).

Klimamål

Det vil i tiden som kommer måtte påregnes at politikerne kommer til å intensivere sitt arbeid med å redusere klimagassutslipp for å nå klimamålene. Ettersom bygg står for 40% av verdens energiforbruk (Entra, 2020), vil det være nærliggende å anta at politikerne vil foreta endringer i forskrifter og reguleringer som vil bidra til å redusere utslippene.

Infrastruktur

Som en konsekvens av økt fokus på miljøet har politikerne i flere storbyer fjernet parkeringer og økt bompengeprisene inn til byene. I budsjettforslaget for 2022 ønsker Oslos rødgrønne byråd at regjeringen gir klarsignal til at kommunen kan kreve at det skal tas betalt for parkering på arbeidsplasser og kjøpesentre (Oslo Kommune, 2021). Slike tiltak vil i stor grad kunne påvirke eiendommer som ligger sentralt i Oslo negativt. På en annen side vil økt tilbud innenfor kollektivtransport kunne resultere i at adkomsten til sentrale eiendommer blir enklere og rimeligere.

Reguleringer

I Norge har de største kommunene sin egen plan- og bygningsetat som har ansvaret for kommunens overordnede arealplanlegging, plan- og byggesaksbehandling, kartforvaltning samt kart- og delingsforretninger. Eiendomsbransjen er følgelig svært eksponert for nye reguleringer som både kan skape både problemer og muligheter.

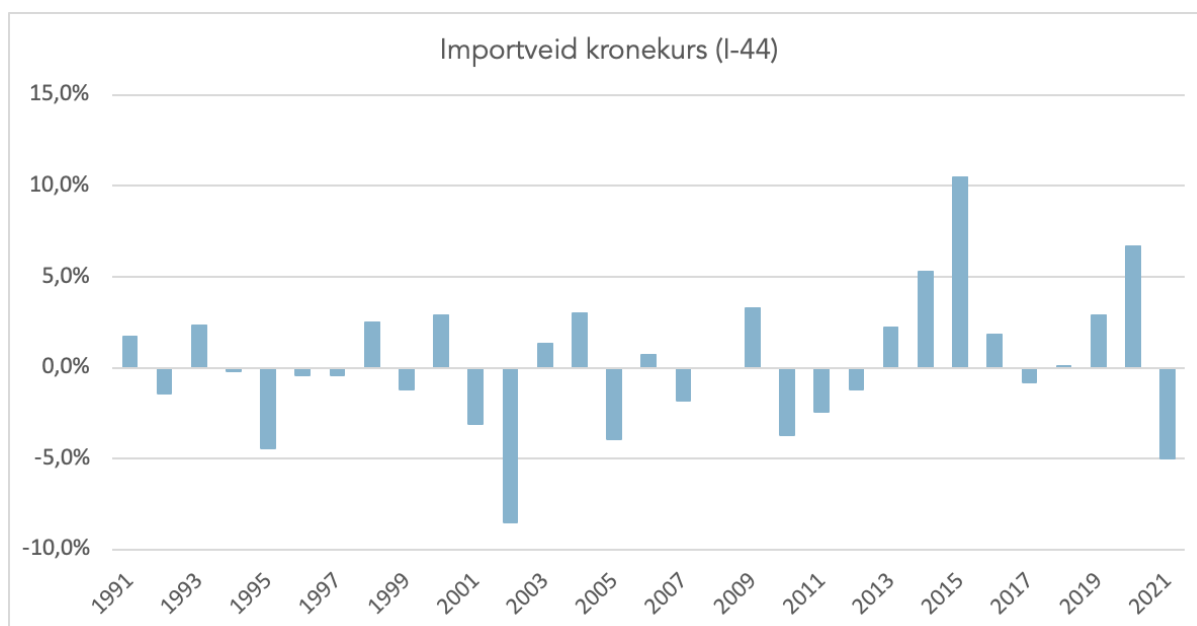
2.5.2 Økonomiske faktorer

Makro-miljøet påvirkes også av makroøkonomiske faktorer som valuta, valutakurser og svingende økonomiske vekstrater rundt om i verden (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018). Ifølge Newsec så er følgende økonomiske faktorer relevant for de makroøkonomiske forholdene i eiendomsbransjen; *valutakurs, arbeidsledighet, bruttonasjonalprodukt, konsumprisindeks og styringsrenten* (Newsec, 2021).

Valuta

Flere av bransjeselskapene opererer i Norden og kronekursen spiller i så måte en viktig rolle for investeringer på tvers av land. Ettersom flere av bransjeselskapene eier eiendom over landegrensene og utenlandske aktører er interessert i eiendom i Norge har vi valgt å benytte en importveid kursindeks (I-44) for å unngå og måle styrkeforholdet mot én valuta. Den importveide kursindeksen er et geometrisk gjennomsnitt av kursene til 44 land (Regjeringen, 2020). En fallende indeksverdi betyr en styrking av kronekursen.

Kronebevegelsene har som regel fulgt utviklingen i oljeprisen og risikosentimentet i internasjonale finansmarkeder (Newsec, 2021). Målt ved kursindeksen I-44, ser vi av Figur 2-6 at kronekursen i 2020 har falt tilbake mot rekordsvake nivåer. I 2021 har imidlertid kronen styrket seg betraktelig og er snart tilbake på nivåene før covid-19.



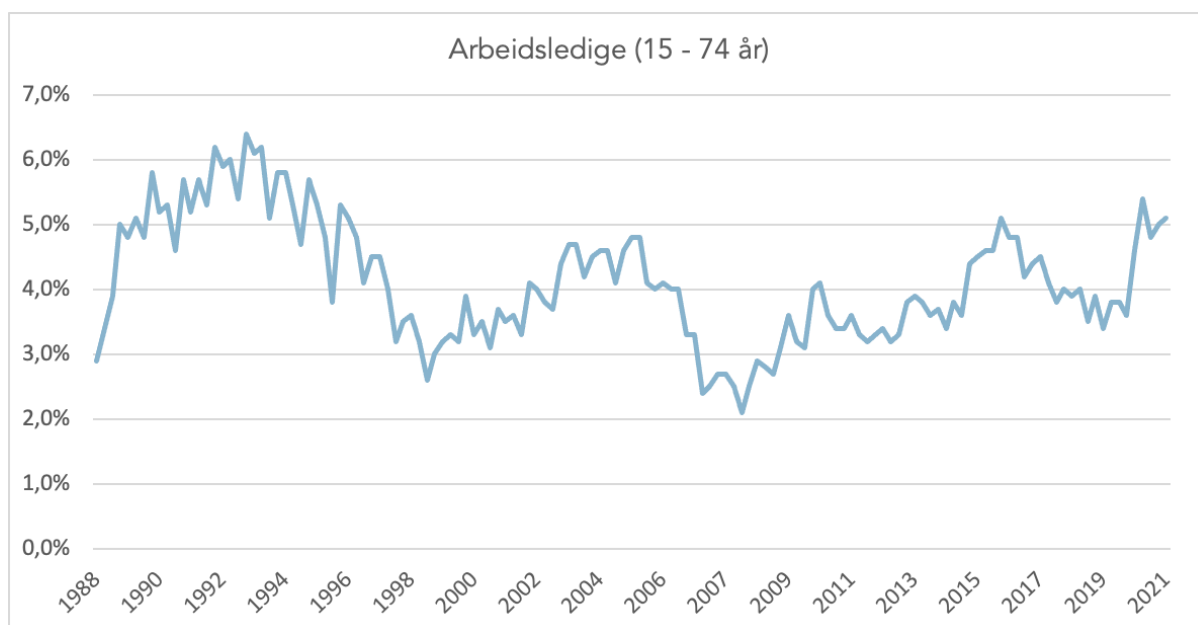
Figur 2-6: Oversikt over årlig endring i importveid kronekurs fra 1991-2021

Arbeidsledighet

Arbeidsledige er personer uten inntektsgivende arbeid som aktivt forsøkte å skaffe seg arbeid i løpet av de siste fire ukene, og som kunne ha påtatt seg arbeid i løpet av referanseuka eller de to påfølgende ukene og måles i prosent av arbeidsstyrken (SSB, 2021).

Arbeidsledighet er en viktig faktor for eiendomsbransjen, særlig for kontoreiendommer. Dersom det er høy arbeidsledighet vil behovet for kontorplasser være mindre enn ved normal arbeidsledighet og følgelig er det en viktig temperaturmåler for markedet for kontoreiendommer.

Slik det fremgår av Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) i Figur 2-7 er arbeidsledigheten syklisk, men steg markant da covid-19 rammet Norge. Siden vaksineringen startet og samfunnet gradvis åpnet opp igjen har vi sett en liten nedgang i arbeidsledigheten, men ledigheten ligger fortsatt over hva den gjorde før covid-19 inntraff Norge. Dersom arbeidsledigheten fortsetter å være høy, vil det på sikt kunne ha negative implikasjoner for kontoreiendomsmarkedet.

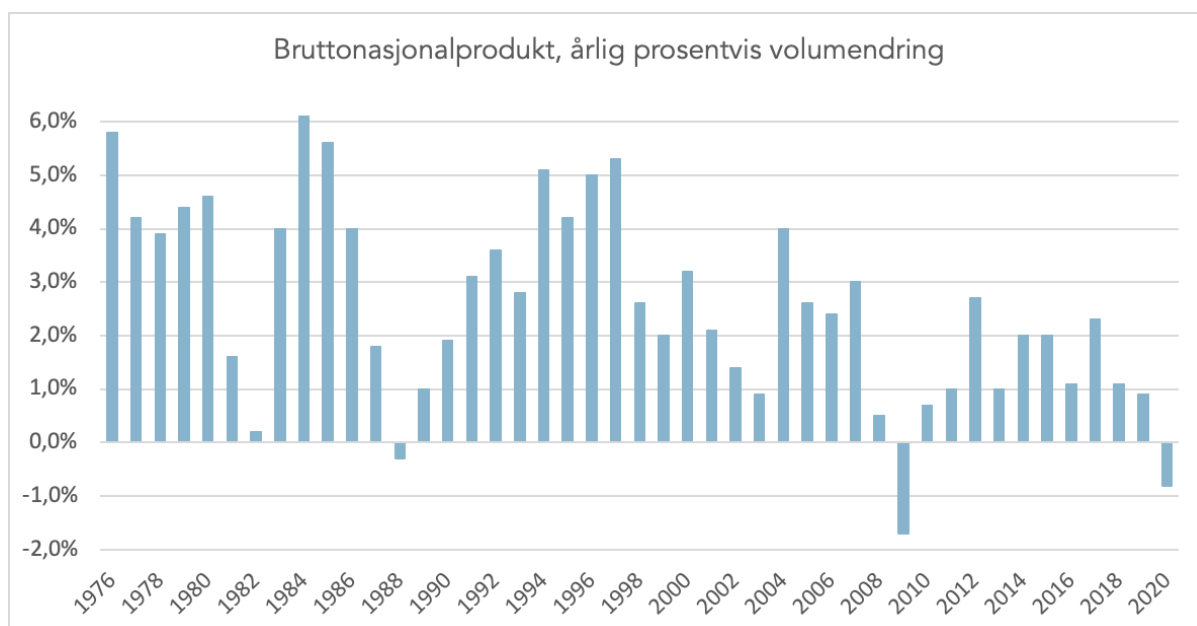


Figur 2-7: Oversikt over arbeidsledighet fra 1988-2021

Bruttonasjonalprodukt (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 (SSB, 2021). I Figur 2-8 illustreres årlig prosentvis volumendring i bruttonasjonalprodukt. Slik det fremgår av grafen har det kun vært tre år med negativ BNP-vekst siden 1976, i tillegg ser vi at BNP-veksten er syklisk. Utviklingen i BNP gir en god indikasjon på hvordan arbeidsledigheten er. I 2008 kom Norges Bank frem til at økt BNP fører til lavere arbeidsledighet for både kvinner og menn i

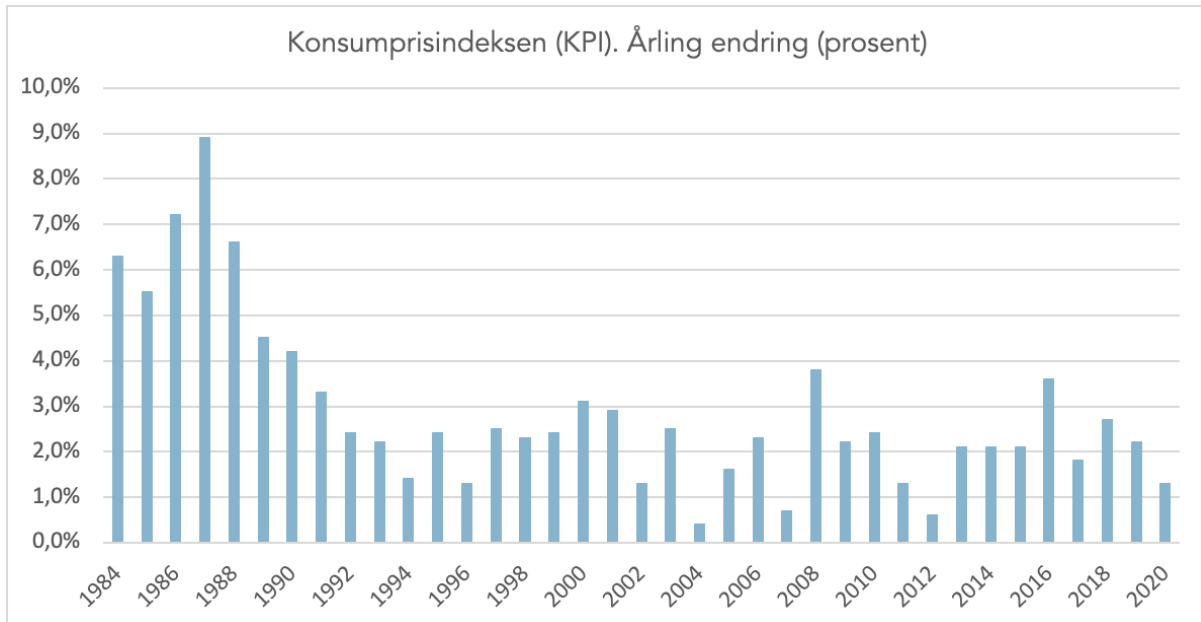
alle aldersgrupper (Solheim, 2009). BNP er følgelig viktig for bransjeselskapene som opererer innen kontoreiendomssegmentet.



Figur 2-8: Oversikt over årlig prosentvis volumendring i BNP fra 1976-2020

Konsumprisindeksen (KPI)

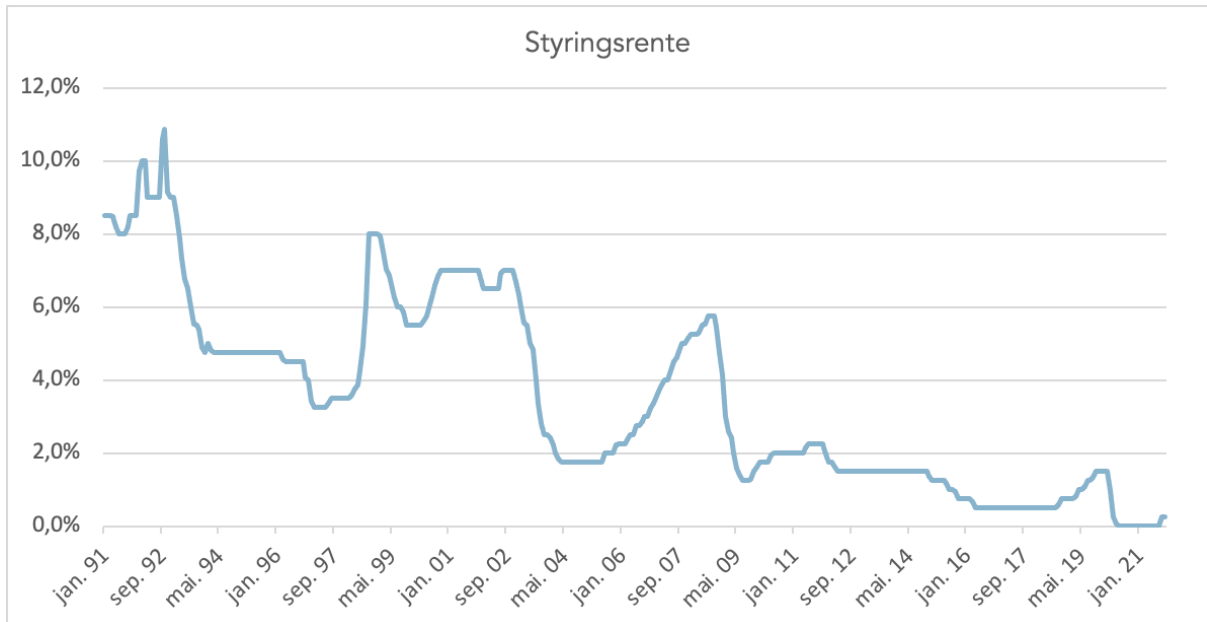
Konsumprisindeksen (KPI) er et mål for prisnivået til konsumprodukter og viser prisutviklingen på varer og tjenester som private husholdninger etterspør. Den prosentvise endringen i KPI brukes ofte som et generelt mål for inflasjon i en økonomi (SSB, 2021). De fleste aktørene innen næringseiendom opererer med inflasjonsregulerte leiekontrakter. Det vil si at ved gitte intervaller reguleres leieinntektene for å hensynta inflasjonen. Alt annet likt vil dette slå ut i økt verdi på eiendommen, grunnet en bedring i kontantstrømmen. Følgelig er aktører i næringseiendomsmarkedet svært opptatt av inflasjon.



Figur 2-9: Oversikt over årlig prosentvis endring i KPI fra 1984-2020

Styringsrenten

Styringsrenten er Norges Banks viktigste virkemiddel for å stabilisere prisveksten og utviklingen i norsk økonomi og er renten som bankene får på sine innskudd i Norges Bank opp til et fastsatt beløp (Norges Bank, 2021a). Renten er av stor betydning for eiendomsbransjen da rentekostnader som regel er en av de største kostnadspostene. Siden tidlig 90-tallet har renten trendet nedover og det har ført til at eiendom har vært en gunstig aktivaklasse å være investert i. 6. mai 2020 bestemte Norges Bank seg for å sette styringsrenten til null. På rentemøtet 22. september 2021 besluttet Norges Bank å øke renten til 0,25 prosent (Norges Bank, 2021b). Dette er en indikasjon på at den økonomiske aktiviteten er på vei tilbake til et normalt nivå igjen.



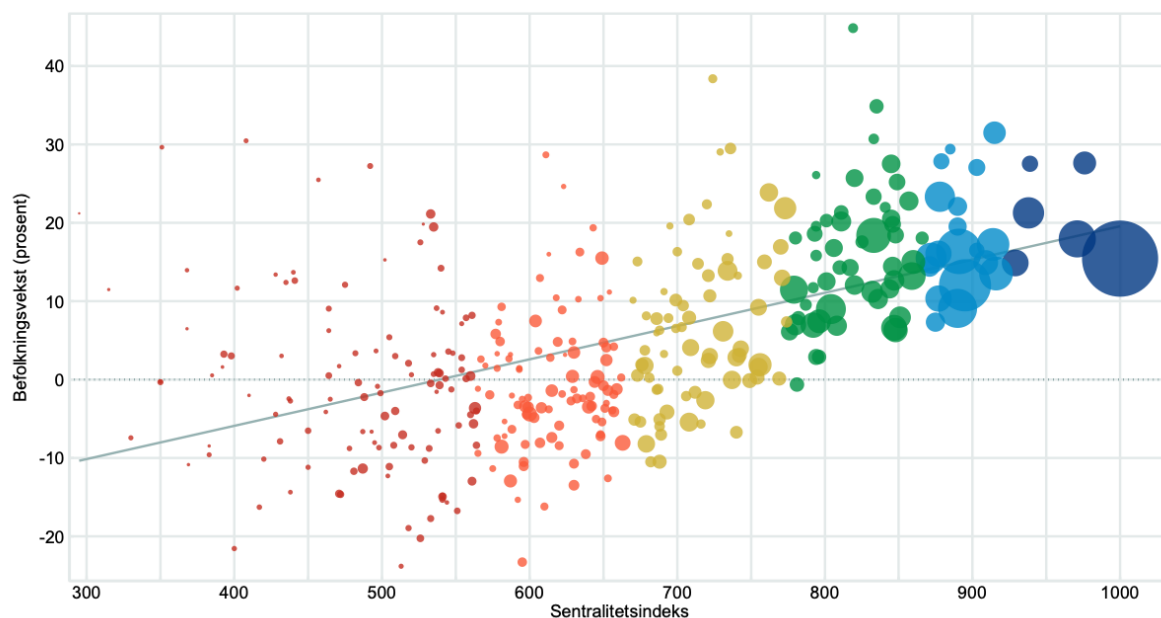
Figur 2-10: Oversikt over styringsrenten siden januar 1991 - august 2021

2.5.3 Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle forhold viser til betydningen av myke faktorer for næringsutvikling i land og regioner (Isaksen, 2021). Sosiokulturelle faktorer som påvirker makroforholdene kan deles inn i følgende; demografi, inntektsfordeling, geografi og kultur (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018). Det finnes imidlertid hensiktsmessig å utelate inntektsfordeling da den er lite relevant for eiendomsbransjen.

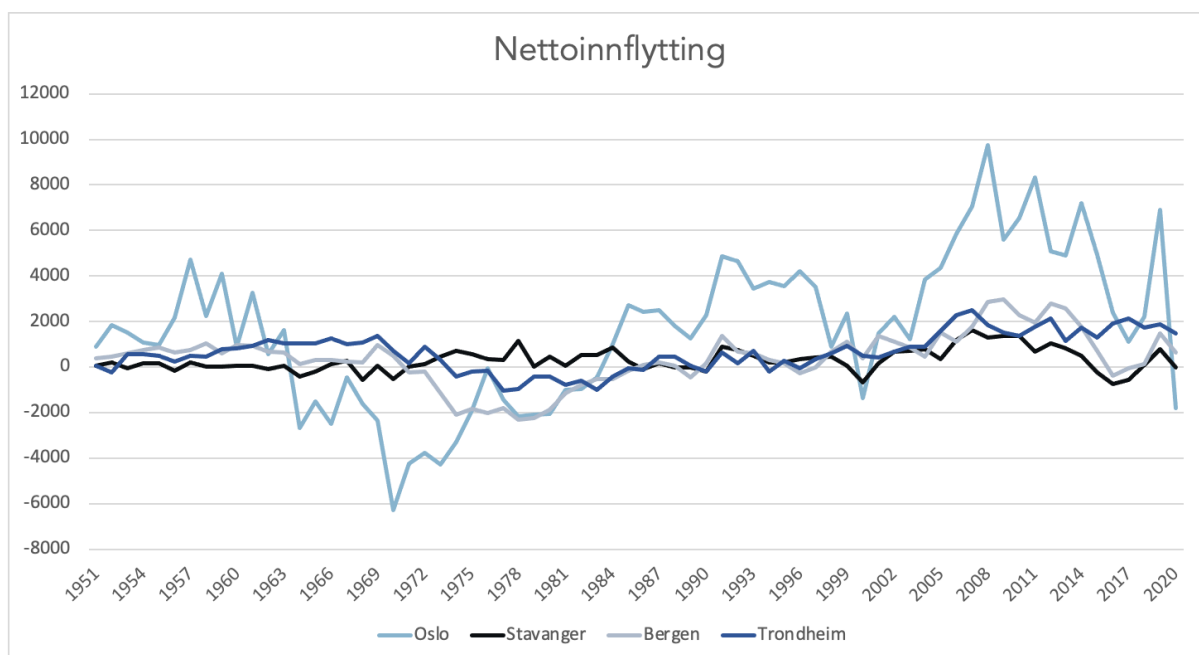
Demografi

Syssetningen i primærnæringene har uavbrutt gått ned i så vel absolutte tall som i andelen av yrkesbefolkningen siden midten av 1800-tallet (Thorsnæs, 2021). Utviklingen skyldes primært overgangen til sekundær- og tertiærnæringene. Dette har ført til en økt grad av sentralisering i Norge over en lengre periode ettersom flertallet av jobbene innen sekundær- og tertiærnæringene er lokalisert i sentrale områder.



Figur 2-11: Størrelsen på boblene viser kommunens relative størrelse i 2020. Figuren bruker SSBs sentralitetsindeks der høyere verdi korresponderer med høyere sentralitet. De seks sentralitetsklassene er gjengitt ved farge fra mørkerødt (minst sentrale kommuner) til mørkeblått (mest sentrale kommuner). Se vedlegg I for oversikt over kommunenes sentralitetsindeks.

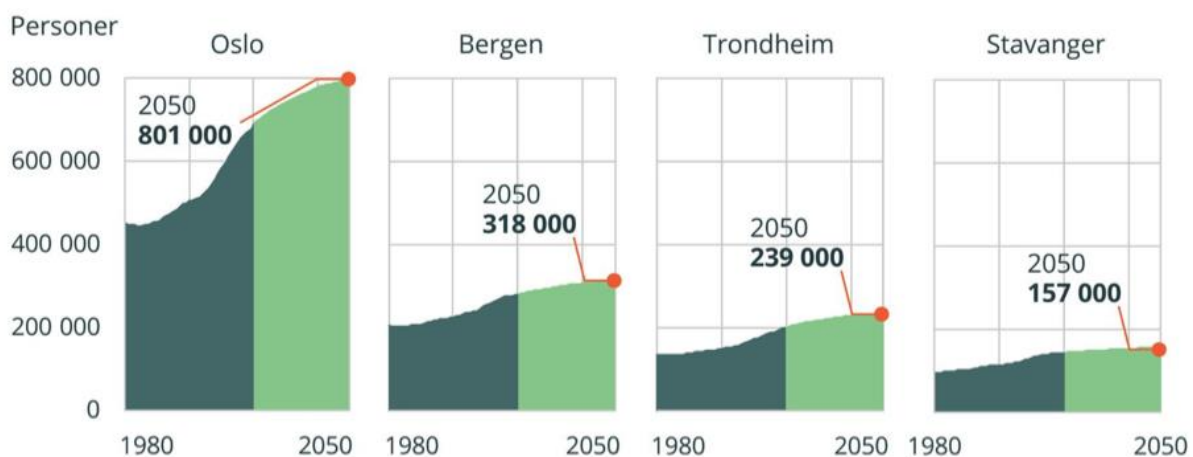
Det følger av grafen at de fire største byene stort sett har hatt positiv nettoinnflytting siden år 2000, men i 2020 så vi en nedgang i alle de fire store byene sammenlignet med 2019. Oslo opplevde i tillegg negativ nettoinnflytting for første gang siden år 2000 (SSB, 2021).



Figur 2-12: Oversikt over nettoinnflytting fra 1951-2020 i de fire storbyene Oslo, Stavanger, Bergen og Trondheim

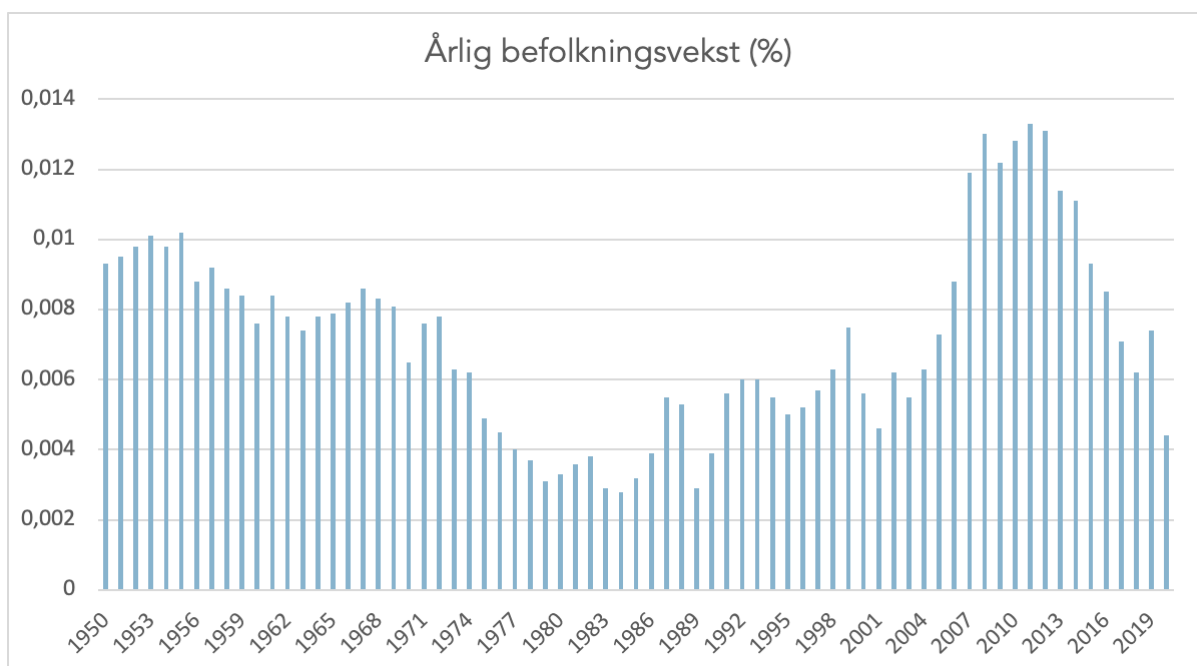
Ifølge Statistisk Sentralbyrå sine framskrivninger av folkemengden i de fire største byene, ser vi likevel at trenden er stigende, men avtakende.

Folkemengden, ● registrert og ● framskrevet.



Figur 2-13: Oversikt over SSB sine befolkningsframskrivninger fra 2020-2050 i de fire storbyene Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger

Det følger av figur 2-14 at etter årtusensskiftet og frem til rundt 2012 har Norge har en relativt høy og stigende årlig befolkningsvekst. Siden 2012 har den årlige veksten vært avtakende. I 2020 var Norge tilbake til samme årlige befolkningsvekst som ved årtusensskiftet.



Figur 2-14: Oversikt over årlig prosentvis befolkningstilvekst fra 1952-2021

Geografi

Innen eiendomsbransjen er geografi av stor betydning, spesielt med tanke på verdsettelsen. Sentrale områder på fagspråket omtales gjerne som CBD (Central Business District) og er de områder som oppnår høyest leiepris og lavest yield. Dette er en konsekvens av ulike faktorer, men blant annet tomteknapphet innenfor de sentrale strøkene. I storbyer har det vært høy aktivitet innen eiendomsutvikling de siste årene. Dette har ført til at områder som tidligere ikke var attraktive nå har blitt attraktive, eksempelvis Barcode. Det krever imidlertid store ressurser å utvikle slike områder. Følgelig kan ikke hvem som helst bare utvikle et slikt område. Infrastrukturen må også bygges ut tilsvarende for at området skal bli attraktivt for leietaker. Noen typer eiendommer er imidlertid mer avhengig av sentral beliggenhet enn andre, og for noen typer eiendommer vil det være forskjell på hva som anses for å være sentralt.

Holdninger

En forandring i holdningene kan reise strategiske utfordringer, det være seg etiske holdninger eller teknologiske fremspring som fører til en holdningsendring (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018). I 2020 ble verden rammet av koronapandemien, som førte til en rekke endringer over natten. Som en følge av dette ble det utviklet nye teknologiske løsninger for å tilpasse oss. Slike endringer kan forbli permanente og andre vil sakte, men sikkert, vende tilbake til normalen. En forandring i holdninger kan linkes tett til forandringer i demografiske endringer (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018). Linken mellom demografiske- og kulturelle endringer vil bli analysert i delkapittel 4.2.

2.5.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer er endringer i teknologi som kan skape både muligheter og trusler for bransjen (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018). Aktører som ikke benytter seg av teknologiske fremskritt vil potensielt bli mindre konkurransedyktige og gå glipp av mulighetene det gir. Det påstås fra flere eksperter at byggebransjen har vært svært dårlige til å ta i bruk ny teknologi, men at interessen og bruken øker (Saltnes, 2019).

En teknologi som har gjort sitt inntog i eiendomsbransjen er bruken av VR-briller. Denne teknologien har gjort det mulig å gå rundt i bygget og oppleve det som om det allerede er

bygget (Rønne, 2018). Som en konsekvens av at tomteareal er en knapphet, har en også utviklet nye byggeteknikker som har gjort det mulig å bygge på landområder som tidligere ikke var aktuelle. Dette gjelder eksempelvis områder som Bjørvika og Canary Wharf (Kaldestad & Møller, 2016).

2.5.5 Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer tar for seg “grønne” miljømessige utfordringer knyttet til utslipp, avfall og klimaforandringer. Miljømessige reguleringer kan føre til ekstra kostnader, men kan også være kilder til muligheter (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018).

Bygg står i dag for omtrent 40 prosent av verdens energiforbruk (Entra, 2021). Med en så stor andel av verdens samlede energiforbruk vil det kunne resultere i at det fremover vil stilles strengere krav til bærekraftige løsninger og sertifiseringer som vil kunne redusere lønnsomheten for bransjen. De siste ti årene har antall store naturskadehendelser økt med 169 prosent sammenlignet med gjennomsnittet for de foregående to tiårsperioden (If, 2020). Dette gjør at det også potensielt vil stilles strengere bygg- og vedlikeholds krav til byggene for å imøtekomme klimaendringene. På en annen side vil bygg som er BREEAM sertifiserte ha lavere driftskostnader enn bygg som ikke er sertifisert (BREEAM, 2021). I tillegg så gir BREEAM sertifiserte bygg tilgang til en billigere finansiering gjennom såkalte “green bonds”.

2.5.6 Juridiske faktorer

Juridiske forhold tar for seg lover og regler som har potensiale til å påvirke bransjen og kan ofte overlappe med politiske elementer (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018).

Norge har historisk hatt gode rammevilkår for investering i eiendom, både i form av politisk forutsigbarhet og en skattepolitikk som favoriserer eiendom som aktivaklasse. Eiendomsbransjen er imidlertid strengt regulert og har vært preget av lange byråkratiske prosesser for godkjenninger i forbindelse med eiendomsutvikling.

I Norge har vi en avgift som heter dokumentavgift. Dette er en særavgift som betales ved tinglysing av dokumentet som overfører hjemmel til fast eiendom og er per dags dato på 2,5 prosent av eiendommens salgsverdi på tinglysingstidspunktet (Skatteetaten, 2021).

Dokumentavgiften er fiskalt begrunnet og avløste stempelavgiften i 1976 (Finans- og tolldepartementet, 1976). Dokumentavgiften gjelder for alle typer eiendommer.

Leieinntekter fra næringseiendom er skattepliktig inntekt og skattlegges etter selskapsskattesatsen. Selskapsskattesatsen forholdt seg uendret på 28 prosent fra 1992 til 2013, og har etter at Høyre-regjeringen ble satt inn gradvis blitt redusert til 22 prosent (Regjeringen, 2021).

Et annet lovverk som aktører innen næringseiendom er opptatt av er merverdiavgiftsloven. Da det er bransjepraksis å opprette et eget aksjeselskap for hver eiendom som oppføres, vil eiendomsselskapet søke om frivillig registrering i Merverdiavgiftsregisteret. Dette fører til at moms ikke lenger er en kostnad for selskapet og følgelig bedrer den finansielle stillingen.

3. Valg av verdsettelsesmetode

I dette kapitlet vil det bli gitt en innføring i ulike verdsettelsesteknikker som vil være hensiktsmessig for verdsettelsen av Entra. Det vil også bli redegjort for valg av verdsettelsesteknikk og dets rammeverk.

3.1 Verdsettelsesmetoder

Formålet med verdivurdering er å finne et verdiestimat på selskapets egenkapital som kan relateres til dets økonomiske egenskaper som vekstutsikter, risikoprofil og kontantstrømmer. Ethvert avvik fra denne sanne verdien er et tegn på at en aksje er under- eller overpriset (Damodaran, 2012).

Det finnes flere ulike metoder for verdivurdering, der alle har sine fordeler og ulemper (Kaldestad & Møller, 2016). Metodene bygger på ulike forutsetninger og varierer i kompleksitet. Generelt kan en klassifisere metodene i tre ulike kategorier basert på deres karakteristikk; *fundamental verdivurdering*, *komparativ verdivurdering* og *opsjonsbasert verdivurdering* (Damodaran, 2012). Metodene er imidlertid ikke gjensidig utelukkende, og burde således benyttes som supplement til hverandre. Dette vil kunne gi et bedre innblikk i hvordan de ulike metodene slår ut på verdsettelsen og i så måte gi investoren et bedre beslutningsgrunnlag.

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdsettelse er en grunnleggende verdsettelsesteknikk som har til hensikt å analysere underliggende økonomiske forhold knyttet til selskapet. Ved fundamental verdsettelse finner en den iboende verdi basert på prognoser og analyse av historisk informasjon (Penman, 2013). Ifølge Penman (2013) er det fem steg i en fundamental verdsettelse; først foretar man en kvalitativ og strategisk vurdering av selskapet og bransje før en deretter analyserer finansiell og annen relevant informasjon. Tredje steg vil være å utarbeide et fremtidsregnskap før en videre utarbeider et fundamentalt verdiestimat. Avslutningsvis fastsetter man en handelsstrategi. Dette vil bli gått nøye gjennom i delkapittel 3.3.

Det finnes en rekke ulike metoder innenfor fundamental verdsettelse. Ifølge Damodaran (2012) finnes det imidlertid to overordnede metoder å verdsette et selskap på; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Begge metodene bygger på å diskontere forventede kontantstrømmer, men kontantstrømmen og avkastningskravet som benyttes er forskjellige.

Egenkapitalmetoden kan beskrives med følgende formel:

$$\text{Verdi av egenkapital}_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Prognostisert fri kontantstrøm til egenkapital}_t}{(1 + \text{Avkastningskrav til egenkapital})^t}$$

Ved å benytte egenkapitalmetoden verdsetter en egenkapital til selskapet direkte. Dette gjøres ved neddiskontere den forventede frie kontantstrømmen til egenkapital med et egenkapitalavkastningskrav slik det framgår av formelen over. Det vil si at en benytter kontantstrømmen etter alle utgifter, investeringsbehov, skatteforpliktelser, renter og avdrag er betalt. Egenkapitalavkastningskravet skal kun reflektere kostnaden ved egenkapitalfinansiering.

Selskapskapitalmetoden kan beskrives med følgende formel:

$$\text{Verdi av selskap}_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Prognostisert fri kontantstrøm til selskapet}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Selskapskapitalmetoden verdsetter verdien av hele selskapet ved å diskontere de forventede frie kontantstrømmene til selskapet ved bruk av det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet til kapital (WACC) slik det fremgår av formelen over. Det vil si at en benytter kontantstrømmen etter alle utgifter, investeringsbehov, skatteforpliktelser, men før utbetaling til eiere av gjeld og egenkapital (Damodaran, 2012). WACC er kostnaden for de forskjellige finansieringskomponentene som brukes av firmaet, vektet med deres proporsjonale markedsverdi. Når selskapskapitalmetoden benyttes kan verdien måles på tre måter; total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital.

Begge metodene kan utføres ved å benytte forskjellige modeller, herunder fri kontantstrømmodell, superprofittmodell og superprofittvekstmodell. I tillegg kan en benytte

dividendmodellen for egenkapitalmetoden. Denne anses imidlertid for å være sammenfallende med fri kontantstrømmodellen dersom en forutsetter at fri kontantstrøm i sin helhet utbetales som utbytte. Til tross for at metodene benytter forskjellige kontantstrømmer og avkastningskrav, gir de likevel samme verdiesimat forutsatt konsistent bruk og anvendelse av verdivektede avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2016).

Fri kontantstrømmodell

I en fri kontantstrømmodell diskonterer en fremtidige kontantstrømmer med avkastningskrav som reflekterer usikkerheten knyttet til kontantstrømmene (Damodaran, 2012). Modellen kan uttrykkes slik:

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

der

n = Levetiden til eiendelen

CF_t = Kontantstrøm i periode t

r = Diskonteringsrenten som reflekterer risikoen av de estimerte kontantstrømmene

Hvilken kontantstrøm og avkastningskrav som benyttes, avhenger som nevnt av om verdsettelsen gjennomføres etter egenkapitalmetoden eller selskapskapitalmetoden.

Superprofittmodell

Superprofittmodellen er en verddivurderingsmodell som forsøker å ta hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen, hvor verdien av et selskap er den investerte kapitalen pluss (minus) nåverdien av meravkastningen (mindreavkastningen) kapitalen genererer (Kaldestad & Møller, 2016). Modellen kan uttrykkes slik:

$$\text{Verdi av selskap} = \text{Investert kapital} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Superprofitt}_t}{(1 + \text{Avkastningskrav})^t}$$

der

$$\text{Superprofitt} = \frac{E_t}{r} \times \text{Investert kapital}$$

der

E_t = Driftsresultat minus skatt (dette tallet inkluderer avskrivninger og verdifall)

r = Diskonteringsrenten som reflekterer risikoen av de estimerte kontantstrømmene

Superprofittvekstmodell

Superprofittvekstmodellen angir at verdien er den kapitaliserte verdien av neste periodes resultat pluss kapitalisert nåverdi av fremtidig vekst i superprofitt (Penman, 2013).

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering baserer seg på at verdien av en eiendel er avledet fra prisen på sammenlignbare eiendeler, standardisert ved bruk av en felles variabel som inntjening, kontantstrømmer, bokført verdi eller inntekter (Damodaran, 2012). I tillegg må det justeres for forskjeller mellom selskapene eller eiendelene som verdsettes og dem de blir sammenlignet med (Kaldestad & Møller, 2016). Det finnes to hovedmetoder som benyttes til å gjennomføre en komparativ verdsettelse; multiplikatormetoden og substansverdimetoden.

Multiplikatormetoden

Verdivurdering ved hjelp av multipler gjøres ved å ta utgangspunkt i et tall i resultatoppstillingen eller balansen, sysselsatt kapital eller egenkapital og så multiplisere med en faktor (Kaldestad & Møller, 2016).

Ved å benytte multiplikatormetoden estimerer vi nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte. Dette følger av at vi tar utgangspunkt i prisingen på andre selskaper, hvor markedet allerede har estimert en verdi på fremtidig kontantstrøm, og antar at det samme forholdet mellom verdi og faktoren vi ser på gjelder for vårt selskap (Kaldestad & Møller, 2016).

Multiplikatormetoden er mye brukt i praksis da den er relativt enkel i bruk samt at den er lite ressurskrevende. Over tid har nye multipler blitt tatt i bruk og det er viktig å skille mellom hvilke multipler som passer for ulike bransjer. Som følge av dette har det oppstått bransjespesifikke multipler. Det kan imidlertid i enkelte tilfeller vise seg vanskelig å finne gode sammenlignbare selskaper (Kaldestad & Møller, 2016).

Substansverdimetoden

Etter denne metoden verdsettes et selskap til markedsverdien av selskapets eiendeler fratrukket netto rentebærende gjeld og latent skatt (Kaldestad & Møller, 2016). Vi får da følgende ligning;

$$\text{Substansverdi} = \text{Salgsverdi av eiendeler} - \text{Markedsverdi av gjeld} - \text{Latent skatt}$$

Substansverdimetoden fokuserer kun på selskapets eiendeler og verdsetter dets verdi selvstendig. Følgelig vil metoden ikke hensynta prosessene og aktiviteten i selskapet. Metoden er dermed lite anvendbar ved verdsettelse av tradisjonelle virksomheter da mange av verdiene i en virksomhet er immaterielle og ikke kan selges på det åpne markedet (Kaldestad & Møller, 2016). Dette gjelder blant annet humankapital, strukturkapital og relasjonskapital. Eiendomsselskaper består imidlertid stort sett av eiendeler som kan sammenlignes og selges i et aktivt marked. Følgelig er dette metode som er aktuell i verdsettelsen av Entra.

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Det å besitte en rettighet, men ikke en plikt, er en fleksibilitet som har en verdi (Kaldestad & Møller, 2016). Verdien av et selskap som inkluderer realopsjoner er følgelig nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario, pluss verdien av fleksibilitet. Dette kan uttrykkes slik;

$$\text{Verdi} = \text{Verdi "as is"} + \text{Nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

Eksempler på verdien av slik fleksibilitet kan være muligheten til å utsette et prosjekt, utvide et prosjekt og til å avhende eller relativt raskt skrinlegge et prosjekt. Til å verdsette verdien av

fleksibiliteten kan en benytte scenarioanalyser med tilordnede sannsynligheter eller gjennomføre en Monte Carlo-simulering (Kaldestad & Møller, 2016).

Opsjonsbasert verdivurdering benyttes fortrinnsvis i bransjer som er preget av høy grad av volatilitet og binomiske utfall. Det er likevel vanskelig å estimere inputs, og i den grad burde denne metoden bare benyttes som et supplement til andre metoder.

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

I dette kapitlet vil det bli argumentert for hvilken hovedteknikk som benyttes i verdsettelsen av Entra. Momenter som legges til grunn for valg av verdsettelsesmetode er tilgang på informasjon, tid til disposisjon, krav til pålitelighet, bransje og fase i livssyklusen (Kaldestad & Møller, 2016). Overordnet har vi valgt å fokusere på *tilgang på informasjon, kjennetegn ved bransjen og fase i livssyklusen* da vi anser dette som de mest relevante momentene i vurderingen av verdsettelsesmetode. Momentene om tid til disposisjon og krav til pålitelighet anser vi som lite relevante da dette er en masteroppgave.

3.2.1 Tilgang på informasjon

Tilgang på informasjon er viktig uavhengig av hvilken verdsettelsesmetode som benyttes. Det vil imidlertid være enkelte metoder som krever langt mer datagrunnlag enn andre. Dette gjelder blant annet fundamental verdsettelse. En vil da kreve tilgang på historiske regnskapstall og annen relevant informasjon flere år tilbake i tid. Innen eiendomsbransjen er det generelt god tilgang på informasjon og Entra er intet unntak. Selskapet har kvartals- og årsrapporter tilgjengelig tilbake til 2014 da de gikk på børs. I takt med deres økte fokus på klima produserer Entra egne ESG-rapporter, samt om porteføljen av grønne obligasjoner. Årsrapportene til Entra er omfattende og gir oss god tilgang på informasjon, både om regnskap og markedet. Dette gjør at fundamental verdsettelse er velegnet for å verdsette Entra.

3.2.2 Kjennetegn ved bransjen

Likvide eiendeler

Som gjennomgått i delkapittel 3.1.2 vil substansverdimetoden være mest egnet dersom en har likvide markeder for selskapets eiendeler og er uavhengig av eierne. Markedet for næringseiendom er svært likvid i gode tider og mindre likvid i dårligere tider. På generell basis vil en likevel kunne argumentere for at det er et likvid marked, spesielt i sentrale områder. Næringseiendom utgjør nesten hele eiendelssiden til Entra og substansverdimetoden vil følgelig være en passende verdsettelsesteknikk å benytte seg av i verdsettelsen av Entra.

Yield

Markedet for næringseiendom, spesielt kontoreiendomsegmentet er svært transparent. Dette gjør at det eksisterer gode datapunkter på hva leieprisene er for de ulike områdene. Dette gjør at en kan regne ut hvilken yield de ulike eiendommene oppnår og benytte dette som sammenligningsgrunnlag. Yield er en multiplikator som benyttes som et supplement til verdivurdering av næringseiendommer.

Komparative selskaper

I Norden eksisterer det en rekke børsnoterte foretak som opererer innen samme segment som Entra. Det er riktignok ingen børsnoterte foretak i Norge som kun opererer innenfor segmentet for kontoreiendom. Følgelig må en se over til nabolandene hvor det er rikelig med sammenlignbare selskaper. Etersom selskapene i Norden opererer under forholdsvis like vilkår vil det være hensiktsmessig å benytte komparativ verdivurdering.

3.2.3 Fase i livssyklusen

Ved valg av verdsettelsesmetode er det hensiktsmessig å finne ut av hvilken fase selskapet som skal verdsettes befinner seg i. Dette er viktig for å si noe om fremtidige kontantstrømmer. Ifølge Damodaran (2012) er det avgjørende at selskapets eiendeler forventes å generere kontantstrømmer i løpet av kort tid for å kunne gjennomføre en fundamental verdsettelse. Opsjonsbasert verdsettelse passer imidlertid selskaper som er i oppstartsfasen og har kontantstrømmene sine lengre fremme i tid. Det kan imidlertid argumenteres for at Entra er i en moden fase av livssyklusen og har generert kontantstrømmer i en årrekke. Dette gjør at

fundamental verdsettelse er en mer egnet metode for å verdsette Entra enn den opsjonsbaserte metoden.

3.2.4 Konklusjon om valg av metode

Basert på tilgangen på informasjon, kjennetegn ved bransjen og fase i livssyklusen kommer det tydelig frem at fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse er de mest egnede metodene for å verdsette Entra.

Etter vår vurdering er det fundamental verdsettelse som reflekterer de underliggende verdiene og fremtidsutsiktene til Entra best. Fundamental verdsettelse burde følgelig benyttes som hovedmetode ettersom det vil være mulig å produsere langt mer detaljerte finansielle modeller som er tilpasset hver enkelt eiendom. I verdsettelsen av egenkapitalverdien til Entra vil både egenkapital- og selskapskapitalmetoden bli benyttet. I begge metodene vil vi benytte fri kontantstrømmodellen.

Det burde imidlertid benyttes supplerende metoder i verdsettelsen ettersom fundamental verdsettelse er sensitiv for inputs, og punktestimater i all hovedsak benyttes for praktiske og matematiske formål. Ettersom det finnes gode sammenlignbare selskaper vil komparativ verddivurdering være et godt supplement i verddivurderingen da det forventes å øke påliteligheten av estimatet (Kaldestad & Møller, 2016). Her vil vi benytte oss av både substansverdi- og multiplikatormetoden da dette er bransjepraksis.

Ved å benytte både fundamental og komparativ verddivurdering vil påliteligheten til verdiestimatet øke, samt belyse hvordan de ulike metodene verdsetter selskapet.

3.3 Rammeverk for fundamental verddivurdering

I dette delkapittelet presenteres rammeverket for fundamental verdsettelse. Utgangspunktet vil være Penman (2013) sitt rammeverk, men det vil bli gjort selvstendige vurderinger der vi anser det som hensiktsmessig. Ifølge Penman (2013) er det fem steg i en fundamental verdsettelse som baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon;

Steg 1: Strategisk analyse

Første steg er å foreta en kvalitativ og strategisk vurdering av selskapet og bransjen. Dette kan gjøres ved å gjennomføre ulike strategiske analyser som PESTEL, Porters femkraftsmodell og SVIMA. Basert på analysene vil en få en bedre forståelse av nøkkelressursene og risikoene knyttet til selskapet og bransjen.

Steg 2: Regnskapsanalyse

Andre steg er derimot en kvantitativ analyse av de underliggende økonomiske forholdene i et selskap. Her må en omgruppere regnskapet til en investororientert analyse ettersom oppstillingsplanen under IFRS i all hovedsak er kreditororientert. Følgelig må vi skille mellom finans- og driftsposter, i tillegg til å hensynta unormale poster. Videre vil en da kunne benytte justerte tall i analysen for å reflektere selskapets normale drift. Deretter utfører man en likviditets- og soliditetsanalyse av virksomhetens risiko for å kartlegge syntetisk rating. Avslutningsvis vil vi foreta en rentabilitetsanalyse.

Steg 3: Fremtidsregnskap

Tredje steg vil være å utarbeide et fremtidsregnskap og estimere et fremtidskrav basert på innsikten fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Dette danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen.

Steg 4: Fundamental verdsettelse

Fjerde steg går ut på å utarbeide et fundamentalt verdiestimat ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer med det estimerte avkastningskravet. Her vil vi benytte oss av både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden til å estimere verdien på virksomhetens egenkapital. I begge metodene vil kontantstrømmer diskonteres over budsjettperioden i tillegg til en terminalverdi for å ta høyde for verdiskaping utover budsjettperioden. Videre vil det bli benyttet supplerende verdsettelsesmetoder og sensitivitetsanalyser for å hensynta usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Avslutningsvis vil vi justere for konkursrisiko.

Steg 5: Handelsstrategi

Steg fem vil være å fastsette en handelsstrategi basert på verdiestimatet vi har kommet frem til. Verdiestimatet vurderes opp mot aksjekursen på verdsettelsestidspunktet. Det vil deretter konkluderes om markedsverdien fremstår som overpriset, underpriset eller korrekt priset. Avslutningsvis vil resultatet av sammenligningen danne grunnlag for en handelsstrategi, herunder en anbefaling om å kjøpe, selge eller holde aksjen.

4. Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for den strategiske analysen

I dette kapitlet vil det foretas en kvalitativ strategisk analyse av Entra med formål om å analysere underliggende økonomiske forhold. Det innebærer en analyse av både bransje- og selskapsspesifikke forhold, herunder eiendomsbransjen og Entra. Funnene vil bli benyttet som grunnlag for den strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8 og som støtte i utarbeidelsen av fremtidsregnskap.

Den strategiske analysen benyttes for å kartlegge Entra sin strategiske posisjon. Basert på analysen vil en kunne fastslå om selskapet evner å generere superrentabilitet. Superrentabilitet oppstår når rentabiliteten overstiger avkastningskravet og kan uttrykkes slik:

$$\text{Strategisk fordel: } r - k > 0$$

Videre kan uttrykket over dekomponeres i ekstern bransjeorientert strategisk fordel ($r_B - k$), og intern ressursbasert strategisk fordel ($r - r_B$), uttrykt som følger:

$$\text{Strategisk fordel: } (r_B - k) + (r - r_B) > 0$$

Et positivt første ledd leder til det vi omtaler som en bransjefordel ettersom rentabiliteten her er større enn avkastningskravet. Dersom andre leddet er positivt omtales det som en ressursfordel ettersom rentabiliteten for Entra her vil være større enn for gjennomsnittsvirksomheten i bransjen.

Basert på dekomponeringen vil vi benytte oss av PESTEL-rammeverket og Porters femkraftsmodell for å foreta den eksterne analysen, mens SVIMA-rammeverket vil benyttes for den interne ressursorienterte analysen.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

I dette delkapittelet skal vi først benytte oss av PESTEL-rammeverket for å danne oss et bilde av lønnsomheten i eiendomsbransjen. Faktagrunnlaget for analysen finner en i kapittel 2.5 der en rekke makroøkonomiske faktorer ble gjort rede for. Ved å benytte oss av PESTEL-rammeverket vil vi se nærmere på hvordan makroøkonomiske faktorer påvirker bransjens lønnsomhet, samt identifisere hvilke faktorer som er spesielt relevante for eiendomsbransjen. Videre vil vi ved hjelp av Porter sin femkraftsmodell se nærmere på konkurranseintensiteten i eiendomsbransjen. Dette vil vi gjøre ved å analysere konkurransekraftene i bransjen, for dermed å kunne si noe om bransjens lønnsomhet og attraktivitet.

4.2.1 PESTEL

I dette delkapittelet vil PESTEL-rammeverket som er beskrevet i Johnson et al. (2018) bli benyttet til å presentere makrofaktorer som påvirker eiendomsbransjen. Rammeverket påpeker at det ikke bare er markedsøkonomiske faktorer, men en rekke ulike ikke-markedsøkonomiske faktorer som påvirker makroforholdene (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018). PESTEL-rammeverket tar for seg følgende seks faktorer; *politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske*.

4.2.1.1 Politiske faktorer

Politiske faktorer tar for seg statens rolle og andre politiske faktorer som påvirker makroforholdene (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018). Staten spiller ofte en direkte økonomisk rolle, enten som kunde, leverandør, eier eller regulator, og vil kunne skape både muligheter og trusler for bransjen som helhet.

Da Entra er et selskap som opererer i Norge må de forholde seg til norsk politikk. Norge har i en årrekke vært et land med politisk stabilitet og forutsigbarhet. Dette har ført til at den politiske risikoen for Entra har vært lav. Entra er dog utsatt for politiske reguleringer ettersom det er vanskelig å flytte bygg når de først er satt opp, samt dyrt å bygge om dersom det kreves.

Stadig økende temperaturer og hyppighet i naturkatastrofer har resultert i at politikerne har intensivert arbeidet med å nå klimamålene. Det er i den anledning naturlig å se til

eiendomsbransjen som står for 40 % av verdens energiforbruk. Det vil med stor sannsynlighet bli stilt strengere krav til gjenbruk av materialer og mer energieffektive bygg. På kort sikt vil det kunne føre til at Entra må bruke store mengder ressurser på å rehabilitere eldre bygg for å tilfredsstille nye krav som eventuelt vil kunne komme. Vi ser også at det stilles strengere krav til miljø- og klimarapportering. Dette driver kostnadene opp på kort sikt. På lang sikt vil det imidlertid kunne resultere i lavere driftskostnader ettersom en blir mer bevisst på å bygge bærekraftig, samt at en besitter mer verdifull informasjon om byggene.

Endringer i infrastrukturen vil kunne skape både muligheter og trusler for eiendommer som berøres. For eksempel vil budsjettforslaget fra Oslos Byråd om betalende privat parkering kunne slå negativt ut for Entra. Dette vil føre til at eiendommene som har parkering tiltenkt leietakerne, vil kunne synke i verdi ettersom kostnaden enten lempes på gårdeier eller leietaker. Dersom den lempes på sistnevnte vil det kunne svekke deres betalingsvilje som igjen vil føre til lavere fremtidig leieinntekt for Entra. Lempes kostnaden på gårdeier påvirker den bunnlinjen direkte. Økt kollektivtilbud til eiendommene vil imidlertid kunne slå positivt ut for verdsettelsen av Entra sine bygg.

I Norge kreves det tillatelser til å føre opp bygg. Dette er prosesser som kan ta lang tid og er en av grunnene til den lange ledetiden i bransjen. Dersom prosessene drar ut i tid vil det være negativt for Entra ettersom kapitalen er bundet opp i tomten og kontantstrømmen kommer lengre frem i tid. Det legges også frem reguleringsplaner for ulike områder. Dette kan både skape muligheter og sette begrensninger for utbygging av enkelte områder. Det er følgelig viktig for Entra å følge nøye med på reguleringsplanene ettersom det kan skape hodebry etter bygget er satt opp, eller i prosjekteringsprosessen.

Ettersom politiske faktorer er avgjørende for bransjens vekst og stabilitet kan vi konkludere med at politiske faktorer kan utgjøre en stor trussel for bransjens lønnsomhet samtidig som det kan by på muligheter for å øke bransjens lønnsomhet.

4.2.1.2 Økonomiske faktorer

Eiendomsbransjen er tett knyttet opp mot den økonomiske situasjonen i Norge. Følgelig vil Entra påvirkes av økonomiske faktorer som valutakurs, arbeidsledighet, bruttonasjonalprodukt, konsumprisindeks og styringsrenten, som ble gjort rede for i kapittel

2.5.2. Dette er faktorer som influerer leiepris og yield, herunder bransjens lønnsomhet og verdsettelse.

Flere av bransjeselskapene opererer i Norden og kronekursen spiller i så måte en viktig rolle for investeringer på tvers av land. Kronebevegelsene har som regel fulgt utviklingen i oljeprisen og risikosentimentet i internasjonale finansmarkeder. I 2020 var kronekursen rekordsvak målt ved kursindeksen I-44, men har i 2021 klatret tilbake til nivået før covid-19 inntraff. Dette førte til at en rekke av innsatsfaktorene som Entra benyttet ble betraktelig dyrere i 2020. Vi har også sett at materialprisene steget markant, selv justert for svekkelsen av den norske kronen (Bjørnstad & Neegaard, 2021). Dette har ført til at en rekke prosjekter har blitt dyrere for eiendomsutviklere enn først antatt. På den andre siden vil en svekket krone bidra til økt etterspørsel fra utenlandske investorer etter næringseiendom i Norge.

Arbeidsledighet er også en viktig faktor for eiendomsbransjen, særlig for kontoreiendommer. Arbeidsledigheten følger utviklingen i BNP ettersom arbeidsledigheten som regel er relativt lav når veksten i BNP er positiv. Dersom det er høy arbeidsledighet vil behovet for kontorplasser være mindre enn ved normal arbeidsledighet og følgelig er det en viktig temperaturmåler for markedet for kontoreiendommer. Entra er imidlertid mindre eksponert mot slike fluktasjoner ettersom den største andelen av deres leietakere er offentlige virksomheter som i mindre grad er utsatt for konjunktursvingninger. Likevel vil det kunne føre til at markedsleien faller, og det vil det på lang sikt være vanskelig å se for seg at ikke Entra også må senke leieprisen. Dette vil på sikt føre til at eiendommene blir mindre attraktive å eie.

De fleste aktører som driver med næringseiendom opererer med inflasjonsregulerte leiekontrakter. Det vil si at ved gitte intervaller reguleres leieinntektene for å hensynta inflasjonen. Følgelig vil økt inflasjonen på kort sikt slå ut i økte leieinntekter for Entra og potensielt gi en meravkastning. Alt annet likt, vil dette slå ut i en økt verdi på eiendomsporteføljen grunnet en bedring i kontantstrømmen.

Norges Bank styrer mot en årlig inflasjon på rundt to prosent. Det betyr at dersom inflasjonen blir for høy vil Norges Bank agere. Et av virkemidlene som benyttes til dette er styringsrenten. Følgelig vil styringsrenten heves for å kjøle ned økonomien med sikte på to prosent inflasjon årlig. Dette vil igjen på sikt slå ut i økte rentekostnader for Entra. Styringsrenten blir også

benyttet som en påvirkende faktor i verdsettelsen av eiendommer, der økt rente vil slå negativt ut på verdsettelsen. I Norge og store deler av verden har vi hatt en fallende rente siden tidlig 90-tallet. Dette har ført til at eiendomsmarkedet har vært en god aktivaklasse å være investert i.

Ettersom markedet for kontoreiendom er så tett knyttet opp mot norsk økonomi vil vi konkludere med at økonomiske faktorer utgjør en stor trussel for bransjens lønnsomhet. Entra er imidlertid mindre eksponert grunnet sine lange kontrakter med solide leietakere.

4.2.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle forhold viser til betydningen av myke faktorer for næringsutvikling i land og regioner.

I Norge har vi over en lengre periode opplevd en økende grad av sentralisering, hovedsakelig som følger av overgangen fra primær til sekundær- og tertiærnærings.. Dette har ført til at etterspørselen etter sentrale eiendommer har vært stigende over en lengre periode. Slik det fremgår av SBB sine befolkningsframskrivninger ser dette ut til å være en trend som vil vedvare. Dette legger særlig press på behovet for tomter i sentrale strøk hvor det allerede er knapphet på areal. Ved å sørge for å investere i områder meg treghet på tilbudssiden og sterk etterspørsel har Entra følgelig truffet spikeren på hodet med deres strategi.

I 2020 opplevde Oslo imidlertid negativ nettoinnflytting for første gang på lenge. Det store spørsmålet er om pandemien har ført til varige holdningsendringer der folk vil jobbe fra andre steder enn selskapets kontorer. Basert på en undersøkelse fra McKinsey anslår de at 25 prosent av arbeidsstyrken som kan jobbe hjemmefra vil tilbringe et par dager i uken på kontoret, og resten hjemmefra (McKinsey, 2021). Dette vil i så fall kunne resultere i at bedriftene ikke har behov for like store kontorarealer, hvilket vil slå ut negativt i markedet for kontoreiendom.

Vi ser også at den årlige befolkningsveksten i Norge er avtakende. Dette er et usikkerhetsmoment som på kort til mellomlang sikt vil kunne påvirke eiendomsbransjens etterspørsel og lønnsomhet negativt. Befolkningen vil ikke kunne vokse inn i det uendelige og det vil følgelig ikke foreligge en evigvarende fordel knyttet til dette, men på kort sikt kan det resultere i meravkastning.

Ettersom prognosene fra SSB tilsier at storbyene fortsatt vil oppleve befolkningsvekst i årene som kommer, samt at det ser ut til at arbeidstakere ønsker seg tilbake på kontoret flere dager i uken anser vi ikke sosiokulturelle faktorer som en stor trussel for bransjens lønnsomhet på lang sikt. Det kan imidlertid være en stor trussel på kort sikt slik som vi opplevde under pandemien.

4.2.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer er endringer i teknologi som kan skape både muligheter og trusler for bransjen. Aktører som ikke benytter seg av teknologiske fremskritt vil potensielt bli mindre konkurransedyktige og gå glipp av mulighetene det gir.

Bransjen har historisk sett vært svært dårlig til å ta i bruk ny teknologi, men i de seneste år har interessen økt. Dette har vært med på å effektivisere prosessene, samt gjøre prosjektene mer lønnsomme. Økt knapphet på tomter i sentrale områder har ført til at bygningsteknikkene som benyttes for å utnytte eller omdisponere ledig areal har blitt mer komplekse. I Oslo-området ser vi blant annet eksempler på områder som har gått fra å være tilnærmet ubrukt til å oppnå CBD-yield. Følgelig vil det foreligge et tak på superrentabiliteten som kan oppnås. Vi anser teknologisk utvikling for å være en lav potensiell trussel mot bransjens lønnsomhet.

4.2.1.5 Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer tar for seg “grønne” miljømessige utfordringer knyttet til utslipp, avfall og klimaforandringer. Miljømessige reguleringer kan føre til ekstra kostnader, men kan også være kilder til muligheter.

Bygg står i dag for omtrent 40 prosent av verdens energiforbruk og er følgelig den største miljøbelastningen fra næringsbygg (Entra, 2021). Dette gjør at politikerne og samfunnet har et stort fokus på det og på sikt kunne stille strengere krav til bransjen.

Entra var tidlig ute med å fokusere på sine klimaavtrykk. Som et resultat av målrettet arbeid har en stor del av eiendomsporteføljen blitt miljøsertifisert. Dette vil på kort sikt være noe som kan gi økt lønnsomhet ettersom leietakerne har økt betalingsvilje for eiendommer med fokus på miljø, samt lavere driftskostnader. I tillegg oppnår miljøsertifiserte bygg en lavere finansieringskostnad gjennom “green bonds”. På kort sikt vil dette kunne være en kilde til

meravkastning. På lang sikt antar vi imidlertid at det er forventet at gårdeier fokuserer på miljøet og det vil i så måte heller fremstå som en standard enn en fordel. Dette vil resultere i at miljøvennlige bygg på lang sikt ikke vil gi en varig superprofitt.

4.2.1.6 Juridiske faktorer

Juridiske forhold tar for seg lover og regler som har potensiale til å påvirke bransjen og kan ofte overlappe med politiske elementer. Norge har historisk hatt gode rammevilkår for investering i eiendom, både i form av politisk forutsigbarhet og en skattepolitikk som favoriserer eiendom som aktivaklasse. Eiendomsbransjen er imidlertid strengt regulert og har vært preget av lange byråkratiske prosesser for godkjenninger i forbindelse med eiendomsutvikling.

Det har med tiden utartet seg en bransjepraksis der hver eiendom legges i et eget aksjeselskap. Dette er skattemessig motivert og sørger for at hver enkelt eiendom kan selges skattefritt som en konsekvens av fritaksmetoden. Samtidig unngår en å betale dokumentavgiften ved kjøp og salg av eiendom. Det er også per dags dato mulig å frivillig moms registrere seg. Dette fører til at momsens ikke vil være en kostnad for selskapet.

Leieinntekt er imidlertid skattepliktig og skattlegges etter selskapsskattesatsen. Med ny regjering er det indikert at denne satsen skal øke. Dette vil være negativt for bransjen som helhet.

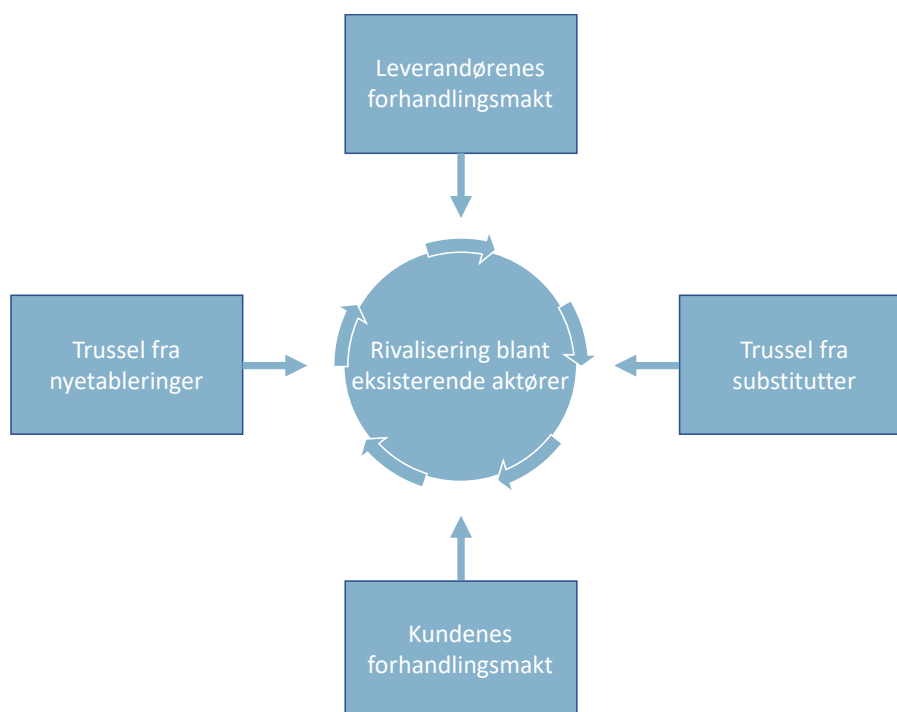
4.2.1.7 Delkonklusjon PESTEL-analyse

PESTEL-analysen avdekker en rekke eksterne faktorer som kan påvirke eiendomsbransjen. Blant annet finner vi at eiendomsbransjen er gjenstand for politiske reguleringer, noe som fører til at selskap i bransjen kan måtte gjøre endringer på eksisterende bygg for å oppfylle nye krav. Dette er spesielt relevant når det kommer til klimarelaterte utfordringer, ettersom det viser seg at ca. 40 prosent av verdens energiforbruk stammer fra byggebransjen. Derfor vil endringer i politiske og miljømessige faktorer være avgjørende faktorer lønnsomheten for eiendomsbransjen. Samtidig har en rekke økonomiske faktorer i lengre tid bidratt til god lønnsomhet i bransjen. Endringer i disse vil derfor ha stor betydning for lønnsomheten. For eksempel har en lav styringsrente over tid ført til reduserte avkastningskrav, noe som bidrar til å holde lønnsomheten høy. Når styringsrenten settes opp, vil derfor bransjens lønnsomhet

påvirkes direkte. I tillegg er det en negativ korrelasjon mellom arbeidsledighet og BNP. Når den økonomiske veksten er god, vil arbeidsledigheten reduseres som følge av økt etterspørsel etter arbeidskraft. Med en arbeidsledighet på vei tilbake mot normalen, kan en derfor anta en økende etterspørsel etter kontorplasser. Samtidig vil endringer i sosiokulturelle faktorer, som økte preferanser for hjemmekontor, bidra til å hemme denne økningen. Samlet sett anses derfor bransjefordelen som god på kort sikt, men moderat på lengre sikt som følge av forventninger om økt styringsrente og økt bruk av hjemmekontor.

4.2.2 Porters femkraftsmodell

Porters femkraftsmodell er en bransjemodell som ble utviklet av Michael Porter i 1979. Modellen brukes til å analysere konkurranseintensiteten i en bransje og er en av verdens mest utbredte verktøy for konkurranseanalyse. Modellen tar utgangspunkt i fem konkurransekrefter som hver reflekterer egenskaper ved et marked som påvirker graden av konkurranse (Lien, Baardsen, & Knudsen, 2016). Disse fem kreftene er illustrert i følgende figur:



Figur 4-1: Porters Five Forces Model

Modellen er delt i en horisontal og en vertikal akse. Langs den horisontale aksene finner vi trussel fra nyetableringer og substitutter, samt rivalisering blant eksisterende aktører. Denne aksene forteller oss derfor noe om konkurransen mellom aktørene i bransjen (Grant, 2016). Langs den vertikale aksene finner vi forhandlingsmakten til kundene og leverandørene. Denne forteller oss noe om hvordan verdiskaping fordeles mellom kunder, leverandører og bransjens bedrifter (Jakobsen & Lien, 2015). Sammenhengen mellom de to aksene kan beskrives på følgende måte: jo hardere rivaliseringen er i bransjen, desto større del av verdiene blir overført til kundene (Jakobsen & Lien, 2015).

I det følgende vil vi redegjøre for de fem konkurransekraftene og se nærmere på om det eksisterer en bransjefordel innen markedet for næringseiendom.

4.2.2.1 Faren for nyetableringer

Faren for nyetableringer avhenger av hvor enkelt det er for nye aktører å etablere seg i markedet. Høye inngangsbarrierer er fordelaktige for eksisterende selskaper ettersom de vil kunne ta høyere priser og bedre avtaler (Scott, 2020). Det vil i så fall kunne føre til superprofitt og en lønnsomhet høyere enn normalavkastning. En slik situasjon vil føre til at det etableres nye bedrifter som øker kapasitet og antall konkurrenter i bransjen (Jakobsen & Lien, 2015). Da vil lønnsomheten igjen dras ned mot normalavkastning. Betydelige inngangsbarrierer vil derimot kunne hindre en slik effekt og er derfor avgjørende for å si noe om den faren som nyetableringer utgjør.

I det følgende vil vi derfor gjøre rede for de inngangsbarrierene som anses som mest relevante for eiendomsbransjen, med fokus på kontorsegmentet.

Kapitalintensitet

Næringseiendom er en kapitalintensiv bransje som krever betydelige investeringer. Enhver aktør som ønsker å entre markedet vil derfor være avhengig av solid finansiering. Store kapitalinvesteringer kan dermed ses på som en inngangsbarriere i seg selv. På den andre siden vil lønnsom etablering oppnå finansiering så lenge kapitalmarkedene er velfungerende og vi har full informasjon (Jakobsen & Lien, 2015). Dette vil derimot i neste omgang føre til høye kapitalkostnader ettersom finansieringskildene krever en høyere risikopremie fra nyetablerte.

Det fører til en ubalanse mellom eksisterende og nye aktører i bransjen, der eksisterende aktører har lavere kapitalkostnader. På sikt kan dette resultere i at eksisterende aktører driver de nyetablerte ut av markedet.

Knappe innsatsfaktorer

En del av Entra sin forretningsstrategi er å eie fleksible, attraktive og miljøvennlig bygg av høy kvalitet i sentrale områder (Entra, 2020). Selskapet har derfor valgt seg ut strategiske satsingsområder for å kunne levere på disse punktene. For å oppfylle kriteriene kan ikke Entra sette opp eller utvikle bygg hvor som helst. En stor andel av dagens eiendomsportefølje befinner seg CBD. Dette er sentrale og populære eiendommer som det ikke finnes ubegrenset av. Å eie slike eiendommer sørger for at du har eksklusiv rett til knappe innsatsfaktorer. Så lenge du eier eiendommen hindrer du andre fra å etablere seg på samme lokasjon og skaper en naturlig barriere for inntreden. Samtidig vil det være vanskelig å hindre nye aktører å etablere seg andre steder så lenge det fortsatt finnes etterspørsel. I tillegg vil utvikling av nye bydeler utvide tilbudet og områdene som er populære i dag er ikke nødvendigvis de samme i fremtiden.

Kompetanse og erfaring

Kompetanse og erfaring kan også fungere som en kilde til inngangsbarrierer i et marked. Lang erfaring i en bransje vil kunne gi kostnadseffektive beslutninger. I motsetning til skalafordeler der kostnader synker ved økt volum, er tanken her at kostnadene synker ved akkumulert volum (Jakobsen & Lien, 2015). Tanken er at etter hvert som Entra opparbeider seg kompetanse gjennom oppføring av nye prosjekter, inngåelse av leieavtaler og porteføljeforvaltning, vil kostnadene synke ved gjentakende prosesser og med den erfaringen du bygger deg på veien.

Hvor høy en slik inngangsbarriere er avhenger av hvor bratt og langvarig læringskurven i bransjen er. Jo brattere og mer langvarig læringskurve, jo større kostnadsulempe for en nyetablering ettersom de etablerte allerede har beveget seg ned på læringskurven (Jakobsen & Lien, 2015). En slik læringskurve kan derimot også ha motsatt effekt. I markeder med store teknologiske endringer vil en nyetablering kunne investere direkte i den nye teknologien, kontra de etablerte som med god erfaring fra eksisterende teknologier mangler insentiv til å bytte. For eiendomsbransjen kan vi trekke frem konseptet coworking som en mulighet for

nyetableringer til å entre markedet. Dette er en relativt ny tjeneste som allerede har opplevd stor vekst, spesielt i kjølvannet av koronapandemien, en tid der slike hybride kontorløsninger er spådd en lovende fremtid. Coworking er derfor et konsept som vi ser nærmere på i vurderingen av trusler fra substitutter.

Byttekostnader

Å flytte fra et kontorlokale til et annet kan være en kostbar affære. En slik aktivitet er derfor noe et selskap ikke vil gjennomføre med alt for høy hyppighet. Innen næringseiendom inngår du derfor gjerne leiekontrakter på flere år av gangen. For utleier gir dette en stabil og forutsigbar kontantstrøm, og for leietaker en trygghet de neste årene. Dersom begge parter er fornøyde, er det naturlig med en fornyelse av leieavtalen. Kombinasjonen byttekostnader, kundetilfredshet og gode kunderelasjoner vil derfor kunne utgjøre en kilder til inngangsbarrierer for nyetableringer.

Oppsummert

Vi anser trusselen fra nyetableringer som lav i markedet for næringseiendom. Hovedgrunnen til dette tilskrives kapitalkravene i bransjen, men også det faktum at eiendomsknapphet i de mest sentrale områdene fører til at de etablerte aktørene sitter på de mest attraktive eiendommene, noe som gjør det vanskelig for nyetableringer å etablere seg her. Til slutt vil kostnadene ved å bytte kontorer kunne være vesentlige for en leietaker. Gode kunderelasjoner vil derfor være verdifulle og en stor fordel for etablerte aktører.

4.2.2.2 Trusselen fra substitutter

Substitutter er produkter og tjenester som kunder vurderer som en erstatning for bransjens egne (Store norske leksikon, 2018). Siden det er snakk om produkter og tjenester som ikke tilbys i det aktuelle markedet, er det ikke innlysende at dette er noe som er nødvendig å se på i en konkurranseanalyse. Samtidig vil substitutter ha stor betydning på den aktuelle bransjens lønnsomhet. Dersom det er produkter eller tjenester som oppfyller det samme behovet, er det klart at dette påvirker betalingsviljen for produktene innad i bransjen.

I markedet for kontoreiendom er det ikke alt for mange substitutter som melder seg. Det mest intuitive substituttet er hjemmekontor, og selv om det ikke kan anses som et fullverdig

substitutt, er graden av substituerbarhet relativt høy. Det har ringvirkningene av koronapandemien lært oss. Faktisk viser en undersøkelse gjennomført av NHO at en av to ønsker å fortsette med hjemmekontor når koronapandemien er over flere (Revfem, 2021). En slik utvikling kan tenkes å ha store negative implikasjoner for aktørene innen næringseiendom. Samtidig viser en undersøkelse gjennomført av Malling & Co at investorene ønsker å være nettokjøpere av næringseiendom det neste året og sier samtidig at “Følger man pengene ser man klokkertro på kontorkonseptet, det ser man også i andre land” (Malling & Co, 2021).

Et annet substitutt til tradisjonell kontoreiendom er fleksible kontorlokaler, også kjent som coworking. Konseptet går ut på at flere selskaper deler på de samme kontorlokalene, enten det er en pult, et område eller et rom, og får tilgang til fasiliteter som kantine, møterom etc. Coworking har opplevd stor vekst de seneste årene og i dag finnes det ca. 14 000 slike arbeidsplasser i Norge (Union, 2021). I forhold til antall kontorplasser er antallet fortsatt beskjedent, men koronapandemiens ringvirkninger har ført til en økende etterspørsel etter hybridløsninger og da er coworking et godt alternativ. I Entra sin siste årsrapport (2020) trekker konsernsjefen frem hybride kontorløsninger som et viktig produkt i tiden som kommer. Coworking behøver heller ikke nødvendigvis å være et perfekt substitutt til tradisjonelle kontorplasser, det kan også være en tilleggstjeneste, der noe av kontorarealet settes av til slike tjenester.

Tradisjonelt sett har det ikke vært mange reelle substitutter til kontorlokaler. Ringvirkningene av koronapandemien kan derimot føre til endrede vaner og føre til et justert behov for kontorplass. For eksempel kan det tenkes at selskapene har behov for færre kvadratmeter per ansatt enn tidligere, fordi flere av de ansatte ønsker å jobbe hjemmefra et par dager i uken. Samtidig viser undersøkelser at etterspørselen etter kontorplass er i ferd med å ta seg opp igjen og aktørene i bransjen forventer en fortsatt høy aktivitet. Dette gjelder spesielt de mest sentrale områdene, som de større norske byene og CBD-områder. Samlet sett ser vi derfor trusselen fra substitutter som lav, spesielt på kort sikt.

4.2.2.3 Kundenenes forhandlingsmakt

Kundenenes forhandlingsmakt handler om i hvilken grad kundene klarer å påvirke prisene og dermed påvirke lønnsomheten i bransjen (Grant, 2016). Forhandlingsmakten varierer med en rekke forhold som antall aktører, byttekostnader, substitutter, vertikal integrasjon etc.

Kundene vil ha høy forhandlingsmakt når det er flere tilbydere enn antall kunder. Ser vi på de store aktørene i markedet for næringseiendom ser vi at utleiegraden har vært høy over lang tid. Dette tilsier at tilbyderne ikke sliter med å finne leietakere. Samtidig er det noen utleiery som stiller strengere krav til hvem de ønsker å ha som leietakere. Det tilfører selskapene som tilfredsstill kriteriene forhandlingsmakt. For eksempel ønsker Entra kvalitetsselskaper som er solide og har vist lønnsomhet over tid. I utarbeidelsen av leieavtaler kan kundene bruke dette som et forhandlingskort. Samtidig finnes det i Norge en rekke selskaper som tilfredsstill disse kriteriene og de høye leieprisene i de mest populære næringseiendommene forteller oss at utvalget er begrenset. Det er derfor usikkert hvor mye dette påvirker kundenenes forhandlingsmakt.

I usikre tider er det fordelaktig for utleiery med leietakere som i mindre grad påvirkes av konjunktursvingninger ettersom det gir utleieryne større forutsigbarhet og en mer sikker kontantstrøm. Et eksempel på slike leietakere er offentlige virksomheter. På denne måten kan en hevde at offentlige leietakere har høyere forhandlingsmakt enn private bedrifter. Det samme gjelder selskaper som er villig til å inngå lengre kontrakter.

Samlet sett anses likevel kundenenes forhandlingsmakt som lav.

4.2.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørenes forhandlingsmakt avgjøres av alternativene til hver enkelt aktør i bransjen, samtidig som muligheten til å bytte leverandør er liten (Jakobsen & Lien, 2015). Dersom leverandørenes forhandlingsmakt er høy, vil leverandørenes kunne skvise lønnsomheten ut av bransjen.

Entra er aktive med utvikling, utleie og forvaltning av næringseiendom. Det er derfor disse aktivitetene vi tar utgangspunkt i når vi ser nærmere på eiendomsbransjen. I den delen som

omfatter eiendomsutvikling vil Entra benytte en rekke underleverandører. Som en stor aktør med lang erfaring har Entra bygd seg opp et bredt nettverk av leverandører som de benytter. Det fører til at Entra har muligheten til å variere med hvem de ønsker å samarbeide med til hvilket prosjekt, noe som fører til svekket forhandlingsmakt for leverandørene.

Eiendomsbransjen er en kapitalintensiv bransje og en av de viktigste innsatsfaktorene er tilgang til kapital. Gode finansieringsvilkår hos banken er derfor essensielt for å sikre konkurransedyktighet, noe som gjør banken til en av de viktigste leverandørene til aktørene innen næringseiendom. For en aktør i markedet for næringseiendom vil kostnader knyttet til finansiering utgjøre en stor andel av selskapets totale kostnader. I tillegg vil det kunne dukke opp investeringsmuligheter der du må handle raskt, da er det viktig med rask tilgang til finansiering. Dette er med å gi leverandørene en viss forhandlingsmakt. Samtidig kan det være individuelle forskjeller på kundene som gjør at noen stiller sterkere overfor leverandørene enn andre. Solide selskaper med lang historie, attraktiv eiendomsportefølje og forutsigbar kontantstrøm vil være mer attraktive kunder for bankene enn selskaper med mer uforutsigbare leietakere og leiekontrakter. Dette medfører en ubalanse i leverandørenes forhandlingsmakt. Aktørene vi har hatt fokus på i denne oppgaven er store aktører innen næringseiendom som alle påpeker i sine årsrapporter at de har gode finansieringsvilkår. En kan dermed tenke seg at leverandørenes forhandlingsmakt er noe svekket overfor slike kunder.

Leverandørenes forhandlingsmakt vil svekkes ettersom konkurransen blant bankene er stor på lang sikt og store aktører innen næringseiendom tradisjonelt sett har vært en attraktiv kunde for bankene. Samtidig er aktørene innen næringseiendom avhengig av solid finansiering og finansieringsutgifter utgjør en stor andel av selskapenes kostnadsbase. Samlet sett anses derfor leverandørenes forhandlingsmakt i bransjen som moderat.

4.2.2.5 Rivalisering blant eksisterende aktører

Rivalisering blant eksisterende aktører dreier seg om konkurranseintensiteten i bransjen. Konkurranseskraften står i sentrum av Porters modell og bygger på en rekke faktorer. Hovedessensen er at jo mer rivalisering det er i en bransje, jo større er mulighetene for aktørene til å redusere lønnsomheten. De aktuelle rivalene i bransjen er selskaper med samme målgruppe

og som produserer lignende produkter og tjenester. For Entra vil dette være aktører innen næringsseiendom som opererer i de samme satsningsområdene som Entra gjør.

Antall konkurrenter i bransjen er avgjørende for konkurranseintensiteten. En bransje med mange aktører som tilbyr like produkter vil preges av prispress, ettersom aktørene ønsker å sette ned prisen for å kapre markedsandeler. Markedet for næringsseiendom i Norge, med fokus på kontorlokaler, er preget av spredt eierskap og mange aktører. Leieprisene bestemmes av likevektspunktet mellom tilbud og etterspørsel og vil variere med tiden, men også andre faktorer som kvalitet, lokasjon og fasiliteter vil være avgjørende.

Produktdifferensiering er en annen faktor som vil påvirke rivaliseringen i en bransje. Lav grad av differensiering vil gjøre at selskapene kun konkurrerer på pris ettersom det ikke er noe annet som skiller produktene. Kontorlokaler kan hevdes å være et relativt homogent produkt og dermed et produkt gjenstand for høy konkurranse. Samtidig vil kundene ha ulike preferanser når det kommer til hva de ønsker fra sine lokaler. Forhold som fasiliteter, lokasjon og kvalitet vil derfor føre til avvik fra den langsiktige likevektsprisen. For eksempel er kontorbyggene til Entra plassert på sentrale beliggenheter og møter høye krav til miljøvennlighet - to forhold som oppnår en premium ift. markedsleien og som er i stand til å skille selskapets eiendommer fra det gjennomsnittlige kontorlokalet.

Avviklingsbarrierer dreier seg om kostnadene ved å tre ut av et marked. Bransjer med høye kostnader knyttet til avvikling øker rivaliseringen. For eiendomsbransjen kan vi forklare dette med en markedssituasjon der det kan tenkes at mange vil ut av markedet og ønsker å selge eiendom. Når det er mange som vil selge vil det være vanskeligere å få solgt eiendelen og prisene vil falle, noe som vil føre til høyere avviklingsbarrierer og økt rivalisering. Graden av avviklingsbarrierer vil dermed avhenge av konjunktursituasjonen og variere med tiden. I tillegg kan noen eiendommer være mindre omsettelige enn andre.

Oppsummert vil vi si at markedet for næringsseiendom har en moderat grad av rivalisering. Det er stor konkurranse om de beste eiendommene, noe som vil presse prisene opp. Samtidig er næringsseiendom, spesielt i de mest sentrale områdene, en kapitalintensiv eiendel, noe som

begrenser antall aktører i bransjen. I tillegg vil graden av produktdifferensiering være høy, ettersom kundene har forskjellige krav til sine kontorlokaler. Aktørene kan dermed tilpasse sine eiendommer for å appellere til ulike kundesegmenter.

4.2.2.6 Delkonklusjon Porters femkraftsmodell

Porter sin femkraftsmodell bygger på en idé om at bransjer der konkurransekraftene er sterke, er mindre attraktive å tre inn i (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018). Dette som følge av at høy rivalisering, høy forhandlingsmakt blant kunder og leverandører, mange substitutter og nyetableringer, vil føre til redusert lønnsomhet. Vår analyse avdekker ingen vesentlige sterke konkurransekrefter og vi kan derfor konkludere med at markedet for næringsseiendom er en bransje med god lønnsomhet. Ifølge økonomisk teori vil lønnsomme bransjer tiltrekke seg flere aktører på sikt, noe som vil dra lønnsomheten mot normalavkastning (Chen, 2021). En slik effekt vil derimot kunne motvirkes av høye etableringsbarrierer og lav grad av substituerbarhet.

4.3 Intern ressursorientert analyse

I dette delkapittelet skal vi benytte oss av en intern ressursorientert analyse for å se nærmere på om Entra har en ressurs eller evne som kan gi et varig konkurransefortrinn. Et slikt fortrinn vil si at Entra har en rentabilitet som er større enn for gjennomsnittet i bransjen (Wiggins & Ruefli, 2002). Til å identifisere potensielle fortrinn skal vi benytte oss av analyseverktøyet SVIMA, som igjen bygger på det internasjonale rammeverket VRIO. Grunnlaget for analysen er kapittel 2.5, der vi identifiserte ressurser som kan være i stand til å skille Entra fra gjennomsnittsvirksomheten.

4.3.1 Om SVIMA

SVIMA er et akronym der hver bokstav representerer et kriterium som må være oppfylt for at en ressurs skal kunne skape et varig konkurransefortrinn. De ulike kriteriene er; *Sjelden*, *Viktig*, *Ikke-imiterbar*, *Mobilisert* og *Approprierbar*. I det følgende vil vi redegjøre for hver av disse, før vi anvender verktøyet på de identifiserte ressursene i kapittel 2.5.

Sjelden: Ressursen må skille seg fra konkurrentene sine. Dersom en besitter en ressurs som konkurrenter er i lik besittelse av, kan den ikke forklare forskjeller i avkastning (Jakobsen & Lien, 2015). Det vil si at dersom det bare er et fåtall selskaper som kan ha den aktuelle ressursen, så er den sjelden.

Viktig: Det er også av betydning at den aktuelle ressursen er vesentlig for bedriften. Det kan ofte være slik at bedrifter har ressurser som skiller seg fra andre, men at de er uvesentlige for bedriftene. Til å definere kriteriet Viktighet i denne sammenhengen sier vi derfor at ressursen har en stor effekt på bedriftens kostnader, kundenes betalingsvilje eller begge deler (Jakobsen & Lien, 2015).

Ikke-imiterbar: For at den aktuelle ressursen skal kunne skape et varig konkurransefortrinn, må ikke konkurrentene ha muligheten til å kopiere eller substituere ressursen. En ressurs som oppfyller både Sjelden og Viktig, vil ikke kunne bevare sin verdi over tid så lenge det er mulig å kopiere eller substituere ressursen (Jakobsen & Lien, 2015).

Mobilisert: Kriteriet om mobiliserbarhet handler om at bedriften må kunne konvertere de aktuelle ressursene om til økonomiske verdier. For å kunne gjøre dette må ressursen ha en aktiv rolle i verdiskapingen i selskapet. Det vil si at dersom en ressurs har en perifer rolle i den strategien selskapet har valgt, vil ikke ressursen være mobilisert (Jakobsen & Lien, 2015). Selv om en benytter en ressurs aktivt i verdiskapingen vil en mangel eller lav kvalitet på komplementære ressurser likevel kunne føre til at selskapet mislykkes i å konvertere ressursen til økonomisk verdi. Det er dermed essensielt at den aktuelle ressursen både anvendes intensivt i verdiskapingen, samt at komplementære ressurser ikke hemmer muligheten for å konvertere ressursen til økonomisk verdi. Hvis ikke vil disse to aktivitetene kunne utligne hverandre (Jakobsen & Lien, 2015).

Approprierbar: Den aktuelle ressursen må være approprierbar. Det vil si at verdien må tilfalle bedriften og ikke kapres av andre interessenter som ansatte, leverandører, alliansepartnere eller ledere (Lien, Baardsen, & Knudsen, 2016). Det er to grunner til at verdien av ressursene kan tilfalle andre enn bedriften. Den første er at ressurser er “riktig priset”. Det vil si at

anskaffelsesprisen fullt ut reflekterer de fremtidige inntektene som ressursen kan generere (Jakobsen & Lien, 2015). Ved et slikt tilfelle vil selgeren av ressursen appropriere all den fremtidige avkastningen. Den andre grunnen er at ressurser man eier, er det vi kaller relasjonsspesifikke (Jakobsen & Lien, 2015). En relasjonsspesifikk ressurs vil si at ressursen kun har høy verdi overfor bestemte forretningsmotparter (kunder, leverandører, samarbeidspartnere etc.) Det fører til at forhandlingsmakten mellom aktørene varierer og forretningsmotpartene gis muligheten til å kapre verdi.

4.3.2 Leietakere

Sjelden

Aktører i markedet for næringsseiendom er avhengig av leietakere for å ha løpende inntekter på eiendommene sine. Dette kan være både private og offentlige leietakere. At Entra har nærmere 60 % av sin kundemasse i det offentlige skiller de fra resten av bransjeselskapene og kan dermed karakteriseres som sjeldent. Det samme gjelder lange leiekontrakter, der Entra sin gjennomsnittlige gjenværende leietid på kontraktene er, og har vært lenge, betydelig høyere enn for bransjesnittet. Både offentlige leietakere og lange kontrakter kan dermed anses som sjeldne forhold.

Når det gjelder kundetilfredshet viser det seg at kundetilfredsheten i eiendomsbransjen generelt er høy (Leietakerindeks, 2021). Så selv om det viser seg at Entra i lengre tid har scoret bedre enn bransjesnittet når det kommer til kundetilfredshet, kan vi ikke karakterisere kundetilfredshet som sjeldent. Høy kundetilfredshet kan derimot føre til lojale kunder, og lojale kunder blir gjerne værende (Lervik-Olsen, 2020). Således kan Entra sin høye kundetilfredshet over tid også være en medvirkende årsak til høy utleiegrad og lang kontraktstid.

Samlet sett anses derfor leietakerne til Entra som en sjelden ressurs.

Viktig

Når forretningsideen til Entra handler om å leie ut kontorbygg er leietakere essensielt for å bringe ideen til live. Når vi bryter det ned og ser nærmere på forholdene vi har trukket frem

som unike for kundemassen til Entra, offentlige leietakere og lange kontrakter, kan vi konkludere med at kundemassen bidrar til en mer forutsigbar og varig kontantstrøm.

Samlet sett anses derfor leietakerne til Entra som en viktig ressurs.

Ikke-imiterbar

Leietakere i seg selv kan enkelt kopieres av andre, da leietakere står relativt fritt til å flytte kontorer og signere nye leieavtaler. Det er de lange kontraktene som leietakerne til Entra signerer som kan hevdes å være vanskelig å kopiere. Med en gjennomsnittlig gjenværende leietid på 7,1 år vil leietakerne være vanskelige å imitere, i alle fall på kort sikt (Entra, 2021).

Samlet sett anses Entra sine leietakere som en delvis ikke-imiterbar ressurs.

Mobilisert

Leietakerne til Entra er en ressurs i form av at de tar i bruk eiendommene til Entra og betaler leie for det. Dermed vil leietakerne være av økonomisk verdi for Entra. Den høye kundetilfredsheten blant leietakerne til Entra kan også brukes til å underbygge dette. Høy kundetilfredshet kan føre til at leietakerne ønsker å fortsette samarbeidet og fornye sine leieavtaler. Ved fornyelse av kontrakter vil også spesifikke kostnader knyttet til å finne nye leietakere unngås. På denne måten forsterkes den økonomiske verdien ved at leietakerne og deres kundetilfredshet mobiliseres.

I presentasjonen av SVIMA-rammeverket ble det trukket fram to grunner til at en bedrift mislykkes i å konvertere ressursene til økonomisk verdi. Den andre grunnen var at bedriften hadde lav kvalitet på de komplementære ressursene. En komplementær ressurs til leietakerne er eiendommene som Entra leier ut. Ved lav kvalitet på disse vil det være større risiko knyttet til det å få tak i leietakere. At utleiegraden holdes høy og den høye kundetilfredsheten fører til at Entra sine leietakere fornyer sine leieavtaler forteller oss at dette ikke er et problem for Entra og dermed at de komplementære ressursene er av høy kvalitet.

Samlet sett anses dermed leietakerne til Entra som en mobilisert ressurs.

Appropriert

Appropriert dreier seg om i hvilken grad verdien av ressursen tilfaller Entra. Den økonomiske verdien er leieinntekten som forvaltning av eiendomsporteføljen genererer. Dette er inntekter som går rett til Entra og ressursen er dermed appropriert.

Samlet sett anses dermed Entra sine leietakere som en appropriert ressurs.

4.3.3 Miljøfokus

Sjelden

Fokus på miljø er regelen heller enn unntaket i eiendomsbransjen. Konsernsjef i Entra, Sonja Horn, uttaler selv at en grønn portefølje er en forutsetning for fremtiden (Entra, 2019). Å være miljøledende har derfor vært et viktig satsingsområde for Entra i mange år. Faktisk begynte de sin miljøratsing i 2007 og fikk på denne tiden tilbakemeldinger om at dette var en dyr satsing og nærmest noe rart å holde på med (Narmo & Sandberg, 2018). I dag er det helt motsatt og det at Entra var såpass tidlig ute med satsingen har blitt et fortrinn som Entra kapitaliserer på ved at de var tidlig ute, ettersom resten av bransjen kommer etter og skal gjøre det samme (Narmo & Sandberg, 2018).

Entra sin miljøratsing har ikke gått ubemerket hen. I 2017 fikk selskapet plass på A-listen for miljø fra Carbon Disclosure Project (CDP), som er en global, ideell plattform for miljøformidling. Plass på A-listen tildeles kun 5 % av bedriftene som deltar i CDPs klimaprogram, der antall bedrifter utgjør mer enn 6300 (Entra, 2017). Det forteller oss at Entra har utmerket seg med sin langsiktige miljøratsing og fått en sterk posisjon innen miljølederskap. Kompetansen Entra har bygd på dette området gjennom årenes løp er unik og kan sees på som et fortrinn i forhold til konkurrentene som var senere ute. Akkurat den kompetansen er sjelden. Samtidig vet vi at fokus på miljø er uunngåelig i dagens forretningsklima.

Samlet sett anses derfor ikke miljøfokus som en sjelden ressurs for Entra.

Viktig

Ressursen må være vesentlig i den forstand at den har stor effekt på bedriftens kostnader, kundenes betalingsvilje eller begge deler (Jakobsen & Lien, 2015).Kundenes betalingsvilje er spesielt relevant når vi ser nærmere på miljøfokus som ressurs. Miljøsertifiserte bygg oppnår høyere leiepriser og er mer attraktive for bedrifter på jakt etter kontoreiendom (Rigstad, 2019). Kundenes betalingsvilje er dermed høyere for sertifiserte bygg. Dette forteller oss at miljøfokus er et område kundene er opptatt av og som de verdsetter. Dette er et fokusområde som Entra har lykkes med hvis man ser nærmere på Entra sine resultater på kundetilfredshet i 2020. Ifølge Den Norske Leietakerindeksen oppnådde Entra en score på 87 vs. et bransjesnitt på 75 når det kommer til miljøspørsmål ifølge den norske leietakerindeksen (Entra, 2020). Det forteller oss at leietakerne setter pris på innsatsen Entra legger ned når det kommer til miljøtiltak.

Samlet sett anses miljøfokus som en viktig ressurs for Entra.

Ikke-imiterbar

Selv om Entra har hatt fokus på miljø over lang tid og dermed har fått et slags forsprang når det kommer til kompetansebygging, kan det vanskelig hevdes at miljøfokus i seg selv er en ressurs som ikke lar seg kopiere. Tidligere har vi nevnt at fokus på bærekraft og miljø er regelen heller enn unntaket i eiendomsbransjen og selv om Entra ligger langt fremme på området, vil konkurrenter kunne kopiere denne ressursen på lengre sikt. For eksempel har Entra en eiendomsportefølje som i stor grad er miljøsertifisert. Selv om de har kommet lenger enn konkurrentene i denne prosessen, vil også de kunne miljøsertifisere sine kontorbygg i fremtiden.

Samlet sett anses derfor miljøfokus ikke som en ikke-imiterbar ressurs for Entra.

Mobilisert

Ettersom miljøsertifiserte bygg oppnår høyere leiepriser enn bygg som ikke er sertifiserte, kan en hevde at ressursen miljøfokus er mobilisert. I tillegg mottar Entra bemerkelser for sine miljøtiltak, noe som ilegger tiltakene verdi. Når Entra oppnår høye scorer på miljøspørsmål

knyttet til kundetilfredshet, viser det også at kundene setter pris på satsingen. Dette er av økonomisk verdi for Entra ved at fornøyde kunder vender tilbake og ønsker å fornye sine leieavtaler istedenfor å flytte. På denne måten konverteres Entra sitt miljøfokus om til økonomisk verdi.

Samlet sett anses derfor Entra sitt miljøfokus som en mobilisert ressurs.

Approprierbar

Miljøsertifiserte bygg oppnår en premium i forhold til kontorbygg som ikke er sertifiserte. Denne premien er det byggherren som høster. Samtidig kan en tenke seg at det koster mer å sette opp bærekraftige bygg. Dette er ifølge Kjersti Folvik, tidligere leder i Grønn Byggallianse, en myte som kan avkreftes. Selv om investeringskostnadene kan være høyere, vil dette dekkes av for eksempel lavere driftskostnader/energikostnader (Folvik, 2021). Når leieprisene for miljøsertifiserte bygg da er høyere og kostnadene de samme oppstår premiumen. Den økonomiske verdien som skapes gjennom miljøfokus og materialiserer seg gjennom høyere priser, tilfaller dermed Entra som byggherre. Slik vil det være fram til alle utbyggere sertifiserer alle bygg de setter opp.

Samlet sett anses miljøfokus som en appropriert ressurs for Entra.

4.3.4 Kompetanse

Sjelden

Mennesker med høy utdanning og lang erfaring med eiendom er ikke uvanlig i eiendomsbransjen. Når det kommer til kompetanse som en ressurs er det dermed vanskelig å argumentere for at Entra sitter på sjelden kompetanse. Samtidig har selskapet en lang historikk som et statlig eid selskap og har gode relasjoner til offentlige selskap. Med den høye andelen offentlige leietakere, som skiller seg vesentlig fra bransjesnittet, kan en derfor hevde at Entra har unik og sjelden kompetanse når det kommer til forvaltning av kontoreiendom til offentlig leietakere.

I tillegg har Entra lang erfaring med bærekraft og miljø, ettersom dette er en satsing selskapet har hatt i lang tid. Satsingen har ført til at Entra er ledende innen miljølederskap og har lang erfaring med for eksempel å miljøsertifisere bygg. Dette er kompetanse som kommer godt med slik eiendomsbransjen er i dag, med et stort fokus på miljøvennlige bygg. På den andre siden er miljøsertifisering av kontorbygg blitt noe som de fleste aktører innen næringseiendom har fokus på idag. Blant annet fordi det nesten ses på som et krav i dagens forretningsklima. Selv om Entra var tidlig ute og sånn sett har fått et forsprang når det kommer til kompetansebygging, er dette kompetanse som konkurrenter også kan være i besittelse av.

Samlet sett anses derfor kompetanse som en delvis sjelden ressurs for Entra.

Viktig

Entra sin forretningside er å utvikle, leie ut og forvalte fleksible, sentralt beliggende og miljøvennlige kontorbygg (Entra, 2020). For å lykkes med dette er det essensielt med kompetanse på område. Solid kompetanse vil kunne føre til både kostnadseffektive og inntektsgivende prosjekter og vil dermed kunne påvirke både kostnadene og inntektene til et selskap.

Samlet sett anses derfor kompetanse som en viktig ressurs for Entra.

Ikke-imiterbar

Erfaring er noe du tilegner deg over tid og som vanskelig kan imiteres. Til en viss grad kan du si det samme om kompetanse, da mye av din egen kompetansebygging skjer gjennom utøvelse av ditt eget yrke. Samtidig kan arbeidsgiver sette igang tiltak for å sørge for en kontinuerlig faglig utvikling blant sine ansatte. I Entra gir Entra-skolen de ansatte utdanningsmuligheter som har til hensikt å utvikle kompetanse og engasjement i selskapet. Slike tiltak er blitt en gjenganger blant aktører i næringslivet og lar seg nokså lett kopiere. I tillegg er det ikke slik at Entra sine ansatte er låst til Entra i evig tid. De ansatte har egne arbeidskontrakter og står fritt til å skifte arbeidsplass. Det gir konkurrenter muligheten til å “stjele” ansatte. Den erfaringen og kompetansen som den ansatte da innehar vil dermed kunne tilfalle en konkurrent. Det kan derimot være visse avtaler som forhindrer en ansatt å videreformidle bedriftshemmeligheter

eller strategier til sin nye arbeidsgiver. Det vil i så fall gjøre det vanskelig for konkurrenter å imitere kompetanse.

Samlet sett anses derfor kompetanse som en delvis ikke-imiterbar ressurs.

Mobilisert

For at en ressurs skal føre til verdiskaping for Entra må ressursen konverteres til økonomiske verdier. Det betyr at dersom kompetanse skal kunne være med å gi et varig fortrinn for Entra, er det essensielt at selskapet klarer å konvertere kompetanse om til økonomiske verdier. En forutsetning for at en skal lykkes med dette er at kvaliteten på nødvendige komplementære ressurser er høy. En komplementær ressurs til kompetanse kan i dette tilfelle tenkes å være kontoreiendom. Dersom eiendommene ikke er av en viss kvalitet eller i en slik stand som leietakerne etterspør, har det ikke nødvendigvis noe å si hvilken kompetanse selskapet sitter på forøvrig. En del av Entra sin strategi er å eie eiendommer av høy kvalitet i sentrale områder. Ser vi på utleiegrad og oppnådde leiepriser lykkes de med strategien og vi kan dermed anslå forutsetningen om kvalitet på komplementære ressurser som oppfylt.

Den høye utleiegraden og gjenværende tid på leiekontrakter, samt hyppig fornyelse av leiekontrakter, kan ikke ene og alene tilskrives eiendommene. For å komme i mål med avtaler og få inn leietakere av høy kvalitet kreves det en viss kompetanse. En kan derfor si at kompetansen som de ansatte i Entra innehar konverteres til økonomiske verdier gjennom inngåelse av leieavtaler og suksessfulle prosjekter, ettersom det kreves en solid kompetanse for å gjennomføre slike aktiviteter.

Samlet sett anses kompetanse som en mobilisert ressurs.

Approprierbar

Approprierbarhet dreier seg om å identifisere hvem som blir sittende igjen med den økonomiske verdien som skapes av ressursen. I den sammenheng er det viktig å skille mellom ressurser som selskapet eier og hvilke den leier. Hver enkelt ansatte sin kompetanse er ikke en ressurs som Entra eier på samme måte som de eier sin egen merkevare. Det er den ansatte som

eier sin egen kompetanse og en står fritt til å anvende denne slik en vil. Kompetanse kan derfor ses på som en ressurs som Entra leier av den ansatte. For at en slik ressurs skal gi merverdi for selskapet, må den være mer verdt innenfor bedriften enn i beste anvendelse utenfor. Det vil si at de ansattes kompetanse må være mer verdt for Entra enn for noen andre. For Entra sin del har vi trukket fram kompetanse om offentlige leietakere og miljøsertifisering som områder der Entra kan ha unik kompetanse. Dette er kunnskap som ikke nødvendigvis er like mye verdt i selskaper som for eksempel ikke har like høy andel offentlige leietakere, og således er mer verdt i Entra enn andre selskaper. På den andre siden kan kunnskap om miljøsertifisering være mer verdt for andre selskaper som ikke er kommet like langt på vei med sertifisering av eiendomsporteføljen.

En kan også tenke seg at den økonomiske verdien tilfaller Entra så lenge den ansatte er lojal mot bedriften. Da vil i så fall kompetanse som ressurs være appropriert. Samtidig vil den økonomiske verdien som den enkeltes kompetanse sørger for bortfalle med en gang den ansatte ikke lenger er lojal mot selskapet. Det kan derfor vanskelig hevdes at kompetanse er en appropriert ressurs på lang sikt.

Samlet sett anses kompetanse som en delvis appropriert ressurs for Entra.

4.3.5 Delkonklusjon SVIMA-analyse

Følgende figur oppsummerer resultatene av SVIMA-analysen:

	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Leietakere	Ja	Ja	Delvis	Ja	Ja	Delvis midlertidig fortrinn
Miljøfokus	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Kompetanse	Delvis	Ja	Delvis	Ja	Delvis	Midlertidig, delvis beholdt fortrinn

Tabell 4-1: Oppsummering av resultatene fra SVIMA-analysen

SVIMA-analysen avdekker ingen ressurs som kan generere en rentabilitet større enn gjennomsnittet og dermed gi et varig, beholdt fortrinn. Vi finner derimot at miljøfokus til Entra gir selskapet et midlertidig fortrinn. Dette er i samsvar med det Entra selv uttaler om sine målsettinger om å være miljøledende i bransjen (Entra, 2021). I analysen kommer vi fram til

at miljøfokus samlet sett ikke kan anses som en ikke-imiterbar ressurs og dermed kun er i stand til å gi Entra et midlertidig fortrinn. Dette fordi det på lengre sikt vil være mulig for konkurrenter å legge om sin virksomhet til å ha like stort fokus på bærekraft og miljø som det Entra har.

I vår analyse har vi kommet fram til at leietakerne til Entra kun kan anses som en delvis ikke-imiterbar ressurs. Dette kommer av at selv om kundemassen til Entra er særegen i form av en vesentlig høy andel offentlige leietakere, vil leietakere uansett stå fritt til å bytte lokaler på lang sikt. På den andre siden vil det på kort sikt være vanskelig å kopiere leietakere som er på lange kontrakter. Dermed ender vi på leietakere som en delvis ikke-imiterbar ressurs som kun gir et delvis midlertidig fortrinn for Entra.

Kompetansen som Entra besitter kommer vi frem til at gir et midlertidig, delvis beholdt fortrinn. Ettersom det er hver enkelt ansatt som eier sin egen kompetanse og den ansatte står fritt til å bytte arbeidsplass er det vanskelig å anse kompetanse som en ressurs som gir et varig, beholdt fortrinn. Den kan derimot oppnå paritet så lenge kompetansen er mer verdt i Entra enn andre steder og den ikke kan kopieres, men dette kan det vanskelig konkluderes med idag.

4.4 Oppsummering av strategisk analyse

I den eksterne og interne analysen har vi forsøkt å avdekke om Entra har en rentabilitet som overstiger avkastningskravet. Til å se på dette har vi i første omgang gjennomført en PESTEL-analyse for å se nærmere på ulike makroforhold som påvirker eiendomsbransjen, samt en analyse basert på Porter sin femkraftsmodell med den hensikt å vurdere bransjens konkurranseintensitet. Resultatene av gir oss grunnlag til å si noe om bransjefordelen i markedet. Til å vurdere om Entra har en ressursfordel har vi gjennomført en SVIMA-analyse. Dersom summen av bransjefordel og ressursfordel er positiv kan vi konkludere med at Entra har en strategisk fordel.

4.4.1 Bransjefordel

PESTEL-analysen som ble gjennomført i delkapittel 4.2.2 indikerer at eiendomsbransjen er en historisk lønnsom bransje, men har sine begrensninger, herunder vekstmuligheter og politiske reguleringer. Kombinasjonen med positiv BNP og lav arbeidsledighet vil drive opp etterspørselen etter kontorer. Dette kombinert med en lav rente og en svak valuta fører også til sterk etterspørsel fra investorer etter kontoreiendommer. Det finnes imidlertid naturlige begrensninger for videre vekst, herunder befolkningsvekst og areal. Dette er faktorer som er utenfor bransjens kontroll og er følgelig en trussel for bransjen. Eiendomsbransjen har imidlertid vært en svært gunstig aktivaklasse de siste tiårene grunnet dagens skatteregime og andre gunstige ordninger.

Til å se nærmere på konkurranseintensiteten i bransjen benyttet vi oss av Porter sitt rammeverk. Resultatene av analysen avdekket at eiendomsbransjen, med fokus på segmentet for kontorlokaler, er en attraktiv bransje uten nevneverdig sterke konkurransekrefter. Både rivalisering blant eksisterende aktører og leverandørenes forhandlingsmakt anses som moderat, mens de resterende konkurransekreftene anses som lave. De høye inngangsbarrierene til bransjen skjermer de allerede etablerte aktørene fra nyetableringer, samtidig som antallet substitutter er beskjedent og kundenes forhandlingsmakt lav som følge av arealknapphet i de mest populære områdene.

Samlet sett anser vi derfor bransjefordelen å være moderat på kort sikt, samt liten på lang sikt som følge av svingninger i faktorer utenfor selskapenes kontroll.

4.4.2 Ressursfordel

For å se nærmere på om Entra innehar en ressursfordel har vi gjennomført en SVIMA-analyse. I analysen har vi sett nærmere på ressurser som vi mener er i stand til å skille Entra fra gjennomsnittsvirkosomheten i bransjen. Analysen avdekker ingen varige konkurransefortrinn hos Entra, men et midlertidig fortrinn knyttet til det tydelige miljøfokuset Entra har hatt i lang tid. Deres evne til å ta miljøhensyn mener selskapet selv at har gitt dem et konkurransefortrinn overfor konkurrentene (Entra, 2021). Samtidig vil muligheten konkurrentene har til å oppnå en

lignende posisjon, etter vår mening, hindre miljøfokusets sjanse til å utgjøre et varig konkurransefortrinn.

Leietakerne til Entra utgjør et delvis, midlertidig konkurransefortrinn. Kundemassen til Entra er særegen med en andel offentlig leietakere på nesten 60 %. Dette er leietakere som historisk sett klarer seg godt gjennom konjunktursvingninger og som ønsker å inngå lengre leiekontrakter, noe som gjør offentlige leietakere svært attraktive kunder. Ressursen er vanskelig å imitere på kort sikt, men på lengre sikt kan vi ikke utelukke at andre selskaper kan oppnå samme posisjon, noe som gjør at vi ender på et delvis midlertidig fortrinn. På kortere sikt er derimot ressursen i stand til å gi Entra en ressursfordel.

Kompetanse er den siste ressursen vi har sett nærmere på i SVIMA-analysen. I likhet med leietakerne utgjør denne Entra et delvis midlertidig konkurransefortrinn. For å opprettholde denne posisjonen er Entra nødt til å aktivt jobbe for å holde på kompetansen, noe som det framgår av årsrapportene er et viktig mål for selskapet.

Samlet sett anser vi ressursfordelen til Entra å være moderat på kort sikt ettersom spesielt leietakerne og miljøfokusert til Entra har gitt selskapet en unik posisjon i markedet. På lang sikt kan vi ikke være sikre på at et slikt fortrinn vil vedvare og anser derfor ressursfordelen som liten.

4.4.3 Strategisk fordel

På kort sikt anser vi bransjefordelen i eiendomsbransjen for å være moderat. Dette som følge av en rekke positive makroforhold som har bidratt til historisk god lønnsomhet i bransjen. I tillegg anser vi konkurranseintensiteten som relativt lav ettersom ingen av Porters konkurransekrefter er nevneverdig sterke. Samtidig påvirkes det gode forretningsklima av en rekke faktorer utenfor selskapenes kontroll, som kan bidra til svingninger i bransjens lønnsomhet. På lengre sikt forventer vi derfor at bransjefordelen vil minke og nærme seg null, slik at vi ender på en liten bransjefordel på lengre sikt. Alle de identifiserte ressursene gir iht. SVIMA-analysen enten et midlertidig eller delvis midlertidig fortrinn. På kort sikt vil vi derfor hevde at Entra har en moderat ressursfordel, som på lengre sikt vil svekkes noe og resultere i

en liten ressursfordel. Samlet sett ender vi derfor med en moderat strategisk fordel på kort sikt, som reduseres til en liten strategisk fordel på lengre sikt.

	Kort sikt	Lang sikt
Bransjefordel	Moderat	Liten
Ressursfordel	Moderat	Liten
Strategisk fordel	Moderat	Liten

Tabell 4-2: Oppsummering av funnene fra de strategiske analysene

4.4.5 SWOT

Vi har så langt analysert eksterne bransjeforhold ved hjelp av PESTEL-analyse og Porters fem krefter, samt de interne forholdene ved å gjennomføre en SVIMA-analyse. For å oppsummere funnene i analysene vil vi i dette delkapittelet gjennomføre en SWOT-analyse.

SWOT-analysen identifiserer bedriftens styrker, svakheter, muligheter og trusler (Roos, Krogh, & Roos, 2005). Analysen gir en generell oppsummering av styrker og svakheter fra SVIMA-analysen, og muligheter og trusler fra PESTEL-analysen og Porter fem krefter (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & P., 2018). Følgelig er SWOT-analysen et godt rammeverk for å danne seg et helhetlig bilde av organisasjonens strategiske posisjon. Det er imidlertid viktig å merke seg at analysen ikke er absolutt, men relativ til sine konkurrenter. Dermed vil et selskap som evner å gripe muligheter eller unngå trusler bedre enn sine konkurrenter ha potensiale til å oppnå en strategisk fordel utover bransjegjennomsnittet.

Under følger en oppsummering av de mest sentrale forholdene fra de strategiske analysene i et SWOT-diagram. Dette må ses i sammenheng med kapittelet for å være informasjonsnyttig.



Figur 4-2: Oppsummering av de strategiske analysene i SWOT-diagram

5. Regnskapsanalyse

Det vil i dette kapitlet bli gjennomført en kvantitativ regnskapsanalyse av Entra slik som presisert i delkapittel 3.3. Hensikten med å regnskapsanalysen er å få innsikt i selskapets historiske og nåværende finansielle posisjon, samt fremtidsutsikter.

Kapitlet vil først introdusere rammeverket for regnskapsanalyse og praktiske valg foretatt i forbindelse med analysen. Deretter vil vi presentere rapporterte tall og “trailing” årsregnskap før vi omgrupperer tallene for analyseformål. Videre vil det bli gjennomført en analyse og justering av målefeil. Avslutningsvis vil vi introdusere rammeverket for forholdstallsanalyse.

5.1 Rammeverk og praktiske valg

Vi vil i dette delkapitlet presentere rammeverket for regnskapsanalyse samt redegjøre for praktiske valg foretatt i forbindelse med analysen, herunder valg av analysenivå, analyseperiode og fastslå de komparative selskapene.

5.1.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Vi tar nå steget over i fase to av den fundamentale verddivurderingen slik som nevnt i delkapittel 3.3, herunder regnskapsanalyse. Formålet her er å kvantifisere strategisk fordel og strategisk risiko. Regnskapsanalysen kan deles opp i fire steg; (1) *“trailing” årsregnskap*, (2) *omgruppering for analyse*, (3) *analyse og justering av målefeil* og (4) *analyse av forholdstall*.

Steg 1: “Trailing” årsregnskap

I forbindelse med verdsettelsesformål burde en tilstrebe å benytte de siste oppdaterte tallene i regnskapsanalysen. Det er ikke alltid at verdsettelsen gjennomføres ved årsslutt og vi må i så måte utarbeide et “trailing” regnskap basert på historiske tall og hendelser.

Steg 2: Omgruppering av regnskapet for analyse

Som nevnt i delkapittel 3.3 vil det være nødvendig å omgruppere balanse- og resultatregnskapet til investororientert analyse for å synliggjøre selskapets underliggende inntjening. Balanseregnskapet er i utgangspunktet kreditororientert, følgelig må balansen omgrupperes for

å reflektere selskapets evne til å skape profitt, herunder driftsrelaterte og finansielle aktiviteter (Penman, 2013). Resultatregnskapet må også omgrupperes på samme måte ved å skille mellom driftsrelaterte og finansielle kategorier (Penman, 2013).

Steg 3: Analyse og justering av målefeil

Det forekommer fra tid til annen målefeil i regnskapet. Målefeil er forskjell på virkelige og rapporterte tall og oppstår blant annet fordi regnskapstall i stor grad baserer seg på subjektivitet og estimater (Kaldestad & Møller, 2016). Vi søker følgelig i dette steget å justere for målefeil dersom de blir identifisert.

Steg 4: Analyse av forholdstall

Avslutningsvis vil bygge videre på de utarbeidede tallene for å beregne forholdstall som skal benyttes til analyse av risiko og rentabilitet.

5.1.2 Praktiske valg

Analysenivå

I tilfeller der en virksomhet består av svært ulike forretningsområder burde disse analyseres separat. Som forklart i delkapittel 2.1.3 består Entra av tre ulike forretningsområder; eiendomsforvaltning, eiendomsutvikling og transaksjon. Vi må følgelig foreta en vurdering på om de ulike forretningsområdene skal analyseres separat eller samlet. Vi vurderer det dithen at de ulike forretningsområdene er så like og avhengig av hverandre at det finnes mest nærliggende å analysere forretningsområdene samlet. Dette underbygges av det faktum at Entra ikke disaggregerer regnskapet deres på segmentnivå. Vi har følgelig ikke tilstrekkelig informasjon til å foreta en analyse av de ulike forretningsområdene.

Som presisert i delkapittel 4.2.2.6 har Entra også i likhet med de andre bransjeselskapene en rekke datterselskaper. Det må følgelig ses til konsernregnskapet i regnskapsanalysen, både for Entra og de komparative selskapene.

Analyseperiode

Analyseperiode referer til hvor langt tilbake i tid en skal analysere regnskapet. Ved fastsettelse av analyseperiode vil syklusen som bransjen befinner seg i være av stor betydning. I tillegg vil det være viktig å se til om virksomheten har vært stabil de seneste årene eller om den har endret seg hyppig.

Som omtalt i delkapittel 2.1 gikk Entra på børs i 2014 og endret da deres eierstruktur og virksomhetsformål, men driften endret seg ikke vesentlig. Vi finner følgelig datoen for børsnotering som et naturlig tidspunkt å starte analysen fra. Det skal imidlertid påpekes at børsnoteringen skjedde i siste halvdel av 2014, hvilket kan ha forårsaket støy. Analyseperioden settes følgelig fra 2015. Det må imidlertid også settes en slutt for perioden. Ettersom Entra publiserte sin Q3-rapport 19.10.2021 vil vi utarbeide et “trailing” regnskap for år 2021 i delkapittel 5.2.2 som vil markere slutten på analyseperioden. Analyseperioden strekker seg dermed fra 2015-2021.

Komparative selskaper

De komparative selskapene vi har valgt å sammenligne Entra med har blitt presentert i delkapittel 2.4 og er som følger; Norwegian Property, Castellum AB, Faberge AB og Atrium Ljungberg AB. Disse selskapene vil bli benyttet til å danne et bransjegjennomsnitt slik at en kan ha grunnlag for si noe kvantitativt om Entra sin prestasjon sammenlignet med bransjen. Ettersom Entra er et representativt selskap for bransjen, vil de også inkluderes i bransjegjennomsnittet.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall og “trailing” årsregnskap

I dette delkapittelet presenteres de offentlige regnskapene for Entra i perioden 2015 til 2020, herunder resultat, balanse og endringer i egenkapital. Ettersom årsregnskapet for 2021 ikke foreligger vil vi benytte de fire siste kvartalene til å utføre en trailing av regnskapet for 2021. “Trailing” årsregnskapet vil bli presentert under delkapittel 5.2.2.

5.2.1 Rapporterte tall

I det påfølgende avsnittet presenteres Entras resultat, balanse og endringer i egenkapital fra 2015 til 2020. Tallene er innhentet fra selskapets årsrapporter og følger deres oppstillingsplan. Entra utarbeider regnskapet etter International Financial Reporting Standards (IFRS). Tallene rapporteres i millioner norske kroner. Dette gjør at det kan forekomme enkelte avvik i summeringene. Regnskapslinjene er oversatt til norsk.

Resultatregnskap

NOKm	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Leieinntekter	2 353	2 338	2 243	2 075	1 899	1 760
Driftskostnader	-211	-189	-184	-162	-159	-185
Netto driftsinntekter	2 142	2 149	2 058	1 913	1 740	1 574
Andre inntekter	113	300	521	285	950	240
Andre kostnader	-79	-260	-500	-246	-927	-224
Administrative kostnader	-186	-171	-157	-163	-152	-168
Andel resultat i tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	120	312	156	244	150	44
Netto realiserte finansposter	-541	-551	-491	-550	-572	-625
Driftsresultat	1 569	1 780	1 587	1 483	1 190	840
Verdiendring investeringseiendommer	5 980	1 909	1 387	3 460	1 991	1 818
Verdiendring finansielle instrumenter	-275	46	99	87	125	417
Resultat før skattekostnad	7 274	3 735	3 073	5 030	3 306	3 075
Betalbar skatt	-26	-11	-13	-8	-4	0
Endring i utsatt skatt	-1 552	-498	-325	-507	-580	-354
Årets resultat	5 696	3 225	2 735	4 514	2 722	2 721
Estimatavvik pensjon	-25	5	-7	0	-23	39
Endring i utsatt skatt på utvidet resultat	5	-1	2	0	6	-10
Årets totalresultat	5 677	3 229	2 729	4 514	2 705	2 750
Resultat tilordnes:						
Aksjonærene i morselskapet	5 460	2 946	2 537	4 464	2 619	2 648
Ikke-kontrollerende eierinteresser	236	279	198	50	103	73
Totalresultat tilordnes:						
Aksjonærene i morselskapet	5 440	2 949	2 532	4 464	2 602	2 677
Ikke-kontrollerende eierinteresser	236	279	198	50	103	73

Tabell 5-1: Resultatregnskap for Entra

Endring i egenkapital

NOKm	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Inngående egenkapital	24 517	22 260	19 332	15 124	13 354	11 064
Årets resultat	5 696	3 225	2 735	4 514	2 722	2 721
Utvidet resultat	-19	4	-6	0	-17	28
Utbytte	-989	-915	-798	-698	-934	-459
Egenkapitaltransaksjoner til virkelig verdi i felleskontrollert virksomhet	0	11	0	0	0	0
Netto egenkapitaleffekt aksjespareprogram for ansatte	0	-2	-1	0	-2	0
Tilbakekjøp av egne aksjer		-66	-115	-2	0	-1
Konsolideringseffekt	0	0	1 123	0	0	0
Endring i regnskapsprinsipper	0	0	-10	394	0	0
Driftsrelatert "dirty surplus"						
Utgående egenkapital	29 205	24 517	22 260	19 332	15 124	13 354

Tabell 5-2: Endring i egenkapital for Entra

Balanseregnskap

NOKm	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Immaterielle eiendeler	109	117	127	125	124	161
Investeringseiendommer	56 834	49 095	44 714	39 875	35 629	28 823
Leasehold agreements	0	0	0	0	0	0
Andre driftsmidler	17	22	23	23	26	35
Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	527	397	367	1 487	1 561	2 789
Finansielle derivater	347	274	321	405	472	530
Langsiktige fordringer	252	256	236	244	163	53
Sum anleggsmidler	58 086	50 161	45 788	42 159	37 976	32 391
Eiendom og bolig for salg (varelager)	461	413	407	0	0	589
Kundefordringer	64	43	47	34	27	56
Andre fordringer	279	226	671	847	476	206
Kontanter og bankinnskudd	217	317	230	189	243	212
Sum omløpsmidler	1 021	998	1 356	1 071	745	1 062
Investerings eiendom holdt for salg	33	0	565	180	168	165
Sum eiendeler	59 141	51 160	47 709	43 410	38 890	33 619
Aksjeeiere i morselskapet	27 136	22 570	20 524	18 505	14 732	12 995
Retained earnings	0	0	0	0	0	0
Ikke-kontrollerende eierinteresser	2 069	1 947	1 746	433	392	359
Sum egenkapital	29 205	24 517	22 269	18 938	15 124	13 354
Rentebærende gjeld	19 095	17 362	14 931	13 786	14 734	12 083
Utsatt skatt	6 914	5 367	4 861	4 356	3 855	3 324
Finansielle derivater	690	341	481	712	894	1 121
Annen langsiktig gjeld	554	505	456	355	358	237
Sum langsiktig gjeld	27 253	23 576	20 730	19 209	19 841	16 764
Rentebærende gjeld	2 051	2 539	4 239	4 663	3 379	3 123
Leverandørgjeld	281	200	190	306	290	142
Annen kortsiktig gjeld	351	328	281	294	257	236
Sum kortsiktig gjeld	2 683	3 067	4 710	5 263	3 926	3 501
Sum gjeld	29 936	26 642	25 439	24 472	23 766	20 265
Sum egenkapital og gjeld	59 141	51 160	47 709	43 410	38 890	33 619

Tabell 5-3: Balanseregnskap for Entra

5.2.2 «Trailing» årsregnskap

På tidspunktet for vår verdsettelse av Entra er det kun årsrapporter fram til 2020 som er gjort tilgjengelige. Ettersom kvartalsrapporten for fjerde kvartal fremlegges etter vårt verdsettelsestidspunkt, er vi nødt til å estimere de samlede regnskapstallene for 2021 («2021T»). Vi må dermed benytte oss av trailing for å estimere regnskapstallene for fjerde kvartal 2021. Trailing der vi kun mangler regnskapstall for det siste kvartalet kan uttrykkes ved følgende formel:

$$2021T = Q_1 + Q_2 + Q_3 + Q_{4t-1}$$

der

$t-1 = 2020$.

Vi er derfor nødt til å finne frem kvartalsrapporten for Q4 2020 og bruke denne til å estimere regnskapstallene for Q4 2021. Før vi gjør dette er vi nødt til å lese gjennom kvartalsrapporten grundig for å identifisere eventuelle unormale poster. Dette er poster som forårsakes av midlertidige hendelser og dermed anses som forbigående enkelthendelser (Penman, 2013). De er dermed ikke av relevans for fremtidige resultat og tas ut fordi de ikke er egnet for prediksjon. Motsetningen er normale poster som er poster som forventes å gjenta seg kvartalsvis og følger en stabil trendutvikling (Penman, 2013). Når vi skal estimere fremtidige regnskapstall, er det disse vi må ta utgangspunkt i.

Tallene fra 2020 må vi justere med en vekstfaktor. Siden vi har tall fra de tre første kvartalene av året antar vi at den gjennomsnittlige veksten mellom disse vil reflektere veksten i fjerde kvartal tilstrekkelig. Vi vil derfor ikke gjøre noen ytterligere justeringer når vi estimerer tallene. Veksten kan uttrykkes ved følgende formel:

$$g = \frac{Q1_{2021} + Q2_{2021} + Q3_{2021}}{Q1_{2020} + Q2_{2020} + Q3_{2020}} - 1$$

I det følgende vil vi gjennomgå de ulike delene av Entra sine kvartalsrapporter for de tre første kvartalene i 2021, samt fjerde kvartal 2020. Vi vil først se nærmere på om det finnes unormale poster i resultatregnskapet som bør elimineres før trailing, samt redegjøre for regnskapslinjer der det finnes andre metoder bedre egnet enn formelen for trailing til å justere for vekst. Deretter vil vi presentere det trailede resultatregnskapet og gjenta prosessen for balansen og endring i egenkapital.

5.2.2.1 «Trailing» resultatregnskap

Driftsrelaterte poster

Ved en gjennomgang av rapporten for Q4 2020 kommer vi over noen poster der det må vurderes om disse kan klassifiseres som unormale. For det første finner vi at det ble regnskapsført andre driftsinntekter på MNOK 44 og 37 under andre driftskostnader. Av de andre driftsinntektene knytter MNOK 8 seg til endelig oppgjør for salget av Tollbugata 1A som ble ferdigstilt og overlevert i oktober 2019. Dette er inntekt som anses som engangshendelser og dermed ikke tilfredsstillende definisjonen av en normal post. Videre finner vi at det under andre driftskostnader er MNOK 8 som er regnskapsført som en nedskrivning av immaterielle verdier. Dette er heller ikke en regelmessig regnskapspost og holdes dermed utenfor. I årsregnskapet for 2020 kommer det i tillegg frem at Entra har regnskapsført tap på kundefordringer tilsvarende MNOK 43 i løpet av 2020 knyttet til Covid-19. Dette er kostnader som klassifiseres som unormale og holdes dermed også utenfor.

Verdiendring på investeringseiendommene er en regnskapspost som må kommenteres ytterligere. Ettersom Entra følger IFRS er de pliktig til å rapportere endringer i virkelig verdi på eiendomsporteføljen deres. Verdiendringer på investeringseiendommer vil derfor være en post som dukker opp hvert eneste kvartal og i så måte oppfyller regelmessighetskravet til normale poster. På den andre siden er det umulig å predikere hvor mange prosent eiendomsporteføljen vil stige eller synke i verdi i løpet av kvartalet. Det er derfor ikke hensiktsmessig å benytte seg av trailing-formelen på denne regnskapsposten. Siden Entra har avlagt kvartalsrapport for de tre første kvartalene kan vi se hvordan verdiendringen har vært hittil i år. Entra rapporterer en økning på hhv. 781, 724 og 780 mill. i årets tre første kvartaler. En kan da tenke seg at et gjennomsnitt av disse tallene kan være et godt estimat på utviklingen

i fjerde kvartal, men siden endringen umulig kan prognostiseres kan vi ikke definere den som en normal post (Penman, 2013). Følgelig settes verdiendring på investeringseiendommer for Q4T til 0.

Vi får derfor et unormalt driftsresultat på MNOK 5 937 for 2020 og MNOK 2 286 hittil i 2021.

Finansielle poster

I henhold til IFRS 9 skal endringer i virkelig verdi på finansielle instrumenter rapporteres om i resultatregnskapet. Hittil i 2021 har Entra resultatført en positiv verdiendring på MNOK 145 knyttet til finansielle instrumenter. Dette er en resultatpost som er forventet å dukke opp regelmessig i kvartalsrapportene og således kan anses som en normal post. Samtidig vil det også for finansielle instrumenter være umulig å predikere endringer i markedsverdier tilstrekkelig nøye. Derfor sier Penman (2013) at slike poster må settes til en forventet verdi lik 0 og regnes som en unormal post. I det "trailede" resultatregnskapet settes derfor verdiendring finansielle instrumenter for fjerde kvartal lik 0. Det er ikke identifisert andre unormale finansposter.

Følgelig er det unormale finansresultatet for 2020 og 2021T hhv. MNOK -275 og MNOK 145.

I resultatregnskapet rapporterer Entra finansielle inntekter og kostnader som en nettostørrelse. Regnskapslinjen består av "renteinntekter og annen finansinntekt" og "rentekostnader og andre finanskostnader" og spesifiseres ikke ytterligere, men vi ser fra årsrapporten for 2020 at finanskostnader står for 98 % av netto finansposter. Ved gjennomgang av årsrapportene avdekker vi ingen unormale poster knyttet til netto finansposisjoner.

For å gjøre trailing av 2021T mer oversiktlig splittes finansinntekt- og kostnad opp i separate regnskapslinjer. For å estimere finansinntekt for året benytter vi oss av formelen for vekstjustering nevnt tidligere. Vi får da at finansinntektene blir MNOK 10 for året, noe som er det samme som for året før og som anses som rimelig.

Når det kommer til å estimere finanskostnader, og hovedsakelig rentekostnader som er det denne posten stort sett består av, kan vi benytte oss av flere metoder. Metoden vi ønsker å benytte oss av er ved å fremskrive en rente fra fjoråret til trailingåret. For å gjøre dette er vi nødt til å vite den gjennomsnittlige rentebærende gjelden i løpet av året. Fra kvartalsrapportene ser vi at det har vært en økning i rentebærende gjeld fra MNOK 21 146 ved utgangen av 2020 til MNOK 25 992 ved utgangen av tredje kvartal 2021. Basert på de tilgjengelige kvartalsrapportene for 2021 finner vi at den hittil gjennomsnittlig rentebærende gjelden for året er MNOK 23 406. Samme metode benyttes for rentesatsen, der Entra har rapportert en gjennomsnittlige rentesats på 2,37 prosent i Q1 og 2,12 prosent i Q2 og Q3. Ved å benytte gjennomsnittlig rentesats i løpet av året hensyntar vi årets renteendringer.

Følgelig settes den årlige finanskostnaden til MNOK 515 for 2021T.

Skatt

Når vi skal finne skattekostnaden for 2021T tar vi utgangspunkt i følgende formel:

$$SK = dss * DR + fss * (FI + UFRR) - fkss * RK$$

der

dss = driftsskattesatsen

DR = driftsresultat

fss = finansinntektsskattesatsen

FI = finansinntekt

UFR = unormalt finansresultat

fkss = effektiv skattesats på finanskostnader

FK = finanskostnad

Vi har alle parameterne bortsett fra driftsskattesatsen. For å finne denne benyttes følgende formel (Knivsflå, 2021c):

$$dss_t = \frac{NSK_t - f_{iss} * (FI_t + UFR_t) + sss * RK}{DR_t}$$

der

NSK = rapportert skattekostnad minus unormal skattekostnad

fiss = finansinntektsskattesatsen

UFR = unormalt finansresultat

sss = selskapsskattesats

RK = rentekostnad

DR = driftsresultat

Siden både finansinntekt- og kostnad allerede er klassifisert som normale poster, er det kun verdiendringer på finansielle instrumenter som utgjør unormalt finansresultat for 2021. I løpet av årets tre første kvartaler er det påløpt en skattekostnad på MNOK 780. Denne består av endring i utsatt skatt og betalbar skatt, der det meste av kostnaden henføres endring i utsatt skatt som følge av verdiendring på investeringseiendommer. Videre antar vi en finansinntektsskattesats på 14,7 prosent iht. tommelfingerregelen i Knivsflå sitt rammeverk (Knivsflå, 2021c). Årets finansinntekter summerer seg til MNOK 6 og unormalt finansresultat til MNOK 145, der sistnevnte utelukkende stammer fra verdiendringer på finansielle instrumenter. Videre benytter vi dagens selskapsskattesats på 22 prosent og multipliserer dette med årets hittil påløpte rentekostnader på MNOK 402. Deler vi dette på det driftsresultatet får vi en driftsskattesats på 24,4 prosent. Det neste steget er å finne dss for 2020 og bruke denne for å finne et estimat på dss for fjerde kvartal 2021. Vi benytter oss av samme metode som beskrevet ovenfor og finner en dss på 21,8 prosent. Vekter vi disse to kommer vi fram til en dss for 2021T på 23,8 prosent.

Vi kan nå estimere skattekostnaden for 2021T ved å benytte nevnte formel for skattekostnad (SK). For 2021T har vi estimert et driftsresultat på MNOK 4357. Dette beløpet inneholder verdiendringer på investeringseiendommer hittil i år. Siden dette er en unormal post estimeres det ikke verdiendring for fjerde kvartal 2021. Skattekostnaden for 2021T beregnes dermed på

grunnlag av det estimerte driftsresultatet for hele 2021T, i tillegg til verdiendringer på investeringseiendom hittil i år. Driftsresultatet multipliseres med årets dss før det ganges med differansen mellom årets finansinntekter, som vi har estimert til MNOK 10, og unormale finanskostnader for året, som er 0. Deretter trekker vi fra de fradragsberettigede rentekostnadene. Samlet kommer vi fram til en skattekostnad for året på MNOK 925.

Minoritetsinteresser

Det finnes en andel minoritetsinteresser i Entra. Minoritetens andel av nettoresultatet skilles ut i en egen linje i resultatregnskapet. Det er vanskelig å anslå hvordan andelen minoritetsinteresser ser ut for 2021T. Vi gjør derfor en forutsetning der vi fastsetter minoritetens andel av nettoresultatet til å være lik gjennomsnittet av andelen som har tilhørt minoritetsinteressene de siste seks årene. Vi får dermed at andelen av nettoresultatet som tilføres minoritetsinteressene er MNOK 156.

Trailet resultatregnskap

Under følger resultatet av det trailede årsregnskapet for 2021T:

Tall i NOKm	2021 Q1-Q3	2021 Q1-Q3	2020 Q1-Q4	2020 Q4	Trailing uten vekst	Vekstfaktor	Vekst i %	2021T
Leieinntekter	1 832	1 763	2 353	590	2 421	1,039	3,9 %	2515
Driftskostnader	-172	-154	-168	-14	-186	1,117	11,7 %	-208
Normale andre inntekter	52	69	105	36	88	0,754	-24,6 %	66
Normale andre kostnader	-33	-43	-71	-28	-61	0,767	-23,3 %	-47
Administrative kostnader	-139	-131	-186	-55	-194	1,061	6,1 %	-206
Driftsresultat før unormale poster	1 540	1 504	2 032	528				2121
Verdiendring investeringseiendommer	2 286	1 511	5 980	4 469				2286
Salg av Tollbugata 1A			8	8				
Nedskrivning immaterielle eiendeler			-8	-8				
Tapsavsetning Covid-19		-30	-43	-13				
Driftsresultat etter unormale poster	3 826	2 985	7 969	4 984				4407
Resultatandel TS og FKV	34	92	120	28				34
Samlet driftsresultat	3 859	3 077	8 089	5 013				4441
Verdiendring finansielle instrumenter	145	-339	-275	64				145
Normale finansinntekter	6	6	10	4	10	1,00	0,00 %	10
Normale finanskostnader	-402	-423	-551	-128				-515
Resultat før skattekostnad	3 609	2 321	7 274	4 952				4 081
Skattekostnad	-768							-925
Årets resultat	2 840	2 321	7 274	4 952				3 156

Tabell 5-4: Trailet resultatregnskap

5.2.2.2 “Trailing” balanse og endring i egenkapital

“Trailing” balanse settes lik balansen ved utgangen av tredje kvartal 2021 og presenteres i følgende tabell:

NOKm	2021T
Immaterielle eiendeler	109
Investerings eiendommer	64 163
Andre driftsmidler	16
Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	1 034
Finansielle derivater	248
Langsiktige fordringer	278
Anleggsmidler	65 848
Eiendom og bolig for salg (varelager)	467
Kundefordringer	38
Andre fordringer	225
Kontanter og bankinnskudd	255
Omløpsmidler	985
Investeringseiendom holdt for salg	87
Sum eiendeler	66 920
NOKm	2021T
Aksjeeiere i morselskapet	28 924
Ikke-kontrollerende eierinteresser	2 151
Sum egenkapital	31 075
Utsatt skatt	7 683
Langsiktig rentebærende gjeld	23 615
Finansielle derivater	409
Annen langsiktig gjeld	599
Sum langsiktig gjeld	32 306
Leverandørgjeld	348
Kortsiktig rentebærende gjeld	2 378
Annen kortsiktig gjeld	813
Sum kortsiktig gjeld	3 539
Sum gjeld	35 845
Sum egenkapital og gjeld	66 920

Tabell 5-5: «Trailet» balanseregnskap

Endring i Entras egenkapital for 2020 og 2021T presenteres i tabell 5-6. Fra tabellen ser vi at det ikke er skjedd store endringer i egenkapitalen i løpet av året bortsett fra tilførsel av det estimerte årsresultatet. Som tidligere nevnt utbetaler Entra utbytte to ganger i året. I tillegg betaler Entra utbytte på halvårlig basis. I løpet av året er det satt av utbytte tilsvarende MNOK 956. Siden dette er en transaksjon som gjøres direkte mot egenkapitalen tas denne ut av

egenkapitalen ved utgangen av året. Hva posten “dirty surplus” innebærer redegjøres for i delkapittel 5.3.1. I løpet av de tre første kvartalene har ikke Entra hatt transaksjoner som omfattes av definisjonen, men ettersom vi benytter balansen per. 30.09.2021 som balanse for 2021T, settes forskjellen i det hittil opptjente årsresultat og 2021T som driftsrelatert “dirty surplus” slik at egenkapitalen blir lik som ved utgangen av Q3.

NOKm	2021T	2020
Balansført egenkapital 1.1	29 205	24 517
Årets resultat	3 156	5 696
Utvidet resultat	0	-19
Utbytte	-956	-989
Egenkapitaltransaksjoner til virkelig verdi i FKV	0	0
Netto egenkapitaleffekt aksjespareprogram	-4	0
Tilbakekjøp av egne aksjer	0	0
Konsolideringseffekt	0	0
Driftsrelatert "dirty surplus"	-326	0
Balansført egenkapital 31.12	31 075	29 205

Tabell 5-6: «Trailet» endring i egenkapital

5.3 Omgruppering for analyse

I dette delkapittelet vil vi omgruppere regnskapstallene fra å være rettet mot fremmedkapitalinvestorer til å bli mer relevant for en egenkapitalinvestor, slik som presisert i delkapittel 3.3. Ved å omgruppere regnskapene vil en i større grad reflektere normal inntjening, verdiskaping og utdeling. Vi vil omgruppere både resultat- og balanseregnskapet.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatregnskapet gjøres i fire steg (Knivsflå, 2021d). Stegene i rammeverket er som følger; (1) *identifisere det fullstendige nettoresultatet (FNR)*, (2) *fordele FNR på kilder til verdiskapning og mottaker*, (3) *del resultatet opp i normale og unormale poster* og (4) *fordel skattekostnaden på alle resultatene*.

Steg 1: Identifisere det fullstendige nettoresultatet

Det fullstendige nettoresultatet finner en ved å legge sammen rapportert årsresultat, annet fullstendig resultat (OCI) og “dirty surplus”. Annet fullstendig resultat består av resultatposter

som er utelatt fra det rapporterte resultatet, men som er en del av totalresultatet. “Dirty surplus” er inntekter og kostnader som er ført direkte mot egenkapitalen, og som i så måte er et brudd på kongruensprinsippet. Entra utarbeider imidlertid regnskapet etter IFRS og vil som regel ikke ha noe “dirty surplus”. Det finnes imidlertid unntak. Kostnader ved emisjon og prinsippendringer er eksempler på det. De seneste årene har Entra slik det fremgår av endringer i egenkapitalen i delkapittel 5.2.1 foretatt prinsippendringer. Entra vil således ha “dirty surplus” som vi anser for å være driftsrelatert.

NOKm	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Rapportert årsresultat	3 154	5 696	3 225	2 735	4 514	2 722	2 721
Annet fullstendig resultat		-19	4	-6	0	-17	29
Rapportert totalresultat	3 154	5 677	3 229	2 729	4 514	2 705	2 750
Driftsrelatert "dirty surplus"	-323	0	0	-10	394	0	0
Finansrelatert "dirty surplus"		0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2 830	5 677	3 229	2 719	4 908	2 705	2 750

Tabell 5-7: Fullstendig nettoresultat til egenkapital

Steg 2: Fordele det fullstendige nettoresultatet på kilder til verdiskaping og mottaker

I dette steget fordeler vi det fullstendige nettoresultatet slik at alle “kapitaler” i balansen får sitt resultat. Dette gjøres for å finne kildene til det fullstendige resultatet og klargjøre hvordan resultatet fordeler seg (Knivsflå, 2021d). Vi skiller følgelig mellom finans- og driftsposter. I vurderingen av om postene skal inngå som en del av driftsresultatet eller finansresultatet må vi vurdere om investeringene er tett knyttet til driften av eierselskapet.

I resultatregnskapet til Entra finner vi regnskapspostene leieinntekter, driftskostnader, andre inntekter, andre kostnader og administrative kostnader. Det fremgår av notene at det dette er inntekter og kostnader knyttet til forvaltningen av eiendommene. Vi vurderer følgelig dithen at disse postene skal klassifiseres under drift.

I årsrapporten fremgår det at Entra har to tilknyttede selskap og tre felleskontrollerte virksomheter. Dette er selskaper som driver innen eiendom og tilknyttede bransjer. Vi vurderer det følgelig dithen at resultatene fra disse selskapene er nært knyttet til driften av Entra og klassifiseres således under drift.

I resultatregnskapet til Entra finner vi to poster under OCI, estimatavvik relatert til pensjon og endring i utsatt skatt på utvidet resultat. Disse postene har vi også klassifisert under drift. Videre har vi valgt å klassifisere virkelig verdiendring av finansinntekt og finanskostnad som finansrelatert. Virkelig verdiendring på investeringseiendommer derimot har vi ansett som driftsrelatert da det er tett knyttet opp på kjernevirksomheten. “Dirty surplus” klassifiserte vi i steg 1 som driftsrelatert og den konklusjonen står fortsatt.

Under følger en inndeling av det fullstendige nettoresultatet fordelt på driftsinntekter og finansinntekter.

NOKm	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsinntekter	2581	2465	2638	2764	2360	2850	1999
Driftskostnader	-463	-476	-620	-842	-571	-1238	-578
Driftsresultat fra egen virksomhet	2119	1989	2019	1922	1788	1612	1421
Resultat fra tilknyttede selskap og felleskontrollerte virksomheter	34	120	312	156	244	150	44
Verdiendring investeringseiendommer	2286	5980	1909	1387	3460	1991	1818
Driftsrelatert AFR	0	-19	4	-6	0	-17	28
Driftsrelatert DSP	-323	0	0	-10	394	0	0
Fullstendig driftsresultat før skatt	4116	8070	4243	3450	5887	3735	3312

Tabell 5-8: Fullstendig driftsresultat før skatt

NOKm	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Finansinntekt	10	10	10	17	22	14	19
Finanskostnad	-515	-551	-562	-509	-572	-586	-644
Verdiendring finansielle instrumenter	145	-275	46	99	87	125	417
Unormalt finansresultat	0	0	0	0	0	0	0
Finansielt AFR	0	0	0	0	0	0	0
Finansielt DSP	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig finansresultat før skatt	-360	-816	-506	-393	-463	-447	-208

Tabell: 5-9: Fullstendig finansresultat før skatt

Steg 3: Identifisering av unormale poster, innen drift, finans og skatt

Poster som umulig kan predikeres tilstrekkelig nøyaktig anses som unormale poster (Penman, 2013). Bakgrunnen for at vi ønsker å gjøre dette for hele analyseperioden er at normalresultat er mer relevant for å predikere fremtidig lønnsomhet. Da er det ikke hensiktsmessig å inkludere ikke-gjentagende poster.

Unormal drift

Verdiendringer på investeringseiendom kan vanskelig predikeres og er således en unormal post. Dette er en post som har hatt stor innflytelse på Entra resultatregnskap i hele analyseperioden. For samlepostene andre inntekter og andre kostnader er det identifisert

unormale poster i 2020 og 2019. I fjerde kvartal 2020 ble det inntektsført 8 mill. ifb. med salg av Tollbugata 1A. Samme kvartal ble det også gjort en nedskrivning av immaterielle eiendeler på MNOK 8. I 2020 ble det også inntektsført MNOK 8 fra salg av Tollbugata 1A, disse klassifiseres også som unormale.

Fordeling av unormalt driftsresultat (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Nedskrivning immaterielle eiendeler		-8					
Salg av Tollbugata 1A (nettoeffekt)		8	19	0			
Tapsavsetning Covid-19		-43					
Verdiendring investerings eiendommer	2 286	5 980	1 909	1 387	3 460	1 991	1 818
Unormalt driftsresultat før skatt	2 286	5 937	1 928	1 387	3 460	1 991	1 818
(+) Driftsrelatert dirty surplus	-323		-10	394			
(=) Fullstendig unormalt driftsresultat før skatt	1 963	5 937	1 918	1 781	3 460	1 991	1 818

Tabell 5-10: Fordeling av unormalt driftsresultat

Unormal finans

Entra sine finansposter består i all hovedsak av finansinntekter, rentekostnader, andre finanskostnader og verdiendringer på finansielle instrumenter. De finansielle instrumentene dreier seg i hovedsak om derivater for sikring av kontantstrøm ved bruk av rentebytteavtaler. Disse er lite relevante for prediksjon ettersom det er umulig å forutsi hvordan disse vil utvikle seg fra kvartal til kvartal. Således klassifiseres de som unormale poster. Når det gjelder andre finanskostnader har disse holdt seg relativt stabile i analyseperioden. Likevel skiller 2015 seg ut da det ble kostnadsført andre kostnader på MNOK 126. Det utdypes ikke hva de andre kostnadene skyldes, men posten skiller seg markant fra de andre årene i analyseperioden som samlet har et gjennomsnitt på MNOK 30. Denne posten justeres dermed skjønnsmessig med MNOK 95, slik at vi ender på gjennomsnittet for resten av analyseperioden. Det unormale finansresultatet beregnes ved differansen mellom unormale finansinntekter- og kostnader. For analyseperioden er det ikke identifisert noen unormale finansinntekter og resultatet består dermed utelukkende av de identifiserte finanskostnadene.

Fordeling av unormalt finansresultat (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Verdiendring finansielle instrumenter	145	-275	46	99	87	125	417
Unormalt andre finanskostnader	0	0	0	0	0	0	-100
Unormalt finansresultat før skatt	145	-275	46	99	87	125	317
(+) Finansielt dirty surplus							
(=) Fullstendig unormalt finansresultat før skatt	145	-275	46	99	87	125	317

Tabell: 5-11: Fordeling av unormalt finansresultat

Unormal skatt

Ved gjennomgang av årsrapportene har vi ikke identifisert noen unormale skatteposter.

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

I steg 4 skal skattekostnaden fordeles på de ulike resultatpostene. Finansresultatet og driftsresultatet skattlegges med forskjellige skattesatser. I henhold til fritaksmetoden i sktl. § 2-38 er selskaper fritatt for utbytte- og gevinstbeskatning på aksjer og andeler. Samtidig vil finanskostnadene skattlegges med selskapsskattesatsen for det enkelte år. Dette fører til at den effektive finansinntektsskattesatsen blir lavere enn selskapsskattesatsen. Ifølge Damodaran (2012) kan $\frac{2}{3}$ av selskapsskattesatsen benyttes, noe som tilsier en finansskattesats på 14,7 prosent. Den samme satsen vil bli brukt for det unormale finansresultatet.

I det følgende vil vi beregne en normal driftsskattesats på det normale driftsresultatet for hele analyseperioden. Dette gjør vi ved å benytte oss av formelen for driftsskattesats presentert i delkapittel 5.2.2.1. Den normale driftsskattesatsen kommer vi fram til ved å finne gjennomsnittet av driftsskattesatsen for alle årene. Deretter benyttes ndss på det normale driftsresultatet for å finne den driftsrelaterte skattekostnaden. For å finne den unormale driftsskatten på det normale resultatet, finner vi differansen mellom driftsskattesatsen og den normale driftsskattesatsen og multipliserer satsen med det normale driftsresultatet. Til slutt ønsker vi å finne skattekostnaden til de unormale resultatene ved å multiplisere det unormale finansresultatet med fss og det unormale driftsresultatet med dss. Skattesatsene og utregningene er fremstilt i følgende tabeller:

Normalt driftsresultat (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Leieinntekter	2515	2 353	2 338	2 243	2 075	1 899	1 760
Driftskostnader	-208	-168	-189	-184	-162	-159	-185
Netto driftsinntekter	2 308	2 185	2 149	2 058	1 913	1 740	1 574
Andre inntekter	66	105	281	521	285	950	240
Andre kostnader	-47	-71	-173	-500	-246	-927	-224
Administrative kostnader	-206	-186	-171	-157	-163	-152	-168
Normalt driftsresultat	2 121	2 032	2 086	1 922	1 788	1 612	1 421
(-) Driftsrelatert skattekostnad	-347	-333	-342	-315	-293	-264	-233
Netto driftsrelatert egen virksomhet	1 774	1 700	1 745	1 607	1 496	1 348	1 189
(+) Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	34	120	312	156	244	150	44
(=) Netto driftsresultat	1 808	1 820	2 057	1 763	1 740	1 498	1 233

Tabell 5-12: Netto driftsresultat for Entra

Unormalt netto driftsresultat (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Nedskrivning immaterielle eiendeler		-8					
Salg av Tollbugata 1A (nettoeffekt)		8	19	0			
Tapsavsetning Covid-19		-43					
Verdiendring investeringseiendommer	2 286	5 980	1 909	1 387	3 460	1 991	1 818
Unormalt driftsresultat før skatt	2 286	5 937	1 928	1 387	3 460	1 991	1 818
(-) Skatt på unormalt driftsresultat	-445	-1 294	-306	-184	-421	-388	-228
(-) Unormalt driftsskatt på normalt driftsresultat	-66	-110	11	60	75	-50	55
Driftsrelatert dirty surplus	-326	0	-10	394	0	0	0
(=) Fullstendig unormalt driftsresultat etter skatt	1 449	4 533	1 623	1 657	3 114	1 552	1 644

Tabell 5-13: Fullstendig unormalt driftsresultat etter skatt

Unormalt netto finansresultat (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Verdiendring finansielle instrumenter	145	-275	46	99	87	125	417
Unormale andre finanskostnader							100
Unormalt finansresultat	145	-275	46	99	87	125	517
(+) Finansielt dirty surplus							
(=) Fullstendig unormalt finansresultat	145	-275	46	99	87	125	517
(-) Skatt på unormalt finansresultat	-21	40	-7	-15	-14	-21	-93
(=) Fullstendig unormalt finansresultat etter skatt	124	-234	39	83	73	104	424

Tabell 5-14: Fullstendig unormalt finansresultat etter skatt

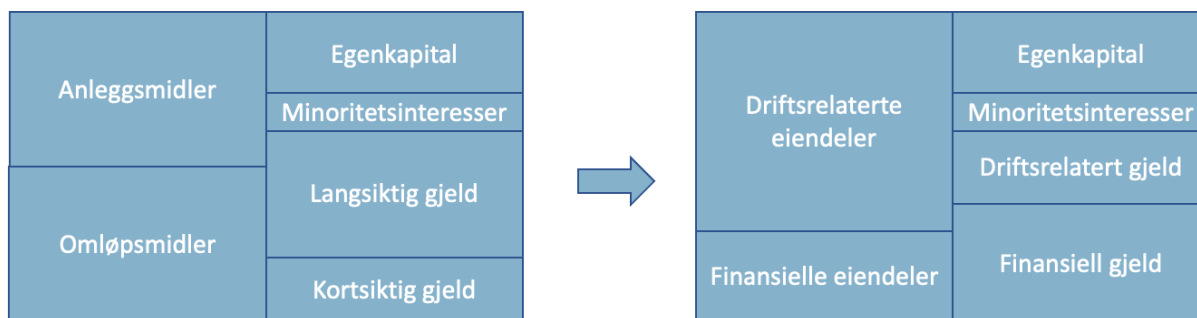
Skattekostnad (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Normal driftsskattekostnad	347	333	342	315	293	264	233
(+) Unormal skatt på normal drift	66	110	-11	-60	-75	50	-55
(+) Skatt på finansinntekt	1	1	1	3	4	2	3
(-) Skatt på finanskostnad	-113	-121	-124	-117	-137	-147	-147
(+) Skatt på unormalt driftsresultat	445	1294	306	184	421	388	228
(+) Skatt på unormalt finansresultat	21	-40	7	15	14	21	93
(=) Rapportert skattekostnad	768	1578	509	338	515	584	354

Tabell 5-15: Fordeling av rapportert skattekostnad

5.3.2 Omgruppering av balanseregnskapet

I likhet med resultatregnskapet må vi skille mellom finans- og driftsposter i balanseregnskapet. For at det analytiske resultatregnskapet skal være konsistent med det analytiske balanseregnskapet må resultatposter og balanseposter som hører sammen være likt klassifisert. Formålet med å skille regnskapspostene i finans- og driftsposter er for å synliggjøre kilder til verdiskaping, hvilket gjør det enklere for styret å måle verdiskaping over tid (Plenborg, Kinserdal, & Petersen, 2021).

I balanseregnskapet rapporteres eiendeler og forpliktelser etter tidshorisont, herunder kortsiktig og langsiktig. Vi vil heretter skille mellom finans- og driftsposter i stedet. Omgrupperingen skjer i fire steg; (1) *avsatt utbytte klassifiseres som egenkapital*, (2) *skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster*, (3) *omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital* og (4) *omgruppere fra sysselsatt kapital til netto driftskapital*.



Figur 5-1: Illustrasjon av omgruppering av balansen

Steg 1: Avsatt utbytte klassifiseres som egenkapital

Det følger av IFRS at det ikke blir gjort en avsetning for utbytte før generalforsamlingen har vedtatt utbytte. Entra har pr. 30.09.2021 ikke foretatt noen avsetninger for utbytte og det er foreliggende følger ingen behov for reklassifisering.

Steg 2: Skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster

I vurderingen av hva som anses for å være driftsrelaterte og finansielle poster vil det være avgjørende være hva slags virksomhet som drives, samt eiendelen og gjeldens tiltenkte bruk slik som nevnt under delkapittel 5.3.1. For at en eiendel skal være ansett som driftsrelatert må den inngå i driftssyklusen og gi opphav til inntekter. En finansiell eiendel er imidlertid kun en finansiell plassering eller andre driftsfremmede eiendeler. På gjeldssiden anses den som driftsrelatert dersom gjelden er relatert til driftssyklusen og eventuelle renter blir betalt indirekte gjennom prisen på varer og tjenester. Finansiell gjeld har imidlertid som formål å finansiere virksomheten og vil typisk være rentebærende gjeld, herunder lån hos banker eller utstedte obligasjoner.

Vi vil nå gå gjennom postene i Entra sin balanse kronologisk og omgruppere dem basert på ovennevnte kriterier.

Eiendeler

Immaterielle eiendeler består av goodwill som oppstod i forbindelse med kjøp av 50 prosent av Hinna Park Eiendom AS, samt øvrige immaterielle eiendeler. Da dette er anse som en del av Entra sin kjernevirksomhet vil denne posten anses som en driftsrelatert eiendel.

Investerings eiendom er den største enkelt posten i balanseregnskapet hvilket er naturlig da dette er kjernen i deres virksomhet. Denne posten klassifiseres følgelig som driftsrelatert.

Andre driftsmidler er ikke en stor post i regnskapet til Entra og de har ikke utdypet den mer enn å omtale den som “utstyr” i tilhørende note. Vi vurderer det dithen at dette er verktøy som benyttes til vedlikehold av bygg og lignende. Følgelig klassifiseres denne posten som driftsrelatert.

Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet er en relativt stor post i balansen. Denne posten er nærmere omtalt i delkapittel 5.3.1. Vi klassifiserer den følgelig som driftsrelatert.

Finansielle derivater treffer resultatregnskapet som en konsekvens av at verdiendringene i derivatene føres over resultatet. Det fremgår imidlertid ikke av årsrapporten hva dette er, men vi antar at det er sikring av kontantstrømmer mot endringer i rentenivå og ikke valutasikring. Dette begrunnes med at Entra har det meste av sine kostnader i norske kroner og at renten er en vesentlig faktor i deres virksomhet. For å være konsistent med klassifiseringen i resultatregnskapet klassifiserer følgelig dette som finansrelatert.

Langsiktige fordringer består pr 31.12.2020 av eksterne lån på MNOK 69, andre langsiktige fordringer på MNOK 89, finansielle eiendeler til “virkelig verdi over resultatet” på MNOK 37, kjøpsopsjon på MNOK 3 og andre eiendeler på MNOK 55. Det er noe lite informasjon i noten, men vi tolker det dithen at eksterne lån skal klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler da vi antar at de ikke er rentebærende. Det er også noe uklart om opsjonen skal anses for å være finansiell, men ettersom det er en opsjon på kjøp av eiendom i Stavanger anser vi den for å være driftsrelatert. De resterende postene anser vi også som driftsrelaterte poster.

Eiendom og bolig for salg (varelager) er råtomter eller boligtomter som er i prosessen med omregulering til ønsket formål. Ettersom dette er en del av deres kjernevirksomhet anses denne posten som driftsrelatert.

Kundefordringer oppstår som en del av den daglige driften, herunder at virksomheten selger sine varer og tjenester på kreditt. Dette klassifiseres følgelig som en driftsrelatert post.

Andre fordringer består hovedsakelig av mindre kortsiktige fordringer, men pr 31.12.2020 inneholder posten også opptjent rente på MNOK 38. Vi skiller følgelig ut de opptjente rentene som en finansiell post og resterende som driftsrelatert.

Kontanter og bankinnskudd er svært vanskelig å klassifisere ettersom det kan være kontanter som trengs for løpende drift eller en ren finansiell plassering for å få motta renter. Kinserdal & Plenborg (2021) argumenterer imidlertid for at det vil være en fornuftig avgrensning å behandle alle kontanter eller kontantekvivalenter som finansielle eiendeler dersom utviklingen i disse eiendelene er stabil. Vi har følgelig valgt å klassifisere posten som finansielle eiendeler for å være konsistent med klassifiseringen av renteinntekter og rentekostnader i resultatregnskapet, samt at kontantbeholdningen har vært stabil over flere år.

Investerings eiendom holdt for salg er eiendommer som er holdt for salg og vil således være avhendet innen kort tid. Disse eiendommene har følgelig ingenting å si for Entra sin fremtidige inntjening. Vi anser denne posten som en driftsfremmed post og klassifiserer den som en finansiell eiendel.

Gjeld

Rentebærende gjeld (langsiktig) er langsiktige banklån og obligasjoner som forfaller om mer enn ett år. Gjelden er tatt opp får finansiere eiendelene som inngår i driften, herunder eiendom og tomter. Det kan således tenkes at den er driftsrelatert. Dette er imidlertid rentebærende og fremstår som finansiering av selskapet. I resultatregnskapet har vi også klassifisert rentekostnader som en finansiell post. For å sikre konsistens vurderer vi det dithen at dette skal klassifiseres som finansiell gjeld.

Utsatt skatteforpliktelse er en utsatt kostnad som oppstår på grunn av forskjell mellom skattemessig og regnskapsmessig verdi. Dette skyldes i hovedsak at eiendommene føres etter historisk kost i skatteregnskapet med tilhørende avskrivninger, mens det i selskapsregnskapet føres etter virkelig verdi. Dette er følgelig en post som oppstår som følger av driften og vi klassifiserer den således som driftsrelatert.

Finansielle derivater begrunnes med samme argumentasjon som for finansielle derivater som eiendel. Denne posten klassifiseres derfor som finansiell.

Annen langsiktig gjeld består av pensjonsforpliktelser, leasingforpliktelser, forhåndsbetalinger fra kunder og andre langsiktige forpliktelser ifølge selskapets noter. Dette er alle forpliktelser som anses for å være driftsrelaterte og blir følgelig klassifisert som det.

Rentebærende gjeld (kortsiktig) består av banklån og obligasjoner som forfaller om mindre enn ett år. Argumentasjonen fra langsiktig rentebærende gjeld vil også være gjeldende her. Vi klassifiserer følgelig posten som finansiell.

Leverandørgjeld oppstår som følge av at selskapet kjøper inn varer og tjenester kreditt. Dette er knyttet til virksomheten og vi kategoriserer det som driftsrelatert.

Annen kortsiktig gjeld består av påløpte renter, forskuddsbetalt leie, leasing og andre kortsiktige forpliktelser. I likhet med posten “andre fordringer” skiller vi også her ut renteelementet på MNOK 124. Resterende klassifiseres som driftsrelatert.

Omgrupperte eiendeler (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Immaterielle eiendeler	109	109	117	127	125	124	161
Investeringseiendommer	64 163	56 834	49 095	44 714	39 875	35 629	28 823
Andre driftsmidler	16	17	22	23	23	26	35
Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	1 034	527	397	367	1 487	1 561	2 789
Langsiktige fordringer	278	252	256	236	244	163	53
Driftsrelaterte anleggsmidler	65 600	57 739	49 888	45 467	41 754	37 504	31 861
Eiendom og bolig for salg (varelager)	467	461	413	407	0	0	589
Kundefordringer	38	64	43	47	34	27	56
Andre fordringer	190	242	169	622	802	427	160
Driftsrelaterte omløpsmidler	695	767	625	1 076	836	454	804
Finansielle derivater	248	347	274	321	405	472	530
Finansielle anleggsmidler	248	347	274	321	405	472	530
Andre fordringer (renteelement)	35	38	57	50	46	48	45
Kontanter og bankinnskudd	256	217	317	230	189	243	212
Investeringseiendom holdt for salg	87	33	0	565	180	168	165
Lån til tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet							
Finansielle omløpsmidler	377	288	374	845	415	459	422
Eiendeler	66 920	59 141	51 160	47 709	43 411	38 889	33 618

Tabell 5-16: Omgruppert balanse (eiendeler) splittet opp i driftsrelaterte og finansielle poster

Omgruppert totalkapital (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Aksjeeiere i morselskapet	28 924	27 136	22 570	20 524	18 505	14 732	12 995
Egenkapital	28 924	27 136	22 570	20 524	18 505	14 732	12 995
Ikke-kontrollerende eierinteresser	2 151	2 069	1 947	1 746	433	392	359
Minoritetsinteresser	2 151	2 069	1 947	1 746	433	392	359
Utsatt skatt	7 683	6 914	5 367	4 861	4 356	3 855	3 324
Annen langsiktig gjeld	599	554	505	456	355	358	237
Langsiktig driftsrelatert gjeld	8 282	7 468	5 872	5 318	4 711	4 213	3 561
Leverandørgjeld	348	281	200	190	306	290	142
Annen kortsiktig gjeld	525	227	168	151	167	135	147
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	873	507	367	340	473	425	289
Driftsrelatert gjeld	9 155	7 975	6 240	5 658	5 184	4 638	3 850
Rentebærende gjeld	23 615	19 095	17 362	14 931	13 786	14 734	12 083
Finansielle derivater	409	690	341	481	712	894	1 121
Langsiktig finansiell gjeld	24 024	19 785	17 703	15 412	14 498	15 628	13 203
Rentebærende gjeld	2 378	2 051	2 539	4 239	4 663	3 379	3 123
Annen kortsiktig gjeld (renteelement)	288	124	160	130	127	122	89
Kortsiktig finansiell gjeld	2 666	2 175	2 699	4 369	4 790	3 501	3 212
Finansiell gjeld	26 690	21 960	20 403	19 781	19 288	19 128	16 415
Totalkapital	66 920	59 141	51 160	47 709	43 411	38 889	33 618

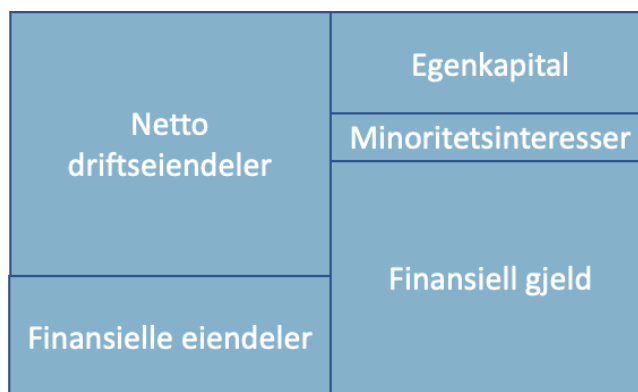
Tabell 5-17: Omgruppert balanse (egenkapital, minoritetsinteresser og gjeld) splittet opp i driftsrelaterte og finansielle poster

Steg 3: Omgruppering fra totalkapital til sysselsatt kapital

Etter å ha omgruppert balansen i finans- og driftsrelaterte poster skal vi nå omgruppere balansen ytterligere. I dette steget skal vi omgruppere fra totalkapital til sysselsatt kapital. Den sysselsatte kapitalen er kapitalen som er innskutt av eierne og kreditorer. Formålet med en slik omgruppering er å avdekke avkastningen på investert kapital. Sysselsatt kapital vil være sammenfallende med sysselsatte eiendeler ettersom aktiva- og passivasiden må balansere. Den driftsrelaterte gjelden under totalkapitalen er et resultat av driftssyklusen, og bør anses som en korreksjon til driftseiendelene i stedet for gjeld (Knivsflå, 2021e). For å komme frem til sysselsatt kapital må en trekke driftsrelatert gjeld fra driftsrelaterte eiendeler (netto

driftseiendeler). Det kan følgelig oppsummeres som at en “flytter” driftsrelatert gjeld over til eiendelssiden.

Som et ledd i omgrupperingen vil vi først omarbeide balansen slik at den vises med forenklete summerte linjer. Dette er illustrert i figuren under.



Figur 5-2: Illustrasjon av omgruppering i steg 3

NOKm	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsrelaterte eiendeler (AM)	65 600	57 739	49 888	45 467	41 754	37 504	31 861
Driftsrelaterte eiendeler (OM)	695	767	625	1 076	836	454	804
Driftsrelaterte eiendeler	66 294	58 506	50 512	46 543	42 590	37 957	32 665
Finansielle eiendeler (AM)	248	347	274	321	405	472	530
Finansielle eiendeler (OM)	377	288	374	845	415	459	422
Finansielle eiendeler	625	635	647	1 166	820	931	952
Totale eiendeler	66 920	59 141	51 160	47 709	43 411	38 889	33 618
Aksjeeiere i morselskapet	28 924	27 136	22 570	20 524	18 505	14 732	12 995
Egenkapital	28 924	27 136	22 570	20 524	18 505	14 732	12 995
Ikke-kontrollerende eierinteresser	2 151	2 069	1 947	1 746	433	392	359
Minoritetsinteresser	2 151	2 069	1 947	1 746	433	392	359
Langsiktig driftsrelatert gjeld	8 282	7 468	5 872	5 318	4 711	4 213	3 561
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	873	507	367	340	473	425	289
Driftsrelatert gjeld	9 155	7 975	6 240	5 658	5 184	4 638	3 850
Langsiktig finansiell gjeld	24 024	19 785	17 703	15 412	14 498	15 628	13 203
Kortsiktig finansiell gjeld	2 666	2 175	2 699	4 369	4 790	3 501	3 212
Finansiell gjeld	26 690	21 960	20 403	19 781	19 288	19 128	16 415
Total gjeld	35 845	29 936	26 642	25 439	24 472	23 766	20 265
Totalkapital	66 919	59 141	51 160	47 709	43 411	38 889	33 618

Tabell 5-18: Omgruppert balanse splittet opp i drifts- og finansrelaterte poster med forenklete summerte linjer

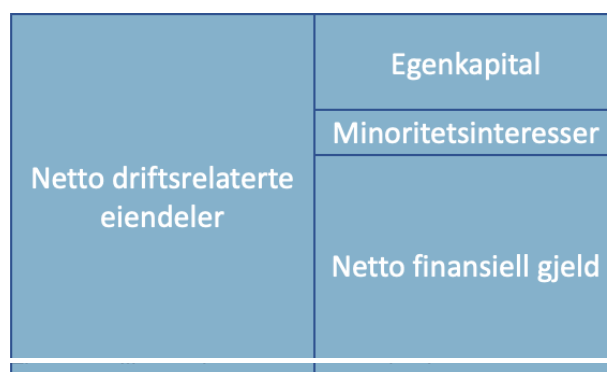
Videre omarbeides balansen slik at vi får den omgrupperte balansen, inndelt i sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital. Dette er illustrert i figuren under.

NOKm	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsrelaterte eiendeler (AM)	65 600	57 739	49 888	45 467	41 754	37 504	31 861
Langsiktig driftsrelatert gjeld	8 282	7 468	5 872	5 318	4 711	4 213	3 561
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	57 317	50 271	44 016	40 149	37 043	33 291	28 300
Driftsrelaterte eiendeler (OM)	695	767	625	1 076	836	454	804
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	873	507	367	340	473	425	289
Driftsrelatert arbeidskapital	-178	260	257	736	363	29	515
Netto driftseiendeler	57 139	50 531	44 273	40 885	37 406	33 319	28 816
Finansielle eiendeler	625	635	647	1 166	820	931	952
Sysselsatte eiendeler	57 764	51 166	44 920	42 051	38 227	34 251	29 768
Aksjeeiere i morselskapet (EK)	28 924	27 136	22 570	20 524	18 505	14 732	12 995
Ikke-kontrollerende eierinteresser (MIN)	2 151	2 069	1 947	1 746	433	392	359
Finansiell gjeld	26 690	21 960	20 403	19 781	19 288	19 128	16 415
Sysselsatt kapital	57 764	51 165	44 920	42 051	38 226	34 252	29 769

Tabell 5-19: Omgruppert balanse, inndelt i sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital

Steg 4: Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Avslutningsvis omgrupperer vi balansen fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Vi gjør da først mellomregning for å finne netto finansiell gjeld, hvilket er kapitalen som er investert i driften. Siste steg er å dele inn balansen i netto driftseiendeler og netto driftskapital. Stegene er vist i figurene under.



Figur 5-3: Illustrasjon av omgruppering i steg 4

NOKm	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Finansiell gjeld	26 690	21 960	20 403	19 781	19 288	19 128	16 415
Finansielle eiendeler	625	635	647	1 166	820	931	952
Netto finansiell gjeld	26 064	21 325	19 755	18 615	18 468	18 197	15 463

Tabell 5-20: Netto finansiell gjeld

NOKm	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	57 317	50 271	44 016	40 149	37 043	33 291	28 300
Driftsrelatert arbeidskapital	-178	260	257	736	363	29	515
Netto driftseiendeler	57 139	50 531	44 273	40 885	37 406	33 319	28 816
Egenkapital	28 924	27 136	22 570	20 524	18 505	14 732	12 995
Ikke-kontrollerende eierinteresser	2 151	2 069	1 947	1 746	433	392	359
Netto finansiell gjeld	26 064	21 325	19 755	18 615	18 468	18 197	15 463
Netto driftskapital	57 139	50 530	44 273	40 884	37 406	33 320	28 816

Tabell 5-21: Netto driftseiendeler og netto driftskapital

Den endelige omgrupperingen av balanseregnskapet vil bli presentert i delkapittel 5.5.

5.4 Analyse av målefeil og justering

Målefeil og justering handler om å se nærmere på om de rapporterte tallene gir et “godt” bilde av årsregnskapet eller ikke (Knivsflå, 2021g). Det oppstår målefeil dersom de rapporterte tallene i finansregnskapet gir opphav til en rentabilitet som avviker fra virkeligheten. Det vil si at de de rapporterte tallene ikke reflekterer de “virkelige” tallene og dermed er misvisende fordi de ikke representerer de underliggende økonomiske forholdene. Når selve formålet med finansregnskapet er å gi brukerne korrekt finansiell informasjon, er det derfor viktig å analysere de rapporterte tallene for å avdekke målefeil og eventuelt justere de. På den andre siden er det

ikke alltid riktig å justere tallene da dette potensielt kan føre til mer støy i regnskapet (Penman, 2013). Det er derfor viktig å gjøre en skjønnsmessig vurdering når vi står overfor målefeil.

Målefeil kan uttrykkes ved følgende formel:

$$\text{Målefeil} = \text{egenkapitalrentabilitet (ekr)} - \text{egenkapitalkravet (ekk)}$$

Denne kan dekomponeres ytterligere, noe som gir opphav til tre ulike typer målefeil:

$$\text{Målefeil} = \underbrace{(\text{ekr}^* - \text{ekk})}_{\text{Type 1}} + \underbrace{(\text{ekr}_{IFRS} - \text{ekr}^*)}_{\text{Type 2}} + \underbrace{(\text{ekr} - \text{ekr}_{IFRS})}_{\text{Type 3}}$$

Type 1

Vi får målefeil type 1 når det oppstår avvik mellom «god rentabilitetsmåling» (ekr^*) og den normaliserte aksjeavkastningen (ekk). Når vi avdekker en slik type målefeil kan det være et tegn på at selskapet har en strategisk fordel. Fra delkapittel 4.1 vet vi at en strategisk fordel vil si at selskapet oppnår en egenkapitalrentabilitet utover avkastningskravet. Således blir type 1 målefeil sett på som en ønsket målefeil og ikke en som vi ønsker å justere for.

Type 2

Målefeil type 2 oppstår når egenkapitalrentabiliteten målt etter gjeldende regnskapsregler avviker fra egenkapitalrentabilitet målt på en “god” måte. En situasjon som dette oppstår gjerne ved manglende balanseføring, for eksempel ved at GRS tillater eller krever “dårlig” måling. GRS er mer konservativ til hva som kan balanseføres og til hvilken verdi. Typiske målefeil kan oppstå som følge av manglende innregning, feil målemodell og feilmåling etter innregning (Knivsflå, 2021g). Dette er ikke nødvendigvis feil, men for en investororientert analyse som denne oppgaven, er vi mer opptatt av “god” måling av rentabilitet. Dersom den balanseførte kapitalen undervurderes, vil rentabiliteten overvurderes. Ettersom vi fra et investorperspektiv ønsker å vite hva den faktiske rentabiliteten er, ønsker vi å justere for slike målefeil.

Type 3

Målefeil av type 3 oppstår når det er avvik mellom den rapporterte egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabilitet etter gjeldende regnskapsregler. Dette er feil som forekommer ved kreativ regnskapsføring og/eller tilfeldige feil (Knivsflå, 2021g). Ettersom de benyttede årsregnskapene til Entra er reviderte, antar vi at det ikke finnes vesentlige målefeil av type 3 i regnskapet.

5.4.1 Justering av målefeil

Justering vil si å endre på de rapporterte regnskapstallene slik at de bedre reflekterer de underliggende økonomiske forholdene, og på den måten gjør en overstyring (Knivsflå, 2021h). Spørsmålet er om vi som analytikere egentlig har bedre forutsetninger for å gi et bedre bilde av regnskapet. Det er selskapet selv som utarbeider finansregnskapet og en skulle derfor tro at selskapet, som innsider, besitter bedre informasjon enn det vi som outsiders gjør.

Siden målefeil av type 1 egentlig er et tegn på en strategisk fordel og det forutsettes at det ikke foreligger type 3 målefeil som følge av reviderte årsregnskap, er det kun målefeil type 2 vi ønsker å analysere og eventuelt justere for. For Entra sin del er de forholdene som vi anser som mest aktuelle å justere for, og som vi ønsker å kommentere nærmere, virkelig verdi på investeringseiendommer, rentebærende gjeld og leieavtaler.

Virkelig verdi på investeringseiendommer

Siden 2008 har Entra rapportert sine investeringseiendommer til virkelig verdi etter regnskapsstandarden IAS 40. I henhold til standarden kan en velge om investeringseiendommer skal balanseføres til virkelig verdi eller anskaffelseskost. Dersom en velger virkelig verdi skal gevinst eller tap som oppstår som følge av verdiendring på investeringseiendom, innregnes i resultatet for den perioden gevinsten eller tapet oppstår. Entra har valgt denne metoden, noe som fører til at verdiendringer på investeringseiendom blir tatt inn som en resultatpost i resultatregnskapet i hver regnskapsperiode. Et vilkår for å kunne rapportere til virkelig verdi er at verdien kan måles pålitelig. Til å oppfylle dette vilkåret henter Entra derfor inn verddivurderinger fra selskaper som driver med analyse av næringseiendom.

Fra Entra sine årsrapporter leser vi blant annet at Akershus Eiendom, Cushman & Wakefield Realkapital og Newsec er blitt hentet inn for å vurdere verdien på eiendomsporteføljen.

Entra har som formål å eie, kjøpe, selge, drive, utvikle og forvalte fast eiendom og annen virksomhet som har sammenheng med dette (Entra, 2020). Selv om Entra kjøper og selger eiendom, er ikke hensikten å “trade” eiendommer. En slik strategi vil ikke være egnet til å utgjøre en strategisk fordel på lang sikt, ettersom superrentabilitet på finansielle eiendeler og gjeld er forventet å være null. I delkapittel 4.4.3 kom vi frem til at Entra har en strategisk fordel. Dette fordi vi identifiserte en ressursfordel som følge av at selskapet har ressurser som skiller seg fra andre i positiv forstand, i tillegg til en bransjefordel i seg selv. Dersom vi beregner rentabilitet basert på balanseverdier som inkluderer verdiendringer på investeringseiendommer, vil vi ikke fange opp superrentabiliteten som vi har identifisert i den strategiske analysen. Realiteten er at vi ville endt opp med en rentabilitet rundt null fordi en antar at Entra “trader” eiendom. Ettersom dette ikke er tilfelle vil vi dermed få en målefeil som følge av at vi benytter virkelig verdi på investeringseiendommer i balansen. Dette er en feil som vi ønsker å justere for, slik at vi kan beregne en rentabilitet på faktisk investert kapital og ikke en rebalansert balanseverdi som inkluderer verdiendringer.

Måten vi ønsker å justere for målefeilen på er å fjerne merverdier i balansen og verdiendringer i resultatet for både Entra og bransjen. Verdiendringene i resultatet har vi allerede trukket ut og identifisert som unormale poster i delkapittel 5.3.1. Når det kommer til å justere balansen er vi nødt til å finne anskaffelseskost på investeringseiendommene. Ettersom dette er informasjon som ikke fremgår av alle selskapenes årsrapporter, er vi nødt til å gjøre noen forenklinger. Når vi justerer, vil vi derfor beregne et forholdstall mellom virkelig verdi på eiendommene og den bokførte verdien for Entra og benytte dette forholdstallet til å tallfeste balanseverdier på investeringseiendom for resten av bransjen. Ifølge våre beregninger kommer vi til en pris/bokverdi på 2,12 for Entra sine investeringseiendommer, noe som vil si at anskaffelseskost er ca. halvparten av verdien målt etter virkelig verdi. Vi tenker at dette er en rimelig antagelse, ettersom prisveksten på eiendom har vært markant siden Entra ble stiftet. Forholdstallet bruker vi dermed til å justere balanseverdiene for resten av bransjen. Når vi justerer verdien av eiendommene til kost på aktivasiden av balansen, fordeler justeringen seg mellom egenkapital,

utsatt skatt og finansiell gjeld på passivasiden. For å opprettholde den samme egenkapitalandelen vil vi derfor forutsette den samme kapitalstrukturen som når eiendommene vurderes til virkelig verdi. Bakgrunnen for dette er dersom vi kun fordeler justeringen på egenkapital og utsatt skatt, vil dette medføre en urimelig lav egenkapitalandel. Siden justeringen medfører en reduksjon i finansiell gjeld må vi også justere finanskostnadene i resultatregnskapet, noe som gjør at vi klassifiserer finanskostnadene tilhørende den reduserte gjelden som en unormal post.

Rentebærende gjeld

Eiendomsbransjen er en kapitalintensiv bransje og Entra er avhengig av gode bankforbindelser for å sikre finansiering på sine prosjekter. At selskapet er avhengig av finansiering og mange av prosjektene gjeldsfinansiert, medfører høye rentekostnader og at rentebærende gjeld utgjør en vesentlig del av balansen. Slik gjeld går under betegnelsen finansielle forpliktelser og behandles av IFRS 9, der det står at finansielle forpliktelser skal verdsettes til amortisert kost. Dette er tilfelle for Entra for regnskapsårene 2019 til 2021. Fra 2015 til 2018 ble den rentebærende gjelden målt til virkelig verdi etter IFRS 13. Siden det er brukt to ulike målemetoder i analyseperioden kunne det vært hensiktsmessig å justere regnskapstallene slik at rentebærende gjeld er målt etter samme metode i hele analyseperioden. Samtidig vil dette medføre at vi er nødt til å ta en rekke forutsetninger og det er ikke sikkert dette vil føre til en bedre fremstilling av finansregnskapet. Vi velger derfor ikke å justere for endringen i målemetode.

Leieavtaler

IFRS 16 om leieavtaler trådte i kraft fra og med 2019. Dette er en standard som har hatt store implikasjoner for finansiell rapportering, da så godt som alle IFRS-rapporterende selskap benytter seg av leieavtaler (PwC, 2016). Standarden fører blant annet til at leietaker må balanseføre enhver leieavtale, der det før standardens ikrafttredelse var et skille mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler. For Entra sin del er dette hensyntatt i årsregnskapet fra og med 2019 iht. til regelverket. Spørsmålet blir om det i tillegg er nødvendig å gjøre samme operasjon for resten av analyseperioden. Ved innregning av leieavtaler i 2019 økte Entra sine forpliktelser med MNOK 237. Ser vi dette i forhold til totalbalansen ved utgangen av 2019,

utgjorde den nye forpliktelsen kun 0,46 prosent av totalkapitalen. Ved utgangen av 2020 ble den samme balanseposten målt til MNOK 230. Samlet sett anses derfor ikke posten som vesentlig i den forstand at det er av betydning å innregne en tilsvarende post i årsregnskapene for 2015 til 2018. Etter vår mening vil det å justere disse årsregnskapene for leieavtaler kun medføre risiko for støy i regnskapet ettersom det ved mangel på informasjon vil måtte tas en rekke forutsetninger for å beregne størrelsen på posten.

Oppsummering

Følgelig vil det ikke gjøres noen justeringer for rentebærende gjeld og leieavtaler. Bakgrunnen for dette er at vi anser disse forholdene som forhold av mindre betydning for forståelsen av regnskapet og anser risikoen for at justering kun medfører økt støy i regnskapet for stor. Vi vil derimot justere for effektene knyttet til at Entra måler sine investeringseiendommer til virkelig verdi. Dette gjør vi for at vi skal kunne beregne rentabilitet på driften på riktig grunnlag slik at vi får frem den strategiske fordelene.

Den justerte resultatoppstillingen og balansen for Entra og bransjen presenteres hhv. i delkapittel 5.4.2 og 5.5.

5.4.2 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for Entra

I dette delkapittelet slår vi sammen alle regnskapstallene vi har jobbet med i regnskapsanalysen og presenterer det omgrupperte og justerte regnskapet til Entra. I resten av analysen er det disse tallene vi vil benytte oss av for Entra. Regnskapstallene presenteres i følgende tabeller:

Resultatoppstilling omgruppert	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsinntekter	2515	2 353	2 338	2 243	2 075	1 899	1 760
(-) Driftskostnader	-208	-211	-189	-184	-162	-159	-185
(+) Andre inntekter	66	105	205	92	245	293	54
(-) Andre kostnader	-47	-71	-173	-71	-213	-284	-38
(-) Administrative kostnader	-206	-186	-171	-157	-163	-152	-168
(=) Driftsresultat i egen virksomhet	2121	1 990	2 010	1 922	1 782	1 597	1 422
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-347	-333	-342	-315	-293	-264	-233
(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet	1774	1 657	1 668	1 607	1 489	1 333	1 190
(+) Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	34	120	312	156	244	150	44
(=) Netto driftsresultat	1808	1 778	1 980	1 764	1 734	1 483	1 234
(+) Netto finansinntekt	9	9	9	14	18	12	16
(=) Nettoresultat til sysselsatt kapital	1816	1 786	1 989	1 778	1 752	1 495	1 250
(-) Netto finanskostnad	-215	-218	-228	-209	-245	-269	-239
(-) Netto minoritetsresultat	-156	-236	-279	-198	-50	-103	-73
(=) Nettoresultat til egenkapital	1445	1 333	1 482	1 371	1 457	1 123	937
(+) Unormalt netto driftsresultat	1 449	4 533	1 623	1 657	3 114	1 552	1 644
(+) Unormalt netto finansresultat	-63	-447	-171	-99	-117	-67	266
(+) Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2831	5 419	2 934	2 928	4 454	2 609	2 848
(-) Netto betalt utbytte	-956	-988	-915	-798	-698	-934	-459
(=) Endring i egenkapital	1875	4 431	2 019	2 130	3 756	1 675	2 389

Tabell 5-22: Omgruppert og justert resultatoppstilling, Entra

NOKm	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsrelaterte eiendeler (AM)	30 574	24 975	23 104	21 429	20 650	19 882	16 237
Driftsrelaterte eiendeler (OM)	695	767	625	1 076	836	454	804
Driftsrelaterte eiendeler	31 268	25 742	23 729	22 505	21 486	20 336	17 041
Finansielle eiendeler (AM)	248	347	274	321	405	472	530
Finansielle eiendeler (OM)	377	288	374	845	415	459	422
Finansielle eiendeler	625	635	647	1 166	820	931	952
Totale eiendeler	31 894	26 377	24 376	23 671	22 307	21 267	17 994
Aksjeeiere i morselskapet	17 115	15 410	13 354	12 458	11 488	9 525	8 284
Egenkapital	17 115	15 410	13 354	12 458	11 488	9 525	8 284
Ikke-kontrollerende eierinteresser	1 273	1 175	1 152	1 060	269	253	229
Minoritetsinteresser	1 273	1 175	1 152	1 060	269	253	229
Langsiktig driftsrelatert gjeld	4 704	3 909	3 048	2 850	2 685	2 705	2 195
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	873	507	367	340	473	425	289
Driftsrelatert gjeld	5 577	4 416	3 416	3 190	3 158	3 130	2 485
Langsiktig finansiell gjeld	5 263	3 200	3 755	2 594	2 601	4 859	3 785
Kortsiktig finansiell gjeld	2 666	2 175	2 699	4 369	4 790	3 501	3 212
Finansiell gjeld	7 929	5 376	6 455	6 964	7 391	8 359	6 997
Total gjeld	13 505	9 792	9 870	10 154	10 549	11 489	9 482
Totalkapital	31 894	26 377	24 376	23 671	22 307	21 267	17 994

Tabell 5-23: Omgruppert og justert balanse splittet opp i drifts- og finansrelaterte poster med forenklete summerte linjer

NOKm	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsrelaterte eiendeler (AM)	30 574	24 975	23 104	21 429	20 650	19 882	16 237
Langsiktig driftsrelatert gjeld	4 704	3 909	3 048	2 850	2 685	2 705	2 195
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	25 870	21 066	20 056	18 579	17 965	17 177	14 042
Driftsrelaterte eiendeler (OM)	695	767	625	1 076	836	454	804
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	873	507	367	340	473	425	289
Driftsrelatert arbeidskapital	-178	260	257	736	363	29	515
Netto driftseiendeler	25 692	21 326	20 313	19 315	18 328	17 206	14 557
Finansielle eiendeler	625	635	647	1 166	820	931	952
Sysselsatte eiendeler	26 317	21 961	20 961	20 481	19 149	18 137	15 509
Aksjeeiere i morselskapet (EK)	17 115	15 410	13 354	12 458	11 488	9 525	8 284
Ikke-kontrollerende eierinteresser (MIN)	1 273	1 175	1 152	1 060	269	253	229
Finansiell gjeld	7 929	5 376	6 455	6 964	7 391	8 359	6 997
Sysselsatt kapital	26 317	21 960	20 960	20 481	19 148	18 138	15 510

Tabell 5-24: Omgruppert og justert balanse, inndelt i sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital

NOKm	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	25 870	21 066	20 056	18 579	17 965	17 177	14 042
Driftsrelatert arbeidskapital	-178	260	257	736	363	29	515
Netto driftseiendeler	25 692	21 326	20 313	19 315	18 328	17 206	14 557
Egenkapital	17 115	15 410	13 354	12 458	11 488	9 525	8 284
Ikke-kontrollerende eierinteresser	1 273	1 175	1 152	1 060	269	253	229
Netto finansiell gjeld	7 303	4 741	5 807	5 797	6 571	7 428	6 045
Netto driftskapital	25 692	21 326	20 313	19 315	18 328	17 206	14 557

Tabell 5-25: Netto driftseiendeler og netto driftskapital

Omgruppert og justert kontantstrøm for Entra (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Netto driftsresultat	1808	1 778	1 980	1 764	1 734	1 483	1 234
(+) Unormalt netto driftsresultat	1 449	4 533	1 623	1 657	3 114	1 552	1 644
(-) Endring i netto driftseiendeler	-4 366	-1 013	-999	-986	-1 123	-2 649	-1 718
(=) Fri kontantstrøm fra drift	-1110	5 298	2 605	2 434	3 725	386	1 161
(+) Netto finansinntekt	9	9	9	14	18	12	16
(+) Unormalt netto finansresultat	-63	-447	-171	-99	-117	-67	266
(-) Endring i finansielle eiendeler	10	12	519	-346	111	21	1 449
(=) Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-1154	4 872	2 962	2 003	3 738	352	2 891
(-) Netto finanskostnad	-215	-218	-228	-209	-245	-269	-239
(+) Endring i finansiell gjeld	2 553	-1 079	-509	-427	-968	1 362	-803
(-) Netto minoritetsresultat	-156	-236	-279	-198	-50	-103	-73
(+) Endring i minoritetsinteresser	98	23	92	791	16	25	36
(+) Annet fullstendig resultat	0	-20	4	-5	0	-17	-29
(=) Fri kontantstrøm til egenkapital	1125	3 343	2 041	1 954	2 490	1 351	1 783

Tabell 5-26: Omgruppert og justert kontantstrøm

5.5 Presentasjon av omgrupperte og justerte regnskapstall for bransjen

I delkapittel 2.4 identifiserte vi komparative virksomheter som til sammen skulle danne grunnlag for gjennomsnittsvirksomheten i bransjen. I dette delkapittelet har vi sammenstilt alle regnskapstallene til virksomhetene, samt omgruppert og justert tallene som vi har gjort for Entra. Som følge av at flere av de komparative virksomhetene er svenske selskaper og rapporterer i svenske kroner har vi måttet valutajustere de svenske selskapenes regnskapstall. For å justere tallene i balansen har vi benyttet oss av SEK/NOK den 31.12 hvert år, mens vi for resultatregnskapene har vi benyttet oss av den gjennomsnittlige valutakursen i løpet av året. Siden vi benytter valutakurs ved utgangen av året på balansen og gjennomsnittlig valutakurs på resultatregnskapet, oppstår det omregningsdifferanser. Disse er lagt til under de unormale resultatpostene i den omgrupperte resultatoppstillingen.

Under følger omgruppert og justert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for bransjesnittet.

Resultatoppstilling for bransjen omgruppert (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsinntekter	14 456	14 215	14 327	13 547	12 710	11 588	10 037
(-) Driftskostnader	-3 549	-3 459	-3 536	-3 360	-3 233	-3 057	-2 642
(+) Andre inntekter	996	1 472	919	744	465	1 125	616
(-) Andre kostnader	-885	-1 533	-953	-746	-457	-1 252	-596
(-) Administrative kostnader	-607	-566	-563	-555	-517	-519	-501
(=) Driftsresultat i egen virksomhet	10 410	10 130	10 194	9 630	8 968	7 886	6 913
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-1 757	-1 710	-1 721	-1 626	-1 514	-1 331	-1 167
(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet	8 653	8 420	8 473	8 005	7 454	6 554	5 746
(+) Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	-253	67	335	92	139	-272	-27
(=) Netto driftsresultat	8 399	8 487	8 808	8 097	7 593	6 282	5 720
(+) Netto finansinntekt	33	17	11	26	9	5	7
(=) Nettoresultat til sysselsatt kapital	8 433	8 504	8 819	8 123	7 603	6 287	5 726
(-) Netto finanskostnad	-998	-946	-995	-977	-1 119	-1 266	-1 175
(-) Netto minoritetsresultat	-145	-236	-279	-198	-50	-103	-73
(=) Nettoresultat til egenkapital	7 290	7 322	7 545	6 949	6 433	4 918	4 478
(+) Unormalt netto driftsresultat (inkl. omregningsdifferanser)	13 072	11 026	12 123	15 350	13 790	14 037	7 369
(+) Unormalt netto finansresultat (inkl. omregningsdifferanser)	504	-1 543	-1 160	-626	-327	-637	191
(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapital	20 865	16 804	18 507	21 673	19 896	18 319	12 037
(-) Netto betalt utbytte	-4 257	-3 510	-3 321	-2 944	-2 741	-1 911	-1 732
(=) Endring i egenkapital	16 608	13 295	15 186	18 729	17 155	16 408	10 305

Tabell 5-27: Omgruppert og justert resultatoppstilling for bransjen

Omgruppert og justert balanse for bransjen (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsrelaterte eiendeler (AM)	166 955	138 102	135 382	123 375	114 602	107 855	77 283
Driftsrelaterte eiendeler (OM)	6 160	4 423	4 308	5 305	4 570	8 324	2 193
Driftsrelaterte eiendeler	173 115	142 525	139 689	128 679	119 172	116 178	79 476
Finansielle eiendeler (AM)	2920	3129	430	329	407	479	536
Finansielle eiendeler (OM)	2166	1375	1253	2454	1354	1052	893
Finansielle eiendeler	5 086	4 504	1 682	2 784	1 762	1 531	1 429
Total eiendeler	178 200	147 029	141 372	131 463	120 934	117 710	80 905
Aksjeeiere i morselskapet	55 122	47 340	44 806	43 112	40 877	39 485	29 572
Retained earnings	47 976	39 542	36 673	31 025	23 328	17 854	9 347
Egenkapital	103 097	86 882	81 479	74 136	64 205	57 338	38 918
Ikke-kontrollerende eierinteresser	1 323	1 188	1 198	1 074	294	249	215
Minoritetsinteresser	1 323	1 188	1 198	1 074	294	249	215
Langsiktig driftsrelatert gjeld	19 922	18 094	16 941	12 561	11 670	10 223	6 651
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	7306	5699	5737	4409	4961	4660	3504
Driftsrelatert gjeld	27 227	23 793	22 678	16 971	16 632	14 883	10 156
Langsiktig finansiell gjeld	40 731	28 791	26 443	28 648	25 483	32 413	14 244
Kortsiktig finansiell gjeld	5 824	6 373	9 571	10 634	14 322	12 818	17 374
Finansiell gjeld	46 555	35 163	36 014	39 282	39 805	45 231	31 617
Total gjeld	73 783	58 956	58 692	56 253	56 437	60 113	41 773
Totalkapital	178 200	147 029	141 372	131 463	120 934	117 710	80 905

Tabell 5-28: Omgruppert og justert balanse splittet opp i drifts- og finansrelaterte poster med forenklete summerte linjer

(NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsrelaterte eiendeler (AM)	166 955	138 102	135 382	123 375	114 602	107 855	77 283
Langsiktig driftsrelatert gjeld	19 922	18 094	16 941	12 561	11 670	10 223	6 651
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	147 033	120 008	118 441	110 813	102 932	97 632	70 631
Driftsrelaterte eiendeler (OM)	6160	4423	4308	5305	4570	8324	2193
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	7306	5699	5737	4409	4961	4660	3504
Driftsrelatert arbeidskapital	-1 146	-1 276	-1 430	896	-391	3 664	-1 311
Netto driftseiendeler	145 887	118 732	117 011	111 709	102 540	101 296	69 320
Finansielle eiendeler	5 086	4 504	1 682	2 784	1 762	1 531	1 429
Sysselsatte eiendeler	150 973	123 236	118 694	114 493	104 302	102 827	70 749
Aksjeeiere i morselskapet (EK)	103 097	86 882	81 479	74 136	64 205	57 338	38 918
Ikke-kontrollerende eierinteresser (MIN)	1 323	1 188	1 198	1 074	294	249	215
Finansiell gjeld	46 555	35 163	36 014	39 282	39 805	45 231	31 617
Sysselsatt kapital	150 973	123 236	118 694	114 493	104 302	102 827	70 749

Tabell 5-29: Omgruppert og justert balanse, inndelt i sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital

Omgruppert og justert netto driftskapital (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	147 033	120 008	118 441	110 813	102 932	97 632	70 631
Driftsrelatert arbeidskapital	-1 146	-1 276	-1 430	896	-391	3 664	-1 311
Netto driftseiendeler	145 887	118 732	117 011	111 709	102 540	101 296	69 320
Egenkapital	103 097	86 882	81 479	74 136	64 205	57 338	38 918
Ikke-kontrollerende eierinteresser	1 323	1 188	1 198	1 074	294	249	215
Netto finansiell gjeld	41 469	30 659	34 332	36 499	38 044	43 700	30 188
Netto driftskapital	145 887	118 732	117 012	111 709	102 540	101 296	69 320

Tabell 5-30: Netto driftseiendeler og netto driftskapital

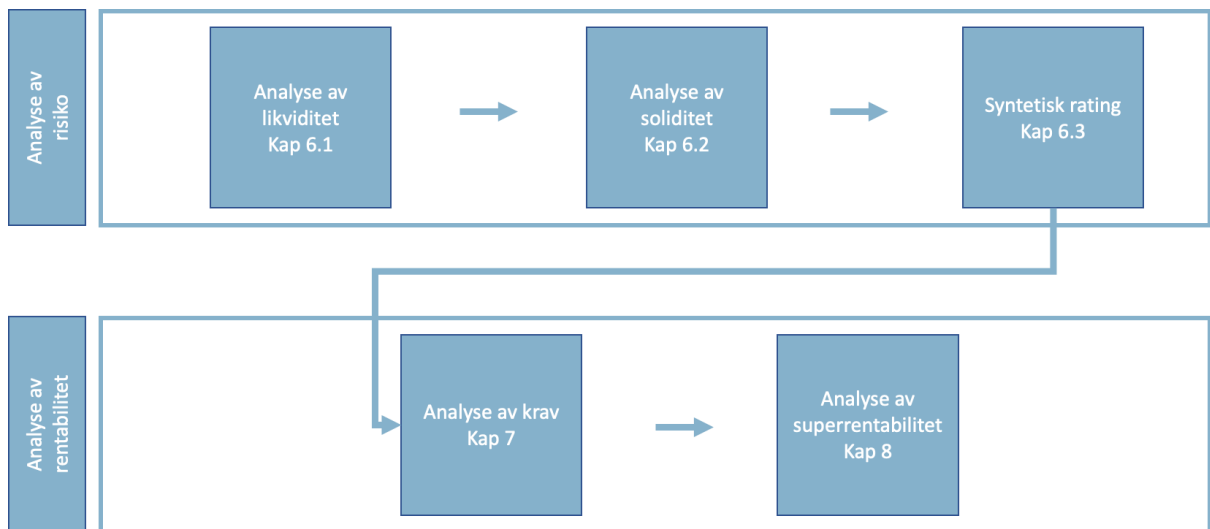
NOKm	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Netto driftsresultat	8 399	8 487	8 808	8 097	7 593	6 282	5 720
(+) Unormalt netto driftsresultat	13 072	11 026	12 123	15 350	13 790	14 037	7 369
(-) Endring i netto driftseiendeler	-27 156	-2 835	-11 010	-9 508	-2 994	-36 703	-299
(=) Fri kontantstrøm fra drift	-5 684	16 677	9 921	13 939	18 389	-16 383	12 790
(+) Netto finansinntekt	33	17	11	26	9	5	7
(+) Unormalt netto finansresultat	1 369	-621	-245	229	539	169	965
(-) Endring i finansielle eiendeler	-581	-2 822	1 101	-1 022	-231	-102	1 383
(=) Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-4 863	13 252	10 789	13 173	18 707	-16 311	15 144
(-) Netto finanskostnad	-1 863	-1 868	-1 911	-1 832	-1 985	-2 072	-1 950
(+) Endring i finansiell gjeld	11 392	-851	-3 268	-523	-5 426	13 614	-5 144
(+) Annet fullstendig resultat	77	-156	70	26	10	23	18
(=) Fri kontantstrøm til egenkapital	9 529	-2 719	-5 179	-2 355	-7 410	11 542	-7 094

Tabell 5-31: Omgruppert og justert kontantstrøm for bransjen

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

I de påfølgende kapitlene vil vi benytte oss av de omgrupperte og justerte tallene til å analysere kredittrisiko, avkastningskrav og rentabilitet for Entra og bransjen som helhet. I analysene ser vi nærmere på ulike forholdstall som er tilpasset de ulike analyseformålene. Et forholdstall er et relativt forhold mellom to regnskapstall, som gir innsikt i underliggende risiko eller rentabilitet (Plenborg, Kinserdal, & Petersen, 2021).

I kapittel 6 vil vi først analysere kredittrisiko ved å foreta analyser av forholdstall for likviditet og soliditet. Dette vil så oppsummeres i en syntetisk rating som angir kredittrisikoen for Entra. Videre vil i kapittel 7 beregne historiske avkastningskrav for Entra. Avslutningsvis vil vi i kapittel 8 benytte avkastningskravet til å analysere superrentabiliteten for Entra og bransjen. Denne stegvise tilnærmingen følger Knivsflå sitt rammeverk for forholdstallsanalyse (Knivsflå, 2021i). Vi har også benyttet oss av Plenborg mfl. (2021) som supplerende tilleggslitteratur til rammeverket.



Figur 5-4: Illustrasjon av rammeverk for forholdstallsanalyse (Knivsflå, 2021i)

6. Analyse av kredittrisiko

I dette kapitlet vil kredittrisikoen for Entra og bransjen analyseres ved bruk av forholdstall slik som gjennomgått i delkapittel 5.7. Formålet er å undersøke Entra og bransjen sin evne til å innfri deres forpliktelser. Analysen vil skille mellom risiko på kort og lang sikt der kort sikt defineres som en regnskapsperiode, eller tolv måneder (Plenborg, Kinserdal, & Petersen, 2021). For å analysere risiko på kort sikt vil vi foreta en likviditetsanalyse, mens på lang sikt vil vi foreta en soliditetsanalyse. Det hele vil så oppsummeres i en syntetisk kredittrating.

6.1 Likviditetsanalyse - kortsiktig risiko

I dette delkapitlet skal vi foreta en likviditetsanalyse der formålet er å analysere Entra og bransjen sin evne til å betjene deres kortsiktige forpliktelser. Dårlig likviditet er et tegn på at selskapet kan bli insolvent og følgelig gå konkurs. Vi vil i de følgende avsnittene analysere (1) *gjeldsdekning i balansen*, (2) *rentedekningsgrad* og (3) *gjeldsdekning gjennom kontantstrøm*.

6.1.1 Gjeldsdekning i balansen

Likviditetsgrad 1

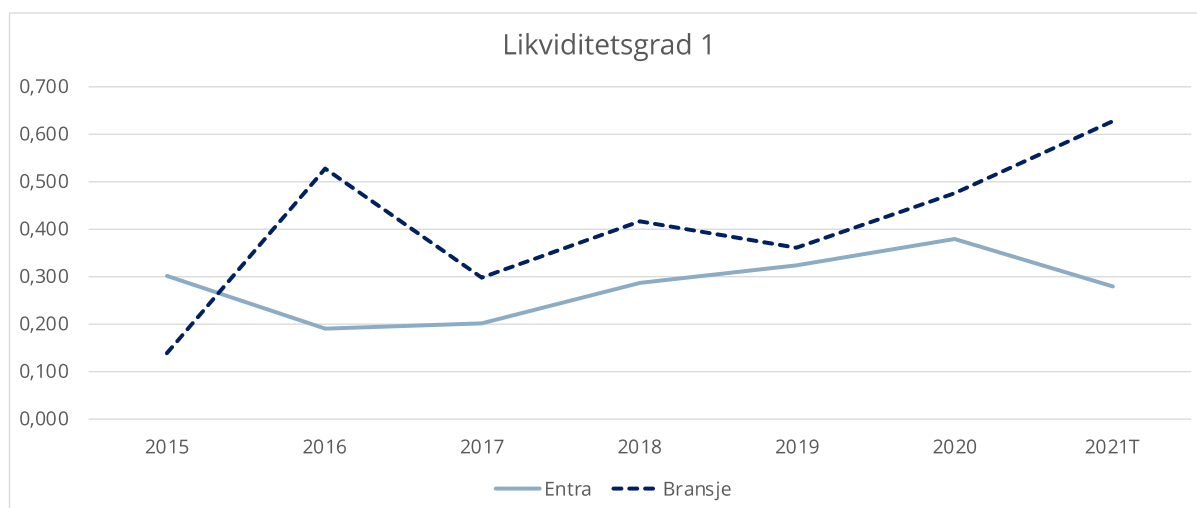
En av de mest brukte forholdstallene for å måle likviditeten er *likviditetsgrad 1* (LG1) (Plenborg, Kinserdal, & Petersen, 2021). LG1 sammenligner omløpsmidler med kortsiktig gjeld og er definert som følger:

$$LG1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Hovedtanken bak forholdstallet er at dess større likviditetsgrad, dess større sannsynlighet for at selskapet får dekket sine kortsiktige forpliktelser ved å likvidere omløpsmidlene. På generell basis vil tilsier en tommelfingerregel at en likviditetsgrad på over to er indikasjon på lav kortsiktig likviditetsrisiko. Det er imidlertid flere faktorer som taler for at LG1 ikke tjener formålet som ønsket og at en skal være forsiktig med å benytte tommelfingerregelen (Plenborg, Kinserdal, & Petersen, 2021). For det første så tar ikke LG1 høyde for at de fleste kortsiktige driftsrelaterte forpliktelser (eks. leverandørgjeld) til selskapene kontinuerlig refinansieres som

en konsekvens av løpende drift. Andre punkt er at dersom det foreligger en konsekvens for mislighold, vil bokførte verdier ikke nødvendigvis gi et rettviseende bilde av underliggende verdi ettersom IFRS er basert på forutsetningen om fortsatt drift. Det er med andre ord ikke sikkert at en kan likvidere omløpsmidlene til den bokførte verdien. Siste punkt som taler for varsomheten rundt bruken av LG1 er at det er stor forskjell fra bransje til bransje. Følgelig vil det være vanskelig å enes om et forholdstall som er tilfredsstillende for alle bransjene.

Ettersom vi i dette tilfellet holder oss innenfor en bransje, og ikke ser noen åpenbar mulighet for insolvens for de komparative selskapene vil vi benytte oss av LG1 videre i oppgaven. Under illustrer vi utviklingen i LG1 for Entra og bransjen som helhet i analyseperioden.



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Entra	0,303	0,190	0,203	0,288	0,326	0,381	0,278	0,281
Bransje	0,140	0,527	0,298	0,416	0,363	0,478	0,627	0,407

Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1

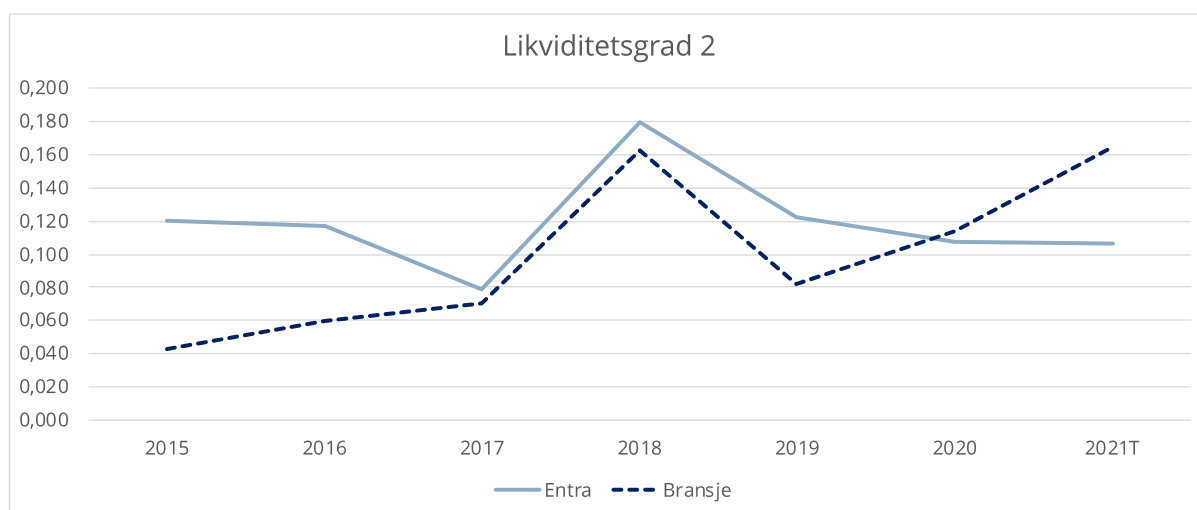
Slik det fremgår av figuren over har både Entra og bransjen en LG1 som avviker kraftig fra tommelfingerregelen. Det tyder på at Entra og bransjen har dårlig likviditet. Det er imidlertid bransjen som gir en god indikasjon på hva som er bransjestandarden. Det er vanskelig å se for seg at hele bransjen er illikvid. I dette tilfellet kan den lave likviditetsgraden forklares ved at

selskapene binder opp det meste av kapital i ulike eiendommer for å generere leieinntekter. Forholdstallet tar således ikke hensyn til at eiendommene i seg selv er forholdsvis likvide og kan tilføre selskapet kontanter. Vi ser imidlertid at Entra har en lavere likviditetsgrad enn bransjen i samtlige år i analyseperioden, med unntak av 2015. Dette er en varselampe for Entra, spesielt dersom bransjen går inn i dårligere tider og potensielt havner i brudd med lånevilkårene som kan føre til at langsiktig gjeld omklassifiseres til kortsiktig gjeld.

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 1 tar for seg forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. I *likviditetsgrad 2* (LG2) ønsker vi derimot å se nærmere på forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Dette kommer som et resultat av at driftsrelaterte omløpsmidler ikke kan realiseres uten at driften vil påvirkes (Plenborg, Kinserdal, & Petersen, 2021). Følgelig er det mer hensiktsmessig å se til LG2, hvilket kan uttrykkes slik:

$$LG2 = \frac{FOM}{KG} = \frac{FOM}{KDG+KFG}$$



Figur 6-2: Likviditetsgrad 2

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Entra	0,121	0,117	0,079	0,179	0,122	0,107	0,107	0,119
Bransje	0,043	0,060	0,070	0,163	0,082	0,114	0,165	0,100

Tabell 6-2: Likviditetsgrad 2

Slik det fremgår av grafen over har Entra hatt en LG2 som har vært høyere enn bransjen i hele analyseperioden, med unntak av 2020 og 2021T. En høy kontantbeholdning kan være bra i dårlige tider, men normalt sett vil en høy kontantbeholdning gi dårlig avkastning på kapitalen i forhold til å reinvestere den i markedet. Det er derfor viktig å finne en balanse. Slik det fremgår av det tidsvektede snittet har ikke Entra skilt seg stort fra bransjen de siste årene, og det kan således se ut til at det er bred enighet om hva som er en fornuftig LG2.

Finansiell gjeldsdekningsgrad

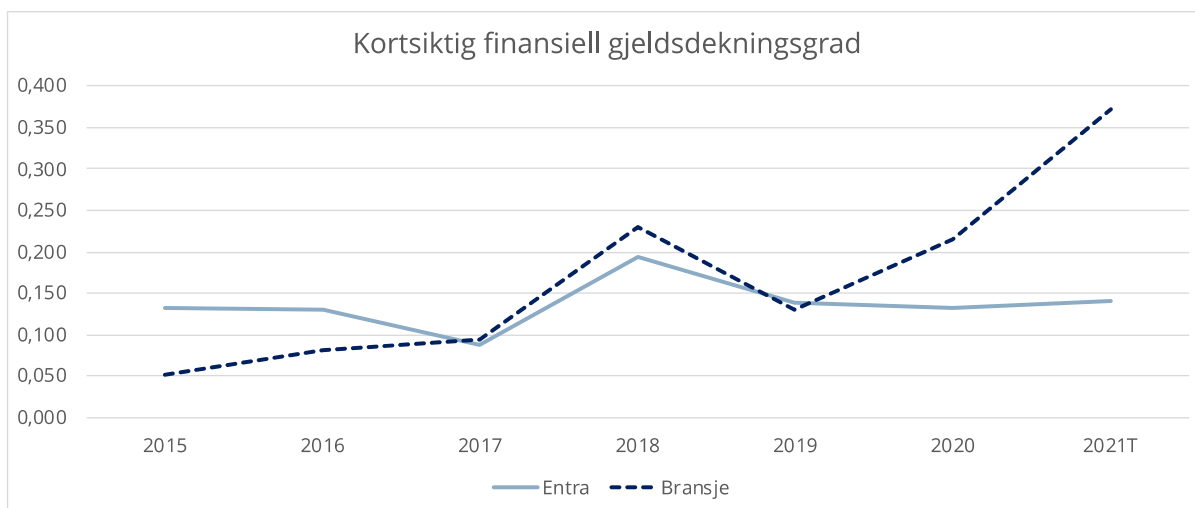
Finansiell gjeldsdekning viser forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld og uttrykkes slik:

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

Dersom forholdstallet er over 1 tilsier det at selskapet har netto finansielle eiendeler som overstiger den finansielle gjelden. Selskapet vil følgelig kunne betjene den finansielle gjelden med deres finansielle eiendeler. Det vil være mulighet for å se på dette på kort og lang sikt, herunder kortsiktig (langsiktige) eiendeler og kortsiktig (langsiktig) gjeld. Ettersom vi i dette delkapittelet analyserer den kortsiktige risikoen finner vi det hensiktsmessig å se til den kortsiktige finansielle gjeldsdekningsgraden, uttrykt slik:

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

I figuren under har vi illustrert utviklingen over kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad.



Figur 6-3: Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Entra	0,131	0,131	0,087	0,193	0,138	0,132	0,142	0,136
Bransje	0,051	0,082	0,095	0,231	0,131	0,216	0,372	0,168

Tabell 6-3: Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad

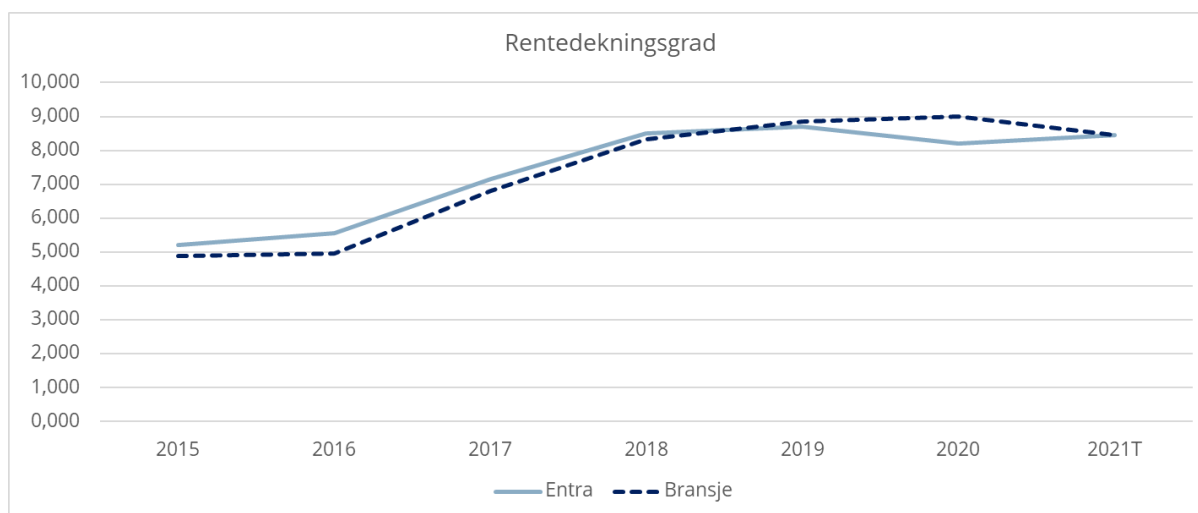
Slik det fremgår av grafen over har Entra og bransjen hatt relativt lik kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad, med unntak av 2021T. Dette skyldes at bransjeselskapene har økt deres kontantbeholdning og betalt ned kortsiktig gjeld. Dette kan være en indikasjon på at bransjen rigger seg for tøffere tider. Entra på den andre siden har holdt andelen relativt konstant. Forholdstallet må uansett kunne anses for å være noe lavt, både for Entra og bransjen. Ser en imidlertid dette opp mot totalkapitalen utgjør det en forholdsvis liten andel av balansen. Det er følgelig lite trolig at Entra og bransjen vil havne i likviditetsproblemer.

6.1.2 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad uttrykker selskapets evne til å betjene deres finanskostnader gjennom nettoresultat til sysselsatt kapital. I denne analysen benytter vi de normaliserte og justerte tallene for å finne ut om selskapets normale drift dekker deres rentekostnader. Rentedekningsgrad uttrykkes slik:

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

En høy rentedekningsgrad er et tegn på god likviditet og at selskapet tåler å ta på seg mer gjeld eller økte finanskostnader. Det må likevel tolkes varsomt ettersom at resultatet til enkelte selskaper kan være volatile. For eiendomsbransjen er ikke dette tilfellet og rentekostnaden her utgjør en av bransjens største kostnader. Således kan det argumenteres for at det er et viktig nøkkeltall. Utviklingen i rentedekningsgraden for Entra og bransjen er illustrert i figuren under.



Figur 6-4: Rentedekningsgrad

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Entra	5,221	5,566	7,149	8,507	8,712	8,211	8,441	7,401
Bransje	4,872	4,966	6,794	8,317	8,863	8,992	8,451	7,322

Tabell 6-4: Rentedekningsgrad

Slik det fremgår av figuren over har både Entra og bransjen hatt en jevnt stigende rentedekningsgrad fra 2015 og frem til 2021T. I tillegg til at den har vært stigende, har rentedekningsgraden vært relativt lik for Entra og bransjen. En stigende rentedekningsgrad indikerer at verdiskapningen i økende grad betjener finanskostnadene. Når det er sagt har renta, som illustrert i delkapittel 2.6.2, vært fallende i perioden. Til tross for at renta har vært fallende har selskapene tatt opp mer lån. Det kan således argumenteres for at Entra og bransjen har klart å øke nettoresultat til sysselsatt kapital mer enn det netto finanskostnader har økt. Dette er en positiv indikator for Entra og bransjen.

6.1.3 Gjeldsdekning gjennom kontantstrøm

Videre finnes det hensiktsmessig å analysere gjeldsdekning gjennom kontantstrømmen. Gjeldsdekning kan analyseres ved å undersøke forholdet mellom fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital og fri kontantstrøm til finansielle långivere (Knivsflå, 2021i). Samtidig vil et slikt forholdstall ikke ha verdi dersom det er slik at endring i finansiell gjeld er større enn netto finanskostnader (Knivsflå, 2021i). Det vil si når selskapet er i en situasjon der de tar opp mer gjeld enn de nedbetaler. For Entra sin del er endring i finansiell gjeld større enn netto finanskostnader i 2016 og 2021T. Av denne grunn vil det ikke være hensiktsmessig å analysere gjeldsdekning gjennom kontantstrømmen for denne oppgaven.

Samtidig kan kontantstrømanalyse skape innsikt da det synliggjør hvordan kontantstrøm fra driften og den sysselsatte kapitalen fordeles på investeringer, egenkapitaleiere og fremmedinvestorer. I følgende tabell presenteres derfor en oversikt over hvor kontantstrømmen skapes og hvor den ender.

Fri kontantstrøm (NOKm)	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Netto driftsresultat	1808	1 778	1 980	1 764	1 734	1 483	1 234
(+) Unormalt netto driftsresultat	1 449	4 533	1 623	1 657	3 114	1 552	1 644
(-) Endring i netto driftseiendeler	-4 366	-1 013	-999	-986	-1 123	-2 649	-1 718
(=) Fri kontantstrøm fra drift	-1110	5 298	2 605	2 434	3 725	386	1 161
(+) Netto finansinntekt	9	9	9	14	18	12	16
(-) Endring i finansielle eiendeler	10	12	519	-346	111	21	1 449
(+) Unormal netto finansresultat	-63	-447	-171	-99	-117	-67	266
(=) Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-1154	4 872	2 962	2 003	3 738	352	2 891
(-) Netto finanskostnad	-215	-218	-228	-209	-245	-269	-239
(+) Endring i finansiell gjeld	2 553	-1 079	-509	-427	-968	1 362	-803
(-) Netto minoritetsresultat	-156	-236	-279	-198	-50	-103	-73
(+) Endring i minoritet	98	23	92	791	16	25	36
(=) Fri kontantstrøm til egenkapital	1125	3 363	2 037	1 959	2 490	1 368	1 812

Tabell 6-5: Kontantstrøm for analyse av gjeldsdekning gjennom kontantstrøm

Fra tabellen leser vi at fri kontantstrøm fra drift er positiv i hele analyseperioden utenom 2021T. I 2021T er kontantstrøm fra driften negativ, dette følger av at Entra i løpet av året har investert betydelige summer i anleggsmidler, herunder investeringseiendommer. En stor bidragsyter til den negative kontantstrømmen er derfor endring i netto driftseiendeler. I tillegg vil bidraget fra unormalt netto driftsresultat variere, da denne posten består av verdiendringer på eiendomsporteføljen og følgelig avhenger av forhold utenfor selskapets kontroll. Verdiendringene vil heller ikke påvirke selskapets likviditet, ettersom det kun er en justering av balanseverdier til virkelig verdi.

Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital er også positiv fra 2015 til 2020. Det vil si at Entra er i stand til å gjøre opp for sine finansielle forpliktelser uten tilførsel av ny kapital i samtlige år, utenom 2021T. Tilførsel av kapital ser vi at selskapet får ved å øke den finansielle gjelden, noe de har gjort i 2016 og 2021T. Opptak av ny gjeld fører til at fri kontantstrøm til egenkapital også er positiv i de to årene selskapet øker den finansielle gjelden.

6.2 Soliditetsanalyse - langsiktig risiko

I dette delkapittelet vil fokuset være på selskapets langsiktige kredittrisiko, herunder selskapets evne til å fortsette som en videreført virksomhet (“going concern”) over tid ved å betale all gjeld etter hvert som den forfaller som en del av den ordinære virksomheten.

Fremtidige tap føres mot egenkapitalen, og egenkapitalen kan derfor ses på som en buffer mot uforventede tap i fremtiden (Plenborg, Kinserdal, & Petersen, 2021). En høy egenkapitalandel kan følgelig ses på som et sunt tegn da selskapet vil være rustet for dårlige tider. Vi vil følgelig i dette delkapittelet se på ulike forholdstall som måler selskapets soliditet. Soliditetsanalysen vil ta for seg følgende; (1) *analyse av egenkapitalandelen*, (2) *netto driftsrentabilitet*, og (3) *analyse av kapitalstruktur*.

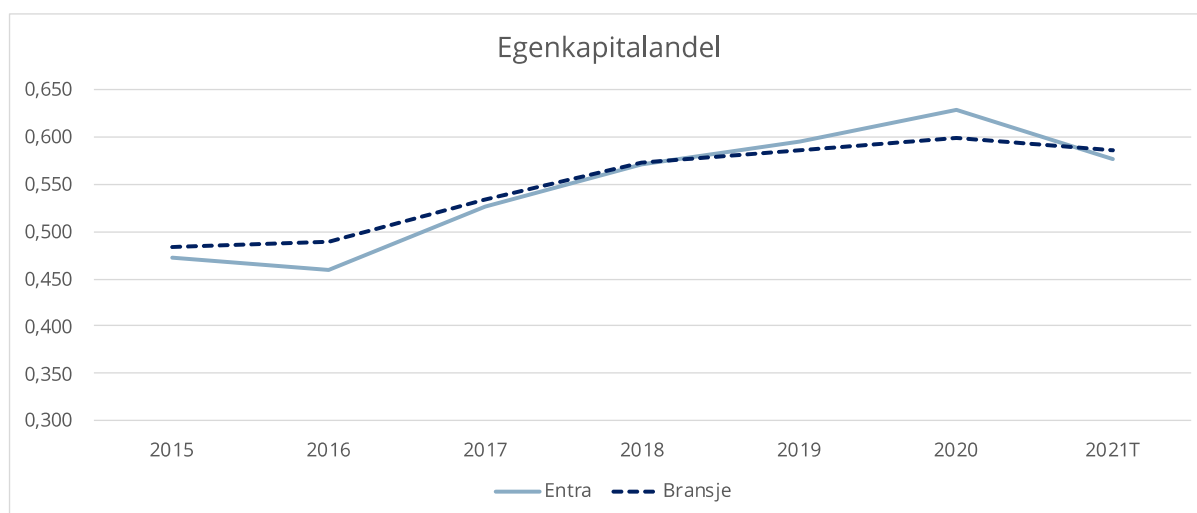
6.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel har vist seg å være et av de beste forholdstallene til å forutse konkurs i tidlig fase (Plenborg, Kinserdal, & Petersen, 2021). Selskaper som har en lav egenkapitalandel, tenderer til å gå konkurs oftere enn dem som har en høy egenkapitalandel. Egenkapitalandel for konsern kan uttrykkes slik:

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

Forholdstallet sier noe om hvor mye av eiendelene som er finansiert med egenkapital og hvor store tap selskapet kan bli påført før kreditor må ta tapet. Plenborg mfl. (2021) mener at selskapet bør som et minimum ha et nivå av egenkapital som kan absorbere tap som kan forventes over tid i henhold til firmaets risikoprofil. Likevel så er det forskjell fra bransje til

bransje om hva som er en passende egenkapitalandel. Under illustrerer vi egenkapitalandelen til Entra og bransjen.



Figur 6-5: Egenkapitalandel

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Entra	0,473	0,460	0,527	0,571	0,595	0,629	0,577	0,547
Bransje	0,484	0,489	0,533	0,572	0,585	0,599	0,586	0,550

Tabell 6-6: Egenkapitalandel

Slik det fremgår av figuren over har Entra og bransjen vekslet på å ha høyest egenkapitalandel, men jevnt over ligget i nærheten av hverandre. I tillegg ser vi at egenkapitalandelen jevnt over er høy og stabil, både for Entra og bransjen. Kombinasjonen av økende gjeld samtidig som egenkapitalandelen øker sier noe om lønnsomheten i bransjen. Med andre ord så har verdiøkningen og inntektene fra byggene vært større en opptaket av ny gjeld.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er et mål på selskapets rentabilitet på netto driftseiendeler. Dette er et viktig forholdstall ettersom negative resultater vil svekke selskapets soliditet ved at det tærer på egenkapitalen. Netto driftsrentabilitet uttrykkes som følger:

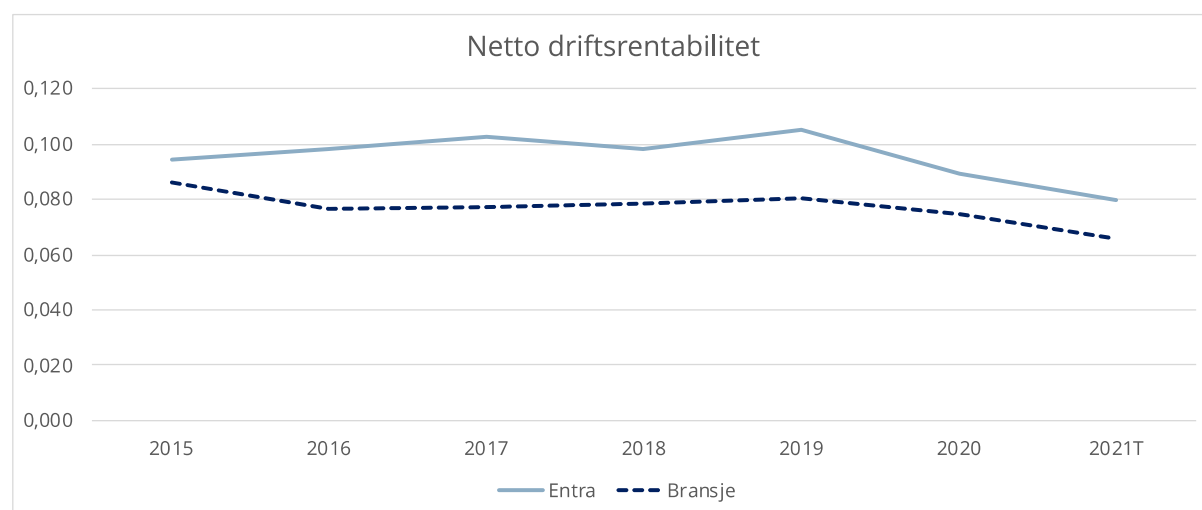
$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$

der

NDR = Netto driftsresultat

NDR = Netto driftseiendeler

Som presisert i delkapittel 5.3.1 er netto driftsresultat fri for unormale poster og finansposter og består utelukkende av normale driftsposter. Dette gir et godt bilde av lønnsomheten på driften av selskapet. Netto driftseiendeler er nærmere forklart i delkapittel 5.3.2. Under har vi illustrert netto driftsrentabiliteten til Entra og bransjen.



Figur 6-6: Netto driftsrentabilitet

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Entra	0,094	0,098	0,103	0,098	0,105	0,089	0,080	0,095
Bransje	0,086	0,076	0,077	0,079	0,080	0,075	0,066	0,077

Tabell 6-7: Netto driftsrentabilitet

Slik det kommer frem av figuren over har Entra og bransjen hatt lønnsom drift i hele analyseperioden. Entra har konsekvent ligget over bransjen, men vi ser imidlertid at netto driftsrentabilitet har trendet nedover for både Entra og bransjen. Vi kan synes å spore virkninger fra Covid-19 i år 2020 og at dette ikke har hentet seg inn igjen enda. Forholdstallet vil bli analysert videre i kapittel 8.

6.2.3 Analyse av kapitalstruktur

Avslutningsvis i soliditetsanalysen vil vi analysere finansieringsstrukturen til Entra og bransjen ved å benytte en statisk finansieringsanalyse. Hensikten med analysen er å finne ut hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med lang- og kortsiktig kapital, for å kunne avdekke risiko (Knivsflå, 2021i). I dette delkapittelet vil vi skille mellom kort- og langsiktig gjeld da det er forskjellig risiko knyttet til disse. Kortsiktig gjeld anses som mer risikofylt enn langsiktig gjeld ettersom det er vanskeligere å snu rundt driften på kort sikt. Dess raskere kurven går til bunn i finansieringsmatrisen, dess mindre risikabel og mer solid er finansieringen.

I den statiske finansieringsanalysen vil vi benytte tallene for 2021T. Eiendelene vil her rangeres etter illikviditet og kapitalen etter langsiktighet (Knivsflå, 2021i). Kapitalstrukturen for Entra og bransjen er illustrert i finansieringsmatrisene under.

Entra (NOKm)	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	17 115	1 273	4 704	5 263	873	1 346	30 574
FAM						248	248
DOM						695	695
FOM						377	377
TK	17 115	1 273	4 704	5 263	873	2 666	31 894

Tabell 6-8: Kapitalstruktur for Entra

Entra	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	56%	4%	15%	17%	3%	4%	96%
FAM						100%	1%
DOM						100%	2%
FOM						100%	1%
TK	54%	4%	15%	17%	3%	8%	100%

Tabell 6-9: Kapitalstruktur for Entra målt i prosent av totale eiendeler og total kapital

Bransjen (NOKm)	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	103 097	1 323	19 922	40 731	1883		166 955
FAM					2920		2 920
DOM					2503	3657	6 160
FOM						2166	2 166
TK	103 097	1 323	19 922	40 731	7 306	5 823	178 200

Tabell 6-10: Kapitalstruktur for bransjen

Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	62%	1%	12%	24%	1%		94%
FAM					100%		2%
DOM					41%	59%	3%
FOM						100%	1%
TK	58%	1%	11%	23%	4%	3%	100%

Tabell 6-11: Kapitalstruktur for bransjen målt i prosent av totale eiendeler og total kapital

Vi ser av finansieringsmatrisene over at Entra sin er horisontal og ikke går til “bunns” før vi når kortsiktig finansiell gjeld. Dette er en indikasjon på at selskapet har en risikofylt kapitalstruktur hvor kortsiktig finansiell gjeld finansierer deler av driftsrelaterte eiendeler og resterende eiendeler. Når det er sagt så utgjør den kortsiktige finansielle gjelden kun 8 prosent av den totale finansieringen for Entra. Kortsiktig gjeld totalt utgjør kun 11 prosent. Sammenligner vi med bransjen ser vi at kurven i matrisen faller tidligere og fremstår således som mindre risikabelt finansiert enn Entra. Kortsiktig finansiell gjeld utgjør imidlertid bare halvparten av hva den gjør for Entra. Den totale kortsiktige finansieringen utgjør 7 prosent for bransjen. Dette er bare 4 prosentpoeng lavere enn Entra. Når vi ser til andre enden av risikoskalaen ser vi at bransjen har en relativt høyere andel av eiendelene finansiert med egenkapital. Totalt sett er det et “rødt flagg” at Entra er mer risikabelt finansiert enn bransjen som helhet.

6.3 Syntetisk rating

Analyse av risiko, herunder kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko, kan oppsummeres gjennom en karakter på risikoen. Dette er det vi kaller syntetisk rating (Knivsflå, 2021i). Store foretak blir tradisjonelt sett kredittvurdert av selskaper som Fitch, Moody`s og Standard & Poor`s. Disse selskapene gjennomfører en organisert kredittvurdering som resulterer i en karakter. De ulike kredittvurderingsselskapene benytter seg av ulike karakterskalaer. Den vanligste er Standard & Poor`s som strekker seg fra AAA til D, der AAA er den beste kredittvurderingen en kan oppnå. Selskaper som har en rating i intervallet AAA til BBB er ansett som “investment grade”, mens selskaper i intervallet BB til CC er ansett som “speculative”. Dårligere enn det igjen er ansett som “in default”.

For selskaper som ikke har fått en slik rating som nevnt ovenfor vil en kunne lage en syntetisk rating for å prøve å klassifisere selskapet i riktig risikoklasse, basert på tall utarbeidet i likviditets- og soliditetsanalysen. De fire forholdstallene som blir brukt til å fastsette den syntetiske ratingen er likviditetsgrad, rentedekningsgrad etter skatt, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2021i). Under følger en tabell med forslag til rating basert på fire forholdstall. Tallene i fet skrift angir grenseverdier, mens de andre angir medianverdien.

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

Tabell 6-12: Oversikt over sammenheng mellom syntetisk rating og forholdstallene (Knivsflå, 2021i)

Videre utarbeider vi den syntetiske ratingen av Entra og bransjen i analyseperioden.

Entra	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Likviditetsgrad (LG1)	0,303	0,190	0,203	0,288	0,326	0,381	0,278
Rating	CC	C	C	CC	CC	CCC	CC
Rentedekningsgrad	5,221	5,566	7,149	8,507	8,712	8,211	8,441
Rating	A	A	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0,473	0,460	0,527	0,571	0,595	0,629	0,577
Rating	BBB	BBB	A	A	A	A	A
Netto driftsrentabilitet	0,094	0,098	0,103	0,098	0,105	0,089	0,080
Rating	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Samlet rating	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 6-13: Syntetisk rating for Entra

Bransjen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Likviditetsgrad (LG1)	0,140	0,527	0,298	0,416	0,363	0,478	0,627
Rating	D	CCC	CC	CCC	CCC	CCC	B
Rentedeckningsgrad	4,872	4,966	6,794	8,317	8,863	8,992	8,451
Rating	A	A	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0,586	0,599	0,585	0,572	0,533	0,489	0,484
Rating	A	A	A	A	A	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet (%)	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Rating	B	B	BB	BB	BB	BB	BB
Samlet rating	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 6-14: Syntetisk rating for bransjen

Slik det fremgår av tabellene over finner vi at tidsvektet gjennomsnittlig syntetisk rating for både Entra og bransjen er BB. Dette tilsvarer en konkurssansynlighet på 0,97 prosent (Knivsflå, 2021i). Det som i all hovedsak trekker ned ratingen er en svak likviditetsgrad 1.

Det er likevel viktig å se denne ratingen i sammenheng med den strategiske analysen fra kapittel 4. I den strategiske analysen konkluderte vi med at det er en økende etterspørsel etter næringseiendom, lav rente, svak valuta og positiv BNP som driver prisene oppover i næringseiendomsmarkedet. Det er imidlertid forventet at renten skal videre oppover de kommende årene. Dette vil slå ut på ratingen ettersom rentekostnaden ofte er største kostnadspost, samt at verdiene på eiendommene vil falle grunnet en yieldekspansjon. Dette vil tære på egenkapitalen. Likevel så påpekte vi solide leietakere, høye inngangsbarrierer, gode rammevilkår, svak konkurranse og tilgang på fordelaktig finansiering som argumenter for at det er en lønnsom og stabil bransje. Det er også viktig å tenke på at egenkapitalprosenten hadde vært langt høyere dersom selskapene ikke hadde betalt så store utbytter som de gjør. Vi ser også at Entra og bransjen har oppnådd ratingen BBB de siste årene og at de fleste av forholdstallene trender oppover.

Samlet sett gjør dette at vi mener Entra fortjener ratingen BBB istedenfor BB. Dette samsvarer også godt med Moodys sin kredittrating på Baa1 slik det fremgår av Entra sin årsrapport (2020). Vi får dermed en konkurssansynlighet på 0,26 prosent i løpet av ett år.

7. Historisk avkastningskrav

Et selskap må gi både egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer avkastning på den kapitalen de har skutt inn (Kaldestad & Møller, 2016). Avkastningen som investorene krever skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Penman, 2013). I dette kapittelet skal vi beregne historiske avkastningskrav for Entra. Dette er en komplisert øvelse preget av en rekke skjønnsmessige vurderinger. Kravene vil brukes til å analysere lønnsomhet i rentabilitetsanalysen i kapittel 8, i tillegg vil de danne grunnlaget for å utarbeidelse av fremtidskrav i kapittel 10.

7.1 Avkastningskrav til totalkapitalen

Totalavkastningskravet er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad, også kjent som WACC (Weighted Average Cost of Capital) (Kaldestad & Møller, 2016). Et selskap kan ha en rekke ulike finansieringskilder som alle har ulik grad av risiko (Penman, 2013). Når risikoen er forskjellig mellom kildene, vil den forventede avkastningen mellom disse også variere. Totalavkastningskravet vekter de ulike kildene og gir oss et mål på den gjennomsnittlige kapitalkostnaden i selskapet. Årsaken til at vi ønsker å beregne WACC er at den frie kontantstrømmen som diskonteres for å estimere en verdi på selskapet, skal kunne betjene alle de ulike finansieringskildene selskapet benytter seg av (Kaldestad & Møller, 2016). Totalavkastningskravet kan beregnes ved følgende formel:

$$WACC = R_e * \frac{E}{E + D} + R_d(1 - t) * \frac{D}{E + D}$$

der

E = markedsverdi av egenkapital

D = markedsverdi av gjeld

R_e = selskapets egenkapitalkostnad

R_d = selskapets gjeldskostnad

t = nominell skattekostnad

Av formelen ser vi at vi må kjenne til selskapets egenkapital- og gjeldskostnad før vi kan beregne et avkastningskrav til totalkapitalen.

7.2 Avkastningskrav til egenkapitalen

Egenkapitalkostnaden omtales også som avkastningskravet til egenkapitalen. Det er flere metoder for å beregne denne, men den mest brukte modellen er kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model). Modellen bygger på en forutsetning om at kapitalmarkedene er effisiente slik at den eneste måten investorer kan få bedre betalt på, er gjennom systematisk risiko. Systematisk risiko knytter seg til utvikling i faktorer som påvirker alle selskaper, for eksempel rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon (Kaldestad & Møller, 2016). Motsetningen er usystematisk risiko som knytter seg til forhold som kun påvirker det enkelte selskap. Denne formen for risiko er mulig å eliminere ved diversifisering. I henhold til kapitalverdimodellen vil ikke markedet gi kompensasjon for slik risiko. Modellen tar derfor utgangspunkt i at den eneste relevante risikoen er systematisk risiko og derfor det eneste som skal kompenseres for i avkastningskravet.

I henhold til kapitalverdimodellen kan avkastningskravet til egenkapitalen beregnes ved følgende formel:

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

der

R_e = selskapets egenkapitalkostnad

R_f = risikofri rente

β = selskapets egenkapitalbeta

R_m-R_f = markedet risikopremie

I det følgende vil vi gå gjennom de ulike komponentene i kapitalverdimodellen.

7.2.1 Risikofri rente

Den første komponenten i kapitalverdimodellen er den risikofrie renten. Den risikofrie renten er avkastningen på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko og dermed er risikofri (Kaldestad & Møller, 2016). Etersom ingen verdipapirer er fullstendig uten risiko, er den risikofrie renten en hypotetisk avkastning. I praksis er renten på statsobligasjoner det nærmeste vi kommer en risikofri investering. Det oppstår imidlertid en rekke spørsmål knyttet til hvilken statsobligasjonsrente en bør ta utgangspunkt i, ettersom det både finnes lange og korte statsobligasjoner. I tillegg vil hvilket lands statsobligasjon du tar utgangspunkt i være av betydning dersom selskapet har virksomhet i flere land.

Det finnes flere løsninger på hvilken statsobligasjonsrente en bør ta utgangspunkt i. Etersom vi forventer en lang levetid for Entra og selskapets kontantstrømmer, er det mest nærliggende å ta utgangspunkt i en lang rente. En lang rente varierer mindre enn en kort rente, og gir et mer stabilt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2016). Entra har alle sine investeringer i Norge noe som gjør at vi unngår problematikken knyttet til hvilket lands statsobligasjon vi tar utgangspunkt i. For resten av oppgaven vil vi derfor benytte oss av en 10-årig norsk statsobligasjon som den risikofrie renten. Etersom den norske stat har syntetisk rating lik AAA, vil det ikke legges til noen kredittrisiko-premie. Følgelig legges årsgjennomsnittet for perioden 2015-2020, hentet fra Norges Bank sine nettsider, til grunn som risikofri rente i analyseperioden fram til 2020 (Norges Bank, 2021). For 2021 benytter vi oss av gjennomsnittet av månedsgjennomsnittet hittil i år.

For å sikre konsistens i verdivurderingen må vi justere den risikofrie renten for skatt. Til dette benytter vi oss av den nominelle skattesatsen for det enkelte år. I følgende tabell presenteres derfor årsgjennomsnittet for den 10-årige statsobligasjon i analyseperioden, inkludert justering for skatt.

Risikofri rente, 10-årig	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Statsobligasjon 10 år, gjennomsnitt	1,35 %	0,82 %	1,49 %	1,88 %	1,64 %	1,33 %	1,57 %
(-) Skatt	-0,30 %	0,18 %	0,33 %	0,43 %	0,39 %	0,33 %	0,42 %
(=) Risikofri rente etter skatt	1,05 %	1,00 %	1,82 %	2,31 %	2,03 %	1,66 %	1,99 %

Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt

7.2.2 Markedet risikopremie

Den neste komponenten vi ønsker å gjøre rede for, er markedets risikopremie. Markedets risikopremie er den meravkastningen investorer i aksjemarkedet forventer å få utover den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016). Den kan derfor tolkes som den kompensasjonen du mottar ved å være eksponert for markedet og dermed bære systematisk risiko.

Det finnes flere metoder for å estimere markedets risikopremie. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) presenteres det tre: *historisk risikopremie*, *implisitt premie* og *spørreundersøkelse*.

Historisk risikopremie

Den første metoden dreier seg om å beregne en historisk risikopremie. Dette kan gjøres ved å sammenligne aksjeavkastning med utvikling i den risikofrie renten. Ettersom det er vanskelig å predikere en fremtidig premie, kan historiske tall være et godt estimat på fremtiden. Dette begrunnes med at investorer sannsynligvis vil skue til den avkastningen en historisk har realisert, når en setter krav til fremtidige investeringer (Kaldestad & Møller, 2016). Det finnes dog en rekke ulemper ved metoden. For det første har historien vist at det sjelden er slik at fremtidig risikopremie er lik den historiske risikopremien. En grunn til dette kan for eksempel være at det historiske tallgrunnlaget inneholder effekter fra hendelser som sannsynligvis ikke vil inntreffe på nytt. En annen ulempe er at metoden beror seg på historisk utvikling i aksjeindekser som ikke tar hensyn til avkastning fra utbytte. En tredje ulempe er at det over tid har vært store endringer i skatteregler. For eksempel vil investorer redusere sitt avkastningskrav dersom skatten på aksjegevinster reduseres. Til tross for en rekke ulemper anses likevel historisk risikopremie som en akseptert metode og regnes som den mest utbredte i praksis.

Implisitt risikopremie

Den andre metoden handler om å estimere en implisitt markedspremie basert på dagens børsverdi. Her benytter en seg som regel av en vekstmodell, som for eksempel Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016). Fordelen med en slik metode er at den er fremtidsrettet, markedsdrevet og uavhengig av historiske data. Det vil si at det er avkastningen i tiden fremover som er relevant, ikke hva den historisk har vært (Kaldestad & Møller, 2016). Ulempen med metoden er at den er usikker og sensitiv for endringer. I tillegg vil bruk av denne

metoden forutsette at markedet for øvrig bruker den samme verdsettelsesmodellen - noe som sjeldent er tilfelle.

Spørreundersøkelse

Den tredje metoden er å utføre en spørreundersøkelse blant markedsaktører der de blir bedt om å redegjøre for sitt syn på avkastningen i markedet fremover. Ved å henvende seg til aktørene i markedet får en et godt estimat på forventningene fremover, således er også denne metoden framtidsrettet. Ulempene ved en slik spørreundersøkelse er at deltakerne kan være påvirket av dagens markedssentiment når undersøkelsen gjennomføres og ikke evner å se fremover, i tillegg til at det kan være enkelt å se mot historiske tall når en svarer på undersøkelsen.

Beregnet risikopremie

For å komme fram til markedets risikopremie har vi valgt å kombinere den første og den tredje metoden. Til å begynne med er vi nødt til å finne den realiserede avkastningen i analyseperioden. Til å beregne premien har vi valgt å lene oss på kalkulasjoner utført av Knivsflå (2021j). Knivsflå benytter seg av en metode der han vekter en premie basert på en langsiktig børsavkastning (1958 til 2020) og en premie basert på kortsiktig børsavkastning (2015 til 2020) med vekter på hhv. $\frac{1}{3}$ og $\frac{2}{3}$. Videre forventer vi en noe lavere risikopremie for 2021. Dette begrunner vi med at Norges Bank allerede har økt styringsrenten én gang, i tillegg til at det forventes ytterligere en renteheving i desember. Vi nedjusterer derfor den kortsiktige risikopremien for 2021 med 20 basispunkter sammenlignet med året før. Vi får dermed følgende oversikt over den historiske risikopremien i analyseperioden:

Tall i prosent	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Kortsiktig premie	3,20%	3,40%	3,90%	3,80%	3,30%	3,50%	3,60%
(*) Vekt 2/3	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%
(+) Langsiktig premie	7,00%	7,00%	7,40%	7,30%	7,50%	7,30%	7,20%
(*) Vekt 1/3	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%
(=) Markedets risikopremie	4,5%	4,6%	5,1%	5,0%	4,7%	4,8%	4,8%

Tabell 7-2: Markedets risikopremie

Til å supplere risikopremien basert på historiske tall ønsker vi å benytte oss av metode tre, som tar for seg spørreundersøkelser. I Norge utfører PwC en spørreundersøkelse ved utgangen av

hvert år som ofte tas i bruk som et mål på markedets risikopremie. For perioden 2015 til 2020 har undersøkelsen gitt følgende resultater:

Markedets risikopremie, PwC	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Markedsrisikopremie, vektet snitt	4,80%	4,90%	5,00%	5,00%	4,90%	5,20%
Markedsrisikopremie, median	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%

Tabell 7-3: Markedsrisikopremie basert på spørreundersøkelse fra PwC

Av tabellen ser vi at resultatene av undersøkelsen i snitt gir en noe høyere risikopremie enn det som er estimert basert på det historiske tallgrunnlaget. Samtidig ser vi at de i stor grad samsvarer og at det ikke er snakk om store differanser. Vi anser derfor de historiske risikopremiene som et godt estimat på markedets risikopremie og vil benytte oss av disse videre i oppgaven.

7.2.3 Andre premier

En likviditetspremie skal kompensere investoren for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering (Kaldestad & Møller, 2016). Dette er spesielt aktuelt for noterte selskaper der omsetningen i aksjen er lav. For å kompensere for denne risikoen kan en altså legge til en illikviditetspremie. Entra har gjennom en årrekke vært blant de mest omsatte selskapene på Oslo Børs, således kan en hevde at det ikke er fare for å potensielt bli låst inne i aksjen da likviditeten historisk har vært god. Samtidig har vi tidligere nevnt at det foregår en budkamp om Entra, der flere selskaper har ønsket å posisjonere seg. Av aksjonæroversikten i delkapittel 2.1.8 ser vi at et fåtall aksjonærer står med en betydelig eierandel i selskapet og resultatet av dette er at den frie flyten av aksjer er relativt liten. Vi ønsker derfor å legge til en illikviditetspremie på 1,5 prosent for Entra i egenkapitalkravene for 2021 og 2020 og 1 prosent for perioden 2015-2019.

Når vi senere skal sette sammen de ulike avkastningskravet for minoritet ønsker vi også for denne å legge til en illikviditetspremie. Selskapet har minoritetsinteresser når det har egenkapitalinvesteringer i datterselskap i konsernet (Knivsfå, 2021j). Dette er tilfellet for Entra og det kan således oppstå en risiko for at disse investeringene på et tidspunkt kan bli “innelåst”.

På bakgrunn av dette ønsker vi å legge til grunn en illikviditetspremie på 3 prosent i avkastningskravet til minoritet.

7.2.4 Egenkapitalbeta

Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert en er for den systematiske markedsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2016). For å bestemme betaverdien på det enkelte selskaps egenkapital ser vi på aksjekursens relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet. En beta på over 1 vil si at den aktuelle aksjen svinger mer enn aksjemarkedet og motsatt vil et selskap med beta under 1 tilsi at selskapets aksjekurs svinger mindre enn markedet. En negativ beta vil si at selskapets aksjekurs beveger seg i motsatt retning av aksjemarkedet. Selve markedsindeksen har en beta lik 1, noe som tilsier at en aksje med beta lik 1 vil svinge i takt med aksjemarkedet. Vi har tidligere argumentert for at Entra påvirkes av økonomiens konjunkturrendringer, således er det plausibelt å anta en beta for Entra på rundt 1.

Følgende formel benyttes for å estimere egenkapitalbeta:

$$\beta_{EK} = \frac{\text{kov}(r, r_m)}{\text{var}(r_m)} = \rho * \frac{\sigma_r}{\sigma_m}$$

der

$\frac{\sigma_r}{\sigma_m}$ = volatiliteten til selskapets aksjekurs i forhold til aksjemarkedet

ρ = korrelasjon mellom selskapets aksjekurs og aksjemarkedet

Entra har vært børsnotert siden 2014 og vi kan derfor benytte historisk kursdata til å estimere selskapets egenkapitalbeta. Måten vi ønsker å gjøre dette på er ved å gjøre regresjonsanalyse med tallgrunnlag for analyseperioden. Fra Børsdatabasen ved NHH kan vi hente ut månedlig avkastning for Oslo Børs Hovedindeks og Entra for hele analyseperioden, der førstnevnte settes som forklaringsvariabel og sistnevnte som responsvariabel (Børsdatabasen, 2021). Vi sitter da igjen med et datasett med 83 observasjoner, som gjør at vi har et godt tallgrunnlag når vi skal estimere og som tilfredsstillter Koller et al. (2015) sin anbefaling til antall observasjoner. Ved

å benytte oss av Excel sitt regresjonsverktøy kan vi nå estimere en egenkapitalbeta for Entra. Resultatet av regresjonen kan leses i følgende tabell:

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	0,006250293	0,010063823	0,621065488	0,536300378	-0,013773557	0,026274143	-0,013773557	0,026274143
Avkastning OSEBX	1,072849252	0,248285725	4,321026719	4,37788E-05	0,578838541	1,566859964	0,578838541	1,566859964

Tabell 7-4: Estimert egenkapitalbeta ved hjelp av regresjon

Av regresjonsutskriften finner vi at Entra sin egenkapitalbeta er 1,073 i analyseperioden. Det vil si at når Oslo Børs stiger 1 prosent, så stiger Entra sin aksjekurs med 1,073 prosent. Regresjonen har en forklaringskraft på 19 prosent, hvilket forteller oss at variasjonen i utviklingen på Oslo Børs kun forklarer 19 prosent av variasjonen i Entra sin avkastning. Forklaringsvariabelen er statistisk signifikant med en lav p-verdi, noe som forteller oss at sannsynligheten for at samvariasjonen mellom de to parameterne neppe er tilfeldig.

Ifølge Damodaran (2012) vil betaverdien over tid nærme seg markedsindeksen. For å justere for dette ønsker vi å normalisere estimatet på egenkapitalbetaen med aksjemarkedets betaverdi. Dette gjør vi ved å vekte de to betaverdiene med vektene på hhv. $\frac{2}{3}$ og $\frac{1}{3}$. Den justerte egenkapitalbetaen for analyseperioden blir følgende:

$$\text{Justert } \beta_{EK} = \beta_{EK} * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3} = 1,073 * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3} = 1,049$$

Vi får dermed en justert egenkapitalbeta på 1,049 som vil benyttes når vi senere skal sette sammen avkastningskravet til egenkapital.

7.2.5 Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og netto driftskapital

I dette delkapittelet skal vi estimere betaverdien til en rekke balanseposter som det vil være behov for når vi senere skal sette sammen de ulike finansielle avkastningskravene. Til beregningene som følger tar vi i bruk balanseposter fra den omgrupperte og justerte balansen i

delkapittel 5.4.2. Siden vi skal benytte avkastningskravene i den strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8, bør balansestørrelsene vi benytter i utarbeidelsen av kravene være vektet på samme måte som når vi regner rentabilitet (Knivsflå, 2021j). Ettersom det er anbefalt å regne rentabilitet basert på gjennomsnittlig kapital for året vil vi justere balansepostene vi benytter oss av etter følgende formel:

$$\text{Inngående kapital} + \frac{\text{endring i kapital} - \text{nettoresultat til kapital}}{2}$$

Finansiell gjeldsbeta

Betaen til finansiell gjeld finner vi ved følgende formel:

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

der

mrd = markedsrisikodel

krp = kredittrisikopremie

mrp = markedsrisikopremie

Markedsrisikodelen finner vi ved å benytte oss av forklaringskraften som vi fikk ved regresjon av egenkapitalbeta i forrige delkapittel. Denne fremkommer av følgende regresjonsutskrift:

Regression Statistics	
Multiple R	0,432814649
R Square	0,187328521
Adjusted R Square	0,177295539
Standard Error	0,089344822
Observations	83

Tabell 7-5: Forklaringskraft fra regresjon av egenkapitalbeta

I henhold til Knivsflå sitt rammeverk kan vi multiplisere denne med en justeringsfaktor for gjeldsavkastning på $\frac{1}{3}$. Det gjør at vi ender med en estimert markedsrisikodel på $0,187 * 0,33 = 0,062$.

For å finne kredittrisikopremien er vi nødt til å se til delkapittel 6.3 om syntetisk rating. Her kom vi fram til Entra sin syntetiske rating for hele analyseperioden. Vi benytter oss av oversikten over kredittrisikopremier i Knivsflå sitt rammeverk (Knivsflå, 2021j). Der finner vi at det for alle årene gis en lang kredittrisikopremie på 0,014, bortsett fra i 2015 der det benyttes en premie på 0,033.

Markedsrisikopremien ble estimert i delkapittel 7.2.2.

Vi har dermed alle komponentene for å estimere den finansielle gjeldsbetaen. Beregningene presenteres i følgende tabell:

Finansiell gjeldsbeta	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB
Kredittrisikopremie (lang)	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,033	0,015
(*)Markedsrisikodel	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062
(/) Markedsrisikopremie	0,045	0,046	0,051	0,050	0,047	0,048	0,048	0,048
(=) Finansiell gjeldsbeta	0,019	0,019	0,017	0,017	0,018	0,018	0,043	0,019

Tabell 7-6: Finansiell gjeldsbeta

Finansiell eiendelsbeta

Betaen til finansielle eiendeler kan beregnes ved følgende formel:

$$\beta_{FE} = \frac{(\beta_{KON} * KON) + (\beta_{FOR} * FOR) + (\beta_{INV} * INV)}{FE}$$

der

β_{KON} = betaen til kontanter

β_{FOR} = betaen til fordringer

β_{INV} = betaen til investeringer

KON = kontanter

FOR = fordringer

INV = investeringer

FE = finansielle eiendeler

Betaen til hver av de finansielle eiendelene er forskjellige. Det betyr at for å komme frem til en samlet beta er vi nødt til å vekte hver enkelt eiendel med sin respektive andel av finansielle eiendeler. Når det kommer til de ulike betaverdiene, er vi nødt til å gjøre noen forutsetninger. For det første forutsettes det at kontanter er risikofrie ettersom de ikke er eksponert for enten systematisk eller usystematisk risiko. Følgelig settes betaverdien til null og leddet tas ut av ligningen. De finansielle fordringene utsettes for en kredittrisiko og en betaverdi må dermed fastsettes. For å tallfeste fordringenes betaverdi kan vi benytte følgende formel:

$$\beta_{FOR} = \frac{\text{krp for fordringer} * \text{mrd}}{\text{mrp}}$$

Som kredittrisikopremie benytter vi oss av den syntetiske ratingen vi fant i delkapittel 6.3, men i motsetning til utregning av den finansielle gjeldsbetaen, benytter vi oss her av en kort kredittrisikopremie ettersom vi forventer at fordringene gjøres opp innen ett år. Når det kommer til finansielle investeringer, er dette summen av finansielle derivater og investeringseiendommer holdt for salg. I beregningen forutsetter vi en beta på 1 for disse. Resultatet presenteres i følgende tabell:

Finansiell eiendelsbeta	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0	0,000
KON/FE	0,375	0,416	0,302	0,211	0,247	0,241	0,122	0,305
Fordringsbeta	0,015	0,015	0,013	0,014	0,014	0,014	0,037	0,015
FOR/FE	0,058	0,074	0,059	0,048	0,054	0,049	0,044	0,058
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
INV/FE	0,567	0,599	0,423	0,760	0,713	0,688	0,730	0,608
(=) Finansiell eiendelsbeta	0,568	0,600	0,423	0,760	0,714	0,689	0,732	0,609

Tabell 7-7: Finansiell eiendelsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta

Betaen til netto finansiell gjeld finner vi ved å vekte den finansielle gjeldsbetaen og eiendelsbetaen med hhv. andelen finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Vi benytter oss av følgende formel:

$$\beta_{NFG} = \frac{FG}{NFG} * \beta_{FG} - \frac{FE}{NFG} * \beta_{FE}$$

Ved å benytte formelen får vi følgende oversikt over netto finansiell gjeldsbeta i analyseperioden:

Netto finansiell gjeldsbeta	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
FG/NFG	1,105	1,122	1,156	1,161	1,125	1,140	1,293	1,142
Finansiell gjeldsbeta	0,019	0,019	0,017	0,017	0,018	0,018	0,043	0,019
FE/NFG	0,105	0,122	0,156	0,161	0,125	0,140	0,293	0,142
Finansiell eiendelsbeta	0,568	0,600	0,423	0,760	0,714	0,689	0,732	0,609
(=) Netto finansiell gjeldsbeta	-0,038	-0,052	-0,047	-0,102	-0,069	-0,076	-0,160	-0,065

Tabell 7-8: Netto finansiell gjeldsbeta

Minoritetsbeta

Som minoritetsbeta benytter vi oss av selskapets egenkapitalbeta (Knivsflå, 2021j). I delkapittel 7.2.3 estimerte vi denne til å være 1,049.

Netto driftskapitalbeta

Ettersom vi nå har beregnet en egenkapitalbeta og en netto finansiell gjeldsbeta, kan vi beregne netto driftskapitalbeta. Vi benytter oss da av følgende formel:

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

I delkapittel 7.2.3 estimerte vi egenkapitalbetaen til Entra ved å gjøre en regresjonsanalyse. Resultatet var en justert egenkapitalbeta på 1,049 for hele analyseperioden. Ettersom vi har beregnet en samlet egenkapitalbeta for hele analyseperioden, er vi nødt til å gjøre det samme for netto driftskapitalbeta. I henhold til Miller & Modigliani sin første proposisjon er verdien på et selskap uavhengig av selskapets finansiering (Berk & Demarzo, 2011). Under en slik

forutsetning vil også netto driftskapital og netto driftskapitalbeta være den samme. Det betyr at vi kan benytte nevnte formel til å beregne en samlet netto driftskapitalbeta for hele analyseperioden, der den justerte egenkapitalbetaen og minoritetsbetaen holdes konstant.

Netto driftskapitalbeta	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Justert egenkapitalbeta	-->	-->	-->	-->	-->	-->	-->	1,049
(*) EK/NDK	0,682	0,681	0,638	0,622	0,574	0,545	0,552	0,633
(+) Netto finansiell gjeldsbeta	-0,038	-0,052	-0,047	-0,102	-0,069	-0,076	-0,160	-0,065
(*)NFG/NDK	0,264	0,222	0,286	0,300	0,359	0,432	0,415	0,299
(+) Minoritetsbeta	-->	-->	-->	-->	-->	-->	-->	1,049
(*) MI/NDK	0,050	0,052	0,051	0,031	0,014	0,012	0,013	0,039
(=) Netto driftskapitalbeta	0,685	0,685	0,685	0,685	0,685	0,685	0,685	0,685

Tabell 7-9: Netto driftskapitalbeta

Egenkapitalbeta

Det siste vi trenger å gjøre før vi kan sette sammen de ulike avkastningskravene er å finne egenkapitalbetaen for hvert enkelt år. Til å beregne denne kan vi benytte oss av følgende formel:

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK + MI}$$

Resultatene av beregningen for hvert år er vist i følgende tabell:

Egenkapitalbeta	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Netto driftskapitalbeta	0,685	0,685	0,685	0,685	0,685	0,685	0,685	0,685
Netto finansiell gjeldsbeta	-0,038	-0,052	-0,047	-0,102	-0,069	-0,076	-0,160	-0,065
NFG/(EK+MI)	0,252	0,249	0,290	0,331	0,405	0,434	0,427	0,313
(=) Egenkapitalbeta	0,867	0,868	0,897	0,945	0,990	1,015	1,045	0,921

Tabell 7-10: Egenkapitalbeta

7.3 Avkastningskrav

I delkapittel 7.2 har vi kommet frem til estimer på alle komponentene som vi trenger for å sette sammen de ulike avkastningskravene. I dette delkapittelet skal vi derfor utarbeide avkastningskrav til egenkapitalen og de finansielle avkastningskravene, samt komme fram til totalavkastningskravet.

7.3.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Til å beregne egenkapitalkostnaden benytter vi kapitalverdimodellen som ble gjort rede for i delkapittel 7.2 Ved å benytte oss av modellen til å estimere avkastningskravet får vi følgende resultater:

Avkastningskrav til egenkapital	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Risikofri rente etter skatt	0,011	0,010	0,018	0,023	0,020	0,017	0,020	0,016
(+) Egenkapitalbeta	0,867	0,868	0,897	0,945	0,990	1,015	1,045	0,921
(*) Markedsrisikopremie	0,045	0,046	0,051	0,050	0,047	0,048	0,048	0,048
(+) Illikviditetspremie	0,015	0,015	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,012
(=) Egenkapitalkrav	0,065	0,065	0,074	0,080	0,077	0,075	0,080	0,072

Tabell 7-11: Egenkapitalkrav

Videre finner vi avkastningskravet til minoriteten ved å benytte egenkapitalkravet utledet ved kapitalverdimodellen og legge til en illikviditetspremie som vi i delkapittel 7.2.3 fastsatte til 3 prosent. Beregningen av minoritetskravet er vist i følgende tabell:

Avkastningskrav til minoritet	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Egenkapitalkrav etter CAPM	0,050	0,050	0,064	0,070	0,067	0,065	0,070	0,060
(+) Illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
(=) Minoritetskrav	0,080	0,080	0,094	0,100	0,097	0,095	0,100	0,090

Tabell 7-12: Minoritetskrav

7.3.2 Finansielle avkastningskrav

Avkastningskravet til finansiell gjeld

Kravet til finansiell gjeld finner vi ved summen av risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremien. Kredittrisikopremien fant vi delkapittel 7.2.5 og er bestemt på grunnlag av den syntetiske ratingen i delkapittel 6.3. Følgende tabell viser de årlige finansielle gjeldskravene:

Finansielt gjeldskrav	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Risikofri rente etter skatt	0,011	0,010	0,018	0,023	0,020	0,017	0,020	0,016
(+) Kredittrisikopremie (lang)	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,033	0,015
(=) Finansielt gjeldskrav	0,025	0,024	0,032	0,037	0,034	0,031	0,053	0,031

Tabell 7-13: Finansielt gjeldskrav

Avkastningskravet til finansielle eiendeler

Kravet til finansielle eiendeler finner vi ved å vekte kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet. Kravet til kontanter settes lik risikofri rente etter skatt, således står vi igjen med fordringskravet og investeringskravet. Fordringskravet settes til summen av den risikofrie renten og en kredittrisikopremie. Til å bestemme kredittrisikopremien tar vi utgangspunkt i den syntetiske ratingen i delkapittel 6.3 og benytter i likhet med ved utregning av finansiell eiendelsbeta en kort kredittrisikopremie. Investeringskravet består av den risikofrie renten og markedsrisikopremien. Følgende oppsett viser hvordan vi kommer fram til det finansielle eiendelskravet:

Finansielt eiendelskrav	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Kontantkrav	0,011	0,010	0,018	0,023	0,020	0,017	0,020	0,016
(*) KON/FE	0,375	0,416	0,302	0,211	0,247	0,241	0,122	0,305
(+) Fordringskrav	0,022	0,021	0,029	0,034	0,031	0,028	0,049	0,028
(*) FOR/FE	0,058	0,074	0,059	0,048	0,054	0,049	0,044	0,058
(+) Investeringskrav	0,056	0,056	0,069	0,073	0,067	0,065	0,068	0,064
(*) Investeringsvekt	0,567	0,599	0,423	0,760	0,713	0,688	0,730	0,608
(=) Finansielt eiendelskrav	0,037	0,039	0,036	0,062	0,055	0,050	0,054	0,045

Tabell 7-14: Finansielt eiendelskrav

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld fastsettes ved å vekte det finansielle eiendelskravet og det finansielle gjeldskravet med deres andel av netto finansiell gjeld. Vi får dermed følgende oversikt:

Netto finansielt gjeldskrav	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Finansielt gjeldskrav	0,025	0,024	0,032	0,037	0,035	0,031	0,053	0,031
(*) FG/NFG	1,105	1,122	1,156	1,161	1,125	1,140	1,293	1,142
(-) Finansielt eiendelskrav	0,037	0,039	0,036	0,062	0,055	0,050	0,054	0,045
(*)FE/NFG	0,105	0,122	0,156	0,161	0,125	0,140	0,293	0,142
(=) Netto finansielt gjeldskrav	0,024	0,022	0,032	0,033	0,032	0,028	0,053	0,029

Tabell 7-15: Netto finansielt gjeldskrav

7.3.3 Selskapskrav

Avkastningskravet til netto driftskapital (WACC) finner vi ved å vekte egenkapitalkravet, minoritetskravet og netto finansielt gjeldskrav ut fra deres andel av netto driftskapital. Utregningen kan illustreres ved følgende formel:

$$\text{Netto driftskrav} = \text{egenkapitalkrav} * \frac{EK}{NDK} + \text{minoritetskrav} * \frac{MI}{NDK} + \text{netto finansielt gjeldskrav} * \frac{NFG}{NDK}$$

Ved å benytte oss av formelen får vi følgende estimat på netto driftskrav for hvert av årene i analyseperioden:

Netto driftskrav	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Egenkapitalkrav	0,065	0,065	0,074	0,080	0,077	0,075	0,080	0,072
(*) EK/NDK	0,683	0,682	0,640	0,624	0,576	0,547	0,554	0,635
(+) Minoritetskrav	0,080	0,080	0,094	0,100	0,097	0,095	0,100	0,090
(*) MI/NDK	0,050	0,052	0,050	0,031	0,014	0,012	0,013	0,038
(+) Netto finansielt gjeldskrav	0,024	0,022	0,032	0,033	0,032	0,028	0,053	0,029
(*) NFG/NDK	0,263	0,222	0,286	0,300	0,359	0,432	0,415	0,299
(=) Netto driftskrav	0,054	0,053	0,061	0,063	0,057	0,055	0,068	0,058

Tabell 7-16: Netto driftskrav

Til slutt ønsker vi finne avkastningskravet til sysselsatt kapital, som kan beregnes ved følgende formel:

$$\text{Sysselsatt kapitalkrav} = \text{egenkapitalkrav} * \frac{EK}{SSK} + \text{minoritetskrav} * \frac{MI}{SSK} + \text{finansielt gjeldskrav} * \frac{FG}{SSK}$$

Resultatet av beregningen presenteres i følgende tabell:

Sysselsatt kapitalkrav	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Egenkapitalkrav	0,065	0,065	0,074	0,080	0,077	0,075	0,080	0,072
(*) EK/SSK	0,650	0,702	0,637	0,608	0,600	0,525	0,534	0,628
(+) Minoritetskrav	0,080	0,080	0,094	0,100	0,097	0,095	0,100	0,090
(*) MI/SSK	0,048	0,054	0,055	0,052	0,014	0,014	0,015	0,043
(+) Finansielt gjeldskrav	0,025	0,024	0,032	0,037	0,035	0,031	0,053	0,031
(*) FG/SSK	0,301	0,245	0,308	0,340	0,386	0,461	0,451	0,329
(=) Sysselsatt kapitalkrav	0,053	0,056	0,062	0,067	0,061	0,055	0,068	0,059

Tabell 7-17: Sysselsatt kapitalkrav

7.3.4 Oversikt over avkastningskrav

En oppsummering av alle de ulike historiske avkastningskravene vi har estimert i kapitlet er presentert i følgende tabell:

Oversikt over avkastningskrav	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Egenkapitalkrav	6,45 %	6,49 %	7,39 %	8,04 %	7,69 %	7,54 %	8,01 %	0,072
Minoritetskrav	7,95 %	7,99 %	9,39 %	10,04 %	9,69 %	9,54 %	10,01 %	0,090
Finansielt gjeldskrav	2,48 %	2,42 %	3,23 %	3,73 %	3,45 %	3,08 %	5,34 %	0,031
Finansielt eiendelskrav	3,67 %	3,93 %	3,64 %	6,21 %	5,47 %	4,98 %	5,42 %	0,045
Netto finansielt gjeldskrav	2,35 %	2,24 %	3,17 %	3,33 %	3,20 %	2,82 %	5,32 %	0,029
Netto driftskrav	5,42 %	5,33 %	6,10 %	6,31 %	5,69 %	5,44 %	6,76 %	0,058
Sysselsatt kapitalkrav	5,33 %	5,58 %	6,22 %	6,68 %	6,08 %	5,51 %	6,84 %	0,059

Tabell 7-18: Oversikt over avkastningskrav

Netto driftskrav, eller WACC, har variert mellom 5,43 prosent og 6,78 prosent i analyseperioden. WACC består som tidligere nevnt av summen av selskapets vektete egenkapital-, netto finansielt gjelds- og minoritetskrav. Hvert av de enkelte kravene er bygd opp av forskjellige komponenter og er sensitive for endringer. For eksempel kan vi se at WACC reduseres fra 6,11 prosent i 2019 til 5,35 prosent i 2020. Dette kan skyldes den drastiske nedgangen i styringsrenten som følge av usikkerhet knyttet til de økonomiske implikasjonene av koronapandemien.

De historiske kravene vi har estimert er for Entra og ikke bransjen som helhet. Det følger imidlertid av Miller og Modigliani sin første proposisjon at verdien av et selskap er uavhengig av selskapets finansiering, dermed forutsetter vi at netto driftskravet vil være det samme for både selskapet og bransjen som helhet.

8. Strategisk rentabilitetsanalyse

I det siste kapittelet av regnskapsanalysen skal vi gjennomføre en strategisk rentabilitetsanalyse. En strategisk rentabilitetsanalyse skiller seg fra en tradisjonell rentabilitetsanalyse ved at den her har fokus på avvik fra målestokk (bransjen) istedenfor fokus på et nivå. Formålet med en slik analyse er å undersøke om rentabiliteten har oversteget avkastningskravet. Videre vil dette bli sett opp mot funnene som er gjort i den strategiske analysen i kapittel 4.

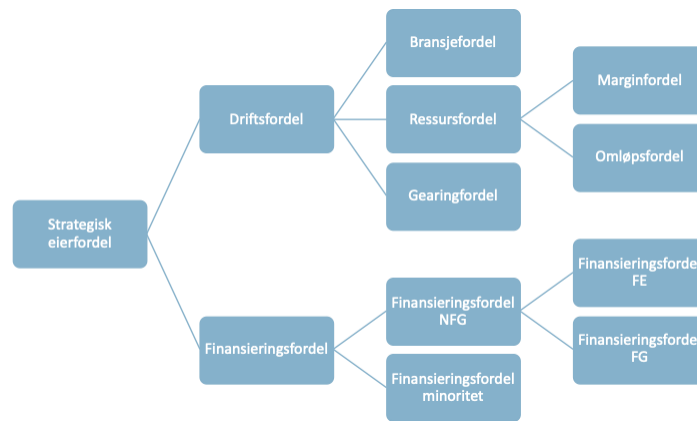
Rentabiliteten til kapitalen er et forholdstall som uttrykker hvor mye kapitalen kaster av seg i form av positiv "rente". Dette gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid mellom selskapene, eventuelt i ulike land (Knivsflå, 2021k). Den generelle formelen for rentabilitet uttrykkes slik:

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

Rentabilitet kan måles basert på fullstendige eller normaliserte tall. I verdsettelsessammenheng benytter vi oss av normaliserte tall for å synliggjøre rentabiliteten fra den ordinære driften, samt at det har bedre prediksjonsverdi. Dette er også konsistent med tallene som ble brukt i beregningen avkastningskrav i forrige delkapittel. Følgelig vil vi benytte de omgrupperte og justerte tallene fra regnskapsanalysen i kapittel 5. Formelen for rentabilitet blir dermed som følger:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Kapital IB} + \frac{(\Delta\text{kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat})}{2}}$$

Rammeverket som benyttes er Knivsflå (2021k) sitt rammeverk for strategisk rentabilitetsanalyse slik som illustrert i flytdiagrammet under:



Figur 8-1: Illustrasjon av rammeverk for rentabilitetsanalyse (Knivsflå, 2021k)

8.1 Strategisk eierfordel

Som tidligere forklart i delkapittel 4.1 har selskapet en strategisk eierfordel når deres egenkapitalrentabilitet overstiger egenkapitalkravet. Dersom egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalkravet omtales det som superrentabilitet/strategisk eierfordel. Strategisk eierfordel uttrykkes slik:

$$\text{Strategisk eierfordel (SEF)} = \text{egenkapitalrentabilitet} - \text{egenkapitalkrav}$$

I fremtidsregnskapet benytter vi inngående kapital som grunnlag i beregningen av egenkapitalrentabilitet. For å beregne egenkapitalrentabiliteten i en rentabilitetsanalyse tar vi imidlertid utgangspunkt i inngående balanse og justerer for opptjent kapital i perioden (Knivsflå, 2021). Egenkapitalrentabilitet kan da uttrykkes som følgende:

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

der

ekr = egenkapitalrentabilitet

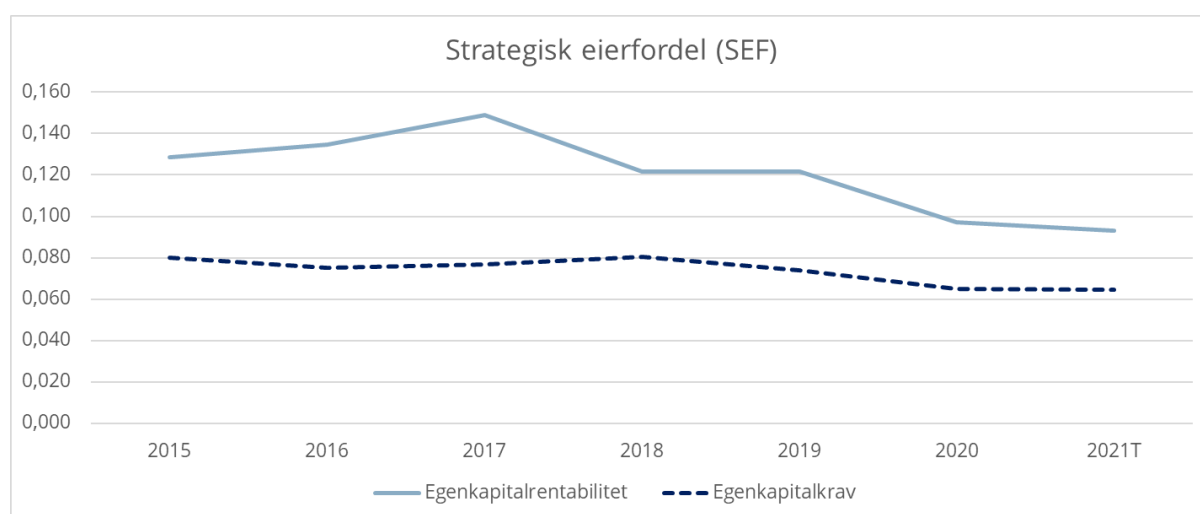
NRE = netto resultat til egenkapital

EK = egenkapital

Under presenterer vi Entra sin strategiske eierfordel basert på omgrupperte og justerte tall fra kapittel 5. Egenkapitalkravet som blir benyttet er hentet fra kapittel 7. I tabellen har vi vektet de seneste årene mer enn de foregående. Vektene som er illustrert i figuren under vil bli benyttet gjennom hele kapittelet.

Strategisk eierfordel (SEF)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Tidsvekt	0,05	0,1	0,1	0,15	0,2	0,2	0,2	
Egenkapitalrentabilitet	0,128	0,135	0,149	0,121	0,122	0,097	0,093	0,115
Egenkapitalkrav	0,080	0,075	0,077	0,080	0,074	0,065	0,065	0,072
Strategisk eierfordel (SEF)	0,048	0,059	0,073	0,041	0,049	0,033	0,029	0,043

Tabell 8-1: Strategisk eierfordel



Figur 8-2: Strategisk eierfordel

Slik det fremgår av tabellen og figuren har Entra hatt en egenkapitalrentabilitet som overstiger egenkapitalkravet i hele analyseperioden. Det tidsvektede snittet viser at Entra har en strategisk eierfordel på 4,3 prosent i analyseperioden. Dette samsvarer med vår konklusjon i den strategiske analysen om at det foreligger en moderat strategisk fordel. Vi ser imidlertid at egenkapitalrentabiliteten har vært fallende, mens egenkapitalkravet har holdt seg relativt stabilt i analyseperioden. Dette er i tråd med våre funn fra den strategiske analysen der vi forventer at fordelene vil minke over tid.

I de neste delkapitlene vil vi bryte den strategiske fordelene ned i flere komponenter for å finne ut hvorfor Entra har en strategisk eierfordel.

8.2 Dekomponering av strategisk eierfordel

I dette delkapittelet vil vi dekomponere den strategiske fordelene i drifts- og finansieringsfordel for å få en bedre forståelse av kildene til den strategiske fordelene. Formelen kan på generell basis uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Strategisk eierfordel (SEF)} = \text{driftsfordel} + \text{finansieringsfordel}$$

Som videre kan dekomponeres slik:

$$SEF = [\text{bransjefordel} + \text{ressursfordel} + \text{gearingfordel}] + [\text{finansieringsfordel}]$$

Entra	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Bransjefordel	0,011	0,021	0,019	0,015	0,020	0,022	0,018	0,018
(+) Ressursfordel	0,014	0,015	0,025	0,020	0,025	0,022	0,009	0,019
(=) Strategisk driftsfordel	0,026	0,036	0,044	0,035	0,046	0,044	0,027	0,037
(+) Gearingfordel	0,012	0,016	0,024	0,021	0,033	0,035	0,021	0,021
(=) Driftsfordel	0,037	0,052	0,068	0,056	0,079	0,079	0,048	0,058
(+) Finansieringsfordel	-0,009	-0,018	-0,019	-0,012	-0,003	-0,019	0,000	-0,015
(=) Strategisk eierfordel (SEF)	0,029	0,033	0,050	0,042	0,073	0,060	0,048	0,043

Tabell 8-2: Dekomponering av strategisk eierfordel

Driftsfordelen vil bli analysert i delkapittel 8.3, mens finansieringsfordelen vil bli analysert i delkapittel 8.4.

8.3 Driftsfordel

I dette delkapittelet skal vi analysere driftsfordelen til Entra. Driftsfordelen kan dekomponeres i *bransjefordel*, *ressursfordel* og *gearingfordel* (Knivsfå, 2021). Vi får da følgende uttrykk:

$$\begin{array}{c} \text{Strategisk driftsfordel} \\ \text{Bransjefordel} \quad \text{Ressursfordel} \quad \text{Gearingfordel} \\ \text{Driftsfordel} = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndr_B - ndk) + (ndr - ndk) * (nfgg + mig) \end{array}$$

der

ndr = netto driftsrentabilitet

ndk = netto driftskrav

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

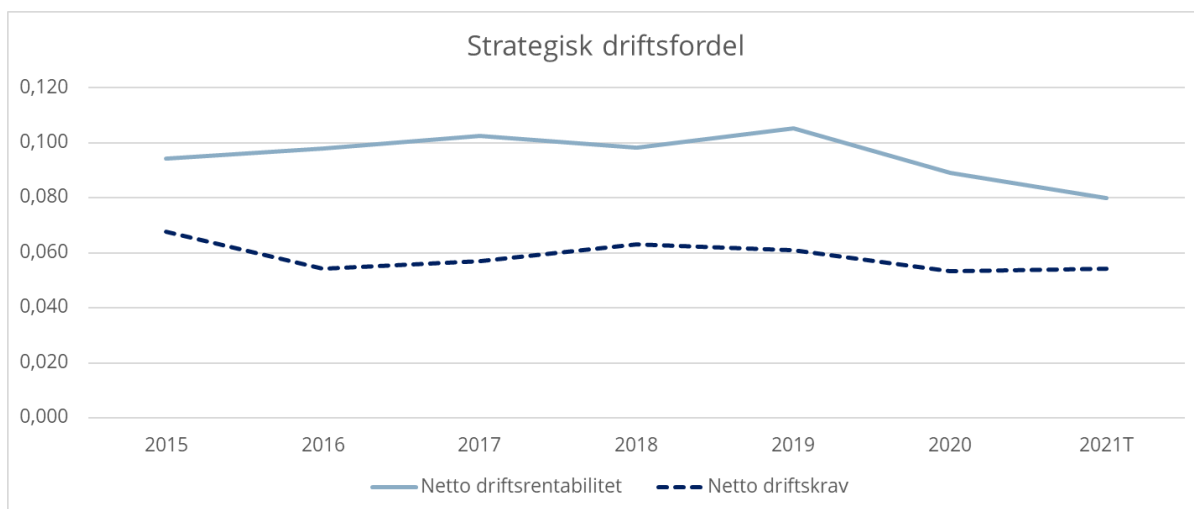
mig = minoritetsgrad

Bransjefordel og ressursfordel utgjør samlet sett selskapets strategiske driftsfordel, slik som nevnt i kapittel 4. Den strategiske driftsfordelen kan imidlertid også uttrykkes som følgende:

$$\text{Strategisk driftsfordel} = \text{netto driftsrentabilitet} - \text{netto driftskrav}$$

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	0,094	0,098	0,103	0,098	0,105	0,089	0,080	0,094
Netto driftskrav	0,068	0,055	0,057	0,063	0,061	0,053	0,054	0,058
Strategisk driftsfordel	0,027	0,043	0,045	0,035	0,044	0,036	0,026	0,037

Tabell 8-3: Strategisk driftsfordel



Figur 8-3: Strategisk driftsfordel

Slik det fremgår av tabellen og figuren har Entra hatt en strategisk driftsfordel i hele analyseperioden. Det tidsvektede gjennomsnittet tilsier at Entra i snitt har hatt en strategisk

driftsfordel på 3,7 prosent. Vi må følgelig se nærmere på kildene til den strategiske driftsfordelen for å kunne peke på årsaken.

I de neste delkapitlene vil vi analysere de ulike komponentene av driftsfordel, herunder *bransjefordel*, *ressursfordel* og *gearingfordel*, før vi avslutningsvis vil oppsummere funnene i en tabell. Formålet er å komme frem til Entra sin driftsfordel, samt kildene til driftsfordelen.

8.3.1 Bransjefordel

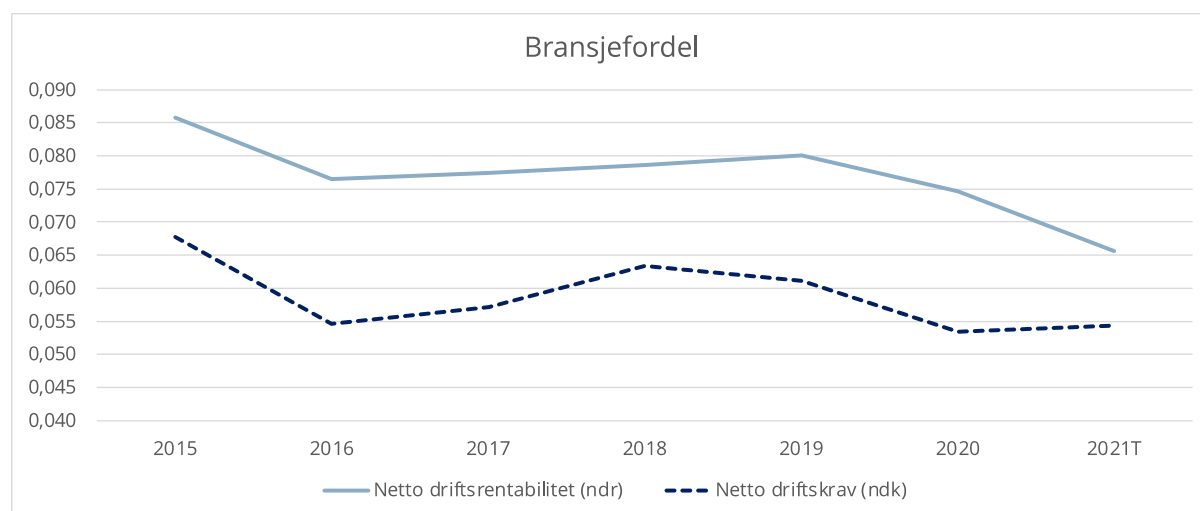
Bransjen vil ha en bransjefordel dersom netto driftsrentabilitet for bransjen overstiger netto driftskrav til bransjen (Knivsflå, 2021). Dette uttrykkes slik:

$$\text{Bransjefordel} = \text{ndrB} - \text{ndkB}$$

Bransjefordelen fremkommer i tabellen under:

Bransjefordel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,086	0,076	0,077	0,079	0,080	0,075	0,066	0,08
Netto driftskrav (ndk)	0,068	0,055	0,057	0,063	0,061	0,053	0,054	0,06
Bransjefordel	0,018	0,022	0,020	0,015	0,019	0,021	0,011	0,018

Tabell 8-4: Bransjefordel



Figur 8-4: Bransjefordel

Det fremgår av tabellen og figuren at det tidsvektede gjennomsnittet for bransjefordelen er på 1,8 prosent. Vi konkluderte i den strategiske analysen i kapittel 4 med at det forelå en moderat

bransjefordel på kort sikt, hvilket stemmer overens med målt rentabilitet. Vi ser imidlertid at netto driftsrentabilitet tender nedover mens netto driftskrav holder seg relativt stabilt. Dette er konsistent med vår forventning om at bransjefordelen minker på lang sikt.

8.3.2 Ressursfordel

I motsetning til bransjefordelen som angår hele bransjen, omhandler ressursfordel bare det enkelte selskapet, som i vårt tilfelle er Entra. Ressursfordelen vil følgelig være det som skiller selskapets rentabilitet fra bransjen. Dersom selskapet har en rentabilitet som overstiger bransjesnittet vil selskapet ha en ressursfordel, og en ressursulempelse dersom det ikke er tilfellet.

Vi kan uttrykke ressursfordel drift slik:

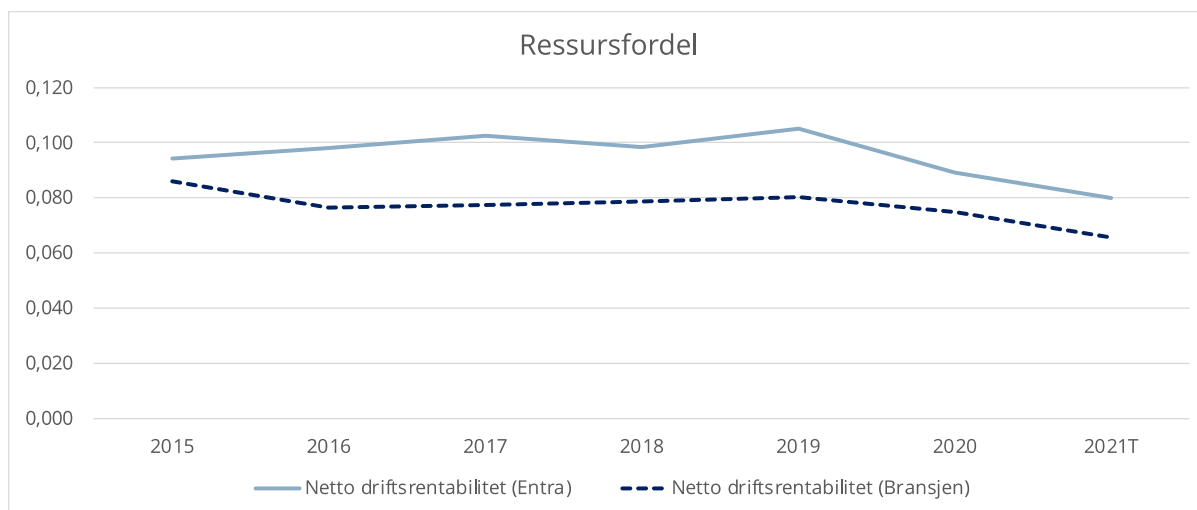
$$\text{Ressursfordel drift} = (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)$$

Slik det fremgår av uttrykket over består ressursfordelen av to ledd. Det første gir uttrykk for hvorvidt selskapet har en netto driftsrentabilitet som overstiger bransjens. Det andre leddet gir uttrykk for om selskapet har et netto driftskrav som er lavere enn bransjens. Vi har imidlertid i delkapittel 7.3.4 forutsatt at Entra og bransjens netto driftskrav er det samme. Følgelig faller det siste leddet bort.

Tabellen og figuren under presenterer ressursfordelen til Entra:

Ressursfordel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet (Entra)	0,094	0,098	0,103	0,098	0,105	0,089	0,080	0,094
Netto driftsrentabilitet (Bransjen)	0,086	0,076	0,077	0,079	0,080	0,075	0,066	0,076
Ressursfordel	0,009	0,022	0,025	0,020	0,025	0,015	0,014	0,019

Tabell 8-5: Ressursfordel



Figur 8-5: Ressursfordel

Som det fremgår av tabellen, har Entra hatt en ressursfordel i samtlige år av analyseperioden. Ressursfordelen har vært stabil frem til 2019, men noe fallende utover perioden. Dette er i tråd med vårt resultat fra den strategiske analysen hvor vi peker på at det på lang sikt vil være vanskelig å besitte en fordel og de vil således nærme seg gjennomsnittet i bransjen. Likevel så ser vi at Entra oppnår en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen. Dette kan tilskrives faktorer som lange kontrakter med solide leietakere og sentrale eiendommer, slik som påpekt i kapittel 4.

For å få et bedre innblikk i hva ressursfordelen skyldes velger vi å benytte oss av en DuPont-analyse hvor vi dekomponerer ressursfordelen i en *marginfordel* og *omløpsfordel*. Dette kan uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Ressursfordel drift} = (ndm - ndm_B) * onde + (onde - onde_B) * ndm_B$$

der

ndm = netto driftsmargin

$onde$ = omløpet til netto driftseiendeler

Netto driftsmargin måler evnen selskapet har til å generere netto driftsresultat per krone omsatt, og er et mål på lønnsomhet. Omløpet til netto driftseiendeler måler evnen selskapet har til å skape driftsinntekter per krone investert, og er et mål på effektivitet.

Marginfordel

En marginfordel forekommer når et selskap har lavere driftskostnader per krone enn det bransjen har, målt i forhold til driftsinntektene (Knivsflå, 2021). Marginfordelen kan uttrykkes som følgende:

$$\text{Marginfordel} = (\text{ndm} - \text{ndm}_B) * \text{onde}$$

I tabellen under presenteres marginfordelen for Entra:

Marginalfordel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
ndm	0,701	0,781	0,836	0,786	0,847	0,756	0,719	0,779
ndm _B	0,570	0,542	0,597	0,598	0,615	0,597	0,581	0,591
Marginalfordel uvektet	0,131	0,239	0,238	0,189	0,232	0,159	0,138	0,188
onde	0,135	0,125	0,123	0,125	0,124	0,118	0,111	0,121
Marginalfordel vektet	0,018	0,030	0,029	0,024	0,029	0,019	0,015	0,023

Tabell 8-6: Marginfordel

Vi ser av tabellen at Entra oppnår en marginfordel i samtlige år av analyseperioden. For å se nærmere på hva som er kildene til den uvektede marginfordelen vil vi gjennomføre en common-size analyse. Her uttrykkes resultatpostene som en prosentandel av driftsinntektene. Dette gjør det mulig å sammenligne resultatpostene på tvers av ulike selskaper. Analysen av Entra og bransjen fremgår av tabellene under:

Entra	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Driftsinntekter	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
(-) Driftskostnader	10,53%	8,39%	7,79%	8,22%	8,08%	8,95%	8,26%	8,43%
(+) Andre inntekter	3,07%	15,43%	11,81%	4,10%	8,77%	4,46%	2,64%	6,67%
(-) Andre kostnader	2,16%	14,95%	10,27%	3,17%	7,40%	3,02%	1,86%	5,56%
(-) Administrative kostnader	9,55%	8,00%	7,86%	7,00%	7,31%	7,91%	8,20%	7,80%
(=) Driftsresultat i egen virksomhet	80,83%	84,08%	85,89%	85,71%	85,98%	84,59%	84,32%	84,87%
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	13,23%	13,89%	14,11%	14,03%	14,61%	14,14%	13,81%	14,08%
(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet	67,61%	70,19%	71,78%	71,68%	71,37%	70,45%	70,51%	70,79%
(+) Nettoresultat fra FKV og TS	2,53%	7,90%	11,78%	6,96%	13,34%	5,12%	1,35%	7,10%
(=) Netto driftsresultat	70,13%	78,09%	83,56%	78,64%	84,71%	75,56%	71,87%	77,89%

Tabell 8-7: Common-size analyse av Entra

Bransjen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Vektet snitt
Driftsinntekter	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
(-) Driftskostnader	26,32%	26,38%	25,43%	24,80%	24,68%	24,33%	24,55%	24,93%
(+) Andre inntekter	6,13%	9,71%	3,66%	5,49%	6,42%	10,36%	6,89%	7,20%
(-) Andre kostnader	5,94%	10,80%	3,60%	5,51%	6,65%	10,78%	6,13%	7,27%
(-) Administrative kostnader	5,00%	4,48%	4,07%	4,10%	3,93%	3,98%	4,20%	4,14%
(=) Driftsresultat i egen virksomhet	68,88%	68,05%	70,56%	71,09%	71,15%	71,26%	72,01%	70,85%
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	11,63%	11,49%	11,91%	12,00%	12,01%	12,03%	12,16%	11,96%
(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet	57,25%	56,56%	58,65%	59,09%	59,14%	59,23%	59,85%	58,89%
(+) Nettoresultat fra FKV og TS	-0,26%	-2,35%	1,10%	0,68%	2,34%	0,47%	-1,75%	0,18%
(=) Netto driftsresultat	56,99%	54,21%	59,74%	59,77%	61,48%	59,70%	58,10%	59,07%

Tabell 8-8: Common-size analyse av bransjen

Det kan av og til være misvisende å sammenligne linje for linje ettersom selskaper kan ha ulik praksis for klassifisering av inntekter og kostnader. Det stilles imidlertid krav til hva som kan inkluderes i de ulike samlepostene. Følgelig vil vi sammenligne samlepostene *driftsresultat i egen virksomhet*, *netto driftsresultat i egen virksomhet* og *netto driftsresultat*.

Vi ser at Entra i snitt oppnår en driftsmargin i egen virksomhet på 84,87 prosent mot bransjens 70,85 prosent. Dette er langt høyere og kan tilskrives lavere driftskostnader enn bransjen samlet sett. Men som presisert i forrige avsnitt er det forskjellig praksis for hva som inngår i driftskostnader. Vi merker oss likevel en langt høyere driftsmargin i egen virksomhet. Hva gjelder netto driftsmargin i egen virksomhet oppnår Entra i snitt en margin på 70,79 prosent mot bransjens 58,89 prosent. Vi ser av tabellen at den fallende marginen i forhold til forrige samlepost skyldes at Entra har marginalt høyere driftsrelatert skatt i egen virksomhet. Avslutningsvis ser vi på den store samleposten netto driftsresultat. Der fremgår det av tabellen at Entra i snitt oppnår en netto driftsmargin på 77,89 prosent mot bransjens 59,07 prosent. I grove trekk så vil vi trekke frem to poster som er avgjørende for den høye marginen til Entra. Det er først og fremst lavere driftskostnader og høyere resultatandel fra felleskontrollert- og tilknyttede virksomheter.

Omløpsfordel

En omløpsfordel forekommer når selskapet har høyere driftsinntekt per krone investert, eller lavere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen (Knivsflå, 2021). Omløpsfordelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Omløpsfordel} = ndm_B * (\text{onde} - \text{onde}_B)$$

I tabellen under presenteres omløpsfordelen for Entra:

Omløpsfordel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
onde	0,135	0,125	0,123	0,125	0,124	0,118	0,111	0,121
ondeB	0,151	0,141	0,130	0,131	0,130	0,125	0,113	0,128
Omløpsfordel uvektet	-0,016	-0,016	-0,007	-0,006	-0,006	-0,007	-0,002	-0,007
ndmB	0,570	0,542	0,597	0,598	0,615	0,597	0,581	0,591
Omløpsfordel vektet	-0,009	-0,008	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,001	-0,004

Tabell 8-9: Omløpsfordel

Slik det fremgår av tabellen har Entra i snitt hatt en marginal omløpsulempe på -0,4 prosent. Det vil si at Entra har lavere driftsinntekter per krone investert i eiendom i bransjen eller lavere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen. Det vil for kapitalintensive bransjer, slik som eiendomsbransjen, være naturlig med en lav omløpshastighet. Vi ser at omløpet til netto driftseiendeler har hatt en synkende trend i analyseperioden. Dette kan blant annet forklares med at økningen i eiendomsverdiene har økt mer relativt til leieprisene.

Under presenterer vi de samlede funnene i dekomponeringen.

Ressursfordel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Marginalfordel	0,018	0,030	0,029	0,024	0,029	0,019	0,015	0,023
Omløpsfordel	-0,009	-0,008	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,001	-0,004
Ressursfordel	0,009	0,022	0,025	0,020	0,025	0,015	0,014	0,019

Tabell 8-10: Dekomponert ressursfordel

Som det fremgår av tabellen så kan Entra sin ressursfordel utelukkende tilskrives deres marginalfordel.

8.3.3 Gearingfordel

Det er en fordel å “geare” driften så lenge driften er lønnsom. Gearing vil si å låne penger for å investere i driften. Gearing er følgelig en skalering av den strategiske fordelene. Gearingfordelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Gearingfordel} = (ndr - ndk) * (nfgg + mig)$$

Vi ser av formelen at selskapet bare har en gearingfordel dersom netto driftsrentabilitet er større enn netto driftskrav. Under presenterer vi Entra sin gearingfordel:

Entra	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Strategisk fordel drift	0,027	0,044	0,046	0,035	0,044	0,036	0,026	0,037
Netto finansiell gjeldsgrad	0,761	0,784	0,697	0,535	0,464	0,374	0,379	0,510
Minoritetsgrad	0,024	0,023	0,024	0,050	0,079	0,076	0,074	0,059
Gearingfordel	0,021	0,035	0,033	0,021	0,024	0,016	0,012	0,021

Tabell 8-11: Gearingfordel

Slik det fremgår av tabellen har Entra i snitt en gearingfordel på 2,1 prosent. Som presisert i delkapittel 8.3 har selskapet en målt rentabilitet som er høyere enn netto driftskrav. Dette fører til at den målte gearingfordelen blir positiv. En gearingfordel samsvarer godt med hvordan eiendomsbransjen har operert i den siste tiden. Fallende renter har ført til en yieldkompresjon som har drevet eiendomsprisene og leieinntektene opp. Som følge av det har selskapene kunnet ta opp mer lån og skapt merverdier utover netto driftskrav.

8.3.4 Oppsummering driftsfordel

Entra	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Bransjefordel	0,011	0,021	0,019	0,015	0,020	0,022	0,018	0,018
(+) Ressursfordel	0,014	0,015	0,025	0,020	0,025	0,022	0,009	0,019
(=) Strategisk driftsfordel	0,026	0,036	0,044	0,035	0,046	0,044	0,027	0,037
(+) Gearingfordel	0,012	0,016	0,024	0,021	0,033	0,035	0,021	0,021
(=) Driftsfordel	0,037	0,052	0,068	0,056	0,079	0,079	0,048	0,058

Tabell 8-12: Dekomponert driftsfordel

Slik det fremgår av tabellen over ser vi at det tidsvektede snittet av driftsfordelen er 5,8 prosent. Driftsfordelen skyldes i hovedsak en lønnsom bransje kombinert med at Entra er drevet godt sammenlignet med bransjen.

8.4 Finansieringsfordel

Finansieringsfordel er den andre komponenten som til sammen utgjør en strategisk fordel. I motsetning til driftsfordelen dekomponeres ikke denne ytterligere til en bransje-, ressurs- og gearingfordel. Det kommer av at innen finans er “benchmarken” avkastningskravet og sjelden bransjen, siden unormal avkastning er unntaket og ikke “regelen” som ved drift (Knivsflå, 2021k). Med dette i bakhodet forventer vi at differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrente er lav, noe som gjør det unødvendig å dekomponere ytterligere.

Samtidig har vi i den strategiske analysen trukket frem Entra sin miljøfinansiering og solide leietakere som særegne egenskaper som skiller selskapet fra resten og som begge kan bidra til lavere finansieringskostnader. Det gjør at vi forventer en marginal finansieringsfordel for Entra i form av lavere netto lånerente enn netto finansielt gjeldskrav. Samtidig vet vi at det er stor konkurranse i finansmarkedene, noe som gjør at låntaker og finansielle investorer må forvente å oppnå en rentabilitet som er omtrent lik kravet. Dette gjør det mindre sannsynlig at vi vil ende opp med en finansieringsfordel for Entra og er i så fall i strid med noen av funnene i den strategiske analysen.

Oppsummert kan vi uttrykke finansieringsfordelen ved følgende formel:

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfgr) * nfgg$$

der

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

nfgr = netto finansiell gjeldsrente

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

Av formelen ser vi at dersom netto finansielt gjeldskrav er høyere enn netto finansiell gjeldsrentabilitet vil selskapet ha en finansieringsfordel, som kan skaleres ytterligere ved å øke netto finansiell gjeldsgrad.

Netto finansiell gjeld består av differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Vi kan derfor dekomponere finansieringsfordelen i en del som gjelder finansiell gjeld og en som gjelder finansielle eiendeler.

$$\text{Finansieringsfordel} = (fgk - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg$$

der

fgk = finansielt gjeldskrav

fgr = finansiell gjeldsrente

fgg = finansiell gjeldsgrad

fer = finansielt eiendelsrentabilitet

fek = finansielt eiendelskrav

feg = finansiell eiendelsgrad

I det følgende vil vi derfor beregne finansieringsfordelen for de to komponentene hver for seg for å illustrere hvordan finansieringsfordelen er bygd opp. I delkapittel 8.4.3 vil vi legge sammen komponentenes finansieringsfordel til en samlet fordel for netto finansiell gjeld, før vi i delkapittel 8.4.4 beregninger finansieringsfordelen til minoritet. Etter dette oppsummerer vi den samlede finansieringsfordelen til Entra i delkapittel 8.4.5.

8.4.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Finansieringsfordel finansiell gjeld (FFFG) kan beregnes ved følgende formel:

$$FFFG = (fgk - fgr) * fgg$$

Dersom det finansielle gjeldskravet er større enn den finansielle gjeldsrenten er det en fordel for eierne av selskapet om de tar i bruk gjeldsfinansiering (Knivsflå, 2021k). For kreditorene vil det være motsatt, altså en ulempe. Finansieringsfordel finansiell gjeld er beregnet i følgende tabell:

FFFG	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Finansielt gjeldskrav	0,025	0,024	0,032	0,037	0,035	0,031	0,053	0,031
(-) Finansiell gjeldsrente	0,032	0,036	0,033	0,029	0,031	0,034	0,032	0,033
(*) Finansiell gjeldsgrad	0,435	0,439	0,561	0,645	0,818	0,936	1,030	0,611
(=) FFFG	-0,003	-0,005	-0,001	0,006	0,003	-0,003	0,022	-0,001

Tabell 8-13: Finansieringsfordel finansiell gjeld

Av tabellen ser vi at Entra har hatt en finansiell gjeldsrenteulempe i 2016, 2019, 2020 og 2021T. Entra har i alle årsrapportene trukket frem gunstige finansieringsvilkår som en styrke ved selskapet, tallene viser derimot at en finansieringsfordel til finansiell gjeld tilnærmet lik

null. Videre ser vi at gjeldsgraden har vært synkende fra 2015 til 2021T. Dette samsvarer med argumentet om at selskap bør ha høy finansiell gjeldsgrad når det er et positivt avvik mellom gjeldskravet og gjeldsrente. Her har vi et negativt avvik mellom gjeldskrav og gjeldsrentabilitet i de fleste årene, slik at en dermed bør redusere den finansielle gjeldsgraden. Av tabellen ser vi at det er dette Entra gjør. Til slutt ser vi at har en finansieringsfordel i 2015 som skiller seg ut. Dette kommer av at det finansielle gjeldskravet er høyere dette året, som følge av lavere syntetisk rating.

8.4.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Til å beregne finansieringsfordel for selskapets finansielle eiendeler (FFFE) benytter vi oss av følgende formel:

$$FFFE = (fer - fek) * feg$$

Siden vi her snakker om eiendeler uttrykkes finansieringsfordelen ved å trekke kravet fra rentabiliteten på eiendelene. Dersom rentabiliteten er større enn kravet, har vi en finansieringsfordel knyttet til de finansielle eiendelene. Det vil si at det er en fordel for eierne at selskapet har finansielle eiendeler, ettersom forvaltningen av disse er lønnsom (Knivsflå, 2021k).

FFFE	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Vektet
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,014	0,013	0,009	0,015	0,021	0,012	0,009	0,013
(-) Finansielt eiendelskrav	-0,037	-0,039	-0,036	-0,062	-0,055	-0,050	-0,054	-0,045
(*) Finansiell eiendelsgrad	0,040	0,046	0,074	0,087	0,088	0,111	0,226	0,076
(=) FFFE	-0,001	-0,001	-0,002	-0,004	-0,003	-0,004	-0,010	-0,002

Tabell 8-14: Finansieringsfordel/-ulempe for selskapets finansielle eiendeler

Av tabellen leser vi at Entra har hatt en marginal finansieringsulempe knyttet til finansielle eiendeler for hele analyseperioden. Vi ser at ulempen var størst i 2015 og at den har stått mer eller mindre på stedet hvil siden, samtidig ser vi at det er snakk om en svært liten ulempe, noe som underbygger antakelsen om at det er vanskelig å oppnå en rentabilitet høyere enn avkastningskravet i finansmarkedene.

8.4.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Finansieringsfordelen netto finansiell gjeld (FFNFG) er summen av FFFG og FFFE. Følgende tabell presenterer beregningen av Entra sin FFNFG:

FFNFG	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
FFFG	-0,004	-0,006	-0,001	0,005	0,002	-0,004	0,021	-0,001
(+) FFFE	-0,001	-0,001	-0,002	-0,004	-0,003	-0,004	-0,010	-0,002
(=) FFNFG	-0,004	-0,007	-0,003	0,001	-0,001	-0,009	0,011	-0,003

Tabell 8-15: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Av tabellen ser vi at Entra har hatt en finansieringsulempe knyttet til netto finansiell gjeld i hele analyseperioden, utenom 2015 og 2018. Vi ser at den har variert fra år til år, men holdt seg marginalt negativ og har et tidsvektet gjennomsnitt på -0,3 prosent. Fordelen i 2015 skiller seg fra resten av analyseperioden med et avvik fra det tidsvektede snittet på 1,4 prosent. Bakgrunnen for dette er at vi for 2015 har tildelt Entra en lavere syntetisk rating, noe som fører til en høyere kredittrisikopremie og dermed økt finansielt gjeldskrav.

8.4.4 Finansieringsfordel minoritet

Til slutt må vi se på finansieringsfordelen knyttet til minoritet (FFMI). Denne kan uttrykkes ved følgende formel:

$$FFMI = (mik - mir) * mig$$

der

$mik = \text{minoritetskrav}$

$mir = \text{minoritetsrentabilitet}$

$mig = \text{minoritetsgrad}$

Dersom minoritetskravet er høyere enn minoritetsrentabiliteten, er det en fordel for majoritetseierne i selskapet å ha minoritetsinteresser (Knivsflå, 2021k). Fordelen kommer av at de ikke-kontrollerende interessene er med å dele økonomiske tap i datterselskapene de er

deleier i. Motsatt vil det være en byrde for majoritetseierne i Entra dersom minoritetsrentabiliteten er større enn kravet.

For Entra har vi følgende oversikt over finansieringsfordel til minoritet:

FFMI	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Minoritetskrav	0,080	0,080	0,094	0,100	0,097	0,095	0,100	0,090
(-) Minoritetsrentabilitet	-0,136	-0,226	-0,289	-0,350	-0,212	-0,543	-0,420	-0,279
(*) Minoritetsgrad	0,074	0,076	0,079	0,050	0,024	0,023	0,024	0,059
(=) FFMI	-0,004	-0,011	-0,015	-0,013	-0,003	-0,010	-0,008	-0,011

Tabell 8-16: Finansieringsfordel minoritet

Av tabellen ser vi at det er en finansieringsulempe knyttet til minoritetene i alle år. Følgelig har det vært en byrde for Entra å ha minoritetsinteresser i analyseperioden. En plausibel antakelse vil dermed være at det er gunstig for selskapet å redusere minoritetsgraden. Likevel ser vi at minoritetsgraden har vært stigende siden 2015, samtidig som finansieringsulempen har holdt seg relativt stabil. Samlet får vi en tidsvektet finansieringsulempe på 1,1 prosent for hele analyseperioden, slik at minoritetsinteressene samlet sett har vært en byrde for Entra.

8.4.5 Oppsummering finansieringsfordel

Entra sin samlede finansieringsfordel kan uttrykkes ved følgende formel:

$$\text{Finansieringsfordel} = (fgk - fgr) * fgg + (fek - fer) * feg + (mik - mir) * mig$$

Som nevnt tidligere er det ikke forventet at et selskaps finansiering bidrar til å øke den strategiske fordelen nevneverdig. Dette kommer av en antakelse om at finansmarkedene er effisiente der det både for låntaker og finansielle investorer over tid er vanskelig å oppnå en rentabilitet høyere enn avkastningskravet. Ser vi på beregningen av Entra sin finansieringsfordel i tabell 8-17 ser vi at den er negativ i alle år, noe som betyr at selskapet har en finansieringsulempe. Selv om ulempen er marginal og tilnærmet null, er resultatene i strid med Entra sine uttalelser om at selskapet samlet har mer gunstige finansieringsvilkår enn andre.

Finansieringsulempen er presentert i følgende tabell:

Oppsummert	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Vektet
FFFG	-0,004	-0,006	-0,001	0,005	0,002	-0,004	0,021	-0,001
(+) FFFE	-0,001	-0,001	-0,002	-0,004	-0,003	-0,004	-0,010	-0,002
(=) FFNFG	-0,004	-0,007	-0,003	0,001	-0,001	-0,009	0,011	-0,003
(+) FFMI	-0,004	-0,011	-0,015	-0,013	-0,003	-0,010	-0,008	-0,011
(=) Finansieringsfordel	-0,009	-0,018	-0,019	-0,012	-0,003	-0,019	0,000	-0,015

Tabell 8-17: Finansieringsfordel

8.5 Oppsummering av strategisk rentabilitetsanalyse

Vi har dermed følgende oversikt over den strategiske eierfordelen:

Entra	2021T	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Tidsvektet
Bransjefordel	0,011	0,021	0,019	0,015	0,020	0,022	0,018	0,018
(+) Ressursfordel	0,014	0,015	0,025	0,020	0,025	0,022	0,009	0,019
(=) Strategisk driftsfordel	0,026	0,036	0,044	0,035	0,046	0,044	0,027	0,037
(+) Gearingfordel	0,012	0,016	0,024	0,021	0,033	0,035	0,021	0,021
(=) Driftsfordel	0,037	0,052	0,068	0,056	0,079	0,079	0,048	0,058
(+) Finansieringsfordel	-0,009	-0,018	-0,019	-0,012	-0,003	-0,019	0,000	-0,015
(=) Strategisk eierfordel (SEF)	0,029	0,033	0,050	0,042	0,073	0,060	0,048	0,043

Tabell 8-18: Dekomponert strategisk eierfordel

Det fremgår av tabellen at det tidsvektede snittet for strategisk eierfordel er 4,3 prosent. Funnene i den strategiske rentabilitetsanalysen er i tråd med analysen i kapittel 4, der vi kom fram til at det foreligger en moderat bransje- og ressursfordel. Bransjefordelen skyldes at bransjen oppnår en høyere netto driftsrentabilitet enn deres netto driftskrav, mens ressursfordelen kan tilskrives høyere marginer for Entra enn bransjen. Videre ser vi at det foreligger en gearingfordel. Dette skyldes primært at Entra sin netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskrav. Avslutningsvis finner vi at det foreligger en marginal finansieringsulempe.

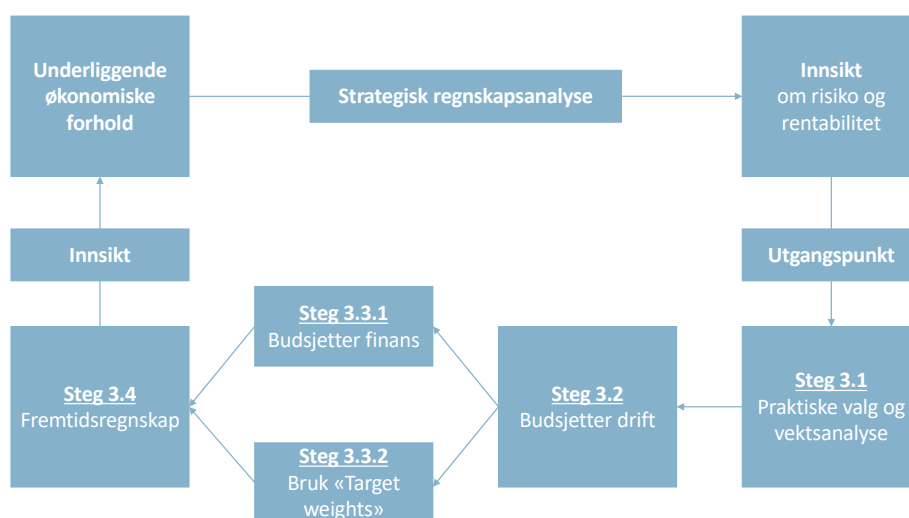
9. Fremtidsregnskap

I oppgavens tredje del vil vi benytte innsikten fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen til å estimere egenkapitalverdien på aksjene til Entra ved hjelp av fundamental verdsettelse og supplerende verdivurderingsmetoder. For å gjennomføre en fundamental verdsettelse vil vi først måtte utarbeide et fremtidsregnskap. Et fremtidsregnskap er et budsjettert finansregnskap som strekker seg fra år 1 til «steady state», der T er det siste året i budsjettperioden og T+1 er det første året i «steady state». Fremtidsregnskapet utarbeides ved å analysere historisk informasjon for å gjøre antakelser om fremtiden.

I dette kapitlet vil vi utarbeide et fremtidsregnskap før vi i kapittel 10 vil fastsette fremtidige avkastningskrav. Innsikten fra kapittel 9 og 10 vil så bli brukt til å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11 som skal gi oss et verdiestimatet på egenkapitalen. Avslutningsvis vil vi i kapittel 12 benytte komparativ verdivurdering for å supplere den fundamentale verdsettelsen.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Vi vil i dette kapitlet benytte Knivsfå (2021m) sitt rammeverk for å utarbeide fremtidsregnskapet. Rammeverket er illustrert i figuren under.



Figur 9-1: Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskap (Knivsfå, 2021m)

Rammeverket består av fire steg. Det første steget i rammeverket innebærer å foreta noen praktiske valg, samt analysere historisk vekst. Dette vil danne grunnlaget for steg to hvor vi skal budsjettere driftsinntektsvekst og andre driftsmessige budsjett drivere. Videre skal vi i steg tre budsjettere finansposter. Avslutningsvis skal vi i steg fire utarbeide fremtidsregnskapet basert på informasjonen fra de tidligere stegene i rammeverket.

Vi vil i de neste delkapitlene redegjøre for de ulike stegene i rammeverket.

9.2 Praktiske valg og vekstanalyse

I dette kapitlet vil vi foreta noen praktiske valg knyttet til budsjett horisont, budsjettmodell og budsjett drivere, samt valg av framskrivningsteknikk og håndtering av usikkerhet. Det vil også bli gjennomført en vekstanalyse.

9.2.1 Budsjett horisont

Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet splitter vi budsjetteringen opp i to faser. Den første er en eksplisitt periode hvor vi budsjetterer frem til horisonten T. Den andre perioden er en implisitt periode med konstant vekst, også kalt «steady state». «Steady state» er det som hender etter at vi har budsjettert alle endringer i budsjett driverne sett opp mot innsikten fra strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2021m). Denne perioden budsjetteres to år inn i «steady state» ettersom det ikke er en forventet levetid på selskapet. I denne perioden vil følgelig veksten til de ulike budsjett postene være konstant, men det er viktig å understreke at også de andre budsjett driverne er konstante. Det vil si at budsjett driverne må konvergere mot «steady state», men ikke «hoppe» rett i konstant vekst.

Når en skal vurdere budsjett horisonten frem mot periode T er det to forhold som er avgjørende (Knivsflå, 2021m). Det første er hvor lang tid selskapet trenger før en konstant utvikling er rimelig å anta og den andre er kvaliteten på regnskapsføringen.

I vurderingen av hvor lang tid selskapet trenger før det er rimelig å anta at selskapet har nådd «steady state», må en se til bransjens livssyklus. Dersom selskapet opererer i en vekstbransje vil det være hensiktsmessig å benytte flere år i den eksplisitte perioden enn om bransjen er

moden. Vi argumenterte i delkapittel 3.2.3 at Entra var i en moden fase av livssyklusen. Dette taler for en kortere budsjettthorisont. Når det kommer til kvaliteten på regnskapsføringen så anser vi den som god og detaljert.

Videre argumenterer også Penman (2013) for at verdsettelse kan bli mer usikre desto lenger inn i fremtiden en budsjetterer og en kort budsjettthorisont er således å foretrekke, alt annet likt. Hva som er en kort periode er det imidlertid ingen fasit på. Koller, Goedhart og Wessels (2015) foreslår imidlertid en budsjetteringshorisont på mellom 10 og 15 år som en passende periode.

På bakgrunn av nevnte argumenter anser vi 10 år som en passende eksplisitt prognoseperiode før selskapet når «steady state». Vi får følgelig at $T = 2031$, $T+1 = 2032$ og $T+2 = 2033$.

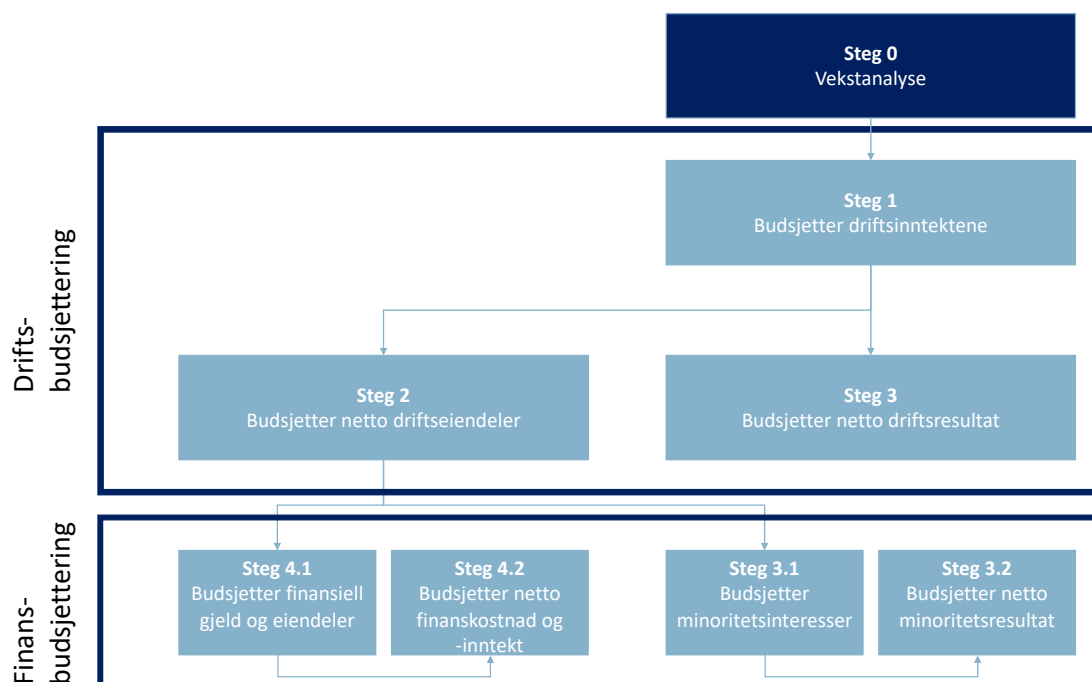
9.2.2 Budsjettmodell og budsjett drivere

I tillegg til valg av budsjettthorisont T , må vi også velge budsjettmodell. Når vi skal velge budsjettmodell er det flere faktorer som spiller inn. Det første vi skal se nærmere på er detaljeringsnivå. Her må vi bestemme oss for om vi ønsker å ha et detaljert eller fokusert detaljeringsnivå. Et detaljert budsjett inneholder mange budsjett drivere og er komplekse. Et fokusert budsjett avgrenser imidlertid antall budsjett drivere og fokuserer kun på de viktigste. Detaljbudsjettering passer best når T er kort da det er vanskelig å si noe om fremtiden på detaljnivå. Hva som defineres som en kort prognoseperiode er derimot et definisjonsspørsmål. Det kan likevel argumenteres for at usikkerhet på generell basis gjør det mer hensiktsmessig å fokusere på de viktigste budsjett driverne fremfor å gå detaljert til verks med mange budsjett drivere. Vi vil følgelig legge oss på et lavt detaljeringsnivå og fokusere på de viktigste budsjett driverne.

Videre må vi ta stilling til om vi skal lage et fullstendig finansbudsjett eller la kapitalstrukturen konvergere mot verdibaserte «target weights» i steady state. For denne oppgaven har vi valgt å gå for et fullstendig, men fullspesifisert, finansbudsjett.

Basert på argumentasjonen over har vi valgt å benytte oss av Knivsfå (2021m) sitt rammeverk for fokusert og fullspesifisert budsjettering som er illustrert i figuren under. Modellen består

av syv steg som overordnet kan deles inn i to kategorier, driftsbudsjettering og finansbudsjettering, og bygger på vekstanalysen som gjennomføres i delkapittel 9.2.4.



Figur 9-2: Knivsflå (2021) sitt rammeverk for fokusert og fullspesifisert budsjettering

9.2.3 Framskrivningsteknikk og usikkerhet

Nå som vi har valgt budsjettmodell må vi velge hvilken teknikk som skal benyttes til framskrivning av budsjett drivere og hvordan vi skal håndtere usikkerhet i budsjettet. Framskrivning og budsjettering er kanskje like mye kunst som det er vitenskap. Det kvantitative utgangspunktet for budsjettering er historisk utvikling i aktuelle budsjett drivere, slik som fremstilt i det omgrupperte og justerte finansregnskapet, samt analysert gjennom strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2021m). For å foreta en god budsjettering og framskrivning krever det god innsikt i underliggende økonomiske forhold. Noen år frem i tid kan en ha en konkret formening om hvordan de ulike budsjett driverne vil utvikle seg basert på den strategiske regnskapsanalysen. Over tid vil imidlertid budsjett drivere vende tilbake til gjennomsnittet i bransjen eller økonomien. Det vil si at driftsinntektsveksten maksimalt

konvergerer mot langsiktig økonomisk vekst og netto driftsmargin mot gjennomsnittet i bransjen ettersom det ikke foreligger noen varig marginfordel. Nullhypotesen er således at budsjett drivere konvergerer mot historisk gjennomsnitt, også kalt «mean reversion», men kan overstyres dersom en finner støtte for det i den strategiske regnskapsanalysen. Generelt er det tre hovedtyper utviklingsbaner fra valgt budsjett punkt til budsjett punkt T, *optimistisk*, *nøkt* og *pessimistisk* (Knivsflå, 2021m). Det kan benyttes en lineær tilnærming fra tidspunkt 0,1 eller 2 til budsjett horisont T. En foretar da en lineær framskrivning av budsjett driverne i henhold til fire budsjett punkt. Oppgaven vil ta utgangspunkt i metoden hvor vi utarbeider et fremtidsregnskap der vi definerer forventet utvikling, forankret i innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen.

Når det kommer til usikkerhet med hensyn til fremtidig utvikling i budsjett driverne, kan det håndteres på to måter. Den første måten å håndtere usikkerhet på er å lage et budsjett med forventet eller mest sannsynlig utvikling der vi eksplisitt tar hensyn til usikkerhet ved å gjøre kritiske budsjett drivere til stokastiske variabler, og analyserer usikkerhet gjennom sensitivitets- og simuleringsanalyse. Dette tilsvare forventet utvikling og er i praksis den mest benyttede metoden. Den andre måten er at vi utarbeider budsjett for sannsynlige scenarioer. Vi snakker da i likhet med utviklingsbaner om et optimistisk, forventet eller pessimistisk scenario. Scenario er mest aktuelt ved verdivurdering av oppstartsselskaper med høyt vekstpotensial. Kursets foretrukne metode er imidlertid den første metoden der vi analyserer usikkerhet gjennom sensitivitets- og simuleringsanalyse. Vi vil følgelig benytte oss av denne metoden når vi i kapittel 11 skal håndtere usikkerhet rundt fremtidig utvikling i budsjett driverne.

9.2.4 Vekstanalyse

Vi vil i dette delkapittelet gjennomføre en vekstanalyse ettersom historisk vekst gir oss innsikt om hva vi kan forvente av fremtidig vekst. Det er imidlertid viktig å understreke at historisk vekst kun er en av flere inputer for å budsjettere. Vekstanalysen danner grunnlaget for budsjetteringen i de neste kapitlene.

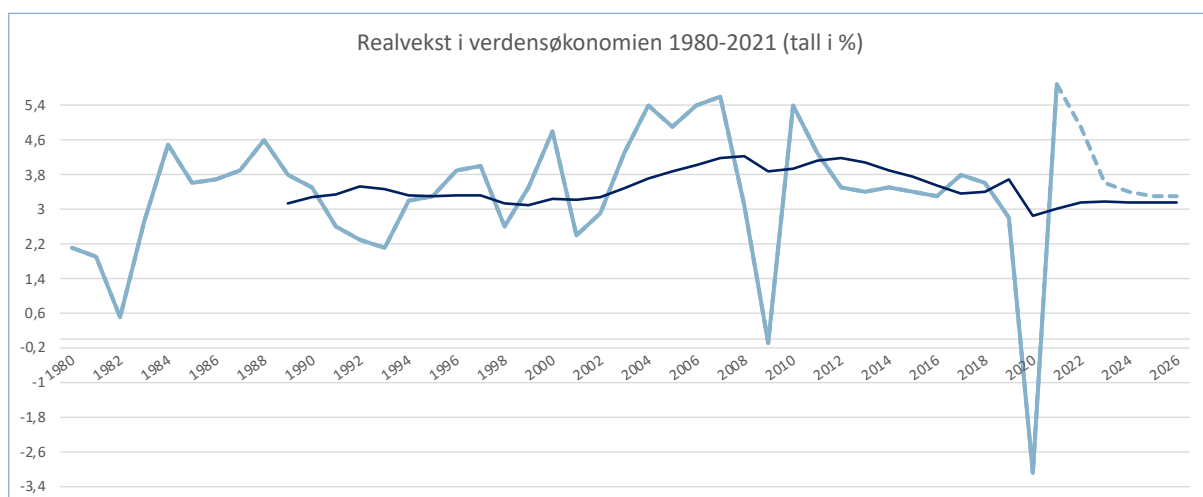
På kort og mellomlang sikt vil veksten til et selskap avhenge av generell økonomisk vekst og bransjevekst, samt interne ressurser til vekst (Knivsflå, 2021m). Dersom selskapet operer i en

bransje som ikke vokser, vil vekst bare kunne skje ved at en tar kunder fra konkurrenter. Dette kan potensielt føre til økt konkurranse som presser ned netto driftsmargin. På lang sikt avhenger vekst av makroøkonomiske faktorer som for eksempel BNP, vekst i folketall, renter, teknologisk endring og sparing i forhold til konsum. Ettersom ingen selskaper kan vokse raskere enn verdensøkonomien, vil selskaper som vokser raskt om sider stå overfor redusert vekst og konvergere mot gjennomsnittet (Damodaran, 2012).

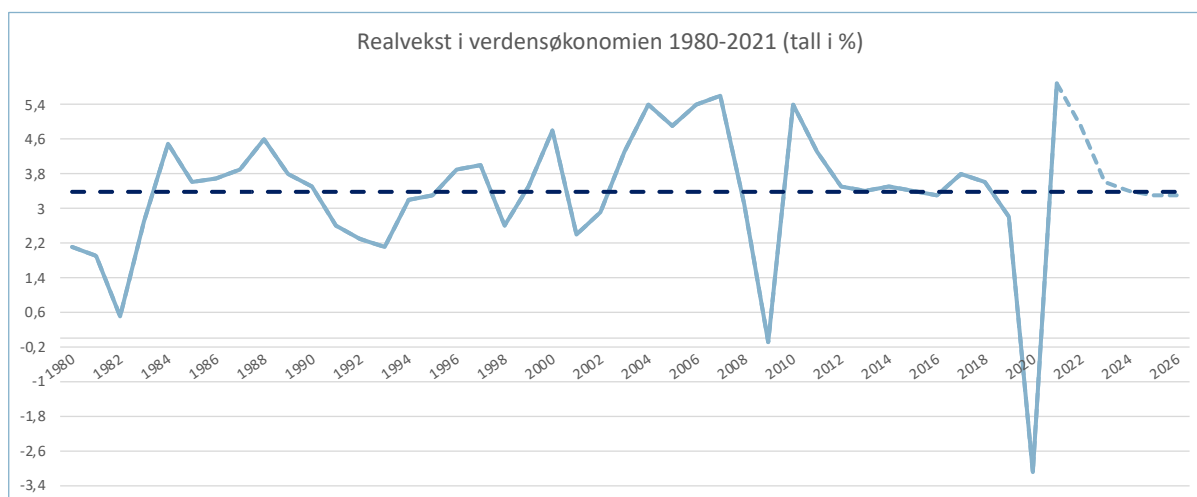
Generelt sett finnes det to typer kvantitativ vekstanalyse, *resultatvekst* og *kapitalvekst*. Analyse av driftsinntektsvekst inngår i analyse av resultatvekst og resultatvekst er tett knyttet til kapitalvekst og rentabilitet (Knivsflå, 2021m). For å budsjettere resultatvekst og kapitalvekst er vi følgelig avhengig av å gjennomføre en vekstanalyse. I avsnittene under vil vi ta for oss de viktigste faktorene som påvirker budsjettingen.

9.2.4.1 Vekst i verdensøkonomien

For å kunne gjøre antakelser om langsiktig vekst for Entra vil vi måtte analysere realvekst i verdensøkonomien ettersom et selskap på lang sikt ikke kan vokse mer enn denne. I figurene under presenterer vi historisk realvekst i verdensøkonomien, både i ti dagers glidende gjennomsnitt og gjennomsnittlig realvekst.



Figur 9-3: Realvekst i verdensøkonomien inkl. prognose. Trendlinje (mørkeblå) basert på 10-dagers løpende gjennomsnitt (IMF, 2021)



Figur 9-4: Realvekst i verdensøkonomien inkl. prognose. Trendlinje (mørkeblå stiplede linje) basert på gjennomsnitt (IMF, 2021)

Vi ser av figurene over at 10-dagers løpende gjennomsnitt kommer ut litt over gjennomsnittet av samtlige år som har vært på 3,39 prosent. Likevel ser vi at begge tenderer til å ligge like over 3 prosent årlig vekst. Videre finner vi grensen for nominell vekst på lang sikt ved å legge sammen realvekst i økonomien pluss forventet global inflasjon i dag. Dersom en legger til grunn IMF (2021) sine tall finner vi en global inflasjon på 4,3 prosent. Dette synes å være alt for høyt for Entra og bransjeselskapene, som kun operer i Norden hvor gjennomsnittet er 1,975 prosent. Dette underbygges ved Norges Bank (2021)sitt mål om en inflasjon nær 2 prosent over tid. Ved å legge det nordiske snittet for inflasjon og realvekst i verdensøkonomien sammen, kommer vi ut med en grense for nominell vekst på 5,365 prosent.

Vi anser imidlertid 5,365 prosent nominell vekst for å være et for høyt anslag for vekst i steady state. Dette begrunnes med at renten er på et historisk lavt nivå og er antatt å stige slik som påpekt i delkapittel 2.5. Videre er det begrenset med ledig areal i sentrale områder. Dette kan imidlertid løses ved hjelp av ny teknologi, men det er stor usikkerhet knyttet til dette. I tillegg er det vanskelig å se for seg at verdens befolkning vil øke i en slik takt i steady state grunnet klimautfordringer (2021). Vi setter følgelig langsiktig vekst i steady state til 3 prosent ettersom vi ser det som mer realistisk.

9.2.4.2 Resultatvekst

Vekst i driftsinntektene en av de fremste årsakene til resultatvekst og en annen er kostnadskutt (Knivsflå, 2021m). Driftsinntektsvekst er imidlertid ansett som den viktigste budsjettdriveren og kan uttrykkes på følgende måte (Damodaran, 2012):

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

der

$div =$ Driftsinntektsvekst

$DI =$ Driftsinntekter

Driftsinntektsvekst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Langsiktig økonomisk vekst	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Driftsinntektsvekst i bransjen	1,4%	15,5%	9,7%	6,6%	5,8%	-0,8%	1,7%	4,9%
(-)Langsiktig økonomisk vekst	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
(=)Vekstfordel bransje	-1,6%	12,5%	6,7%	3,6%	2,8%	-3,8%	-1,3%	1,9%
Driftsinntektsvekst	-0,7%	7,9%	9,2%	8,1%	4,2%	0,6%	6,9%	5,3%
(-)Driftsinntektsvekst i bransjen	1,4%	15,5%	9,7%	6,6%	5,8%	-0,8%	1,7%	4,9%
(=)Vekstfordel ressurs	-2,1%	-7,5%	-0,5%	1,5%	-1,5%	1,4%	5,2%	0,3%
(=)Driftsinntektsvekst	-0,7%	7,9%	9,2%	8,1%	4,2%	0,6%	6,9%	5,3%

Tabell 9-1: Driftsinntektsvekst

Vi ser av det tidsvektede gjennomsnittet at Entra har hatt en marginalt bedre driftsinntektsvekst i analyseperioden enn bransjen. Entra sin lave vekst i forhold til bransjen i 2015 og 2016 kan forklares ved at dette er årene etter at oljeprisen sank drastisk. Videre ser vi at bransjen har større fluktasjoner enn Entra i driftsinntekter, samt oppnådd lavere driftsinntektsvekst under covid-19. Dette underbygger våre argumenter i den strategiske analysen om at Entra har mer solide leietakere enn bransjen.

9.2.4.3 Kapitalvekst

Driftsinntektsveksten kan til tider fluktuere og således føre til at vi ikke får et riktig inntrykk av fremtidig vekst. Det vil derfor være relevant å analysere kapitalveksten ettersom denne i mindre grad fluktuere. Normalisert netto driftsvekst kan uttrykkes slik:

$$\text{Normalisert netto driftsvekst} = (1 - ndu) * ndr$$

der

$$ndu = \text{utdelingsforhold}$$

$$ndr = \text{netto driftsrentabilitet}$$

Slik det fremgår av formelen så påvirkes kapitalveksten av netto driftsrentabilitet og utdelingsforholdet. For å si noe om kapitalveksten skal vi nå analysere Entra og bransjen sin historiske egenkapitalvekst ved hjelp av de omgrupperte og justerte tallene som ble utarbeidet i kapittel 5. Dette kan uttrykkes som følgende:

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

der

$$eku = \frac{NBU_t}{NRE_t}$$

der

$$ekv = \text{egenkapitalvekst}$$

$$(1-eku) = \text{tilbakeholdsgrad}$$

$$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}$$

I tabellene under presenterer vi den normaliserte egenkapitalveksten for Entra og bransjen i analyseperioden.

Egenkapitalvekst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Tidsvektet
Langsiktig økonomisk vekst	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Egenkapitalvekst i bransjen	4,9%	4,1%	4,7%	4,5%	4,5%	4,3%	4,6%	4,5%
(-)Langsiktig økonomisk vekst	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
(=)Vekstfordel bransje	1,9%	1,1%	1,7%	1,5%	1,5%	1,3%	1,6%	1,5%
Egenkapitalvekst	6,3%	11,2%	7,1%	7,1%	7,5%	7,2%	6,2%	7,4%
(-)Egenkapitalvekst i bransjen	4,9%	4,1%	4,7%	4,5%	4,5%	4,3%	4,6%	4,5%
(=)Vekstfordel ressurs	1,4%	7,0%	2,4%	2,6%	3,1%	2,9%	1,5%	2,9%
(=)Normalisert egenkapitalvekst	6,3%	11,2%	7,1%	7,1%	7,5%	7,2%	6,2%	7,4%

Tabell 9-2: Egenkapitalvekst

Vi ser av tabellen over at Entras normaliserte egenkapitalvekst har vært positiv i samtlige år av analyseperioden og har et tidsvektet gjennomsnitt på 7,4 prosent. Dette er i gjennomsnitt 2,9 prosent høyere enn for bransjen.

Vi skal i de neste delkapitlene benytte innsikten fra vekstanalysen til å budsjettere fremtidsregnskapet.

9.3 Budsjettering av driftsinntektene

I dette delkapittelet vil vi gjennomgå steg 1 i modellen, herunder budsjettering av driftsinntektene. Dette er det første av totalt tre steg som omhandler driftsbudsjettering. Driftsinntektene for det enkelte år kan prognostiseres ved følgende formel:

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

der

$$div_1 = DI_1 - DI_0 = \frac{(Onde_1 * NDE_0) - DI_0}{DI_0}$$

Generelt benyttes det to metoder for budsjettering av driftsinntekter. Den første er å finne en generell driftsinntektsvekst (div) og benytte den til å fremskrive driftsinntektene. I den andre metoden splitter vi opp driftsinntektsveksten i flere driftsinntekst drivere og kan således fremskrive driftsinntektene på et mer detaljert nivå. Denne metoden fungerer best for selskaper der driftsinntektene stort sett drives av ett eller få produkter. Vi har valgt å benytte den første

metoden der vi finner en generell driftsinntektsvekst, da vi anser det som den beste metoden for å budsjettere driftsinntektene til Entra.

Det fremgår av formelen over at driftsinntektsveksten (*div*) må estimeres for det første året av budsjettperioden. Dette kan enten gjøres ved å fremskrive *div1* slik at *onde* automatisk blir fastsatt. Alternativt kan vi fremskrive omløpet til netto driftseiendeler slik at *div* automatisk fastsettes. Det er imidlertid bedre å fremskrive omløpet til netto driftseiendeler slik at vi fastsetter *div1* automatisk ettersom omløpet til netto driftseiendeler er mer stabilt (Knivsflå, 2021n). Dette gjøres ved å ta det tidsvektede snittet fra bransjens *onde* og differansen mellom Entra og bransjen og så finne Entra sin *onde* for 2022 implisitt. Dette er illustrert i følgende tabell:

Fremskrivning av <i>onde</i>	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
<i>onde</i> (Entra)	0,137	0,130	0,121	0,122	0,121	0,116	0,118	0,121	0,121
<i>onde</i> (Bransje)	0,151	0,141	0,130	0,131	0,130	0,125	0,113	0,128	0,128
<i>onde - ondeB</i>	-0,014	-0,011	-0,009	-0,009	-0,009	-0,009	0,005	-0,007	-0,007

Tabell 9-3: Fremskrivning av *onde*

Vi ser av tabellen over at framskrevet *onde* for Entra er 0,121. Setter en dette og de andre komponentene som er regnet ut i tidligere delkapitler inn i formelen for *div* får vi som følger:

$$div1 = ((0,121 * 25\ 692) - 2515)/2515 = 0,239$$

Slik det fremgår av uttrykket får vi en driftsinntektsvekst på 23,9 prosent i første år av budsjettperioden. Dette er tilsynelatende høyt sett i lys av bransjens modenhet og tidligere års driftsinntektsvekst. Det kan imidlertid forsvares med at Entra i 2021 har økt deres forvaltningsportefølje langt mer enn tidligere år. Vi forventer imidlertid ikke at dette vedvarer og vil i så måte nedjustere denne relativt raskt til det tidsvektede snittet vi fant i vekstanalysen i delkapittel 9.2.4.2, hvilket var 5,3 prosent. Dette vil således konvergere lineært mot veksten i steady state, herunder 3 prosent. Budsjettert driftsinntekt er illustrert i følgende tabell:

Driftsinntekt (NOKm)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekt (t-1)	2 515	3 116	3 281	3 445	3 608	3 768
* (1+div)	1,239	1,053	1,050	1,047	1,044	1,042
Driftsinntekt t	3 116	3 281	3 445	3 608	3 768	3 925

Driftsinntekt (NOKm)	2028	2029	2030	2031 T	2032 (T+1)	2033 (T+2)
Driftsinntekt (t-1)	3 925	4 076	4 222	4 361	4 492	4 626
* (1+div)	1,039	1,036	1,033	1,030	1,030	1,030
Driftsinntekt t	4 076	4 222	4 361	4 492	4 626	4 765

Tabell 9-4: Budsjettert driftsinntekt

9.4 Budsjettering av andre driftsmessige budsjett drivere

I dette delkapittelet skal vi budsjettere andre driftsmessige budsjett drivere, herunder *netto driftseiendeler* og *netto driftsresultat*. Dette er henholdsvis steg 2 og 3 i rammeverket og således de siste stegene av driftsbudsjetteringen. Netto driftseiendeler vil bli budsjettert i delkapittel 9.4.1 og netto driftsresultat i delkapittel 9.4.2.

9.4.1 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler finner vi ved å dividere budsjetterte driftsinntekter på prognosen for omløpet til netto driftseiendeler. I dette kapitlet vil vi benytte inngående kapital og ikke foreta noen justering for opptjent kapital. Dette er fordi at vi ved budsjettering og verdivurdering forutsetter at kontantstrømmene er realiserte ved slutten av året (Knivsflå, 2021n). Netto driftseiendeler estimeres som følger:

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{Onde_t}$$

der

$$Onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

Formelen antar eksplisitt at vi har estimert omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde) for det første året av fremtidsregnskapet. Det gjorde vi i delkapittel 9.3. For å finne netto driftseiendeler for første budsjettår (2022) må vi imidlertid finne onde for 2023. Over tid forventes det at omløpshastigheten til netto driftseiendeler for Entra konvergerer mot det tidsvektede snitt for bransjen (Penman, 2013). Det tidsvektede snittet for bransjen er på 12,8 prosent. Det forventes ikke noen store endringer i omløpshastigheten til netto driftseiendeler

for Entra og vi har følgelig satt veksten mot gjennomsnittet til å være lineært. I tabellen under presenteres budsjettet for Entras netto driftseiendeler.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
DI t+1	3 116	3 281	3 445	3 608	3 768	3 925
(/) Ondet+1	0,122	0,123	0,123	0,124	0,125	0,125
(=) NDE t	25 551	26 759	27 948	29 111	30 240	31 327

	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
DI t+1	4 076	4 222	4 361	4 492	4 626	4 765
(/) Ondet+1	0,126	0,127	0,127	0,128	0,128	0,128
(=) NDE t	32 364	33 345	34 260	35 104	36 157	37 242

Tabell 9-5: Budsjettert netto driftseiendeler

9.4.2 Netto driftsresultat

Det finnes to metoder for budsjettering av netto driftsresultat. I den første metoden benytter man en netto driftsresultat-driver, herunder netto driftsmargin (ndm). I den andre metoden benytter en flere netto driftsresultat-drivere ved å splitte opp netto driftsmargin i flere komponenter. Vi har valgt å kun benytte en netto driftsresultat-driver, hvilket kan uttrykkes som følgende:

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

Prognosen på netto driftsmargin burde baseres på den strategiske regnskapsanalysen. Matematisk kan vi uttrykke det slik:

$$ndm_T = \frac{ndr_T}{onde_T} = \frac{ndk_T + SF_T}{onde_T}$$

der

$$SF_T = ndr_T - ndk_T$$

I den strategiske regnskapsanalysen fant vi at den tidsvektede netto driftsmarginen til Entra var på henholdsvis 77,9 prosent mot bransjens 59,1 prosent. På sikt venter vi imidlertid at

konkurranseskreftene i bransjen vil føre til at Entra sin høye netto driftsmargin drives mot bransjesnittet dersom bransjen er i konstant vekst. Når det er sagt så er en driftsmargin på 59,1 prosent også høyt. Dette kommer av at eiendomsselskapenes største kostnad (rentekostnad) ikke inkluderes i driftskostnader. Vi har imidlertid i den strategiske analysen kommet fram til at eiendomsbransjen er en lønnsom bransje, slik at det er ikke en urimelig antakelse at netto driftsmargin vil forholde seg stabilt høy for bransjen som helhet. Ettersom netto driftsmargin for Entra har vært fallende de tre siste årene antar vi at den vil falle lineært mot bransjesnittet som også er det vi antar at selskapet vil ha i steady state. Under presenterer vi budsjettet for netto driftsresultat.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
DI t	3 116	3 281	3 445	3 608	3 768	3 925
(*) ndm t	0,779	0,758	0,737	0,716	0,695	0,674
(=) NDR t	2 427	2 487	2 539	2 584	2 620	2 647

	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
DI t	4 076	4 222	4 361	4 492	4 626	4 765
(*) ndm t	0,653	0,633	0,612	0,591	0,591	0,591
(=) NDR t	2 664	2 671	2 667	2 654	2 733	2 815

Tabell 9-6: Budsjettert netto driftsresultat

9.5 Budsjettering av finansposter

Vi skal i dette kapitlet gjennomgå steg 3 og 4 i rammeverket for fremtidsregnskap, herunder *netto finansiell gjeld, netto finansielle kostnader, minoritetsandel og netto minoritetsresultat* som samlet sett utgjør finansbudsjettet. Finansbudsjettet kan enten utarbeides ved bruk av målvekter («target weights») eller fullstendig. Målvekter innebærer at verdibaserte balansevekter for egenkapital og netto finansiell gjeld er forventet å gå fra dagens (ukjente) vekter ($t=0$) til målevektene i steady state ($t=T$) (Knivsflå, 2021n). Ved fullstendig utarbeidelse av finansbudsjett har vi egenkapital og netto resultat til egenkapital, men fastsetter netto betalt utbytte residualt som fri kontantstrøm til egenkapital.

9.5.1 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld består av finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Netto finansiell gjeld kan budsjetteres direkte eller ved å budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler separat,

som deretter nettes mot hverandre. Vi har valgt å budsjettere finansiell gjeld og -eiendeler separat.

9.5.1.1 Finansiell gjeld

Finansiell gjeld kan uttrykkes på følgende måte:

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

der

fgd = finansiell gjeldsdel

Ifølge Knivsflå (2021n) så er typisk finansiell gjeldsdel på Oslo Børs om lag 50 prosent. Ved å benytte de omgrupperte og justerte tallene fra regnskapsanalysen finner vi imidlertid at både Entra og bransjen har en finansiell gjeldsdel på 34,4 prosent i snitt. Når det er sagt så har Entra redusert sin finansielle gjeldsdel gjennom analyseperioden fra 48,1 prosent til 30,9 prosent. Vi anser 30,9 prosent som en forholdsvis lav gjeldsdel og legger følgelig til grunn en lineær utvikling mot bransjesnittet i steady state. Entra sin budsjetterte finansielle gjeld presenteres i tabellen under.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
fgd t	0,312	0,316	0,319	0,323	0,326	0,330
(*) NDE t	25 551	26 759	27 948	29 111	30 240	31 327
(=) FG t	7 975	8 445	8 919	9 392	9 862	10 326
	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
fgd t	0,333	0,337	0,340	0,344	0,344	0,344
(*) NDE t	32 364	33 345	34 260	35 104	36 157	37 242
(=) FG t	10 781	11 225	11 653	12 063	12 425	12 798

Tabell 9-7: Budsjettert finansiell gjeld

9.5.1.2 Finansielle eiendeler

Videre må vi fremskrive finansielle eiendeler. Framskrivning av finansielle eiendeler kan uttrykkes på følgende måte:

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

der

$fed_t =$ finansielle eiendelsdel

En typisk finansiell eiendelsdel er 20 prosent, men dette er et høyt estimat i steady state ettersom det er optimal selskapsstyring å redusere tilgjengelige kontanter når disse ikke skal benyttes til annet enn konstant vekst investeringer (Knivsflå, 2021n). Vi finner imidlertid at det tidsvektede gjennomsnittet for Entra er 3,9 prosent og 2,5 for bransjen. Vi har lagt det tidsvektede bransjesnittet til grunn som vekstfaktor i steady state. Entra har per 2021 en finansiell eiendelsdel på 2,4 prosent og vi antar at denne vil vokse lineært mot steady state. Entra sine budsjetterte finansielle eiendeler presenteres i tabellen under.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
fed t	0,0244	0,0246	0,0247	0,0248	0,0249	0,0250
(*) NDE t	25 551	26 759	27 948	29 111	30 240	31 327
(=) FE t	625	657	689	721	753	783

	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
fed t	0,0251	0,0252	0,0253	0,0254	0,0254	0,0254
(*) NDE t	32 364	33 345	34 260	35 104	36 157	37 242
(=) FE t	812	841	868	893	920	947

Tabell 9-8: Budsjetterte finansielle eiendeler

9.5.2 Netto finansielle kostnader

Netto finansielle kostnader består av netto rentekostnader og netto finansinntekter og budsjetteres ved at en først fremskriver netto rentekostnader og deretter netto finansinntekter, som deretter nettes mot hverandre. For at vi skal kunne budsjettere netto finansielle kostnader må finansielle eiendeler og -gjeld, samt finansiell eiendelsrentabilitet og finansiell

gjeldsrentabilitet være budsjettert. Finansielle eiendeler og -gjeld har vi allerede budsjettert, mens finansiell eiendelsrentabilitet og -gjeldsrentabilitet estimeres i dette kapitlet. Disse baseres på inngående kapital.

9.5.2.1 Netto rentekostnad

Netto rentekostnad kan budsjetteres som følger:

$$NRK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

der

fgr_t = finansiell gjeldsrente

FG = finansiell gjeld

En vanlig forutsetning å ta er at finansiell gjeldsrente er likt finansielt gjeldskrav. I strategisk regnskapsanalyse finner vi at selskapet har en marginal finansieringsulempe og ved å sammenligne historisk finansiell gjeldsrente og finansielt gjeldskrav ser en at det er signifikant forskjell. Vi velger følgelig og ikke sette finansiell gjeldsrente lik finansielt gjeldskrav, men antar imidlertid at renta utvikler seg lineært mot det langsiktige finansielle gjeldskravet som blir estimert i delkapittel 10.2.5. I tabellen under presenteres den budsjetterte utviklingen i netto rentekostnader.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
fgr t	0,0214	0,0226	0,0238	0,0250	0,0261	0,0273
(*) FG (t-1)	7 929	7 975	8 445	8 919	9 392	9 862
(=) NRK t	170	180	201	223	245	269

	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
fgr t	0,0285	0,0297	0,0308	0,0320	0,0320	0,0320
(*) FG (t-1)	10 326	10 781	11 225	11 653	12 063	12 425
(=) NRK t	294	320	346	373	386	398

Tabell 9-9: Budsjettert netto rentekostnad

9.5.2.2 Netto finansinntekt

Netto finansinntekt kan budsjetteres som følger:

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

der

fer_t = finansiell eiendelsrentabilitet

FE = finansielle eiendeler

En vanlig forutsetning å ta er at finansiell eiendelsrentabilitet er likt finansielt eiendelskrav. Vi finner imidlertid fra strategisk regnskapsanalyse at finansiell eiendelsrentabilitet har vært signifikant lavere enn finansielt eiendelskrav i analyseperioden. Således velger vi og ikke sette finansiell eiendelsrentabilitet lik finansielt eiendelskrav, men antar at finansiell eiendelsrentabilitet utvikler seg lineært mot det langsiktige finansielle eiendelskravet som blir estimert i delkapittel 10.2.2. I tabellen under presenteres den budsjetterte utviklingen i netto finansinntekt.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
fer t	0,0166	0,0198	0,0229	0,0261	0,0292	0,0324
FE (t-1)	625	625	657	689	721	753
NFI t	10	12	15	18	21	24

	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
fer t	0,0355	0,0387	0,0418	0,0450	0,0450	0,0450
FE (t-1)	783	812	841	868	893	920
NFI t	28	31	35	39	40	41

Tabell 9-10: Budsjettert netto finansinntekt

9.5.3 Minoritetsinteresser

Videre må vi budsjettere utviklingen i minoritetsinteressene (MI). Dette kan uttrykkes ved følgende formel:

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

der mid_t er den årlige prognosen på minoritetsdel, hvilket kan uttrykkes slik:

$$mid_t = \frac{MI_t}{NDE_t}$$

Vi forutsetter her at minoritetsdelen for Entra og bransjen går mot en normal minoritetsdel, herunder bransjesnittet. I tabellen under presenteres den budsjetterte utviklingen i minoritetsinteressene.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
mid t	0,0454	0,0412	0,0371	0,0329	0,0288	0,0246
(*) NDE t	25 551	26 759	27 948	29 111	30 240	31 327
(=) MI t	1 159	1 103	1 036	958	870	771

	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
mid t	0,0205	0,0163	0,0121	0,0080	0,0080	0,0080
(*) NDE t	32 364	33 345	34 260	35 104	36 157	37 242
(=) MI t	662	544	416	281	289	298

Tabell 9-11: Budsjetterte minoritetsinteressener

9.5.4 Netto minoritetsresultat

Avslutningsvis må vi budsjettere utvikling i netto minoritetsresultat (NMR). Dette kan uttrykkes med følgende formel:

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$$

der mir_t er framskrevet netto minoritetsrentabilitet beregnet på inngående kapital, hvilket kan uttrykkes slik:

$$mir_t = \frac{NMR_t}{MI_{t-1}}$$

Budsjettert netto minoritetsrentabilitet burde bygge på innsikten fra strategisk regnskapsanalyse. Nullhypotesen er at minoritetsrentabiliteten er lik minoritetskravet dersom en antar at majoriteten klarer å «skvise» minoriteten, eller minoritetsinteressene er balanseførte til tilnærmet virkelig verdi (Knivsflå, 2021n). Dersom det foreligger en strategisk fordel for selskapet, vil imidlertid minoritetsrentabiliteten vanligvis overstige minoritetskravet. I vårt tilfelle foreligger det en strategisk fordel for selskapet og det tidsvektede gjennomsnittet for differansen mellom minoritetsrentabiliteten og minoritetskravet er 22,4 prosent. På lang sikt

antar vi imidlertid at minoritetsrentabiliteten utvikler seg lineært mot minoritetskravet som estimeres i delkapittel 10.1.5. I tabellen under presenteres det budsjetterte netto minoritetsresultatet.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
mir t	0,1286	0,1244	0,1202	0,1161	0,1119	0,1077
(*) MI (t-1)	1 273	1 159	1 103	1 036	958	870
(=) NMR t	164	144	133	120	107	94

	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
mir t	0,1035	0,0994	0,0952	0,0910	0,0910	0,0910
(*) MI (t-1)	771	662	544	416	281	289
(=) NMR t	80	66	52	38	26	26

Tabell 9-12: Budsjettert netto minoritetsresultat

9.6 Presentasjon av fremtidsregnskapet

I de påfølgende delkapitlene vil vi presentere fremtidsregnskapet basert på budsjetteringen gjort tidligere i kapittelet. Fremtidsregnskapet består av fremtidsresultatregnskap, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm.

9.6.1 Fremtidsresultat

Det er ikke alle postene i regnskapet som er budsjettert og i tråd med rammeverket har vi følgelig fastsatt netto betalt utbytte residualt (Knivsvflå, 2021n). Netto betalt utbytte finnes ved å finne differansen mellom fullstendig nettoresultat til egenkapital og endring i egenkapital. Endring i egenkapitalen finnes ved å beregne endringene i egenkapitalen i fremtidsbalansen. Unormale poster er også satt til null. I tabellen under presenteres fremtidsregnskapet.

NOKm	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter	3 116	3 281	3 445	3 608	3 768	3 925
Netto driftsresultat	2 427	2 487	2 539	2 584	2 620	2 647
(+) Netto finansinntekter	10	12	15	18	21	24
(=) Netto resultat til sysselsatt kapital	2 437	2 499	2 554	2 602	2 641	2 671
(-) Netto finanskostnader	170	180	201	223	245	269
(=) Nettoresultat til EK i konsernet	2 267	2 319	2 353	2 379	2 395	2 402
(-) Minoritetsresultat	164	144	133	120	107	94
(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapital (Majoritet)	2 103	2 174	2 221	2 259	2 288	2 308
(-) Netto betalt utbytte	2 177	1 349	1 406	1 460	1 510	1 556
(=) Endring i egenkapital	-74	826	815	800	779	752

NOKm	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
Driftsinntekter	4 076	4 222	4 361	4 492	4 626	4 765
Netto driftsresultat	2 664	2 671	2 667	2 654	2 733	2 815
(+) Netto finansinntekter	28	31	35	39	40	41
(=) Netto resultat til sysselsatt kapital	2 691	2 702	2 703	2 693	2 773	2 857
(-) Netto finanskostnader	294	320	346	373	386	398
(=) Nettoresultat til EK i konsernet	2 397	2 382	2 357	2 320	2 387	2 459
(-) Minoritetsresultat	80	66	52	38	26	26
(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapital (Majoritet)	2 318	2 317	2 305	2 282	2 362	2 433
(-) Netto betalt utbytte	1 597	1 633	1 663	1 687	1 652	1 702
(=) Endring i egenkapital	721	684	642	595	710	731

Tabell 9-13: Fremtidsresultat

9.6.2 Fremtidsbalanse

I fremtidsbalansen finner vi egenkapitalen residualt. Fremtidsbalansen er stilt opp som sysselsatt kapital og netto driftskapital. I tabellene under presenteres fremtidsbalansen til Entra ASA.

NOKm	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler	25 551	26 759	27 948	29 111	30 240	31 327
Finansielle eiendeler	625	657	689	721	753	783
Sysselsatte eiendeler	26 176	27 416	28 637	29 832	30 992	32 110
Egenkapital	17 042	17 867	18 683	19 482	20 261	21 013
Minoritetsinteresser	1 159	1 103	1 036	958	870	771
Finansiell gjeld	7 975	8 445	8 919	9 392	9 862	10 326
Sysselsatt kapital	26 176	27 416	28 637	29 832	30 992	32 110

NOKm	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
Netto driftseiendeler	32 364	33 345	34 260	35 104	36 157	37 242
Finansielle eiendeler	812	841	868	893	920	947
Sysselsatte eiendeler	33 177	34 185	35 128	35 997	37 077	38 189
Egenkapital	21 733	22 417	23 059	23 653	24 363	25 094
Minoritetsinteresser	662	544	416	281	289	298
Finansiell gjeld	10 781	11 225	11 653	12 063	12 425	12 798
Sysselsatt kapital	33 177	34 185	35 128	35 997	37 077	38 189

Tabell 9-14: Fremtidsbalanse stilt opp som sysselsatt kapital

NOKm	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler	25 551	26 759	27 948	29 111	30 240	31 327
Egenkapital	17 042	17 867	18 683	19 482	20 261	21 013
Minoritetsinteresser	1 159	1 103	1 036	958	870	771
(+) Netto finansiell gjeld	7 350	7 788	8 229	8 670	9 109	9 543
Netto driftskapital	25 551	26 759	27 948	29 111	30 240	31 327

NOKm	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
Netto driftseiendeler	32 364	33 345	34 260	35 104	36 157	37 242
Egenkapital	21 733	22 417	23 059	23 653	24 363	25 094
Minoritetsinteresser	662	544	416	281	289	298
(+) Netto finansiell gjeld	9 969	10 384	10 785	11 170	11 505	11 850
Netto driftskapital	32 364	33 345	34 260	35 104	36 157	37 242

Tabell 9-15: Fremtidsbalanse stilt opp som netto driftskapital

9.6.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Basert på fremtidsresultatet og -balansen kan vi utarbeide fremtidig fri kontantstrøm. Fremtidig fri kontantstrøm til egenkapital er lik netto betalt utbytte. Fremtidig fri kontantstrøm for Entra ASA presenteres i tabellene under.

Fremtidig fri kontantstrøm (NOKm)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftsresultat	2 427	2 487	2 539	2 584	2 620	2 647
(-) Endring i netto driftseiendeler	-141	1 208	1 189	1 163	1 129	1 087
(=) Fri kontantstrøm fra drift	2 567	1 279	1 350	1 421	1 491	1 559
(+) Netto finansinntekt	10	12	15	18	21	24
(-) Endring i finansielle eiendeler	0	32	32	32	31	30
(=) Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler	10	-20	-17	-14	-10	-6
(=) Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler	2 578	1 259	1 333	1 407	1 481	1 553
(-) Netto finanskostnad	170	180	201	223	245	269
(+) Endring i finansiell gjeld	46	471	473	473	470	464
(=) Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	124	-290	-272	-251	-225	-195
(+) Netto minoritetsresultat	164	144	133	120	107	94
(-) Endring i minoritetsinteresser	-113	-56	-67	-78	-88	-99
(=) Fri kontantstrøm til minoritet	277	201	200	198	196	193
(+) Fullstendig nettoresultat til EK	2 103	2 174	2 221	2 259	2 288	2 308
(-) Endring i egenkapital	-74	826	815	800	779	752
(=) Fri kontantstrøm til egenkapital	2 177	1 349	1 406	1 460	1 510	1 556

	2028	2029	2030	2031 (T)	2032 (T+1)	2033 (T+2)
Netto driftsresultat	2 664	2 671	2 667	2 654	2 733	2 815
(-) Endring i netto driftseiendeler	1 038	980	916	844	1 053	1 085
(=) Fri kontantstrøm fra drift	1 626	1 690	1 752	1 810	1 680	1 730
(+) Netto finansinntekt	28	31	35	39	40	41
(-) Endring i finansielle eiendeler	29	28	27	25	27	28
(=) Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler	-2	3	8	14	13	14
(=) Fri kontantstrøm til sysselsatte eiendeler	1 624	1 694	1 760	1 824	1 693	1 744
(-) Netto finanskostnad	294	320	346	373	386	398
(+) Endring i finansiell gjeld	455	443	428	410	362	373
(=) Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	-161	-124	-82	-37	24	25
(+) Netto minoritetsresultat	80	66	52	38	26	26
(-) Endring i minoritetsinteresser	-109	-118	-127	-136	8	9
(=) Fri kontantstrøm til minoritet	189	184	179	173	17	18
(+) Fullstendig nettoresultat til EK	2 318	2 317	2 305	2 282	2 362	2 433
(-) Endring i egenkapital	721	684	642	595	710	731
(=) Fri kontantstrøm til egenkapital	1 597	1 633	1 663	1 687	1 652	1 702

Tabell 9-16: Fremtidig fri kontantstrøm

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

I dette kapitlet vil vi estimere fremtidige avkastningskrav for Entra, i motsetning til i kapittel 7 der vi kom frem til de historiske avkastningskravene. De fremtidige avkastningskravene vil bli brukt når vi skal diskontere de fremtidige kontantstrømmene i kapittel 11. Metoden vi vil ta i bruk for å komme frem til kravet er den samme som vi benyttet i kapittel 7. Til forskjell fra kapittel 7 vil vi ved beregningen av fremtidskrav bruke inngående balansestørrelser istedenfor gjennomsnittlig justerte kapitalstørrelser.

Til slutt vil vi i dette kapitlet gjøre en analyse av fremtidig strategisk fordel med utgangspunkt i fremtidskravet og det budsjetterte fremtidsregnskapet fra kapittel 9.

10.1 Fremtidig avkastningskrav til egenkapital

Som i kapittel 7 vil vi benytte oss av kapitalverdimodellen til å estimere fremtidig egenkapitalkostnad. Teorigrunnlaget for modellen er gjort rede for i delkapittel 7.2. Ettersom fremtidskravet skal benyttes til å neddiskontere kontantstrømmer etter skatt, vil også avkastningskravet beregnes etter skatt. Dette gjør at vi sikrer konsistens i oppgaven. I det følgende vil vi estimere de ulike komponentene som benyttes i kapitalverdimodellen.

10.1.1 Risikofri rente

Som risikofri rente vil vi i likhet med i delkapittel 7.2.1 benytte oss av en norsk 10-årig statsobligasjon. Over tid vil den risikofrie renten være tilbakevendende til gjennomsnittet, slik at renten på lang sikt vil reversere mot en “normalrente” i steady state (Knivsflå, 2021o). Det beste estimatet på en normalrente mener vi vil være en rente som strekker seg over lang tid og inkluderer både opp- og nedgangskonjunkturer. Vi vil derfor benytte oss av gjennomsnittet av årsgjennomsnittet for den 10-årige statsobligasjonen i perioden 2005 til 2021. Den normaliserte renten finner vi til å være 2,65 prosent i steady state før skatt. For budsjettperioden fram til steady state vil vi anta en lineær utvikling for renten. Vi får derfor følgende oversikt over den risikofrie renten fram til T+2 i 2033:

Risikofri rente	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Statsobligasjon 10 år, gjennomsnitt	0,0135	0,0149	0,0164	0,0178	0,0193	0,0207	0,0221	0,0236	0,0250	0,0265	0,0265	0,0265
(-) Lang kreditttrisikopremie (statsrating)	-0,0040	-0,0040	-0,0040	-0,0040	-0,0040	-0,0040	-0,0040	-0,0040	-0,0040	-0,0040	-0,0040	-0,0040
(=) Risikofri rente før skatt	0,0095	0,0109	0,0124	0,0138	0,0153	0,0167	0,0181	0,0196	0,0210	0,0225	0,0225	0,0225
(-) Skatt	-0,0021	-0,0024	-0,0027	-0,0030	-0,0034	-0,0037	-0,0040	-0,0043	-0,0046	-0,0049	-0,0049	-0,0049
(=) Risikofri rente etter skatt	0,0074	0,0085	0,0097	0,0108	0,0119	0,0130	0,0141	0,0153	0,0164	0,0175	0,0175	0,0175

Tabell 10-1: Risikofri rente etter skatt

10.1.2 Markedets risikopremie

Som nevnt i delkapittel 7.2.2 er markedets risikopremie en teoretisk størrelse ment å uttrykke hvilken premie utover risikofri rente, som investorene forventer å oppnå i markedet. Ettersom beste prediksjon er dagens nivå, og markedets risikopremie er konstant fremover i tid, vil vi ta utgangspunkt i risikopremien for 2021. I delkapittel 7.2.2 fant vi denne til å være 4,5 prosent etter skatt, noe som anses rimelig og innenfor NHH-professor Thore Johnsen sin tommelfingerregel på mellom 4 og 5 prosent (Knivsflå, 2021o). Ettersom dette er en størrelse som i stor grad er basert på skjønn, er komponenten forbundet med usikkerhet i verdivurderingen.

10.1.3 Egenkapitalbeta

Ved beregning av selskapets egenkapitalbeta tar vi utgangspunkt i Miller & Modigliani sin første proposisjon som sier at verdien på et selskap er uavhengig av selskapets finansiering. Det vil si at vi kan sette netto driftsbeta som en konstant over hele budsjettperioden. I delkapittel 7.2.5 fant vi betaverdien til å være 0,652. Videre trekker vi fra den fremtidige netto finansielle gjeldsbetaen, som er beregnet med utgangspunkt i budsjettert netto finansiell gjeld. Dette gjøres i delkapittel 10.2.3 og tallene hentes derfor derfra. En fremskrevet egenkapitalbeta for budsjettperioden kan dermed presenteres i følgende tabell:

Egenkapitalbeta	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Netto driftskapitalbeta	0,652	0,652	0,652	0,652	0,652	0,652	0,652	0,652	0,652	0,652	0,652	0,652
Netto finansiell gjeldsbeta	-0,027	-0,027	-0,027	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028
NFG/(EK+MI)	0,404	0,411	0,417	0,424	0,431	0,438	0,445	0,452	0,459	0,467	0,467	0,467
Egenkapitalbeta	0,927	0,932	0,936	0,941	0,946	0,950	0,955	0,960	0,965	0,970	0,970	0,970

Tabell 10-2: Fremskrevet egenkapitalbeta

10.1.4 Andre premier

I delkapittel 7.2.4 kom vi fram til en illikviditetspremie på 1,5 prosent for 2020 og 2021. Dette begrunnet vi med at den frie flyten av aksjer er relativt lav. Bakgrunnen for den lave andelen frie aksjer er som nevnt tidligere at de to svenske eiendomsselskapene Castellum og Balder har

posisjonert seg for å kjøpe selskapet. Ettersom Balder har kjøpt seg opp til en eierandel på over 33 prosent, har de negativt flertall og er i stand til å blokkere et potensielt oppkjøpsforsøk fra Castellum. Castellum på sin side har en eierandel på rett over 32 prosent, og har således også stor innflytelse ved potensielle bud. Som følge av at det er vanskelig å spå utfallet av den potensielle oppkjøpskampen i Entra, setter vi illikviditetspremien for budsjettperioden også til 1,5 prosent.

For minoriteten settes illikviditetspremien til 3 prosent, i likhet med den vi kom fram til i delkapittel 7.2.3.

10.1.5 Fremtidig avkastningskrav til egenkapital

Vi har nå har alle komponentene som er nødvendig for å sette sammen et avkastningskrav til egenkapitalen etter kapitalverdimodellen. De årlige egenkapitalkravene presenteres derfor i følgende tabell:

Egenkapitalkrav	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Risikofri rente etter skatt	0,007	0,009	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,016	0,018	0,018	0,018
(+) Egenkapitalbeta	0,927	0,932	0,936	0,941	0,946	0,950	0,955	0,960	0,965	0,970	0,970	0,970
(*) Markedsrisikopremie	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
(+) Illikviditetspremie	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
(=) Egenkapitalkrav	0,064	0,065	0,067	0,068	0,069	0,071	0,072	0,073	0,075	0,076	0,076	0,076

Tabell 10-3: Fremtidige egenkapitalkrav

Videre må vi estimere et fremtidig minoritetskrav. Til å gjøre dette tar vi utgangspunkt i egenkapitalkravet minus illikviditetspremien knyttet til lav fri flyt av aksjer, men legger til illikviditetspremien knyttet til minoritet, som vi har fastsatt til 3 prosent. Vi får dermed følgende oppstilling:

Minoritetskrav	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Egenkapitalkrav etter CAPM	0,049	0,050	0,052	0,053	0,054	0,056	0,057	0,058	0,060	0,061	0,061	0,061
(+) Illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
(=) Minoritetskrav	0,079	0,080	0,082	0,083	0,084	0,086	0,087	0,088	0,090	0,091	0,091	0,091

Tabell 10-4: Fremtidige minoritetskrav

10.2 Finansielle avkastningskrav

I dette delkapittelet vil vi estimere de fremtidige finansielle avkastningskravene. Vi vil følge samme struktur som i beregningen av historiske avkastningskrav i kapittel 7, der vi først vil

beregne kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, noe som i neste omgang vil gi oss kravet til netto finansiell gjeld. I forbindelse med utregning av kravene vil vi beregne betaverdien til netto finansiell gjeld, som vi benytter i delkapittel 10.1.3 for å finne egenkapitalbetaen.

10.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld

Det fremtidige finansielle gjeldskravet består av summen av den risikofrie renten etter skatt, som vi kan fram til i delkapittel 10.1.1, og en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien fastsettes på grunnlag av en syntetisk framtidsrating. Som i delkapittel 6.3 vil denne fastsettes på grunnlag av fire forholdstall: *likviditetsgrad*, *rentedekningsgrad etter skatt*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet*.

Likviditetsgrad: Vi antar at fremtidig likviditetsgrad vil ha en lineær utvikling mot det tidsvektede bransjesnittet på 0,407 som vi fant i delkapittel 6.3.

Rentedekningsgrad: Når vi beregner fremtidig rentedekningsgrad forutsetter vi at rentedekningsgraden vil reversere mot det tidsvektede snittet for det første året i budsjettperioden (2022). Deretter vil vi gjøre det slik at rentedekningsgraden lagges med ett år, noe som gjør at vi unngår endogenitetsproblemer. Endogenitetsproblemet oppstår som følge av at netto finanskostnad i fremtidsregnskapet avhenger av syntetisk framtidsrating, samtidig som ratingen til rentedekningsgrad avhenger av netto finanskostnad.

Egenkapitalprosent: Egenkapitalprosenten blir beregnet ut fra fremtidsregnskapet i delkapittel 9.6 ved å dele sysselsatt kapital på totalkapitalen.

Netto driftsrentabilitet: Netto driftsrentabilitet blir beregnet ut fra fremtidsregnskapet i delkapittel 9.6 ved å dele netto driftsresultat på netto driftseiendeler.

Syntetisk framtidrating	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Likviditetsgrad	0,278	0,292	0,307	0,321	0,335	0,350	0,364	0,378	0,393	0,407	0,407	0,407
Rating	CC	CC	CC	CC	CC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC
Rentedekningsrad	8,44	14,34	13,86	12,72	11,69	10,76	9,92	9,15	8,45	7,81	7,22	7,18
Rating	AA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66
Rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Netto driftsrentabilitet	0,095	0,093	0,091	0,089	0,087	0,084	0,082	0,080	0,078	0,076	0,076	0,076
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10-4: Syntetisk framtidrating

Av tabellen ser vi at den syntetiske framtidratingen for Entra fastsettes til BBB over hele budsjettperioden.

Ettersom vi nå har fastsatt en rating for Entra, kan vi finne fram til en kredittrisikopremie for hvert av årene i budsjettperioden. Vi får dermed følgende oversikt over det finansielle gjeldskravet:

Finansielt gjeldskrav	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente	0,007	0,009	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,016	0,018	0,018	0,018
(+) Kredittrisikopremie (lang)	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
(=) Finansielt gjeldskrav	0,021	0,023	0,024	0,025	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,032	0,032	0,032

Tabell 10-5: Finansielt gjeldskrav

Ettersom vi har fastsatt en kredittrisikopremie kan vi også beregne en fremtidig finansiell gjeldsbeta. Dette gjøres med utgangspunkt i en markedsrisikodel som vi beregnet i delkapittel 7.2.5. Der kom vi frem til en markedsrisikodel på 0,062 med bakgrunn i forklaringskraften til regresjonsmodellen i delkapittel 7.2.4. Denne holdes konstant for hele budsjettperioden. Den finansielle gjeldsbetaen presenteres dermed i følgende tabell:

Finansiell gjeldsbeta	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Markedsrisikodel	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062
(*) Kredittrisikopremie (lang)	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
(/) Markedsrisikopremie	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
(=) Finansiell gjeldsbeta	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019

Tabell 10-6: Finansiell gjeldsbeta

10.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

Til å beregne fremtidskravet til finansielle eiendeler er vi nødt til å vite de ulike kravene til de regnskapslinjene som utgjør finansielle eiendeler. Dette er kontanter, fordringer og

investeringer. Fremgangsmåten vil bygge på den samme metoden som vi benyttet i delkapittel 7.3.2 der vi vektet de ulike kravene med deres respektive andel av finansielle eiendeler. For steady state vil vi forutsette at de tidsvektede vektene i analyseperioden er representative og at det vil være en lineær utvikling fram til steady state. For 2022 settes vektene lik 2021T. De ulike kravene vil være fastsatt på samme grunnlag som i kapittel 7, der kontantkravet settes til null, fordringskravet til summen av risikofri rente og kredittrisikopremie på fordringer, og investeringskrav lik summen av risikofri rente og markedsrisikopremien. Resultatet av beregningene er presentert i følgende tabell:

Finansielt eiendelskrav	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Kontantkrav	0,007	0,009	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,016	0,018	0,018	0,018
(*) KON/FE	0,375	0,367	0,359	0,351	0,344	0,336	0,328	0,320	0,313	0,305	0,305	0,305
(+) Fordringskrav	0,018	0,020	0,021	0,022	0,023	0,024	0,025	0,026	0,027	0,029	0,029	0,029
(*) FOR/FE	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058
(+) Investeringskrav	0,052	0,054	0,055	0,056	0,057	0,058	0,059	0,060	0,061	0,063	0,063	0,063
(*) Investeringsvekt	0,567	0,572	0,577	0,581	0,586	0,590	0,595	0,599	0,604	0,608	0,608	0,608
(=) Finansielt eiendelskrav	0,034	0,035	0,036	0,037	0,039	0,040	0,041	0,043	0,044	0,045	0,045	0,045

Tabell 10-7: Finansielt eiendelskrav

Ettersom vi nå har fastsatt kapitalvektene for hele budsjettperioden og steady state, kan vi beregne Entra sin finansielle eiendelsbeta på samme måte som tidligere. I likhet med i kapittel 7 settes kontantbetaen lik null, slik at hele dette leddet nulles ut. Videre settes investeringsbetaen lik 1. Fordringsbetaen beregnes ved å multiplisere den korte kredittrisikopremien med markedsrisikodelen, for deretter å dividere på markedets risikopremie. Den finansielle eiendelsbetaen presenteres i følgende tabell:

Finansiell eiendelsbeta	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
(*) KON/FE	0,375	0,367	0,359	0,351	0,344	0,336	0,328	0,320	0,313	0,305	0,305	0,305
(+) Fordringsbeta	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
(*) FOR/FE	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058
(+) Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
(*) Investeringsvekt	0,567	0,572	0,577	0,581	0,586	0,590	0,595	0,599	0,604	0,608	0,608	0,608
(=) Finansiell eiendelsbeta	0,568	0,573	0,577	0,582	0,587	0,591	0,596	0,600	0,605	0,609	0,609	0,609

Tabell 10-8: Finansiell eiendelsbeta

10.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Ettersom vi nå har beregnet fremtidskravet til både finansiell gjeld og finansielle eiendeler, kan vi finne fremtidskravet til netto finansiell gjeld ved å vekte disse med hver sin andel av netto finansiell gjeld. Følgende tabell presenterer resultatet av beregningene:

Netto finansielt gjeldskrav	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Finansielt gjeldskrav	0,021	0,023	0,024	0,025	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,032	0,032	0,032
(*) FG/NFG	1,085	1,084	1,084	1,083	1,083	1,082	1,082	1,081	1,080	1,080	1,080	1,080
(-) Finansielt eiendelskrav	0,034	0,035	0,036	0,037	0,039	0,040	0,041	0,043	0,044	0,045	0,045	0,045
(*)FE/NFG	0,085	0,084	0,084	0,083	0,083	0,082	0,082	0,081	0,080	0,080	0,080	0,080
(=) Netto finansielt gjeldskrav	0,020	0,021	0,023	0,024	0,025	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,030	0,030

Tabell 10-9: Netto finansielt gjeldskrav

Fra tabellen kan vi se at netto finansielt gjeldskrav er ventet å øke fra 2 prosent til 3 prosent over perioden. Vi anser dette som rimelig med bakgrunn i forventninger om økt styringsrente i årene fremover.

Netto finansiell gjeldsbeta beregnes basert på de samme vektene, men ved at vi veker den finansielle eiendels- og gjeldsbetaen og finne differansen mellom disse.

Netto finansiell gjeldsbeta	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
FG/NFG	1,085	1,084	1,084	1,083	1,083	1,082	1,082	1,081	1,080	1,080	1,080	1,080
(*) Finansiell gjeldsbeta	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019
(-) FE/NFG	0,085	0,084	0,084	0,083	0,083	0,082	0,082	0,081	0,080	0,080	0,080	0,080
(*) Finansiell eiendelsbeta	0,568	0,573	0,577	0,582	0,587	0,591	0,596	0,600	0,605	0,609	0,609	0,609
(=) Netto finansiell gjeldsbeta	-0,027	-0,027	-0,027	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028	-0,028

Tabell 10-10: Netto finansiell gjeldsbeta

10.3. Selskapskrav

Til slutt kan vi sette sammen de fullstendige selskapskravene, netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav.

Netto driftskrav finner vi ved å vekte egenkapital-, minoritets- og netto finansielt gjeldskrav med deres respektive andel av netto driftskapital som fremgår av fremtidsbalansen i delkapittel 9.6. Netto driftskravet, eller WACC, vil benyttes i neste kapittel når vi i den fundamentale verdsettelsen skal diskontere Entra sine fremtidige kontantstrømmer.

Netto driftskrav	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Egenkapitalkrav	0,064	0,065	0,067	0,068	0,069	0,071	0,072	0,073	0,075	0,076	0,076	0,076
(*) EK/NDK	0,667	0,668	0,668	0,669	0,670	0,671	0,672	0,672	0,673	0,674	0,674	0,674
(+) Minoritetskrav	0,079	0,080	0,082	0,083	0,084	0,086	0,087	0,088	0,090	0,091	0,091	0,091
(*) MI/NDK	0,045	0,041	0,037	0,033	0,029	0,025	0,020	0,016	0,012	0,008	0,008	0,008
(+) Netto finansielt gjeldskrav	0,020	0,021	0,023	0,024	0,025	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,030	0,030
(*) NFG/NDK	0,288	0,291	0,294	0,298	0,301	0,305	0,308	0,311	0,315	0,318	0,318	0,318
(=) Netto driftskrav	0,052	0,053	0,054	0,055	0,056	0,058	0,059	0,060	0,061	0,062	0,062	0,062

Tabell 10-11: Netto driftskrav

Sysselsatt kapitalskrav	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Egenkapitalkrav	0,064	0,065	0,067	0,068	0,069	0,071	0,072	0,073	0,075	0,076	0,076	0,076
(*) EK/SSK	0,651	0,652	0,652	0,653	0,654	0,654	0,655	0,656	0,656	0,657	0,657	0,657
(+) Minoritetskrav	0,079	0,080	0,082	0,083	0,084	0,086	0,087	0,088	0,090	0,091	0,091	0,091
(*) MI/SSK	0,044	0,040	0,036	0,032	0,028	0,024	0,020	0,016	0,012	0,008	0,008	0,008
(+) Finansielt gjeldskrav	0,021	0,023	0,024	0,025	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,032	0,032	0,032
(*) FG/SSK	0,305	0,308	0,311	0,315	0,318	0,322	0,325	0,328	0,332	0,335	0,335	0,335
(=) Sysselsatt kapitalskrav	0,052	0,053	0,054	0,055	0,056	0,057	0,058	0,059	0,060	0,061	0,061	0,061

Tabell 10-12: Sysselsatt kapitalkrav

10.4 Oppsummering av fremtidskrav

Fremtidskravene beregnet i kapittel 10 er oppsummert i følgende tabell:

Oversikt over avkastningskrav	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Egenkapitalkrav	6,41 %	6,55 %	6,68 %	6,81 %	6,95 %	7,08 %	7,21 %	7,35 %	7,48 %	7,62 %	7,62 %	7,62 %
Minoritetskrav	7,91 %	8,05 %	8,18 %	8,31 %	8,45 %	8,58 %	8,71 %	8,85 %	8,98 %	9,12 %	9,12 %	9,12 %
Finansielt gjeldskrav	2,14 %	8,05 %	8,18 %	8,31 %	8,45 %	8,58 %	8,71 %	8,85 %	8,98 %	9,12 %	9,12 %	9,12 %
Finansielt eiendelskrav	3,36 %	3,49 %	3,62 %	3,75 %	3,87 %	4,00 %	4,13 %	4,25 %	4,38 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %
Netto finansielt gjeldskrav	2,04 %	2,15 %	2,26 %	2,37 %	2,48 %	2,60 %	2,71 %	2,82 %	2,93 %	3,04 %	3,04 %	3,04 %
Netto driftskrav	5,22 %	5,33 %	5,43 %	5,54 %	5,64 %	5,75 %	5,86 %	5,96 %	6,07 %	6,17 %	6,17 %	6,17 %
Sysselsatt kapitalskrav	5,18 %	5,28 %	5,39 %	5,50 %	5,60 %	5,71 %	5,81 %	5,92 %	6,03 %	6,13 %	6,13 %	6,13 %

Tabell 10-13: Oversikt over fremtidskravene

10.5 Analyse av fremtidig strategisk fordel

I den strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8 beregnet vi den strategiske fordel basert på historiske tall. Etersom vi nå har utarbeidet et fremtidsregnskap i kapittel 9 og fremtidskrav i kapittel 10, kan vi beregne fremtidig strategisk fordel. Når vi tallfester den fremtidige fordel, vil vi kunne sammenligne denne med resultatene av den strategiske analysen i kapittel 4 og den historiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8. Dette gjør vi for å vurdere om resultatene er å anse som rimelige på lang sikt.

I kapittel 4 kom vi fram til at Entra har en moderat ressursfordel på kort sikt, som reduseres til en liten fordel på lengre sikt. Resultatene i kapittel 8 viser en ressursfordel i hele analyseperioden, som vi forventer at vil reduseres i tiden fremover og gå mot paritet. Dette skyldes forventninger om at konkurrentene til Entra på sikt vil kunne oppnå en tilsvarende posisjon som det Entra har mht. for eksempel offentlige leietakere og lange kontrakter, i tillegg til at det forspranget Entra har hatt mtp. på miljøfokus vil jevne seg ut på lengre sikt. Dette er en trend vi ser i bransjen generelt, der miljøhensyn og fokus på bærekraft i selskapenes rapportering syntes å tildeles større oppmerksomhet. Som følge av nevnte momenter og

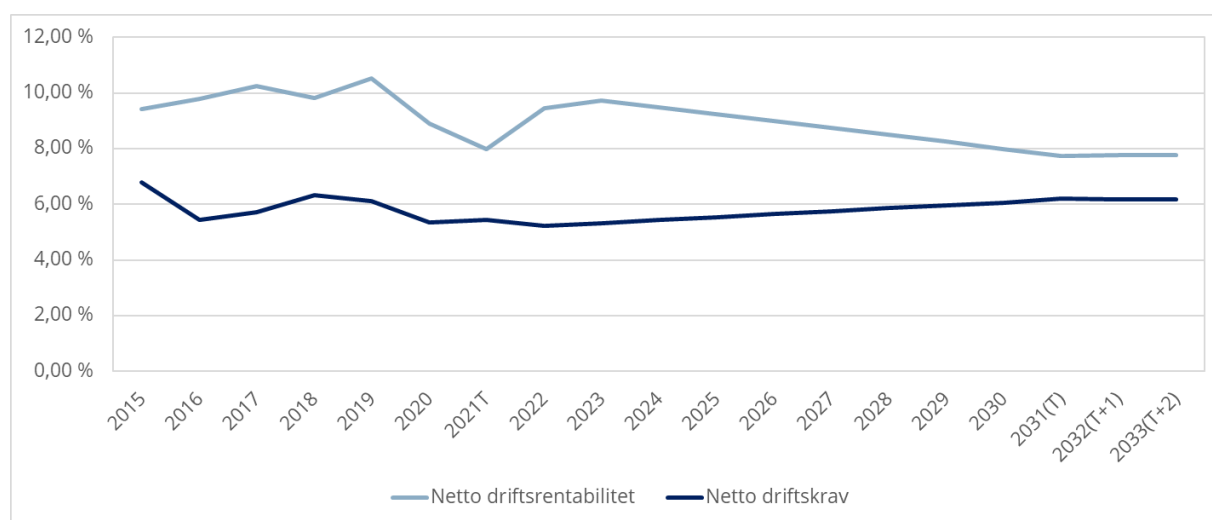
bransjens konkurransekrefter for øvrig forventer vi en minkende strategisk fordel på lengre sikt.

Følgende tabell oppsummerer den fremtidige strategiske fordelen:

Strategisk fordel	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Netto driftsrentabilitet	9,44 %	9,73 %	9,49 %	9,25 %	9,00 %	8,75 %	8,50 %	8,25 %	8,00 %	7,75 %	7,79 %	7,79 %
(-) Netto driftskrav	5,22 %	5,33 %	5,43 %	5,54 %	5,64 %	5,75 %	5,86 %	5,96 %	6,07 %	6,17 %	6,17 %	6,17 %
(=) Strategisk fordel drift	4,22 %	4,40 %	4,06 %	3,71 %	3,35 %	3,00 %	2,65 %	2,29 %	1,93 %	1,57 %	1,61 %	1,61 %
(+) Gearingfordel	1,85 %	2,00 %	1,87 %	1,74 %	1,60 %	1,45 %	1,30 %	1,14 %	0,98 %	0,81 %	0,82 %	0,82 %
(=) Driftsfordel	6,07 %	6,40 %	5,93 %	5,44 %	4,95 %	4,45 %	3,94 %	3,43 %	2,91 %	2,38 %	2,43 %	2,43 %
(+) Finanseringsfordel	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
(=) Strategisk eierfordel	6,07 %	6,40 %	5,93 %	5,44 %	4,95 %	4,45 %	3,94 %	3,43 %	2,91 %	2,38 %	2,43 %	2,43 %

Tabell 10-14: Fremtidig strategisk fordel

Av tabellen ser vi at den strategiske driftsfordelen reduseres fra 4,22 prosent i 2022 til 1,61 prosent i steady state. I steady state anser vi det som vanskelig å opprettholde en ressursfordel, derfor regner vi med at hele den strategiske driftsfordelen kan henføres til bransjefordel. Videre kan en av tabellen se at den strategiske fordelen skaleres ved gearing. Denne fordelen er avtagende utover i budsjettperioden som følge av at gjeldsandelen går mot 50 prosent i steady state. Finansieringsfordelen antas å være null på sikt, ettersom effisiente finansmarkeder sørger for en rentabilitet lik kravet. Følgelig får vi en strategisk eierfordel på 2,43 prosent i steady state. Figuren under illustrerer utviklingen i strategisk fordel drift:



Figur 10-1: Utvikling strategisk driftsfordel

11. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet vil vi benytte fundamental verdsettelse til å estimere verdien på egenkapitalen til Entra slik som presisert i kapittel 3. Til å estimere verdien på egenkapitalen vil benytte oss av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Under hver av de to metodene vil vi benytte oss av tre ulike modeller; *fri kontantstrøm modellen* (tilsvarende dividendemodellen), *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*. Modellene er ekvivalenter til hverandre og skal ved konsistent bruk innenfor samme metode gi like verdiestimat (Penman, 2013).

Fremtidsregnskapet og fremtidskravene som er utarbeidet i henholdsvis kapittel 9 og 10 danner grunnlaget for tallene som blir benyttet. Vi baserer følgelig verdiestimatet først på budsjetterte kapitalvekter i avkastningskravet. Dette fører til at de to metodene gir ulikt verdiestimat. Det vil derfor bli foretatt en ny verdsettelse av egenkapitalen der vi benytter de nye, «virkelige» balanseverdiene til å oppdatere avkastningskravene med nye vekter. Denne prosessen vil iterere over flere perioder og således konvergere mot samme verdiestimat (Knivsflå, 2021p).

Avslutningsvis vil vi analysere usikkerheten i verdiestimatet ved å benytte sensitivitetsanalyse og simuleringsanalyse. Her vil sentrale drivere og variabler bli tildelt en sannsynlighetsfordeling og verdiestimatet simuleres basert på trekninger fra utvalget. Når dette er gjort vil vi fastsette det endelige verdiestimatet på egenkapitalen til Entra.

Fremgangsmåten bygger på Knivsflå sitt rammeverk og suppleres med litteratur fra Damodaran (2012), Penman (2013), (Plenborg mfl. 2021) og Kaldestad & Møller (2011).

11.1 Egenkapitalmetoden

Ved å benytte egenkapitalmetoden verdsetter en egenkapitalen til selskapet direkte. Dette gjøres ved å neddiskontere den forventede frie kontantstrømmen til egenkapital med et egenkapitalavkastningskrav. Ifølge Penman (2013) finnes det fire ulike modeller innenfor egenkapitalmetoden som tar utgangspunkt i ulike verdistrømmer til egenkapitalen, herunder *dividendemodellen*, *fri kontantstrømmodellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*. Som presisert innledningsvis er dividendemodellen

sammenfallende med fri kontantstrømmodellen, da en antar at netto betalt utbytte er lik fri kontantstrøm til egenkapitalen (Damodaran, 2012). Dividendmodellen vil følgelig ikke bli gjennomgått. Vi vil i de neste delkapitlene estimere verdien på egenkapitalen til Entra direkte ved å benytte de tre ulike modellene.

11.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital (FKE-modellen)

Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE-modellen) beregner egenkapitalverdien ved å diskontere fremtidige frie kontantstrømmer til egenkapitalen hvor egenkapitalkravet benyttes som diskonteringsfaktor (Penman, 2013). Vi legger også til nåverdien av terminalverdien ettersom vi forutsetter konstant vekst fra T+1 og inn i det uendelige (Plenborg, Kinserdal, & Petersen, 2021). Terminalverdien verdsettes ved bruk av Gordons vekstformel slik som presisert i kapittel 3. Dette kan matematisk uttrykkes på følgende måte:

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

der

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapital

ekk = egenkapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

Vi har valgt å benytte fremtidige kontantstrømmer frem til 2031 (T), der 2032 (T+1) utgjør terminalleddet. Verdiestimatet presenteres i følgende tabell:

FKE-modellen (NOKm)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Fri kontantstrøm til egenkapital	2 177	1 349	1 406	1 460	1 510	1 556	1 597	1 633	1 663	1 687	1 652	1 702
(/) Diskonteringsfaktor	1,0641	1,1338	1,2095	1,2919	1,3816	1,4794	1,5861	1,7026	1,8300	1,9694	2,1194	2,2808
(=) Nåverdi av egenkapital	2 046	1 189	1 162	1 130	1 093	1 052	1 007	959	909	857	780	746

FKE-modellen (NOKm)	2021
Nåverdi fra 2022 til T	11 403
(+) Nåverdi av terminalledd fra T+1	18 173
(=) Verdi egenkapital	29 576 859 632
(/) Antall aksjer	182 132 055
(=) Verdiestimat per aksje	162,4

Tabell 11-1: FKE-modellen

11.1.2 Superprofitt til egenkapital (SPE-modellen)

Superprofitt til egenkapital-modellen verdsetter egenkapitalen basert på summen av dagens balanseførte egenkapital og nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen, hvilket diskonteres med egenkapitalkravet (Penman, 2013). Superprofitt til egenkapital er en kvantifisering av den strategiske eierfordelen og kan uttrykkes som følger:

$$SPE_t = NRE_t - ekk_t * EK_{t-1}$$

Modellen for superprofitt til egenkapital inkluderer et terminalledd som baseres på konstant vekst i steady state. Superprofitt til egenkapital-modellen kan uttrykkes som følger:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

Vi har valgt å benytte fremtidig superprofitt til egenkapitalen fra 2022 frem til 2031 (T), der 2032 (T+1) utgjør terminalleddet. Verdiestimatet presenteres i følgende tabell:

SPE-modellen (NOKm)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Netto resultat til EK	2 103	2 174	2 221	2 259	2 288	2 308	2 318	2 317	2 305	2 282	2 362	2 433
(-) Resultatkrav	1097	1115	1193	1273	1353	1434	1516	1597	1677	1756	1802	1856
(=) Superprofitt til EK	1 006	1 059	1 028	986	935	874	802	720	628	526	560	577
(/) Diskonteringsfaktor	1,0641	1,1338	1,2095	1,2919	1,3816	1,4794	1,5861	1,7026	1,8300	1,9694	2,1194	2,2808
(=) Nåverdi av SPE	945	934	850	764	677	591	506	423	343	267	264	253

SPE-modellen	
Nåverdi fra 2022 til T	6 298
(+) Nåverdi av terminalledd fra T+1	6 163
(=) Verdi egenkapital	29 576 859 632
(/) Antall aksjer	182 132 055
(=) Verdiestimat per aksje	162,4

Tabell 11-2: SPE-modellen

Vi ser av tabellen at verdiestimatet i superprofitt til egenkapital-modellen er lik verdiestimatet funnet ved fri kontantstrøm til egenkapital-modellen.

11.1.3 Superprofittvekstmodellen (ΔSPE -modellen)

Superprofittvekstmodellen estimerer verdien av egenkapitalen ved å summere den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst i år 1 av budsjettperioden og nåverdien av fremtidig vekst i superprofitt til egenkapitalen. Dette kan uttrykkes på følgende måte:

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right\}$$

der

$$\Delta SPE_t = \frac{(1 + ekk_1) * SPE_t - (1 + ekk_1) * SPE_{t-1}}{1 + ekk_t}$$

Vi har valgt å benytte fremtidig superprofittvekst til egenkapital fra 2023 frem til 2032 (T+1), der 2033 (T+2) utgjør terminalleddet. Verdiestimatet presenteres i følgende tabell:

ΔSPE -modellen	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Nettoresultat til egenkapital		2 103	2 174	2 221	2 259	2 288	2 308	2 318	2 317	2 305	2 282	2 362	2 433
(-) Krav til egenkapital		1 097	1 115	1 193	1 273	1 353	1 434	1 516	1 597	1 677	1 756	1 802	1 856
(=) Superprofitt til egenkapital		1 006	1 059	1 028	986	935	874	802	720	628	526	560	577
ΔSuperprofittvekst til EK			52	-34	-45	-56	-67	-78	-88	-98	-108	28	10
				-33	-44	-55	-66	-77	-87	-98	-107	29	11
					-42	-54	-65	-76	-87	-97	-107	30	12
						-52	-64	-75	-86	-96	-106	30	12
							-63	-74	-85	-95	-105	31	13
								-73	-84	-95	-105	32	14
									-83	-94	-104	33	15
										-93	-103	33	15
											-103	34	16
												35	17
													17
Årlig diskonteringsrente		0,064	0,065	0,067	0,068	0,069	0,071	0,072	0,073	0,075	0,076	0,076	0,076
Diskonteringsfaktor		0,940	0,882	0,827	0,774	0,724	0,676	0,630	0,587	0,546	0,508	0,472	0,438
Verdi terminalledd	1 776	1 979	2 199	2 440	2 703	2 990	3 304	3 649	4 027	4 443	4 781	4 924	
(+) Superprofittvekst 1 til T+2	-5 001	-1 055	-1 299	-1 538	-1 770	-1 993	-2 203	-2 398	-884	423			
(+) Kapitalisert nettoresultat til EK													32 802
(=) Verdi egenkapital													29 576 859 632
(/) Antall aksjer													182 132 055
(=) Verdiestimat per aksje													162,4

Tabell 11-3: ΔSPE -modellen

Vi ser av tabellen at verdiestimatet i superprofittvekstmodellen til egenkapital er lik verdiestimatet funnet ved fri kontantstrøm til egenkapital-modellen og superprofitt til egenkapital-modellen.

11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden verdsetter verdien av hele selskapet ved å diskontere de forventede frie kontantstrømmene til selskapet ved bruk av det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet til kapital, herunder netto driftskrav. Det vil si at en benytter kontantstrømmen etter alle utgifter, investeringsbehov og skatteforpliktelser, men før utbetaling til eiere av gjeld og egenkapital (Damodaran, 2012). Når selskapskapitalmetoden benyttes kan verdien måles på tre måter; *total kapital*, *sysselsatt kapital* og *netto driftskapital*. Vi vil kun benytte netto driftskapital som metode for å estimere verdien av egenkapitalen. I de påfølgende delkapitlene vil vi estimere verdien på egenkapitalen til Entra indirekte ved å benytte de tre ulike modellene innenfor netto driftskapital-metoden; *fri kontantstrømmodellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*.

11.2.1 Fri kontantstrøm fra drift (FKD-modellen)

Fri kontantstrøm fra drift-modellen estimerer dagens verdi av netto driftskapital ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til netto driftskapital med netto driftskrav (Plenborg, Kinserdal, & Petersen, 2021). Videre trekker vi fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra den estimerte verdien av netto driftskapital. Således finner vi verdien av egenkapitalen residualt. Verdien av netto driftskapital kan uttrykkes på følgende vis:

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

Vi har valgt å benytte fremtidige kontantstrømmer fra 2022 og frem til 2031 (T), der 2032 (T+1) utgjør terminalleddet. Verdiestimatet presenteres i følgende tabell:

FKD-modellen (NOKm)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Fri kontantstrøm fra drift	2 567	1 279	1 350	1 421	1 491	1 559	1 626	1 690	1 752	1 810	1 680	1 730
(/) Diskonteringsfaktor	1,05	1,11	1,17	1,23	1,30	1,38	1,46	1,55	1,64	1,74	1,85	1,96
(=) Nåverdi 2022 til T+1	2 440	1 154	1 155	1 152	1 144	1 132	1 115	1 094	1 069	1 040	909	882

FKD-modellen	
Nåverdi fra 2022 til T	12 495
(+) Nåverdi terminalledd fra T+1	30 422
(=) Verdi av netto driftskapital	42 917
(-) Verdi av netto finansiell gjeld	10 329
(-) Verdi av minoritetsinteresser	1475
(=) Verdi egenkapital	31 113 097 767
(/) Antall aksjer	182 132 055
(=) Verdiestimat per aksje	170,8

Tabell 11-4: FKD-modellen

11.2.2 Superprofitt fra drift (SPD-modellen)

Superprofitt fra drift-modellen estimerer verdien av netto driftskapital ved å legge nåverdien av fremtidig superprofitt i budsjettperioden og under konstant vekst, til dagens balanseførte verdi av netto driftskapital. Superprofitten fra drift diskonteres med netto driftskrav. Matematisk kan det uttrykkes slik:

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

der

$$SPD_t = NDR_t - ndk_t * NDE_{t-1}$$

Vi har valgt å benytte fremtidig superprofitt fra drift fra 2022 og frem til 2031 (T), der 2032 (T+1) utgjør terminalleddet. Verdiestimatet presenteres i følgende tabell:

SPD-modellen (NOKm)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Netto driftsresultat	2 427	2 487	2 539	2 584	2 620	2 647	2 664	2 671	2 667	2 654	2 733	2 815
(-) Resultatkrav	1 342	1 361	1 454	1 548	1 643	1 739	1 834	1 929	2 023	2 115	2 167	2 232
(=) Superprofitt fra drift	1 085	1 125	1 085	1 036	977	908	829	741	644	539	566	583
(/) Diskonteringsfaktor	1,05	1,11	1,17	1,23	1,30	1,38	1,46	1,55	1,64	1,74	1,85	1,96
(=) Nåverdi av SPD	1 031	1 015	929	840	750	659	569	480	393	309	306	297

SPD-modellen	
Netto driftseiendeler IB	25 692
(+) Nåverdi fra 2022 til T	6 975
(+) Nåverdi av terminalledd fra T+1	10 251
(=) Verdi av netto driftskapital	42 917
(-) Verdi av netto finansiell gjeld	10 329
(-) Verdi minoritetsinteresser	1 475
(=) Verdi egenkapital	31 113 097 767
(/) Antall aksjer	182 132 055
(=) Verdiestimat per aksje	170,8

Tabell 11-5: SPD-modellen

Vi ser av tabellen at verdiestimatet i superprofitt fra drift-modellen er lik verdiestimatet funnet ved fri kontantstrøm drift-modellen.

11.2.3 Superprofittvekst fra drift (Δ SPD-modellen)

Superprofittvekst-modellen estimerer verdien av egenkapitalen ved å summere den kapitaliserte verdien av netto driftsresultat uten vekst i år 1 av budsjettperioden og nåverdien av fremtidig vekst i superprofitt fra drift. Superprofittveksten diskonteres med netto driftskrav. Dette kan uttrykkes på følgende måte:

$$VEK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right\}$$

der

$$\Delta SPD_t = \frac{(1 + ndk_1) * SPD_t - (1 + ndk_t) * SPD_{t-1}}{1 + ndk_t}$$

Vi har valgt å benytte fremtidig superprofittvekst fra drift fra 2023 og frem til 2032 (T+1), der 2033 (T+2) utgjør terminalleddet. Verdiestimatet presenteres i følgende tabell:

ΔSPD-modellen (NOKm)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031(T)	2032(T+1)	2033(T+2)
Superprofitt fra drift	1 085	1 125	1 085	1 036	977	908	829	741	644	539	555	571
Netto driftskrav	0,052	0,053	0,054	0,055	0,056	0,058	0,059	0,060	0,061	0,062	0,062	0,062
(=) Superprofittvekst fra drift, kravjustert		39,29	-42,12	-52,64	-63,15	-73,49	-83,53	-93,13	-102,14	-110,43	11,19	11,52
(/) Diskonteringsfaktor	1,05	1,11	1,17	1,23	1,30	1,38	1,46	1,55	1,64	1,74	1,85	1,96
(=) Verdi av superprofittvekst 2022 til T+1		35,45	-36,05	-42,69	-48,47	-53,34	-57,28	-60,26	-62,32	-63,45	6,05	5,87

ΔSPD-modellen	
Nåverdi av terminalledd fra T+1	3 765
(+) Nåverdi av ΔSPD 2022 til T	-7 322
(+) Kapitalisert resultat	46 472
(=) Verdi av netto driftskapital	42 915
(-) Verdi av netto finansiell gjeld	10 329
(-) Minoritetsandel	1 475
(=) Verdi egenkapital	31 113 097 767
(/) Antall aksjer	182 132 055
(=) Verdiestimat per aksje	170,8

Tabell 11-6: ΔSPD-modellen

Vi ser av tabellen at verdiestimatet i superprofittvekstmodellen fra drift er lik verdiestimatet funnet ved fri kontantstrøm drift-modellen og superprofitt fra drift-modellen.

11.3 Oppsummering av første verdiestimat

I tabellen under oppsummerer vi de første verdiestimatene av egenkapitalen og verdi pr. aksje, beregnet med budsjetterte vektorer og krav. Disse estimatene vil danne grunnlaget for konvergensprosessen i delkapittel 11.4.

Metode	Modell		
	FK	SP	ΔSP
Egenkapitalmetoden	29 576 859 632	29 576 859 632	29 576 859 632
Selskapskapitalmetoden	31 113 097 767	31 113 097 767	31 113 097 767

Metode	Modell		
	FK	SP	ΔSP
Egenkapitalmetoden	162,4	162,4	162,4
Selskapskapitalmetoden	170,8	170,8	170,8

Tabell 11-7: Oppsummering av verdiestimat ved egenkapital- og selskapsmetoden

Slik det fremgår av tabellen over gir de ulike modellene samme verdiestimat innenfor samme metode. Vi ser imidlertid at de to ulike metodene gir ulike verdiestimat, der selskapskapitalmetoden kommer ut høyest. Dette er som forventet og et resultat av at vi har benyttet budsjetterte vektorer ved estimering av beta og krav. Videre ligger en stor del av verdien på egenkapitalen i terminalleddet. Terminalleddet er forbundet med usikkerhet ettersom en legger betydelige forutsetninger til grunn, i tillegg er det usikkerhet knyttet til framskriving av

de budsjetterte framtidstallene estimert i kapittel 9. For å håndtere usikkerheten vil vi derfor gjennomføre en analyse av verdiestimatet i delkapittel 11.5 ved hjelp av en Monte Carlo-simulering. Først skal vi derimot gjøre en konvergensprosess for å komme frem til et konsistent verdiestimat for egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.

11.4 Verdiestimat med virkelige kapitalvekter

Verdiestimatene vi kommer frem til i delkapittel 11.1 og 11.2 er basert på budsjetterte vekter og krav i fremtidsregnskapet. Dette gjør at vi får inkonsistens i verdiestimatene mellom metodene. For å løse problemet skal vi gjennomføre en konvergeringsprosess der vi benytter samme verdsettelsesmetode som i delkapittel 11.1 og 11.2, men oppdaterer disse med virkelige kapitalvekter og avkastningskrav. Selve prosessen gjennomføres i 10 steg, der en for hvert steg vil redusere avviket i verdiestimatene.

Framgangsmåten er den samme i hvert av stegene, der en for hvert steg beregner ny virkelige kapitalvekter og avkastningskrav basert på verdiestimatet i foregående steg. Deretter benyttes disse vektene i verdsettelsesmodellene. Etter hvert som stegene gjennomføres, vil avviket i verdiestimatet reduseres og vi vil nærme oss et felles verdiestimat.

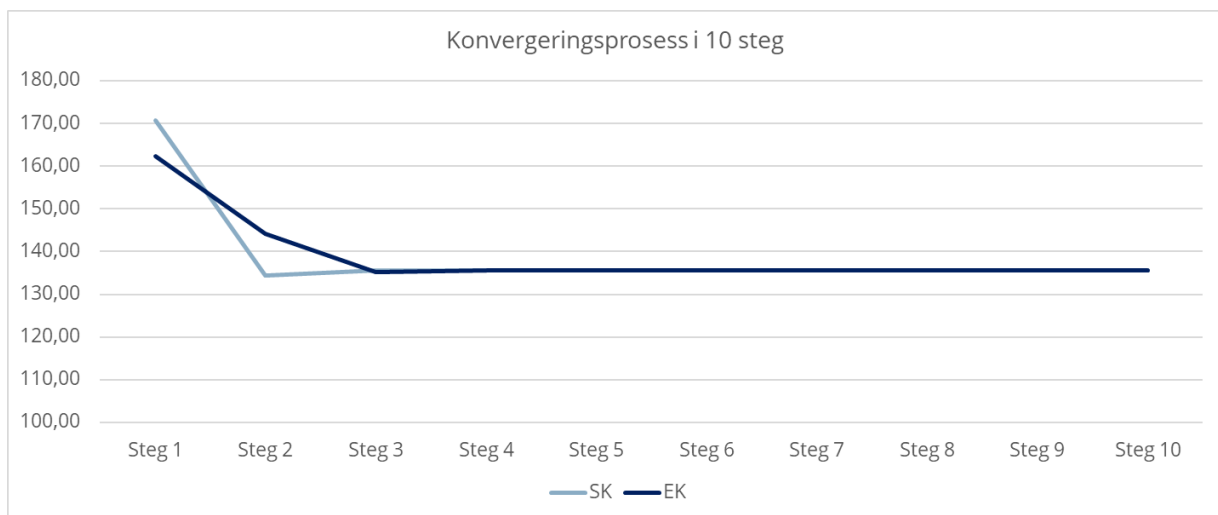
Følgende tabell viser resultatet av en sekvensiell oppdatering av kapitalvekter og avkastningskrav gjennom 10 steg:

	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5
EK-metode	29 576 859 632	26 253 194 004	24 636 122 239	24 705 278 597	24 703 352 000
SK-metode	31 113 097 767	24 467 059 905	24 708 746 107	24 703 020 452	24 703 123 233
Avvik i %	5,19 %	6,80 %	0,29 %	0,01 %	0,00 %
Gjennomsnitt	30 344 978 700	25 360 126 955	24 672 434 173	24 704 149 524	24 703 237 617
EK-metode per aksje	162,4	144,1	135,3	135,6	135,6
SK-metode per aksje	170,8	134,3	135,7	135,6	135,6

	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metode	24 703 396 421	24 703 395 416	24 703 395 443	24 703 395 442	24 703 395 442
SK-metode	24 703 121 351	24 703 121 402	24 703 121 400	24 703 121 400	24 703 121 400
Avvik i %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Gjennomsnitt	24 703 258 886	24 703 258 409	24 703 258 421	24 703 258 421	24 703 258 421
EK-metode per aksje	135,6	135,6	135,6	135,6	135,6
SK-metode per aksje	135,6	135,6	135,6	135,6	135,6

Tabell 11-8: Konvergeringsprosess gjennom 10 steg

Som vi ser av tabellen er avviket i det første steget på 5,2 prosent, mens det i steg 2 er 6,8 prosent. Går vi videre til steg 3 reduseres avviket til 0,3 prosent og vi nærmer oss et konsistent verdiestimat. I steg 5 er avviket 0 prosent og holder seg slik i resten av stegene. Det gjør at vi får et felles verdiestimat på NOK 135,6 per aksje. Utviklingen i verdiestimat per aksje er illustrert i følgende diagram:



Figur 11-1: Konvergeringsprosessen

11.4.1 Rimelighetsvurdering av konvergent verdiestimat

Vi skal i dette delkapittelet vurdere om det konvergente verdiestimatet er rimelig. Det er imidlertid vanskelig å si om et absolutt tall er rimelig eller ikke. Metoden for å vurdere rimeligheten til verdiestimatet er å se på den relative verdivurderingen (Knivsflå, 2021q). Vi vil dermed benytte oss av forholdstallene pris/bok (P/B) og pris/fortjeneste (P/E) til å vurdere verdiestimatets relative prising.

I konvergeringsprosessen kom vi frem til et verdiestimat på NOK 135,6 per aksje. Med antall utestående aksjer lik 182 132 055 gir det et verdiestimat på egenkapitalen lik MNOK 24 060. Hva gjelder bokført egenkapital så hadde Entra en bokført egenkapital på MNOK 17 115 ved utgangen av tredje kvartal 2021, noe som gir oss en bokført egenkapital per aksje på NOK 94. Vi får dermed følgende uttrykk for pris/bok:

$$P/B = \frac{135,6}{94} = 1,44$$

En P/B på over 1 tilsier at selskapet har en strategisk fordel og er i stand til å generere merverdier utover bokført verdi (Kaldestad & Møller, 2016). I kapittel 4 kom vi fram til en moderat bransjefordel og ressursfordel på kort sikt, som reduseres til en liten fordel på lengre sikt. Resultatet av vårt verdiestimat gir derfor et pris/bok-forhold som er konsistent med våre funn i den strategiske analysen.

Det neste forholdstallet vi ønsker å ta i bruk for å vurdere rimeligheten av vårt verdiestimat er pris/fortjeneste. P/E brukes som et mål til å vurdere fremtidig utvikling av superrentabilitet. Et normalt pris/fortjeneste forhold er 1/avkastningskravet for egenkapitalen og for Entra vil dette være 15,38 basert på et egenkapitalkrav på 6,5 prosent. Et fundamentalt P/E-forhold større enn dette vil tilsi en økende strategisk fordel. Med en estimert verdi per aksje på NOK 135,6 og et nettoresultat til egenkapital per aksje i 2022 på 10,9 gir dette oss følgende P/E for Entra:

$$P/E = \frac{135,6}{10,9} = 12,4$$

Vi ser dermed at det fundamentale pris/fortjeneste-forholdet er lavere enn det normale forholdet. En forklaring på dette kan være at den strategiske fordel som Entra besitter i dag, kan reduseres på lengre sikt. Dette er i tråd med våre funn i den strategiske analysen i kapittel 4 der vi kom fram til at den strategiske fordel ville reduseres fra *moderat* til *liten* på lang sikt. Dette har vi begrunnet med at det vil være vanskelig for Entra å opprettholde dagens posisjon, ettersom konkurrenter kan tilegne seg tilsvarende ressurser som det Entra har på lengre sikt.

I tillegg danner det normale forholdstallet på 15,38 en forventning om selskapets inntjening. Et verdiestimat på NOK 135,6 gir en P/E lavere enn forventningen, noe som gjør at Entra prises som et verdiselskap istedenfor et vekstselskap. Dette samsvarer med vårt inntrykk av Entra som et modent selskap som har utbetalt årlige utbytter helt siden børsnoteringen i 2014.

Vi vurderer følgelig både P/B og P/E-forholdene til å være rimelige. Dette begrunnes med at resultatene i stor grad er konsistent med det vi har kommet fram til i den strategiske analysen i kapittel 4 og sånn sett i tråd med våre forventninger om strategisk utvikling for Entra.

11.5 Konkursrisiko

I dette delkapittelet er formålet å reflektere konkursrisikoen i verdiestimatet fra konvergeringsprosessen. Verdiestimatet tar i utgangspunktet hensyn til konkursrisiko gjennom avkastningskravet og kontantstrømmene, men legger imidlertid fortsatt drift til grunn. Følgelig justerer vi for konkursrisiko i verdiestimatet.

Ifølge Damodaran (2012) kan risikoen for konkurs tas hensyn til på to ulike måter ved fundamental verdivurdering. Den første måten er å ta hensyn til konkursrisikoen ved budsjettering av fremtidsregnskapet. I den andre metoden utarbeider en fremtidsregnskapet under forutsetning om fortsatt drift, før en deretter tar hensyn til konkursrisiko separat. Da vi utarbeidet fremtidskravene benyttet vi den syntetiske ratingen som var utarbeidet på bakgrunn av likviditets- og soliditetsanalysen. I prinsippet har vi således tatt hensyn til konkurssannsynlighet i fremtidsregnskapet. Det viser seg imidlertid at fremtidsregnskapet i praksis undervurderer konkursscenarioet som følge av at fremtidsregnskapet utarbeides under forutsetning om uendelige kontantstrømmer (Knivsflå, 2021r). Det finnes derfor mer hensiktsmessig å justere det konvergente verdiestimatet for risikoen for konkurs på kort sikt. Dette kan matematisk uttrykkes som følgende:

$$VEK = (1 - p_{KORT}) * FVEK + p_{KORT} * LVEK$$

der

VEK = verdien av egenkapitalen

p_{KORT} = konkurssannsynlighet på kort sikt

FVEK = fundamental verdi på egenkapital

LVEK = likvidasjonsverdi på egenkapital.

Vi kom i delkapittel 10.2.1 frem til en syntetisk rating på BBB for Entra, hvilket tilsvarer 0,3 prosent sannsynlighet for konkurs på kort sikt (Knivsflå, 2021r). Likvidasjonsverdien settes lik null ettersom eierne av egenkapitalen kommer i andre rekke dersom verdiene i selskapet skal likvideres. Vi får dermed følgende verdiestimat justert for kortsiktig konkurrisiko:

$$VEK = (1 - 0,003) * 135,6 + 0,003 * 0 = 135,2$$

Verdiestimatet reduseres dermed marginalt fra NOK 135,6 til NOK 135,2 per aksje. Videre i oppgaven vil vi benytte verdiestimatet justert for konkurrisiko.

11.6 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet

Verdiestimatet er et punkttestimat basert på en forventet utvikling for alle budsjett- og verdidrivere (Knivsflå, 2021r). Det er knyttet stor usikkerhet til denne utviklingen og punkttestimatet vil derfor være en forventet verdi. Etter hvert som ny informasjon blir tilgjengelig, vil verdiestimatet endre seg. At verdsettelsesmodellen settes opp slik at den kan oppdateres med endringer i budsjett- og verdidrivere, og dermed kunne håndtere usikkerhet, er derfor viktig. I den fundamentale verdsettelsen er variablene estimert til deres forventede verdi. I dette delkapittelet vil vi ved hjelp av en simulerings- og sensitivitetsanalyse forsøke å kvantifisere usikkerheten i punkttestimatet ved å gjøre endringer i kritiske budsjett- og verdidrivere. Når vi gjør dette gjennom en simuleringsanalyse, vil vi kunne få frem fordelingen til verdiestimatet istedenfor et punkttestimat. Videre vil en sensitivitetsanalyse synliggjøre hvor stor effekt de ulike budsjett- og verdidriverne har på verdiestimatet og den enkelte drivers påvirkning på den totale variasjonen i verdiestimatet.

11.6.1 Simuleringsanalyse

Ved å gjennomføre en simuleringsanalyse vil vi synliggjøre usikkerheten i vårt verdiestimat på Entra ved å endre kritiske budsjett- og verdidrivere til stokastiske variabler og på denne måten kunne få frem en fordeling til verdiestimatet istedenfor et punkttestimat (Knivsflå, 2021r). Dette gjøres altså å ved gi hver enkelt variabel en sannsynlighetsfordeling og kjøre en rekke simuleringer. Dataverktøyet vi vil benytte for dette er Crystal Ball, som er et tilleggsverktøy der vi kan gjennomføre en Monte Carlo-simulering.

Analysen gjennomføres i fire steg: (1) valg av variabler, (2) valg av sannsynlighetsfordelinger, (3) valg av korrelasjoner og (4) selve simuleringen (Damodaran, 2012).

Steg 1: Valg av variabler

Det første steget er å velge stokastiske variabler som har signifikant virkning på verdierestimater. De mest kritiske budsjett- og verdidriverne for verdsettelsen, er de som har med driften å gjøre. I den fundamentale verdsettelsen har vi brukt det budsjetterte fremtidsregnskapet og fremtidskravene som grunnlag. I realiteten har mesteparten av fremtidige regnskapstall et stort utfallsrom og en kan derfor betrakte de fleste som stokastiske variabler med tilhørende sannsynlighetsfordelinger. Dette er derimot lite nyttig da det også finnes en rekke regnskapstall som har liten til ingen effekt på det endelige verdierestimater. Vi vil derfor velge ut de variablene som vi mener er tilknyttet størst usikkerhet og har størst påvirkning på verdierestimater. Dette er i tråd med Damodaran (2012) som sier at en bør begrense antall variabler til de som har signifikant betydning for verdierestimater. I delkapittel 8.4 så vi nærmere på finansieringsfordelen til Entra. Da slo vi fast at på lang sikt vil en slik fordel eller ulempe være tilnærmet lik null, noe som gjør finansielle faktorer lite interessante for dette formål.

Variablene vi vil benytte oss vil derfor være de som har størst betydning for driften av selskapet. Budsjettdriverne vi vil gjøre om til stokastiske variabler er derfor *driftsinntektsvekst*, *netto driftsmargin*, og *omløpet til netto driftseiendeler*.

Videre er fremtidskravene vi har benyttet oss av i den fundamentale verdsettelsen av stor betydning for verdierestimater. Usikkerheten tilknyttet til de ulike komponentene av avkastningskravet er derfor viktig å fastslå. De mest sentrale verdidriverne vi ønsker å analysere nærmere er *risikofri rente etter skatt*, *egenkapitalbeta*, *markedsrisikopremien* og *finansiell gjeldsdel* i steady state.

Steg 2: Valg av sannsynlighetsfordelinger

Det andre steget er å fastsette en sannsynlighetsfordeling for hver av variablene. Til dette kan en benytte seg av flere metoder, men vi velger å benytte oss av historiske data ettersom vi anser

de historiske dataene som pålitelige. Samtidig vil vi kun benytte regnskapstall fra den fastsatte analyseperioden på 6 år, noe som kan føre til at tallene er preget av unormale forhold. Vi har imidlertid ikke avdekket noen slike selskapsforhold og anser historiske data som et godt grunnlag for fastsettelse av sannsynlighetsfordeling. Der det er nødvendig vil vi supplere med innsikt fra den strategiske rentabilitetsanalysen.

For de driftsrelaterte driverne vil vi ta utgangspunkt i standardavviket til hver enkelt variabel basert på historiske tall fra analyseperioden. De historiske verdidriverne og tilhørende standardavvik er presentert i følgende tabell:

Driver	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	Std.Entra	Std. Bransje
div	-0,7 %	7,9 %	9,2 %	8,1 %	4,2 %	0,6 %	6,9 %	0,0361	0,0520
ndm	70,1 %	78,1 %	83,6 %	78,6 %	84,7 %	75,6 %	71,9 %	0,0508	0,0222
onde	13,5 %	12,5 %	12,3 %	12,5 %	12,4 %	11,8 %	11,1 %	0,0068	0,0111

Tabell 11-9: Driftsrelaterte drivere og tilhørende standardavvik

På kort sikt vil vi anse dette som et godt estimat, mens vi på mellomlang sikt vil måtte justere ettersom det er umulig å predikere utviklingen til driverne. Det gjør at vi vil oppskalere standardavviket med en faktor på 1,5 på mellomlang sikt. Vi forutsetter derfor en normalfordeling for de driftsrelaterte verdidriverne på kort og mellomlang sikt. På lang sikt vil det imidlertid være mindre usikkerhet knyttet til driverne og det vil være vanskelig å komme fram til et rimelig standardavvik ut fra forventningsverdien. I denne fasen vil vi derfor skjønnsmessig måtte velge en sannsynlighetsfordeling som anses som økonomisk fornuftig og med et lavere standardavvik enn tidligere budsjettpunkter. For steady state fasen vil vi derfor ta utgangspunkt i en uniform sannsynlighetsfordeling, ettersom en på lang sikt ikke kan oppnå en høyere vekst enn ellers i verdensøkonomien.

Vi får dermed følgende oversikt over standardavvik og tilhørende sannsynlighetsfordelinger for de driftsrelaterte verdidriverne:

div	År	Forventet verdi	Std.	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2	2023	0,053	3,61 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2026	0,044	5,42 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2031	0,03	U(2% ; 4%)	Uniform fordeling

Tabell 11-10: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsimtektsvekst

ndm	År	Forventet verdi	Std.	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2	2023	75,8 %	5,08 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2026	69,5 %	7,61 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2031	59,1 %	U(50,3% ; 67,9 %)	Uniform fordeling

Tabell 11-11: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for netto driftsmargin

onde	År	Forventet verdi	Std.	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2	2023	0,123	0,68 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2026	0,125	1,02 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2031	0,128	U(12,3% ; 13,1%)	Uniform fordeling

Tabell 11-12: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for omløpet til netto driftseiendeler

For komponentene som inngår i avkastningskravet antas det en uniform fordeling for risikofri rente etter skatt, markedets risikopremie og finansiell gjeldsdel. For egenkapitalbeta antas det en normalfordeling. Standardavviket for egenkapitalbeta er 0,015, noe som er veldig lavt. Ettersom vi anser egenkapitalbetaen som en noe mer usikker størrelse, fastslår vi et standardavvik på 0,1 i steady state. For markedets risikopremie har vi kommet fram til en premie på 4,5 prosent i steady state, for denne faktoren fastsetter vi et utfallsrom på +/- 0,5 prosent.

Vi dermed følgende oppsummering:

Avkastningskrav i steady state	Forventet verdi	Std.	Sannsynlighetsfordeling
Risikofri rente etter skatt	0,018	U(0,012 ; 0,039)	Uniform fordeling
Egenkapitalbeta	0,971	0,1	Normalfordeling
Markedets risikopremie	0,045	U(0,04 ; 0,05)	Uniform fordeling
Finansiell gjeldsdel	47%	U(0,43 ; 0,51)	Uniform fordeling

Tabell 11-13: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling av usikre faktorer i avkastningskravet

Steg 3: Sjekk av korrelasjon mellom variabler

Det tredje steget er å se nærmere på om det er korrelasjon mellom noen av variablene. I simuleringen kan trekningene være både uavhengige og korrelerte, men dersom noen av de er korrelerte vil det innebære at utfallet av en trekning påvirker utfallet av en eller flere andre trekninger.

Selskap med høy netto driftsmargin har en tendens til å ha lavt omløp på netto driftseiendeler (Penman, 2013). En antakelse kan dermed være at dersom et selskap øker marginene i fremtiden, så kan dette skje på bekostning av omløpet til netto driftseiendeler, noe som vil si at vi har en negativ korrelasjon mellom ndm og onde. For ndm og onde i Entra beregner vi korrelasjonen mellom de to variablene til å være - 0,46. Selv om det kan være vanskelig å beregne en fremtidig korrelasjon basert på analyseperioden og budsjettperioden, anser vi en negativ korrelasjon på -0,5 som rimelig og vil benytte dette i simuleringen i steg 4.

Det er også naturlig med korrelasjon mellom driftsinntektsveksten og netto driftsmargin, ettersom driftsmarginen ofte vil øke når driftsinntektene vokser. Denne korrelasjonen vil imidlertid være positiv og for Entra beregner vi den til å være 0,44. Vi anser denne som noe høy og velger å redusere korrelasjonen mellom disse variablene til 0,3.

For korrelasjon mellom netto driftsmargin og finansiell gjeldsdel uttrykker økonomisk teori to potensielle sammenhenger. Enten vil virksomheter med høy driftsmargin kunne ta høyere finansiell risiko, og dermed skalere gjeldsfinansiering, eller så vil virksomheter med høy driftsmargin få en høyere egenkapitalandel, og dermed nedskalere gjeldsfinansieringen. For Entra får vi en positiv korrelasjon mellom de to variablene på 0,14. Vi anser dette som noe lavt og vil derfor skjønnsmessig justere denne til 0,2.

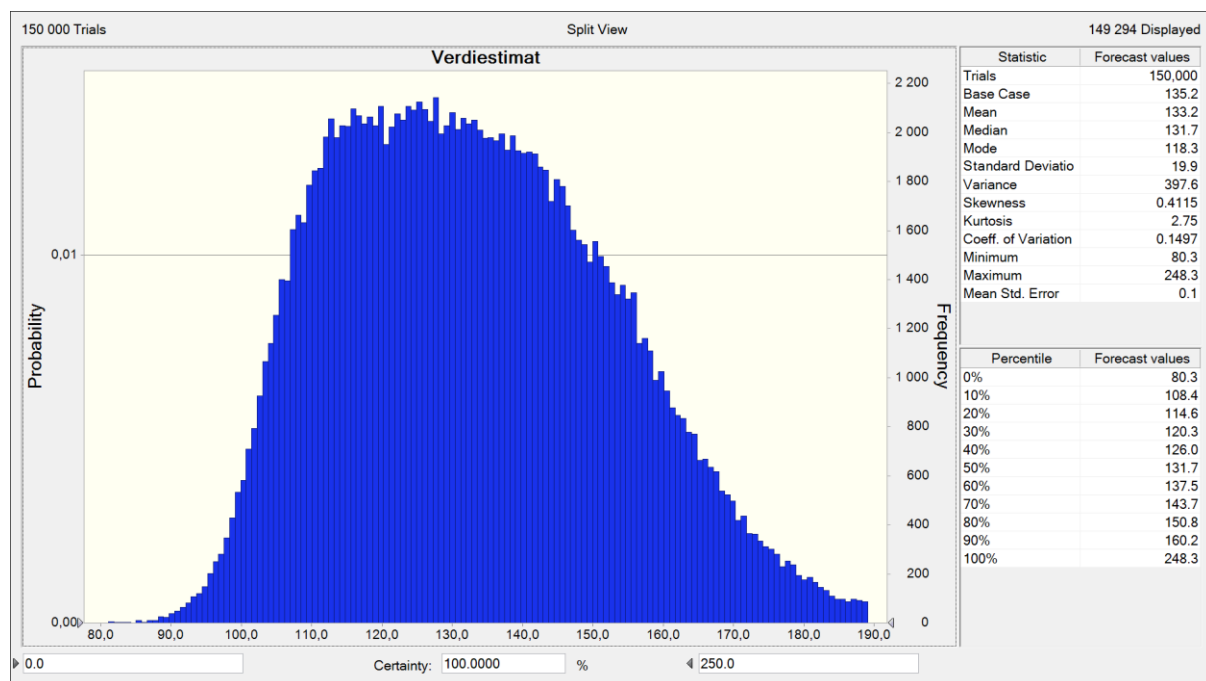
Den siste mulige korrelasjonen vi ønsker å adressere er mellom driftsinntektsvekst og markedsrisikopremie. Økonomisk teori anfører en positiv korrelasjon, ettersom alternativkostnaden for kapitalbruk er høy når veksten i økonomien er høy. Vi finner at korrelasjonen mellom disse variablene er 0,05, noe vi anser som noe lavt. Vi vil derfor oppjustere denne til 0,2 i simuleringen.

Steg 4: Simulering

Selve simuleringsanalysen gjennomføres i Crystal Ball i form av en Monte Carlo-simulering. Antall trekninger settes til 150 000 for å redusere risikoen for at et høyt antall stokastiske variabler med ulike sannsynlighetsfordelinger og utfallsrom medfører et feilaktig resultat. For verdierestimater per aksje velger vi å sette en nedre grense på 0 og en øvre grense på NOK 250.

Bakgrunnen for at den nedre grensen settes til 0 er at du som aksjeeier har begrenset solidaransvar og ikke hefter for selskapets forpliktelser ved en eventuell konkurs. Øvre grense er skjønnsmessig satt til NOK 250 på grunnlag av dagens kursnivå rundt NOK 200 og at en kurs på NOK 250 gir en P/B på 1,5 når vi vurderer investeringseiendommene til virkelig verdi. For eiendomsbransjen er den gjennomsnittlige P/B på 1,09 for selskapene innenfor kontoreiendom (Pangea Property Research, 2021). Å ta utgangspunkt i en P/B på 1,5 når vi fastsetter en øvre grense anses derfor som rimelig.

Resultatene fra simuleringen er presentert i følgende figur:



Figur 11-2: Monte Carlo-simulering i Crystal Ball

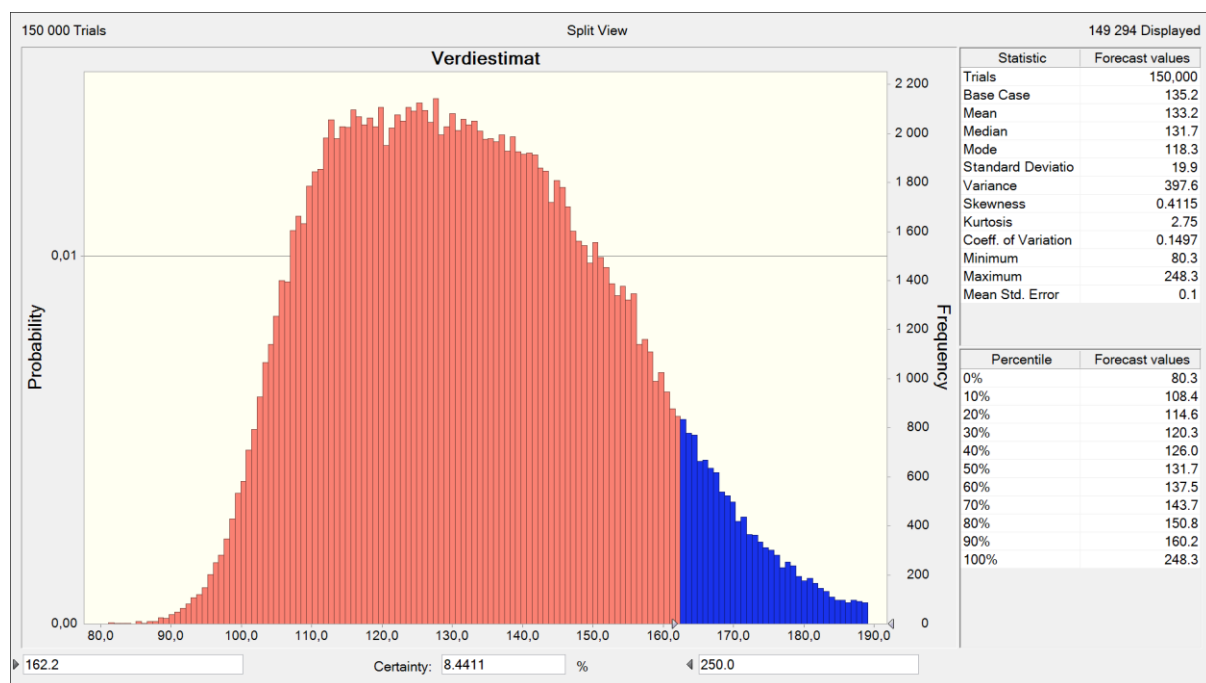
Simuleringen ga et gjennomsnittlig verdiestimat på NOK 133,2 og en median på NOK 131,7. Dette er marginalt lavere enn vårt "base case" på NOK 135,2 som refererer til verdiestimatet vi kom fram til i delkapittel 11.3 etter konvergensprosessen og som er justert for konkurrisiko. Det årlige standardavviket er på 19,9 prosent, mens variasjonskoeffisienten er på 15 prosent. Variasjonskoeffisienten er forholdet mellom gjennomsnittlig verdiestimat og standardavvik og forteller oss at det finnes usikkerhet ved verdiestimatet (Keller, 2017).

Skewness, eller skjevhet, forteller oss om fordelingen er venstre- eller høyrefordelt. Dersom skjevheten er større enn null har vi en høyrefordeling. For verdsettelsesformål er dette interessant å se nærmere på, ettersom en høyrefordeling indikerer større oppsidepotensiale enn nedsidepotensiale. Fra simuleringen får vi en skjevhet på 0,41, noe som indikerer oppsidepotensiale i verdiestimatet. Videre ser vi at den laveste trekningen er på NOK 80,3, noe som forteller oss at sannsynligheten for konkurs er null. En årsak til dette kan være at konkurs allerede er hensyntatt ettersom vi i delkapittel 11.5 nedjusterte verdiestimatet fra NOK 135,6 til NOK 135,2 for å justere for konkurrisisiko.

11.6.1.1 Oppsidepotensial

For å se nærmere på oppsidepotensialet til Entra ser vi på sannsynligheten for at verdiestimatet per aksje er 20 prosent høyere enn “base case”. En aksjekurs 20 prosent høyere enn vårt konkursjusterte kursestimat på NOK 135,2, er NOK 162,2.

Følgende figur illustrerer sannsynligheten for at verdiestimatet ligger høyere enn dette:

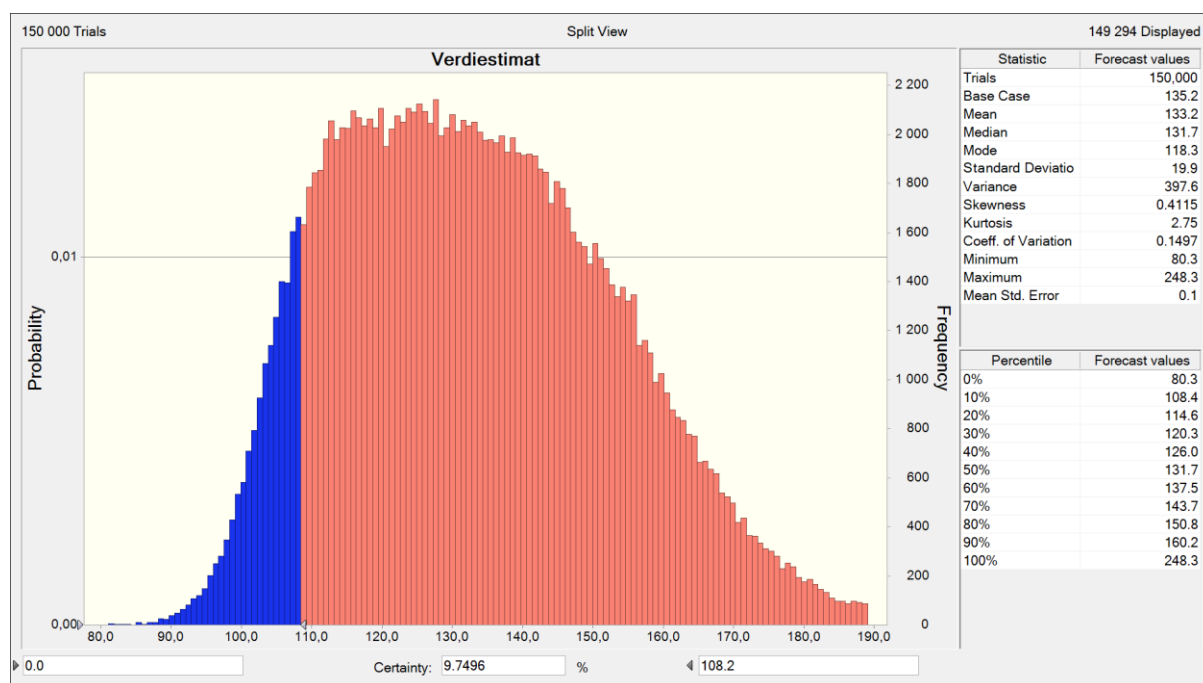


Figur 11-3: Oppsidepotensial

Av figuren ser vi at sannsynligheten for at verdiestimatet per aksje overstiger NOK 162,2 er 8,44 prosent.

11.6.1.2 Nedsidepotensial

Nedsidepotensial undersøkes nærmere ved samme metode som for oppsidepotensial. Vi ønsker derimot her å finne sannsynligheten for at verdiestimatet er 20 prosent lavere enn base case. En aksjekurs 20 prosent lavere enn base case er NOK 108,2. Følgende figur illustrerer fordelingen:



Figur 11-4: Nedsidepotensial

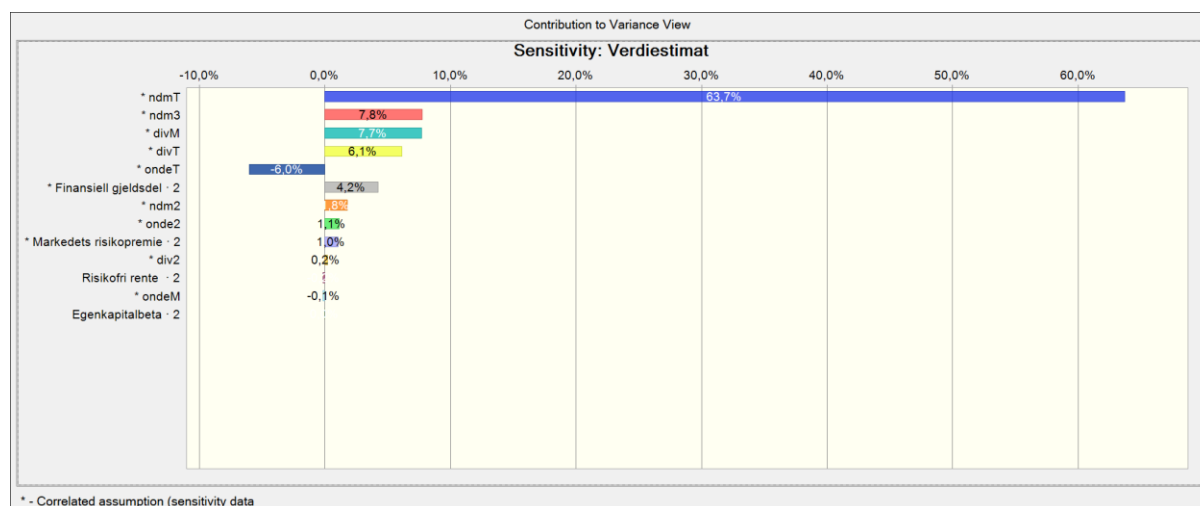
Av figuren ser vi at det er 9,75 prosent sannsynlig at verdiestimatet ligger under NOK 108,2.

11.6.2 Sensitivitetsanalyse

Til å se nærmere på hvordan hver enkelt budsjett- og verdidriver bidrar til usikkerhet i verdsettelsen benytter vi oss av en sensitivitetsanalyse. Dette gjøres i form av en variasjonsanalyse og en tornadoanalyse, som begge gjennomføres i Crystal Ball i Excel.

Variasjonsanalyse

Variasjonsanalysen brukes til å synliggjøre hvor stor påvirkning hver enkelt budsjett- og verdidriver har på den totale variasjonen i verdiestimatet. Analysen baserer seg på Monte Carlo-simuleringen og tar derfor hensyn til både sannsynlighetsfordelinger og korrelasjon mellom driverne. Resultatene presenteres i følgende figur:

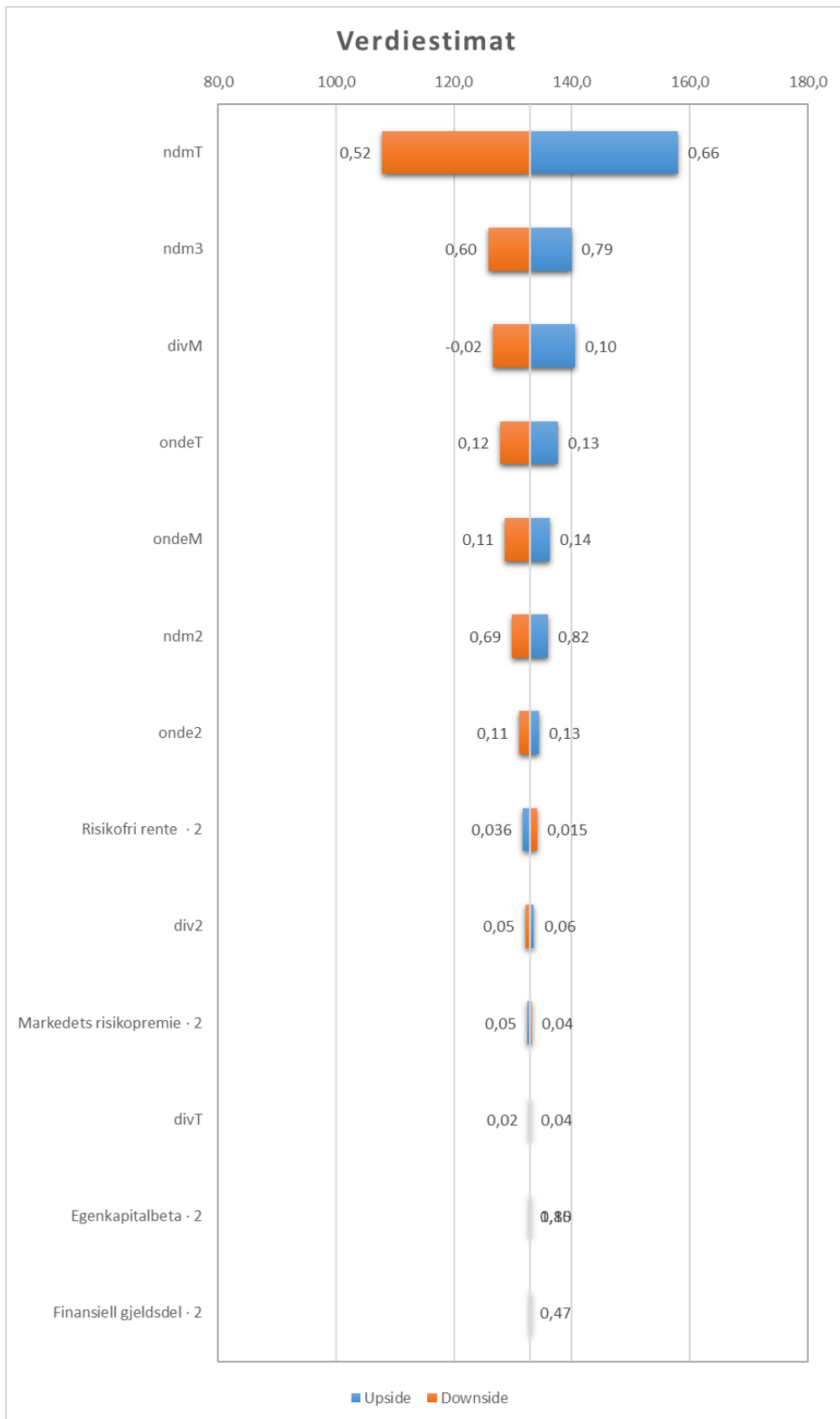


Figur 11-5: Variasjonsanalyse

Av figuren ser vi at det er netto driftsmargin i steady state som har desidert størst påvirkning på variasjonen med 63,7 prosent. I tillegg til netto driftsmargin har driftsinntektsveksten også stor betydning. Til sammen forklarer endringer i disse variablene 88 prosent av den totale variasjonen.

Tornadoanalyse

En tornadoanalyse illustrerer i hvilken grad driverne bidrar til variasjon i verdiestimatet. Analysen tar derimot ikke hensyn til korrelasjon mellom driverne, ettersom en her ser på hvordan hver enkelt variabel bidrar til variasjon i verdiestimatet uavhengig av hverandre. Dette gjør at vi får forskjellige resultater i variasjons- og tornadoanalysen. Resultatene er presentert i følgende figur:



Figur 11-5: Tornadoanalyse

Av figuren ser vi at det også her er netto driftsmargin i budsjettperiode T og 2 som dominerer bidraget til variasjon. Dette er naturlig ettersom det i stor grad er denne som påvirker kontantstrømmer og superrentabilitet. En netto driftsmargin på 66 prosent i steady state vil gi et verdiestimat per aksje på nærmere NOK 160, som er om lag 20 prosent høyere enn base case. På denne måten synliggjør analysen hvordan endringer i driverne som har størst påvirkning på variasjonen direkte, påvirker verdiestimatet per aksje. Videre ser vi at omløpet til netto driftseideler har fått en større påvirkning enn i variasjonsanalysen. Dette kan komme av at den negative korrelasjonen mellom omløpet til netto driftseideler og netto driftsmargin ikke hensyntas, noe som gjør at onde ikke reduseres når ndm øker, og vice versa.

11.7 Oppsummering - verdiestimat og usikkerhet

I dette kapittelet har vi gjennomført en fundamental verdsettelse av egenkapitalen til Entra på grunnlag av det estimerte fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskravene i kapittel 10. Ved hjelp av tre ulike verdsettelsesmetodene for hhv. selskapskapital- og egenkapitalmetoden kom vi fram til to ulike verdiestimat. Ved selskapskapitalmetoden kom vi fram til et verdiestimat per aksje på NOK 170,8 og ved egenkapitalmetoden NOK 162,4. Videre gjorde vi en konvergeringsprosess for å komme frem til et konsistent verdiestimat mellom de to metodene. Det gjorde at vi endte på en konvergent verdi på egenkapitalen til Entra på NOK 135,6 per aksje.

For å justere for konkurrisiko tok vi utgangspunkt i Entra sin syntetiske rating på BBB, som gir en konkurssannsynlighet på 0,3 prosent. Ved å justere for konkurrisiko i verdiestimatet endte vi derfor på et verdiestimat per aksje på NOK 135,2. Til å undersøke usikkerheten i verdiestimatet har vi gjennomført en Monte Carlo-simulering og en sensitivitetsanalyse. Simuleringen ga oss et gjennomsnittlig verdiestimat på NOK 133,2 per aksje, noe som er marginalt lavere enn det som er justert for konkurrisiko. Den laveste trekningen i simuleringen var imidlertid på NOK 80,3 noe som gjør at vi anser sannsynligheten for konkurs som ekstremt liten. Vi vil derfor benytte verdiestimatet på NOK 135,6 som det fundamentale verdiestimatet videre i oppgaven.

Videre fastslo simuleringen en variasjonskoeffisient på 15 prosent, noe som forteller oss at det finnes usikkerhet i verdiestimatet, noe som ikke er overraskende ettersom en rekke av budsjett- og verdidriverne er vanskelig å predikere. Samtidig er en koeffisient på 15 prosent et lavt estimat på usikkerhet. Hva som ligger bak et en såpass lav usikkerhet er vanskelig å si, men det faktum at eiendom har vært og er en stabil bransje som over tid har levert gode resultater kan være medvirkende.

Ser vi på den relative prisingen gir et kursestimat på NOK 135,6 resultater som er konsistente med våre funn fra den strategiske kvalitative analysen i kapittel 4. En P/B på 1,44 og P/E på 12,4 forteller oss at Entra er i stand til å generere merverdier utover bokført egenkapital og således har en strategisk fordel. Over tid mener vi at en slik fordel vanskelig kan opprettholdes, da bransjens konkurransekrefter vil utligne selskapenes eventuelle ressursfordeler. Vi forventer derfor at den strategiske fordel vil reduseres over tid. Forventningen bekreftes når vi ser nærmere på forholdstallet P/E som gir en lavere pris per fortjeneste enn det normale forholdstallet, noe som indikerer en minkende strategisk fordel og er i tråd med vår forventning om en liten fordel på lang sikt.

12. Komparativ verdivurdering

I dette kapitlet skal vi gjennomføre en komparativ verdivurdering for å supplere den fundamentale verdsettelsen foretatt i kapittel 11, ettersom fundamental verdsettelse er svært sensitiv for inputs, og punktestimater i all hovedsak benyttes for praktiske og matematiske formål. Komparativ verdivurdering vil således være et godt supplement i verdivurderingen da det forventes å øke påliteligheten av verdiestimatet på egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). Komparativ verdivurdering baserer seg på at verdien av en eiendel er avledet fra prisen på sammenlignbare eiendeler, standardisert ved bruk av en felles variabel som inntjening, kontantstrømmer, bokført verdi eller inntekter (Damodaran, 2012). I tillegg må det justeres for forskjeller mellom selskapene eller eiendelene som verdsettes og dem de blir sammenlignet med (Kaldestad & Møller, 2016). I kapittel 5 omgrupperte og justerte vi tallene slik at eiendelene er sammenlignbare på tvers av selskapene. Vi vil følgelig benytte disse i den komparative verdivurderingen.

I kapittel 3 redegjorde vi for komparativ verdivurdering og nevnte at det finnes to hovedmetoder som benyttes til å gjennomføre en komparativ verdsettelse; *multiplikatormodellen* og *substansverdimetoden*. I delkapittel 12.1 vil vi benytte multiplikatormodellen til å estimere verdien på egenkapitalen, mens vi i delkapittel 12.2 vil benytte substansverdimetoden. Teorigrunnlaget i dette kapitlet baserer seg i hovedsak på litteratur fra Penman (2013), Damodaran (2012) og Kaldestad & Møller (2016).

12.1 Multiplikatormodellen

Verdivurdering ved bruk av multiplikatormodellen gjøres ved å ta utgangspunkt i et tall i resultatoppstillingen, balansen, sysselsatt kapital eller egenkapital, for så å multiplisere med en faktor (Kaldestad & Møller, 2016). Ved å benytte multiplikatormodellen estimerer vi nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte. Dette følger av at vi tar utgangspunkt i prisingen på andre selskaper, hvor markedet allerede har estimert en verdi på fremtidig kontantstrøm, og antar at det samme forholdet mellom verdi og faktoren vi ser på gjelder for vårt selskap (Kaldestad & Møller, 2016). Vi skiller mellom egenkapitalmultipler og

selskapskapitalmultipler, der sistnevnte metode er å anse som mest verdifull da den hensyntar ulike finansieringsstrukturer.

Ifølge Penman (2013) deles multiplikatormodellen opp i tre steg der vi først finner sammenlignbare selskaper. Videre velger vi passende multipler for bransjen og beregner dem. I siste steg benyttes de beregnede multiplene til å estimere verdien av egenkapitalen til Entra. Vi vil i de neste delkapitlene gå gjennom de tre ulike stegene.

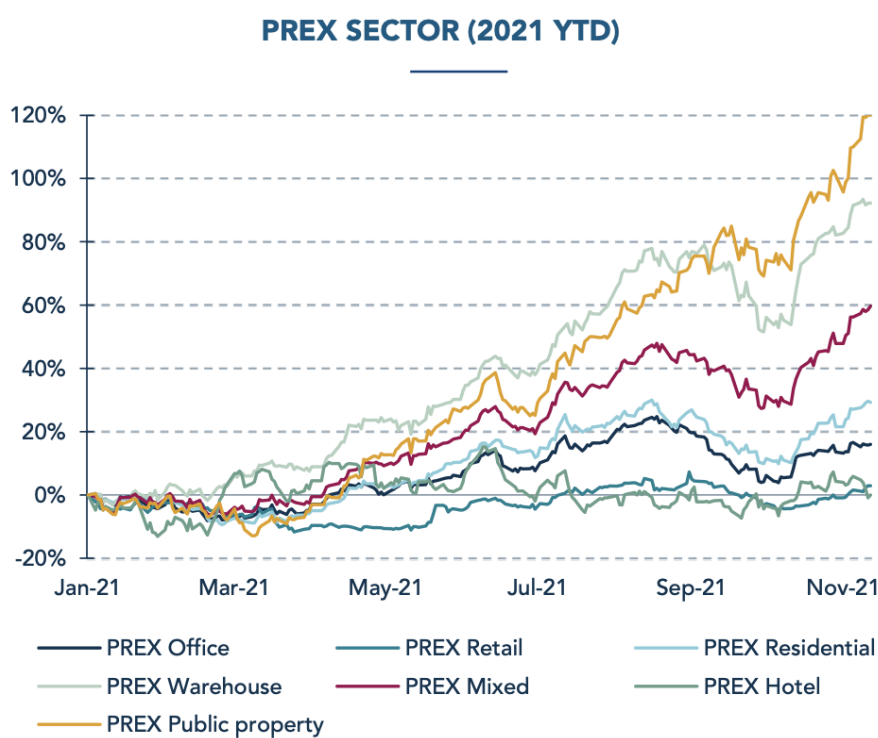
12.1.1 Valg av komparative selskap

For at multippelvurdringen skal gi et godt verdiestimat er det viktig at de komparative selskapene faktisk er sammenlignbare. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) burde selskapene som benyttes være sammenlignbare med hensyn til *størrelse, vekstmuligheter, avkastningskrav, driftsrentabilitet, skattenivå, fremtidig investeringsbehov og strategi*. Damodaran (2012) påpeker at det alt i alt dreier seg om selskaper som i all hovedsak har sammenlignbare kontantstrømmer, vekstmuligheter og risiko.

Selskapene som er valgt ut som komparative selskap ble presentert i delkapittel 2.3 og består av *Atrium Ljungberg, Fabege, Castellum og Norwegian Property*. Samtlige selskaper, med unntak av Norwegian Property inngår i Pangea Property Reserach sin indeks PREX (Pangea Property Research, 2021). Norwegian Property var tidligere inkludert, men ble nylig tatt ut som følger av at selskapet ble tatt av børs. Det viser seg imidlertid å være svært få komparative selskaper i Norge og vi inkluderte derfor eiendomsselskaper fra Sverige som primært har kontoreiendommer og som tilfredstilte kriteriene nevnt ovenfor. Castellum er imidlertid en god del større og har en mer diversifisert eiendomsportefølje enn de andre komparative selskapene og Entra til dels, men har som nevnt i delkapittel 2.1 lagt inn et frivillig bud på alle utestående aksjer i Entra. Dette styrker argumentasjonen om at selskapet er sammenlignbart med Entra. Atrium Ljungberg og Fabege operer begge innenfor kontoreiendommer og er forholdsvis lik Entra når det kommer til størrelse. Norwegian Property er forholdsvis små i sammenlignet med de andre sammenlignbare selskapene, men har sin primære virksomhet innenfor kontoreiendom og er utelukkende eksponert mot det norske eiendomsmarkedet.

Selskapet ble følgelig inkludert som et av de komparative selskapene Vi har imidlertid måtte nytte kursen som Norwegian Property ble kjøpt til for å finne markedsprisen på egenkapitalen.

Som nevnt i delkapittel 2.2.1 finnes det mange ulike eiendomssegmenter, herunder handel, logistikk, retail og kontor for å nevne noen. Slik det fremgår av indeksene fra Pangea i figuren under ser vi at prisingen har utviklet seg svært forskjellig innenfor de ulike segmentene. Vi har følgelig lagt stor vekt på å velge selskaper som opererer innen samme segment for å få best mulig sammenligningsgrunnlag.



Figur 12-1: Prisutvikling innen eiendomssegmenter (Pangea Property Research, 2021)

12.1.2 Valg og beregning av multipler

I dette delkapitlet vil vi gå gjennom de multiplene vi mener er mest hensiktsmessig for den komparative verdivurderingen av egenkapitalen til Entra. Multiplene vil bli beregnet basert på de omgrupperte og justerte tallene fra kapittel 5 og markedsverdien på egenkapitalen (MCAP) til selskapene er hentet fra 30.09.2021. Dette gjøres for å få konsistens mellom Q3-rapport og

aksjekurs. Unntaket er Norwegian Property der vi benytter kursen som selskapet ble kjøpt for 30.08.2021.

Multiplene som benyttes som multiplikator vil være medianen av de komparative selskapene. Vi vil på denne måten hensynta eventuelle “outliers”. Vi har også laget et vektet snitt der vektene er basert på markedsverdien. Dette gjøres for å sikre at vi hensyntar det at små selskaper ofte kan få en liten verdsettelsesrabatt i forhold til større selskaper (Pangea Property Research, 2021). Det er imidlertid kun dersom vi finner store avvik mellom medianen og det vektete snittet at vi må gjøre en vurdering av om vi skal benytte det vektete snittet istedenfor medianen. Vi har valgt å benytte oss av to multipler som baserer seg på egenkapitalmetoden, herunder pris/bok og pris/fortjeneste. Vi har også benyttet to multipler som baserer seg på selskapskapitalmetoden, herunder enterprise verdi/driftsresultat før avskrivninger og enterprise verdi/netto driftskapital. Multiplene er valgt basert på hva som er bransjestandard når det gjelder verdsettelse av eiendomsselskaper.

Pris/Bok (P/B)

Forholdet mellom pris og bok har vært brukt i lang tid til å gjøre seg opp en formening om en aksje er “billig” priset. Et P/B forhold på under 1 tilsier at selskapet er billig priset. Multippelen har likevel blitt kritisert for å være et dårlig mål ettersom mer og mer av verdiene er immaterielle. Når det gjelder verdsettelse av eiendomsselskaper, som for det meste bare består av materielle eiendeler, er den langt mer nyttig (Kaldestad & Møller, 2016).

Pris/bok er en multippel innen egenkapitalmetoden og kan matematisk uttrykkes som følger:

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

Multippelen er en god indikasjon på selskapets evne til verdiskapning ettersom en $P/B > 1$ indikerer at markedet forventer at selskapet er i stand til på skape merverdier på selskapets eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016). En $P/B < 1$ kan imidlertid indikere at selskapet burde foreta nedskrivninger.

I tabellene under presenterer vi P/B for de komparative selskapene og estimerer verdien av Entra sin egenkapital basert på medianen og et vektet snitt.

NOKm	Atrium Ljungberg	Fabege	Castellum	NPRO
MCAP	23 172	43 829	59 436	11 900
(/) Bokført EK	14 375	25 628	37 316	7 261
(=) P/B	1,61	1,71	1,59	1,64

Multippel	Median	Vektet snitt
P/B	1,63	1,64

Entra	Median	Vektet snitt
Bokført EK	17 115	17 115
(*) P/B	1,63	1,64
(=) Estimert verdi på EK	27 820	28 021
(/) Ant. aksjer	182,13	182,13
Verdiestimat pr. aksje	152,7	153,8

Tabell 12-1: P/B

Vi ser av tabellene at medianen og det vektete snittet er tilnærmet identiske og vi vil følgelig benytte medianen videre. Medianen er likevel noe høy og tilsier at det forventes at selskapene skaper merverdier på deres eiendeler. Dette kommer som en konsekvens av at vi har justert ut virkelig verdi på eiendommene. Det fremgår av regnskapene at det foreligger store merverdier på eiendommene og det kan således argumenteres for at forventningene om merverdier på eiendelene har gjort seg gjeldende.

Pris/Fortjeneste (P/E)

Pris/fortjeneste-multipplene er resultat- og kontantstrømorientert og er blant de mest brukte multiplene innenfor egenkapitalmetoden (Kaldestad & Møller, 2016). P/E-multipplene egner seg best for selskaper som har nådd en stabil vekstfase og gir da en god indikasjon på kontantstrømmen til egenkapitalen, hvilket gjør det mulig med noen betraktninger rundt kapitalkostnaden. Multipplene viser forholdet mellom markedsverdien på egenkapitalen og fortjenesten. Dette kan uttrykkes på følgende måte:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi på egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Multippelen har imidlertid en tendens til å ignorere sentrale faktorer i verddivurderinger, herunder forskjeller i risiko og kapitalbehov (Kaldestad & Møller, 2016). Vi velger likevel å benytte den da Entra og de komparative selskapene har nådd en stabil vekstfase og multippelen benyttes flittig av analysehusene i verdsettelse av eiendomsselskaper.

I tabellene under presenterer vi P/E for de komparative selskapene og estimerer verdien på Entra sin egenkapital basert på medianen og et vektet snitt.

NOKm	Atrium Ljungberg	Fabege	Castellum	NPRO
MCAP	23 172	43 829	59 436	11 900
(/) Netto resultat til EK	1 185	1 400	2 726	430
(=) P/E	19,56	31,31	21,80	27,65

Multippel	Median	Vektet snitt
P/E	24,72	24,94

Entra	Median	Vektet snitt
Netto resultat til EK	1 445	1 445
(*) P/E	24,72	24,94
(=) Estimert verdi på EK	35 731	36 041
(/) Ant. aksjer	182,13	182,13
Verdiestimat pr. aksje	196,2	197,9

Tabell 12-2: P/E

Slik det fremgår av tabellene over er det ikke stor forskjell på medianen og det vektete snittet, følgelig går vi videre med medianen. Vi ser imidlertid at en P/E på 24,72 virker å være tilsynelatende høyt for et selskap i en stabil vekstfase. Dette kommer som følge av at vi benytter justerte tall for å få et bedre sammenligningsgrunnlag. Hadde vi benyttet resultat etter skatt uten å foreta justeringer hadde vi fått en P/E som varierte fra 6,8 til 10,9, med en median på 7,6.

Pris/Substansverdi (P/NAV)

Denne metoden sammenligner verdien av egenkapitalen med omsetningsverdien av de enkelte eiendelene (Kaldestad & Møller, 2016). I likhet med P/B gir denne metoden en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. Metoden fremstår imidlertid som mer pålitelig ettersom en

benytter markedspriser på eiendelene fremfor bokførte. P/NAV er lite utbredt ettersom multippelen er mest velegnet for selskaper som har eiendeler som omsettes i et aktivt marked. Eiendomsbransjen har imidlertid svært transparente markedsverdier på eiendelene. Dette gjør metoden velegnet for verdsettelse av eiendomsselskaper.

Dersom $P/NAV < 1$ så antyder det at eiendelene ikke benyttes optimalt eller en tror at verdiene på eiendelene skal ned. Substansverdiene (NAV) som benyttes er regnet ut på samme måte som vi gjør for Entra i delkapittel 12.2. Eneste unntaket er at for selskaper notert i Sverige så er det beskatning på salg av eiendom, og vi operer da med den latente skatten og ikke skatterabatt slik som omtalt i delkapittel 12.2.2.

NOKm	Atrium Ljungberg	Fabege	Castellum	NPRO
MCAP	23 172	43 829	59 436	11 900
Salgsverdi av eiendeler	52 184	83 605	126 514	26 316
(-) Latent skatt/Skatterabatt	5 190	9 135	11 045	951
(-) Netto rentebærende gjeld	19 584	27 129	46 146	11 826
NAV	27 410	47 341	69 323	13 538
(=) P/NAV	0,85	0,93	0,86	0,88

Multippel	Median	Vektet snitt
P/NAV	0,87	0,88

Entra	Median	Vektet snitt
NAV	39 891	39 891
(*) P/NAV	0,87	0,88
(=) Estimert verdi på EK	34 633	35 061
(/) Ant. aksjer	182,13	182,13
Verdiestimat pr. aksje	190,2	192,5

Tabell 12-3: P/NAV

Vi ser av tabellene at medianen avviker svært lite fra det vektete snittet og vi vil følgelig benytte medianen. Det fremgår også at samtlige av de komparative selskapene prises til $P/NAV < 1$. Dette kan være et resultat av at investorer venter at prisen på næringsseiendom skal ned grunnet forventning om økte renter.

Enterprise verdi/Netto driftskapital (EV/NDK)

EV/NDK er en balanseorientert multiplum som kan sammenlignes med P/B, bare at denne er innenfor selskapskapitalmetoden. Multiplumet viser forholdet mellom markedsværdien av netto driftskapital og balanseført netto driftskapital (Penman, 2013). Ettersom dette er en multiplum innen selskapskapitalmetoden hensyntar den at de komparative selskapene kan ha ulike kapitalstruktur. Dersom $EV/NDK > 1$ er det en indikasjon på at investorene tror at selskapet vil oppnå merverdier på selskapets netto driftseiendeler.

I tabellene under presenterer vi EV/NDK for de komparative selskapene og estimerer verdien av Entra sin egenkapital basert på medianen og et vektet snitt.

NOKm	Atrium Ljungberg	Fabege	Castellum	NPRO
EV	29 139	54 466	74 925	14 914
(/) NDK	20 342	36 264	52 804	10 275
(=) EV/NDK	1,43	1,50	1,42	1,45

Multiplum	Median	Vektet snitt
EV/NDK	1,44	1,45

Entra	Median	Vektet snitt
NDK	25 691	25 691
(* EV/NDK	1,44	1,45
(=) EV	37 047	37 260
(-) Netto finansiell gjeld	7 303	7 303
(-) Minoritetsinteresser	1 273	1 273
(=) Estimert verdi på EK	28 471	28 684
(/) Ant. aksjer	182,13	182,13
Verdiestimat pr. aksje	156,3	157,5

Tabell 12-4: EV/NDK

Slik det fremgår av tabellene over er det ikke store forskjellen på median og vektet snitt, vi går følgelig videre med medianen. Vi ser imidlertid også her at det forventes merverdier på selskapets netto driftseiendeler. Det følger av samme argument som for P/B at denne er “kunstig” høy som følge av justerte tall. Vi vet at det også her foreligger store merverdier og det kan således sies å stemme.

Enterprise verdi/Driftsresultat før avskrivninger (EV/EBITDA)

EV/EBITDA er en av de mest anvendte multiplene i forbindelse med kjøp og salg av selskaper. Dette er fordi den gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften på selskapene (Kaldestad & Møller, 2016). Ved å benytte resultatet før renter, skatt, avskrivninger og amortisering ekskluderer en forskjeller som kan oppstå som følge av ulikt skatteregime, styringsrenter og avskrivningsprofil. Når det er sagt så har metoden sine svakheter, da den ignorerer forskjeller i risiko og investeringsbehov i fremtiden. Likevel er multiplene av stor verdi da den lar seg anvende på de fleste selskaper og blir brukt av mange.

NOKm	Atrium Ljungberg	Fabege	Castellum	NPRO
EV	29 139	54 466	74 925	14 914
(/) NDK	1 692	1 999	3 893	615
(=) EV/EBITDA	17,22	27,24	19,25	24,26

Multipel	Median	Vektet snitt
EV/EBITDA	21,75	21,87

Entra	Median	Vektet snitt
EBITDA	2 121	2 121
(*) EV/EBITDA	21,75	21,87
(=) EV	46 143	46 391
(-) Netto finansiell gjeld	7 303	7 303
(-) Minoritetsinteresser	1 273	1 273
(=) Estimert verdi på EK	37 567	37 815
(/) Ant. aksjer	182,13	182,13
Verdiestimert pr. aksje	206,3	207,6

Tabell 12-5: EV/EBITDA

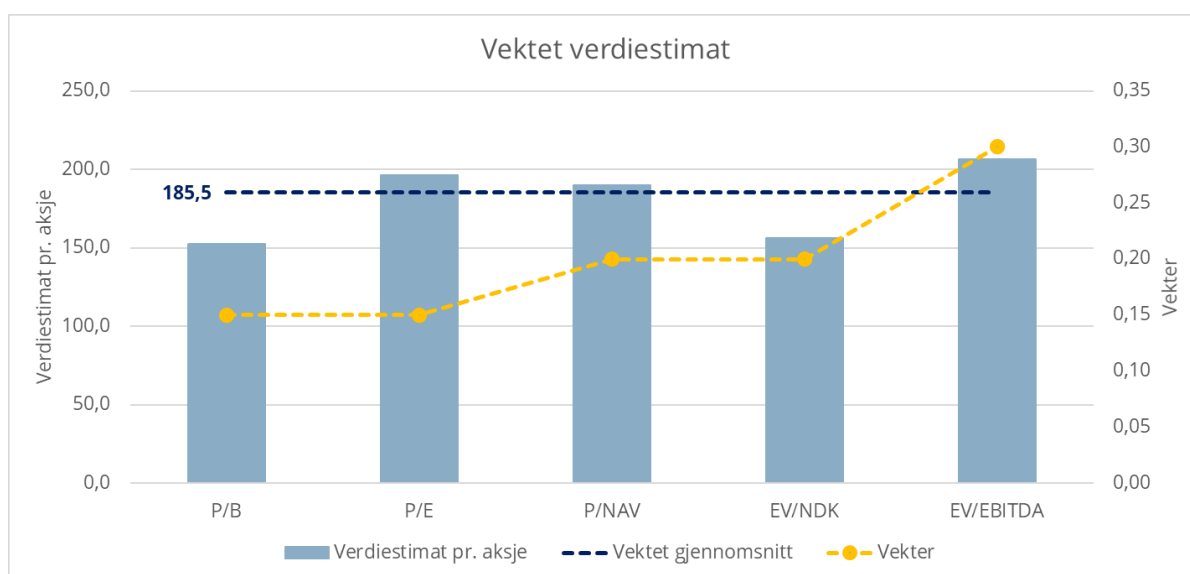
12.1.3 Verdiestimert ved bruk av multiplikatormodellen

Vi har nå estimert verdien på Entra sin egenkapital ved bruk av fire ulike multipler, noe som har resultert i et verdiestimert fra NOK 152,7 til NOK 206,3 per aksje. Det må sies å være et forholdsvis stort sprik mellom de ulike verdiestimertene og vi må følgelig avveie hvilke som er mest relevante for Entra for å kunne danne oss et samlet verdiestimert. Det gjøres ved å vekte de ulike multiplene basert på hva vi mener er mest hensiktsmessig. Innledningsvis i kapitlet påpekte vi at multiplene innenfor selskapskapitalmetoden er av høyest relevans da den ser bort ifra kapitalstruktur og således er mer sammenlignbar på tvers av selskaper. Følgelig får de

tildelt en relativ høy vekt. Unntaket for egenkapitalmetoden er P/NAV. Denne får også en høy vekt ettersom den er en mye brukt multiplikator innen eiendomsbransjen. Vi velger følgelig å vekte de to multiplene fra selskapskapitalmetoden, herunder EV/NDK og EV/EBITDA, med henholdsvis 20 og 30 prosent. Innenfor egenkapitalmetoden vekter vi P/B, P/E og P/NAV med henholdsvis 15, 15 og 20 prosent. Vi kommer da frem til følgende verdiestimat presentert i figuren under.

	P/B	P/E	P/NAV	EV/NDK	EV/EBITDA
Verdiestimat	152,7	196,2	190,2	156,3	206,3
Vekter	0,15	0,15	0,20	0,20	0,30

Tabell 12-6: Oppsummering komparative verdiestimat med tilhørende vekter



Figur 12-2: Vektet verdiestimat

Slik det fremgår av figuren er det vektete verdiestimatet for Entra er NOK 185,5 per aksje. Det er 36,8 prosent høyere enn det fundamentale verdiestimatet vårt på NOK 135,6 per aksje som vi estimerte i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.

12.2 Substansverdimetoden

Substansverdimetoden verdsetter selskapet til markedsverdien av selskapets eiendeler fratrukket netto rentebærende gjeld og latent skatt (Kaldestad & Møller, 2016).

Markedsverdien av selskapets eiendeler tilsvarer det selskapet anslagsvis kan selge de for i dagens marked og burde baseres på prisen på sammenlignbare eiendeler.

Substansverdimetoden fungerer best når det eksisterer et marked for selskapets eiendeler, eiendelens verdi er uavhengig av virksomheten og rentabiliteten på eiendelen er lav (Kaldestad & Møller, 2016). Eiendomsmarkedet er relativt transparent, og det finnes et likvid marked med referansepriser for eiendelene. Videre er det rimelig å legge til grunn at eiendommen i utgangspunktet er uavhengig av hvem som eier den og at rentabiliteten på eiendelen er lav. På bakgrunn av dette kan det argumenteres for at substansverdimetoden er en velegnet verdsettelsesmetode for eiendomsselskaper.

I de neste delkapitlene skal vi gå gjennom de ulike komponentene i substansverdimetoden, herunder *salgsverdi*, *latent skatt* og *netto rentebærende gjeld*.

12.2.1 Salgsverdi

Salgsverdien på eiendommene finnes ved å estimere verdien som ville blitt oppnådd ved et eventuelt salg. Fra et kost-nytte perspektiv anser vi det som for tidkrevende å verdsette hver enkelt eiendom. Med det sagt så har Entra hyret inn to uavhengige selskaper til å verdsette hver enkelt eiendom for dem slik som nevnt i delkapittel 5.4. Ettersom Entra rapporterer etter virkelig verdi er det denne verdien som oppgis i balansen. Vi velger følgelig å legge den til grunn som salgsverdi på investeringseiendommene. De resterende eiendelene antar vi at også er rapportert til salgspris. Disse er forholdsvis små sett opp imot investeringseiendommene og vil således ikke påvirke stort. Vi får da følgende salgsverdi på eiendelene.

Salgsverdi eiendeler	
Salgsverdi eiendom	64 163
Salgsverdi andre eiendeler	2 756
Salgsverdi eiendeler	66 920

Tabell 12-7: Salgsverdi eiendeler

12.2.2 Latent skatt

Dersom salgsverdi er høyere eller lavere enn skattemessig verdi foreligger det en latent skatt som vil utløses ved et potensielt salg. Den latente skatten beregnes da ved å multiplisere den aktuelle skattesatsen med differansen på skattemessig verdi og salgsverdi. Når det er sagt så finnes det tilfeller der vi ser bort fra latent skatt, og salg av eiendom er en av dem. Det gjelder imidlertid bare når eiendommene er plassert i egne aksjeselskaper ettersom et salg av et datterselskap (må være aksjeselskap) da omfattes av fritaksmetoden. Dersom eiendommen blir solgt som et aksjeselskap, vil kjøper tre inn i selgers skattemessige verdi og således kreve en skatterabatt. Dette som følge av at de faktiske skattemessige avskrivningene på eiendommen er lavere enn det en skulle forvente basert på salgsverdien (Kaldestad & Møller, 2016) Skatterabatt regnes ut som følger:

$$\text{Skatterabatt} = \frac{M * A * S}{A + r}$$

der

$M = \text{Merverdi}$

$A = \text{Avskrivningssats}$

$S = \text{Skattesats}$

$r = \text{Avkastningskrav etter skatt}$

Merverdi finner vi ved å ta differansen på salgsverdien nevnt i delkapittel 12.2.1 og den historiske kosten som vi fant i delkapittel 5.4.1. Vi må imidlertid subtrahere tomteverdien ettersom en tomt ikke kan avskrives. Vi forutsetter da at tomteprisen utgjør om lag 20 prosent av verdien på investeringseiendommene. Avskrivningssatsen følger av skatteloven § 14-41 (1) bokstav i som angir at forretningsbygg skal avskrives med 2 prosent i året. Skattesatsen er per dags dato på 22 prosent og avkastningskravet som benyttes er det som ble utarbeidet i delkapittel 7.3.3. Vi får da følgende skatterabatt.

$$\text{Skatterabatt} = \frac{28\,020 * 0,02 * 0,22}{0,002 + 0,0543} = 1\,661$$

12.2.3 Netto rentebærende gjeld

Netto rentebærende gjeld finner vi ved legge sammen både kortsiktig og langsiktig gjeld før vi deretter trekker fra finansielle eiendeler. Vi får en rentebærende gjeld på:

$$\text{Netto rentebærende gjeld} = 25\,992 - 625 = 25\,367$$

12.2.4 Verdiestimat ved bruk av substansverdimetoden

Nå som vi har estimert samtlige komponenter i substansverdimetoden kan vi beregne substansverdien for Entra ASA.

Substansverdimetoden	
Salgsverdi eiendom	64 163
(+) Salgsverdi andre eiendeler	2 756
(=) Sum salgsverdi eiendeler	66 920
(-) Latent skatt (Skatterabatt)	1 661
(-) Netto rentebærende gjeld	25 367
(=) Substansverdi	39 891
Antall aksjer	182,13
Verdiestimat per aksje	219,03

Tabell 12-8: Substansverdimetoden

12.3 Bud på Entra ASA

Etter at det første budet på NOK 165 per aksje for samtlige utestående aksjer i Entra ASA ble lagt frem 24.11.2020, har det kommet flere bud på selskapet. Det hele har endt opp som en budkamp mellom svenske eiendomsselskaper der to av dem, Castellum og Balder, per dags dato er selskapets største aksjonærer. I løpet av året har også SBB og Folketrygdfondet solgt aksjer til Castellum for NOK 210 per aksje og Balder la nylig inn et pliktig bud på Entra på NOK 202,5 per aksje. Dette er det høyeste budet som er blitt lagt frem for aksjene i Entra.

12.4 Verdiestimat ved bruk av komparativ verdivurdering

Vi har i dette kapitlet gjennomført en komparativ verdsettelse for å supplere den fundamentale verdsettelsen. Den komparative verdsettelsen er gjennomført ved å benytte både multiplikatormodellen og substansverdimetoden. I tillegg har vi inkludert et delkapittel om budet på Entra for å bygge opp under verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen.

Ved å benytte multiplikatormodellen kom vi frem til et vektet gjennomsnitt på NOK 185,5 per aksje, mens vi ved substansverdimetoden kom frem til NOK 219,03 per aksje. Det er et forholdsvis stort sprik og langt høyere enn verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Det er også viktig å påpeke at det i likhet med den fundamentale verdsettelsen foreligger det usikkerhet i estimatet. Vi føler oss likevel trygge på at verdiestimatet befinner seg i intervallet mellom NOK 185 per aksje og NOK 219,04 per aksje ettersom det i løpet av det siste året har blitt foretatt store kjøp i Entra, samt lagt inn flere bud i dette kursintervallet. Ingen av budene har blitt akseptert og det høyeste budet på NOK 202,5 per aksje fikk kun 2,4 prosent oppslutning. Dette tyder på at de fleste aksjonærene anser et bud på NOK 202,5 per aksje som for lavt. Med det sagt så anbefaler styret å selge på NOK 202,5 dersom en er opptatt av likviditet og visibilitet, mens de anbefaler å holde dersom aksjonæren har fokus på Entras langsiktige verdiskapning (Newsweb, 2021). Vi tar følgelig budene og transaksjonene i betraktning som en bekreftelse på at verdiestimatet ikke fremstår urealistisk, men vurderer det også dithen at det mest sannsynligvis er regnet hjem synergieffekter og kontrollpremier i budene som en vanlig aksjonær ikke vil kunne.

I utarbeidelsen av et endelig verdiestimat fra den komparative verdsettelsen finner vi det hensiktsmessig å vekte multiplikatormodellen og substansverdimetoden med henholdsvis 50 prosent hver. Dette gjøres på bakgrunn av at verdiestimatet fra de ulike metodene er forholdsvis langt fra hverandre, men samtidig finnes metodene like relevant. Substansverdimetoden kommer ut i øvre sjiktet og kan tyde på at markedet mener eiendelene er for høyt verdsatt ettersom P/NAV da er under 1. Multiplikatormodellen har derimot relativt store variasjoner innad blant de ulike multiplikatorene, men til gjengjeld så reflekterer de markedets prising. Budet blir imidlertid ikke vektet inn, men brukes som en fundamental støtte til den komparative verdivurderingen.

Med en vektning på 50/50 kommer vi frem til et komparativt verdiestimat på NOK 202,3 per aksje. Dette anses som et fornuftig verdiestimat gitt dagens bud på NOK 202,5 per aksje.

13. Oppsummering og konklusjon

Formålet med masterutredningen har vært å estimere en verdi på Entra sin egenkapital. Dette har vi gjort ved å gjennomføre en fundamental og komparativ verdivurdering, der førstnevnte er benyttet som hovedmetode. I dette kapitlet vil vi oppsummere funnene fra oppgaven og presentere et forslag til handelsstrategi basert på vårt endelige verdiestimat.

13.1 Oppsummering av hovedfunn

Ved å gjennomføre en kvalitativ strategisk analyse fant vi at Entra har en moderat strategisk fordel på kort sikt og en liten fordel lang sikt. Resultatene fant vi ved å analysere bransje- og selskapsspesifikke forhold.

I den eksterne bransjeorienterte analysen i delkapittel 4.2 identifiserte vi blant annet en rekke makroøkonomiske faktorer som har sørget for gunstige forretningsvilkår i eiendomsbransjen, for eksempel har lav rente, svak valuta og positiv BNP drevet prisene i markedet for næringseiendom opp. Dette har sørget for at bransjen har generert merverdier utover bokført kapital, og resultert i en moderat bransjefordel på kort sikt. På lengre sikt forventer vi likevel at bransjefordelen vil minke som følge av endringer i faktorer utenfor selskapets kontroll, for eksempel forventninger om en økende rente som i neste omgang kan føre til fallende eiendomspriser og yieldekspansjon. Likevel forventes det en liten bransjefordel på lengre sikt som følge av blant annet høye etableringsbarrierer og lav grad av substituerbarhet.

I den interne ressursorienterte analysen i delkapittel 4.3 trakk vi fram Entra sine leietakere, miljøfokus og kompetanse som ressurser som er i stand til å skille Entra fra gjennomsnittsvirksomheten. Analysen identifiserte ingen ressurser som kunne generere et varig, beholdt fortrinn for Entra, men fant at alle de tre nevnte ressursene vil gi et midlertidig fortrinn på kort sikt. På lengre sikt forventer vi imidlertid at ressursfordelen vil avta som følge av at konkurrenter kan kopiere Entra og oppnå en lignende posisjon.

I den strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8 kvantifiserte vi den strategiske fordelene til Entra og bransjen basert på historiske data. Resultatene var i tråd med forventningene vi etablerte i kapittel 4 og vi kom fram til en tidsvektet strategisk fordel på 2,6 prosent. Over tid forventer vi derimot at fordelene vil minke, noe vi fikk bekreftet i kapittel 10 når vi tallfestet den fremtidige strategiske fordelene. Her fant vi at fordelene minker over hele budsjettperioden fra 6,07 prosent i 2022 til 2,43 prosent i 2031, før den stabiliserer seg i steady state.

For den kvantitative delen av analysen begynte vi med å omgruppere Entra sitt regnskap til et mer investororientert regnskap. I tillegg gjorde vi regnskapet klart for analyse ved å justere for virkelige verdiendringer på investeringseiendommer for både Entra og bransjen. Dette gjorde vi for at selskapets og bransjens rentabilitet skulle måles på faktisk investert kapital og ikke en rebalansert balanseverdi som inkluderer verdiendringer. På denne måten kunne vi måle rentabilitet basert på hvordan Entra driver eiendomsporteføljen sin og ikke som om de «trader» eiendommer.

I kapittel 6 så vi nærmere på Entra sin evne til å innfri deres forpliktelser ved å gjøre en analyse av selskapets kredittrisiko. Analysen resulterte i en syntetisk rating på BBB, noe som samsvarer med ratingen gitt av anerkjente ratingbyrå. I kapittel 7 beregnet vi deretter de historiske avkastningskravene, som dannet grunnlag for måling av strategisk fordel.

I del 3 av oppgaven ble selve verdsettelsen av Entra gjennomført. Til å begynne med ble fremtidsregnskap og fremtidskrav utarbeidet i hhv. kapittel 9 og 10. De fremtidige regnskapstallene og kravene ble deretter brukt i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11 der vi ved hjelp av ulike verdsettelsesteknikker kom fram til et konvergent verdiestimat per aksje på NOK 135,6. Verdiestimatet ga oss grunnlag for å si noe om den relative prisingen av Entra. Blant annet kom vi fram til en P/B på 1,44 som underbygger våre funn om at Entra er i stand til å generere merverdier utover bokført kapital. Videre bekreftet forholdstallet P/E at den strategiske fordelene er minkende ved at pris/fortjeneste blir lavere enn det normale forholdstallet. Dette forteller oss at Entra prises som et verdiselskap og ikke et vekstselskap, noe som er i tråd med vårt inntrykk av Entra som et modent selskap med fokus på utbetaling av utbytte.

I kapittel 11 ble det også gjennomført en simulering for å analysere usikkerheten i verdiestimatet. Resultatet av simuleringen ga oss et verdiestimat tilnærmet likt det fundamentale verdiestimatet, i tillegg var den laveste trekningen på NOK 80,3, noe som gjør at vi anser konkurrisikoen som minimal. Variasjonskoeffisienten tallfester usikkerheten i verdiestimatet og kom ut på 15 prosent, noe som indikerer en relativt lav grad av usikkerhet. Hva dette skyldes er vanskelig å fastslå, men det faktum at eiendomsbransjen har vært en stabil bransje over lengre tid kan være en årsak.

Til slutt gjorde vi i kapittel 12 en komparativ verdivurdering, der vi kom fram til et vektet komparativt verdiestimat på NOK 202,03.

13.2 Endelig verdiestimat

Ettersom den fundamentale verdsettelsen ga et verdiestimat per aksje på NOK 135,6 og den komparative verdsettelsen NOK 202,03 ønsker vi å vekte de to estimatene. Formelen vi ønsker å ta i bruk for å komme fram til et endelig verdiestimat er presentert i artikkelen «Fair Value of Operating Assets, Uncertainty, and Information» utarbeidet av professor Kjell Henry Knivsflå (Knivsflå, 2021). I artikkelen presenteres følgende formel som kan brukes til å beregne en rimelig vektning av driftsverdi og selskapsverdi:

$$E(EV) = P * E(OV) + (1 - P) * E(SV) + \theta * p$$

Der

OV = Driftsverdi

SV = Salgsverdi

P = Sannsynlighet for at $OV > SV$

*θ = Standardavviket til differansen mellom *OV* og *SV**

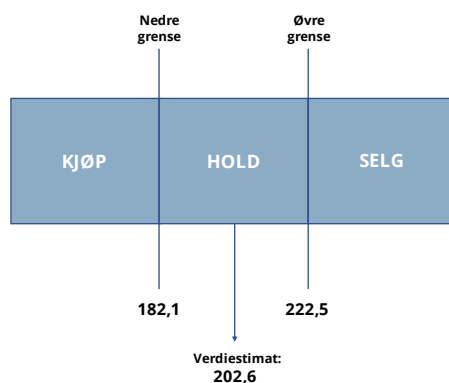
*p = Sannsynlighet for at en endrer fra å velge *SV* til *OV**

Ved å skjønnsmessig fastsette en korrelasjon på differansen mellom de to verdiestimatene, samt standardavviket til salgsverdien, kommer vi fram til at den komparative verdsettelsen vektlegges med 99 prosent, og den fundamentale med 1 prosent. Følgelig utgjør det komparative verdiestimatet i realiteten hele verdiestimatet. Vi kommer da fram til et verdiestimat på NOK 202,6. Bakgrunnen for at vi ender litt høyere enn det komparative verdiestimatet er at vi legger til verdien av usikkerhet som oppstår som følge av fleksibiliteten til å velge mellom å selge selskapet eller drive det videre.

Som nevnt i delkapittel 12.3 foreligger det et gyldig bud på NOK 202,5 fra det svenske eiendomsselskapet Balder. Dette er dermed tilnærmet likt det estimatet vi har kommet fram til og det anses følgelig som rimelig at vårt endelige verdiestimat vil ligge i nærheten av dette, ettersom investorene vil foretrekke å selge sine aksjer til den høyeste verdien. Samtidig er det interessant at Balder, som bransjeselskap, er villig til å by på Entra med et bud som er NOK 70 høyere enn selskapets fundamentale verdi. En årsak til dette kan være at Entra historisk sett har oppnådd høyere marginer enn de svenske eiendomsselskapene. Ettersom de valgte bransjeselskapene tilnærmet utelukkende består av svenske selskaper, kan det være at marginen som legges til grunn i steady state er for lav. Ved å anta en netto driftsmargin på Entra sitt tidsvektede snitt på 77 prosent, kommer vi fram til et konvergent verdiestimat på NOK 202,3 per aksje. Det kan indikere at Balder tror at Entra vil fortsette å oppnå høyere marginer enn bransjen på lang sikt, i motsetning til vår antagelse om at marginen over tid vil bevege seg mot bransjesnittet. Det kan i så fall forklare noe av grunnen til at Balder er villig til å by på selskapet til en kurs langt høyere enn den estimerte fundamentale verdi.

13.3 Forslag til handelsstrategi

Dagens aksjekurs vil danne grunnlag for vårt forslag til handelsstrategi. Per 17.12.2021 står aksjen i NOK 191,5. Grensene for de ulike handelsstrategiene er +/- 10 prosent på vårt verdiestimat, der alt mellom gir en holdanbefaling. Basert på vårt verdiestimat på NOK 202,6 vil en aksjekurs på over NOK 222,5 utløse en salgsanbefaling og en aksjekurs på under NOK 182,1 gi en kjøpsanbefaling.



Figur 13-1: Handelsstrategi

Med bakgrunn i vårt endelige verdiestimat og børskurs 17.12.2021 på NOK 191,5 blir vårt forslag til handelsstrategi: **HOLD**

Sammenligner vi vårt endelige verdiestimat med kursmål hentet fra Factset finner vi et median kursmål på NOK 217,5, hvorav fem meglerhus har holdanbefaling og ett har kjøp. Vi anser følgelig vårt verdiestimat som et fornuftig kursmål.

Oversikt forelesninger

Forelesningsmateriale som er brukt i løpet av oppgaven er hentet fra emnet BUS440A – Verdivurdering v/ Kjell Henry Knivsflå hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/> med følgende oversikt over tema i forelesninger:

- F1 – Introduksjon – teknikker – rammeverk (Knivsflå, 2021a)
- F2 – Strategisk analyse – bransje og selskap (Knivsflå, 2021b)
- F3 – Introduksjon til regnskapsanalyse og trailing (Knivsflå, 2021c)
- F4 – Omgruppering av resultatoppstilling (Knivsflå, 2021d)
- F5 – Omgruppering av balanse og kontantstrøm (Knivsflå, 2021e)
- F6 – Regnskapsbasert måling – IFRS (Knivsflå, 2021f)
- F7 – Måle- og rapporteringsfeil (Knivsflå, 2021g)
- F8 – Justering av målefeil (Knivsflå, 2021h)
- F9 – Analyse av risiko og syntetisk rating (Knivsflå, 2021i)
- F10 – Avkastningskrav – målestokk for rentabilitet (Knivsflå, 2021j)
- F11 – Analyse av lønnsomhet – finansieringsanalyse (Knivsflå, 2021k)
- F12 – Analyse av lønnsomhet – driftsanalyse (Knivsflå, 2021l)
- F13 – Ramme for budsjett, vekst og framskrivning (Knivsflå, 2021m)
- F14 – Budsjettering av drift og finans (Knivsflå, 2021n)
- F15 – WACC, fullstendige krav og strategisk fordel (Knivsflå, 2021o)
- F16 – Praksis, ramme; EK-metode med fire modeller (Knivsflå, 2021p)
- F17 – Selskapskapitalmetode og konvergens (Knivsflå, 2021q)
- F18 – Usikkerhet – sensitivitet, scenario og simulering (Knivsflå, 2021r)
- F19 – Døme på bruk av VE_{PA} og «Topics in Valuation» (Knivsflå, 2021s)

Litteraturliste

- Andresen, M. E., & Idsø, J. (2016, Desember 15). *Prinsipal-agent-teori*. From SNL: <https://snl.no/prinsipal-agent-teori>
- Atrium Ljungberg. (2021, Oktober 15). *Interim report Q3*. From Atrium Ljungberg: <https://www.al.se/en/recent/financial-reports/2021/interim-report-january-september-2021/>
- Berk, J., & Demarzo, P. (2011). *Corporate Finance*. Boston: Pearson Education Limited.
- Bjørnstad, S., & Neegaard, D. P. (2021, April 25). *Han skal bygge ny terrasse. Den blir 50 prosent dyrere enn i fjor.* . From E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/IERr4A/han-skal-bygge-ny-terrasse-den-blir-50-prosent-dyrere-enn-i-fjor>
- Blomberg, C. (2021, Juni 11). *Grønne obligasjoner - et marked i stor vekst*. From Nordea: <https://nordeafondsmagasinet.no/innhold/gronne-obligasjoner-et-marked-i-stor-vekst>
- BREEAM. (2021). *Why choose BREEAM?* From BREEAM: <https://www.breeam.com/discover/why-choose-breeam/>
- Brun, T. A. (2019, April 10). *Brennhett i logistikk*. From Estate nyheter: <https://www.estatenyheter.no/brennhett-i-logistikk/246271>
- Bøhren, Ø., & Ødegaard, B. A. (2001). *Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms*. Oslo: The Norwegian School of Management BI.
- Børsdatabasen. (2021). *Børsprosjektet*. From Børsdatabasen: <https://bors.nhh.no/amadeus/index.php>
- Castellum. (2020). *Annual report*. Castellum.
- Castellum. (2021). *Q2 Interim report*. Castellum.
- Chen, J. (2021, August 18). *Mean Reversion*. From Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/m/meanreversion.asp>
- Climatebonds. (2021). *Explaining green bonds*. From Climatebonds: <https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds>
- Czerwinska, D. (2021). *Green building: Improving the lives of billions by helping to achieve the UN Sustainable Development Goals*. From World Green Building Council: <https://www.worldgbc.org/news-media/green-building-improving-lives-billions-helping-achieve-un-sustainable-development-goals>

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, Inc.
- Entra. (2017). *Annual Report 2017*. From Entra: <https://entra.no/investor-relations/article/meldinger/39>
- Entra. (2019). *Årsrapport 2019*. From Entra - rapporter og presentasjoner: <https://entra.no/investor-relations/article/meldinger/39>
- Entra. (2020). *Årsrapport 2020*. From Entra: <https://entra.no/investor-relations/article/meldinger/39>
- Entra. (2021). *Entra miljøledende i bransjen*. From Entra : <https://entra.no/about/article/entra-miljoledende-i-bransjen/14>
- Entra. (2021). *Kvartalsrapport Q3*. Entra.
- Estate. (2004, November 17). *Utleie av eiendom til det offentlige*. From Estate Nyheter: <https://www.estatenyheter.no/aktuelt/utleie-av-eiendom-til-det-offentlige/13621>
- Fabege. (2021). *Interim report Q3*. From <https://www.fabege.se/en/press-room/press-releases/2021/interim-report-jansep-2021/>
- Finans- og tolldepartementet. (1976). *Ot. prp. nr. 11 (1975-76)*. From Stortinget: https://www.stortinget.no/nn/Saker-og-publikasjoner/Stortingsforhandlingar/Lesevisning/?p=1975-76&paid=4&wid=a&psid=DIVL544&pgid=a_0961
- Finansdepartementet. (2018). *Meld. St. 8 (2017-2018)*. From Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-8-20172018/id2592492/?ch=2>
- FN. (2021, Juli 13). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. From FN: <https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>
- Folvik, K. (2021). *Finnes miljøvennlige bygg og byggevarer i Norge og hva kan du se etter?* From Greenbuilt : <https://www.greenbuilt.no/2020/05/28/finnes-miljovennlige-bygg-og-byggevarer-i-norge-og-hva-kan-du-se-etter/>
- Grant, R. M. (2016). *Contemporary Strategy Analysis* . Chichester : Wiley.
- Hagen, M. (2016). *Aktuell kommentar*. From Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Signerte-publikasjoner/Aktuell-kommentar/2016/Aktuell-kommentar-62016/>

- Hagen, M., & Bjørland, C. (2019). *What drives office rents?* From Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/en/news-events/news-publications/Papers/Staff-Memo/2019/sm-12-2019/>
- If. (2020). *Ekstremværrapporten*. From If: <https://www.if.no/om-if/barekraft/klimatilpasning/ekstremvaerrapport-2020>
- IMF. (2021). *Real GDP growth*. From IMF: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD
- Isaksen, A. (2021, September 27). *Sosiokulturelle forhold og næringsutvikling*. From Store norske leksikon: https://snl.no/sosiokulturelle_forhold_og_n%C3%A6ringsutvikling
- Jakobsen, E. W., & Lien, L. (2015). *Ekspansjon og konsernstrategi*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., & P., R. (2018). *Fundamentals of Strategy*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Keller, G. (2017). *Statistics for Management and Economics*. Boston: Cengage Learning.
- Knivsflå, K. H. (2021). *BUS440A - M2*. From <http://course.nhh.no/master/BUS440/>
- Knivsflå, K. H. (2021, September 19). *Fair Value of Operating Assets, Uncertainty, and Information*. From SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3926661
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken: Wiley.
- Leietakerindeks. (2021). *Kundetilfredshet blant utleiere av næringseiendom*. From Leietakerindeks: <https://www.leietakerindeks.no/>
- Lervik-Olsen, L. (2020, Mai 19). *Hvorfor måle kundetilfredshet?* From BI: <https://www.bi.no/forskning/business-review/articles/2020/05/hvorfor-male-kundetilfredshet/>
- Lien, L., Baardsen, T. Ø., & Knudsen, E. S. (2016). *Strategiboken*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Malling & Co. (2021, Oktober 18). *Alle investorene vil kjøpe mer næringseiendom*. From Finansavisen:

<https://finansavisen.no/nyheter/naeringseiendom/2021/10/18/7753995/rekordhoy-interesse-for-a-kjope-naeringseiendom-ifolge-malling-undersokelse>

McKinsey. (2021, Februar). *The Future of Work After Covid-19*. From McKinsey: https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/featured_insights/future_of_organizations/the_future_of_work_after_covid_19/the-future-of-work-after-covid-19-report-vf.pdf?shouldIndex=false

Narmo, E., & Sandberg, J. (2018, August 10). *Samfunnsansvar i eiendomsbransjen: En multiplere casestudie av utviklingen i arbeidet med samfunnsansvar i perioden 2007-2017*. From Norge miljø- og biovitenskapelige universitet: <https://nmbu.brage.unit.no/nmbu-xmlui/handle/11250/2573994>

Newsec. (2021). *Makroøkonomi*. From Newsec Insight: <https://www.newsecinsight.no/kapitler/makro#2-5>

Newsweb. (2021, November 30). *Børsmeldinger*. From Newsweb: <https://newsweb.oslobors.no/message/548168>

Norges Bank. (2020, Mai 6). *Styringsrenten redusert til null prosent*. From Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2020/mai-2020/>

Norges Bank. (2021). *Inflasjon*. From Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>

Norges Bank. (2021, Juni 30). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. From Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank. (2021a). *Styringsrenten*. From Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank. (2021b, September 22). *Styringsrenten settes opp til 0,25 prosent*. From Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2021/september-2021/>

Norwegian Property. (2021). *Interim report third quarter*. Oslo: Norwegian Property.

Næringskomiteen. (2011). *Innst. 374 S Innstilling til Stortinget fra næringskomiteen*. Oslo: Næringskomiteen.

Oslo Børs. (2014, Oktober 17). *Børsmeldinger*. From Oslo Børs: <https://newsweb.oslobors.no/message/362830>

- Oslo Kommune. (2021, September 22). *Budsjettforslag 2022 og økonomiplan 2022-2025*. From Oslo Kommune: <https://www.oslo.kommune.no/politikk/budsjett-regnskap-og-rapportering/budsjettforslag-2022-og-okonomiplan-2022-2025/>
- Pangea Property Research. (2021, November). *Pangea Listed Overview*. From Pangea Property Research: https://mcusercontent.com/f3032099b22e5c0ccc60a491c/files/4c7deccc-7027-0b37-9204-116f96b2480f/Pangea_Listed_Overview_Nov_21_FINAL.pdf
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis*. Bergen: Fagbokforlaget .
- Plenborg, T., Kinserdal, F., & Petersen, C. (2021). *Financial Statement Analysis*. Bergen: Fagbokforlaget.
- PwC. (2016). *Pwc*. From Pwc: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/ifrs/regnskapsforing-av-leieavtaler.pdf>
- Regjeringen. (2005). *Mer effektiv statlig bygge- og eiendomsforvaltning*. Kommunal- og moderniseringsdepartementet.
- Regjeringen. (2014, Oktober 17). *Vellykket børsnotering av Entra*. From Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/nfd/pressemeldinger/2014/Vellykket-borsnotering-av-Entra/id2008383/>
- Regjeringen. (2020). *NOU 2020: 8 Grunnlaget for inntekstsoppgjørene 2020*. From Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2020-8/id2714942/?ch=11>
- Regjeringen. (2020, Mars 13). *Regjeringens strakstiltak for å dempe de økonomiske virkningene av koronaviruset*. From Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/smk/pressemeldinger/2020/regjeringens-strakstiltak-for-a-dempede-okonomiske-virkningene-av-koronaviruset/id2693442/>
- Regjeringen. (2020, November 26). *Staten har solgt seg ut av Entra*. From Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/nfd/pressemeldinger/2020/staten-har/id2787237/>

- Regjeringen. (2021, Oktober 12). *Direkte skatter*. From Regjeringen:
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/direkte-skatter/id2353512/>
- Revfem, J. (2021, Mars 8). *Ny undersøkelse: En av to vil ha hjemmekontor etter koronakrisen*. From Nettavisen: <https://www.nettavisen.no/okonomi/ny-undersokelse-en-av-to-vil-ha-hjemmekontor-etter-koronakrisen/s/12-95-3424098805>
- Rigstad, E. (2019, Januar 25). *Grønne bygg gir 10 prosent høyere avkastning*. From Estate nyheter: <https://www.estatenyheter.no/kronikk-gronne-bygg-gir-10-prosent-hoyere-avkastning/242433>
- Roos, G., Krogh, G. v., & Roos, J. (2005). *Strategi*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Rønne, S. (2018, September 14). *Ny teknologi vil endre eiendomsbransjen*. From Estate Nyheter: <https://www.estatenyheter.no/ny-teknologi-vil-endre-eiendomsbransjen/237474>
- Saltnes, D. J. (2019, November 10). *Nå våkner eiendomsbransjen*. From Estate nyheter: <https://www.estatenyheter.no/na-vakner-eiendomsbransjen/257610>
- Scott, G. (2020, Februar 21). *Porter's 5 Forces*. From Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/p/porter.asp>
- Skatteetaten. (2021). *Dokumentavgift*. From Skatteetaten:
<https://www.skatteetaten.no/person/avgifter/dokumentavgift/>
- Solheim, H. (2009). *Makroøkonomiske sjokk - effekter på sysselsetting og arbeidstilbud*. From Norges Bank: https://www.norges-bank.no/contentassets/bb8fe440b3d847e5a1ef6610ff6700b4/makrosjokk_og_arbeidstilbud.pdf
- Soulti, E., & Leonard, D. (2016, November 30). *The value of BREEAM*. From <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwjMyvjH9LDzAhVmtIsKHazDAo8QFnoECAIQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.breem.com%2Ffilelibrary%2FBriefing%2520Papers%2FBREEAM-Briefing-Paper----The-Value-of-BREEAM--November-2016----123864.pdf>
- SSB. (2021, Augst 5). *Arbeidskraftundersøkelsen*. From Statistisk sentralbyrå :
<https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/sysselsetting/statistikk/arbeidskraftundersokelsen>
- SSB. (2021). *Begreper i nasjonalregnskapet*. From Statistisk sentralbyrå:
https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/begreper-i-nasjonalregnskapet#Bruttonasjonalprodukt_BNP

- SSB. (2021). *Fakta om Norsk økonomi*. From Statistisk sentralbyrå:
<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>
- SSB. (2021, April 26). *Koronaflytting og andre flyttinger i 2020*. From Statistisk sentralbyrå:
<https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/koronaflytting-og-andre-flyttinger-i-2020>
- Store norske leksikon. (2018, Mai 7). *Substitutt*. From Store norske leksikon:
<https://snl.no/substitutt>
- Store norske leksikon. (2019, Desember 20). *Eiendom*. From SNL: <https://snl.no/eiendom>
- Thorsnæs, G. (2021, Oktober 27). *Norges befolkning*. From Store norske leksikon:
https://snl.no/Norges_befolkning
- Union. (2021, Mai 12). *"Alle" skal ha*. From Union-gruppen:
<https://m2.union.no/segmenter/logistikk/alle-skal-ha-logistikk>
- Union. (2021, September 1). *Coworking-undersøkelsen høst 2021*. From Union-gruppen:
<https://m2.union.no/leiemarked/fleksible-kontorlokaler/coworking-undersokelsen-host-2021>
- Union. (2021). *Leiemarkedet*. From Union-gruppen: <https://m2.union.no/leiemarked>
- Union. (2021, Mai 12). *Mot normalisering - på godt og vondt*. From Union-gruppen:
<https://m2.union.no/segmenter/handel/mot-normalisering-p-godt-og-vondt>
- Union. (2021). *Segmenter*. From Union-gruppen: <https://m2.union.no/segmenter>
- Wiggins, R. R., & Ruefli, T. W. (2002). Sustained Competitive Advantage: Temporal Dynamics and the Incidence and Persistence of Superior Economic Performance. *Institute for Operations Research and the Management Sciences (INFORMS)*, 81-105.
- WSP. (2021). *Miljøsertifisering av bygg, anlegg og områder*. From WSP:
<https://www.wsp.com/nb-NO/tjenester/miljosertifisering-av-bygg-anlegg-og-omrader>