



Lønnsomhetsanalyse av norske eiendomsselskap

En studie av lønnsomhetsvariasjoner mellom spesielt utvalgte, store norske eiendomsselskap med fokus på næringseiendom

Sander Rosanoff

Knut Brattespe Lahus

Veileder

Professor Kenneth Fjell

SELVSTENDIG MASTERUTREDNING INNEN ØKONOMI OG ADMINISTRASJON

HOVEDPROFIL: ØKONOMISK STYRING

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

Eiendomsbransjen er en viktig bransje for Norge, og bidrar til verdiskapning og tilrettelegger for utvikling i næringslivet. Verdiskapning gjennom eiendom er en ung næring, hvor de fleste selskapene ble etablert etter 1980-tallet.

Formålet med utredningen er å undersøke årsaker til variasjoner i lønnsomhet mellom eiendomsselskap med fokus på næringseiendom. Til dette har vi benyttet kvalitativ og kvantitativ analysemetode for å forklare lønnsomhetsvariasjoner fra 2015-2021. Utvalget omfatter Olav Thon Eiendomsselskap ASA, Entra ASA, Ragde Eiendom AS, Norwegian Property AS og Eiendomsspar ASA.

Utredningen viser at konkurransearenaen påvirker lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene ulikt, og avhenger av segment. Spesielt nevnes at pandemien skapte usikkerhet gjennom økt arbeidsledighet, inflasjon, renter, nye reise- og arbeidsmønster, digital møtevirksomhet og hjemmekontor. I Norge kommer 40 prosent av CO2 utslippene fra drift av bygg, og bransjen er sentral i arbeidet mot nullutslipp. Dette treffer eiendomsselskapene direkte og påvirker lønnsomheten. Eiendomsbransjen består av omtrent 72 000 eiendomsselskap. Høy konsentrasjon og lokal konkurranse påvirker selskapene forskjellig avhengig av segment og lokalisering. De viktigste regnskapspostene for eiendomsselskapene er eiendomsrelaterte kostnader, andre driftskostnader, administrasjonskostnader og finanskostnader. Det ble kartlagt store lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene i utvalget. Selskapenes valg innen kostnadsdriverne skala, teknologi, bærekraft og strategiske valg forklarer lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene. Skala kan øke kompleksitet og gi behov for koordinering, derav økte kostnader og redusert lønnsomhet. Teknologiske investeringer kan drive opp kostnader på kort sikt, men øke effektivitet i driften og redusere kostnadene på lang sikt. Eiendommer med attraktive beliggenheter har hatt lavere yield under perioden, derav lavere leieinntekter. Verdistigningen i storbyene har derimot vært høyere enn i perifere områder. Selskapenes bærekraftsfokus gjenspeiles gjennom energiforbruket. Bærekraftige og energieffektive bygg kan være mer ettertraktet blant leietakerne og øke lønnsomheten til selskap som vektlegger bærekraft.

Forord

Denne utredningen er en del av vår mastergrad i økonomi og administrasjon ved NHH Norges Handelshøyskole. Utredningen har som formål å undersøke årsaker til variasjoner i lønnsomhet mellom eiendomsselskap innen næringseiendom.

Tema ble valgt på bakgrunn av en felles interesse for den norske eiendomsbransjen. Eiendomsbransjen anses som en viktig bransje i Norge og tilrettelegger for verdiskapning og næringsliv. Vi fant det derfor interessant å skrive en oppgave om bransjen, hvor vi samtidig fikk benyttet oss av kompetansen vi har opparbeidet gjennom studieløpet.

Arbeidet med denne utredningen har vært spennende og krevende. Vi vil takke vår familie, som har støttet oss hele veien. Vi vil også takke våre medstudenter for en minneverdig studietid i Bergen.

Avslutningsvis ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder Kenneth Fjell. Under arbeidet har han gitt oss gode og konstruktive tilbakemeldinger som har bidratt til refleksjon i det videre arbeidet med utredningen.

Norges Handelshøyskole

Bergen, 20. desember

Knut Brattespe Lahus

Sander Rosanoff

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
Forord	2
Innholdsfortegnelse	3
1 Innledning	7
1.1 Bakgrunn for utredningen	7
1.2 Formål og problemstilling.....	9
1.3 Avgrensning.....	10
1.4 Utredningens struktur.....	10
2 Presentasjon av bransjen og utvalget	11
2.1 Presentasjon av bransjen	11
2.2 Utvalget	13
3 Teoretisk rammeverk	17
3.1 Teoretisk rammeverk for analyse av makroomgivelser.....	17
3.2 Teoretisk rammeverk for analyse av bransjen	21
3.3 Bakgrunnsstoff for nøkkeltallanalyse	24
3.4 Teoretisk rammeverk for analyse av kostnadsdrivere	27
3.5 Oppsummering av teoretisk rammeverk.....	32
4 Metode	33
4.1 Forskningstilnærming	33
4.2 Forskningsdesign.....	34
4.3 Metode for datainnsamling	36
4.4 Tidsperspektiv.....	38
4.5 Studieobjekt og utvalg	38

4.6	<i>Evaluering av datamaterialet</i>	39
4.7	<i>Analyseteknikker</i>	41
5	Konkurransanalyse	43
5.1	<i>Analyse av makroomgivelsene</i>	43
5.2	<i>Analyse av bransjen</i>	53
5.3	<i>Konklusjon konkurranseanalyse</i>	62
6	Lønnsomhetsanalyse	64
6.1	<i>Sentrale poster i årsregnskapet</i>	64
6.2	<i>Nøkkeltallanalyse</i>	71
6.3	<i>Korrelasjonsanalyse av nøkkeltall</i>	78
6.4	<i>Konklusjon</i>	81
7	Lønnsomhetsfaktorer	83
7.1	<i>Skala</i>	83
7.2	<i>Teknologi</i>	87
7.3	<i>Lokalisering</i>	90
7.4	<i>Strategisk valg</i>	94
7.5	<i>Konklusjon</i>	97
8	Konklusjon	100
8.1	<i>Besvarelse av studien sin problemstilling</i>	100
8.2	<i>Forslag til videre forskning</i>	105
	Litteraturliste	106
	Appendiks	114

Figuroversikt

Figur 1: Eiendomsbransjen.....	12
Figur 2: Omgivelser til eiendomsselskap	17
Figur 3: PESTEL-rammeverket.....	18
Figur 4: Porters femkraftsmodell	21
Figur 5: Oppsummering av teoretisk rammeverk.....	32
Figur 6: Utvikling i BNP i perioden 2010-2021.....	45
Figur 7: Historisk utvikling styringsrente i perioden 2008-2022.....	47
Figur 8: Finanskostnader	68
Figur 9: Gjennomsnittlig fordeling av total kapital fra perioden 2015-2021	71
Figur 10: Utvikling i ROCE for hvert selskap gjennom perioden 2015 til 2021	72
Figur 11: Finansiell gjeldsgrad for utvalget i perioden fra 2015 til 2021	75
Figur 12: Likviditetsgrad 1	77
Figur 13: Gjennomsnittlig total kapital	84
Figur 14: Gjennomsnittlig antall kvadratmeter for hvert selskap.....	85
Figur 15: Netto yield	91

Tabelloversikt

Tabell 1: Utvikling i leieinntekter målt i mnok og areal i kvm for OLT	13
Tabell 2: Utvikling i leieinntekter målt i mnok og areal i kvm for Entra.....	14
Tabell 3: Utvikling i leieinntekter målt i mnok og areal i kvm for Ragde Eiendom.....	14
Tabell 4: Utvikling i leieinntekter målt i mnok og areal i kvm for Norwegian Property.....	15
Tabell 5: Utvikling i leieinntekter målt i mnok og areal i kvm for Eiendomsspar.....	15
Tabell 6: Oppsummering av eiendomsselskapenes strategi, segment og lokalisering.....	16
Tabell 7: Proff Forvalt klassifiseringssystem for gjeldsgrad.....	26
Tabell 8: Forskningsspørsmål	35
Tabell 9: Oppsummering av bransjeanalyse	61
Tabell 10: Common size-analyse	66
Tabell 11: Gjennomsnittlig finanskostnad	68
Tabell 12: Gjennomsnittlig fordeling av totalkapital fra perioden 2015-2021	71
Tabell 13: Gjennomsnittlig ROCE i perioden.....	72
Tabell 14: Finansiell gjeldsgrad	75
Tabell 15: Likviditetsgrad 1	77
Tabell 16: Korrelasjonsanalyse	79
Tabell 17: Gjennomsnittlig netto yield over perioden.....	91

1 Innledning

I innledningen presenterer vi bakgrunn for utredningen, samt studien sitt tema. Videre introduseres utredningen sin problemstilling og forskningsspørsmål, før vi ser nærmere på avgrensninger ved studien. Til slutt går vi igjennom utredningen sin struktur.

1.1 Bakgrunn for utredningen

Eiendomsbransjen i Norge, består av omtrent 72 000 eiendomsselskaper som legger til rette for verdiskaping gjennom eiendomsinvesteringer og forvaltning. Eiendomsselskapene er en viktig katalysator som bidrar til utvikling av næringslivet, befolkningsvekst, bolyst og konkurranse. Disse selskapene anses som viktig i Norge (Ulstein, 2022). De skaper gode og attraktive nærings- og forretningsbygg. Ikke minst bidrar selskapene til urbanisering av små og mellomstore byer og tettsteder, og således øker attraktiviteten til disse. Bransjen investerer årlig hundretalls av milliarder kroner i utvikling av norske byer og tettsteder (BDO, 2022).

Verdiskaping gjennom eiendom er en ung næring, der størstedelen av aktørene ble etablert etter 1980-tallet. Før 1980 ble eiendom hovedsakelig sett på som sidevirksomhet, eid av enkeltpersoner eller selskap. Kredittrasjonering og deregulering i kredittmarkedet ble ett vendepunkt. Bankene måtte selge store porteføljer med misligholdte eiendomsengasjementer. Dette er bakteppet for de første reindyrkede eiendomsselskapene (Eiendomsbransjen, 2022a). I de siste årene er bransjen blitt mer profesjonalisert og internasjonalisert. Dette stiller større krav til synlighet, seriøsitet og kompetanse, og der de som posisjonerer seg best i marked får best lønnsomhet (Eiendomsbransjen, 2022a).

Bransjen har de siste årene rapportert om negative markedsutsikter. Fremtidspositivismen er nedadgående. Vidar Aasbrenn, fagsjefen i Norsk Eiendom, forklarer dette med endringene i verdenssituasjon med påfølgende ringvirkninger (Norsk Eiendom, 2022). Koronapandemien reduserte tilgangen til materialer og arbeidskraft, økte fraktkostnadene og endret valutaen. Dette senket farten i utbyggingsprosjekter. Krigen i Ukraina forsterket dette ytterligere. Husholdninger og næringsliv strammet inn pengebruken, samtidig som stat og kommune ønsket å redusere aktiviteten for å redusere inflasjonen og overoppheting av økonomien. Forbrukernes adferd ble endret, noe som skapte usikkerhet hos eiendomsselskapene (Wig, 2021).

I Norge kommer 40 prosent av CO2 utslippene fra drift av bygg (Miljøfyrtårn, 2022). Dette gjør eiendomsselskapene til en sentral bidragsyter mot klimautfordringene. Det kreves gode løsninger for å oppnå nullutslipp, men tiltakene er krevende. Eiendomsselskapene har hatt lite fokus på innovasjon. I dag anses teknologi som ett nøkkelområde med stort potensial for å skape økt lønnsomhet. Digital innovasjon er kostbart, og innebærer en risiko.

Eiendomsbransjen har mange aktører og er en viktig bransje i Norge. Eiendomsselskap påvirkes av krefter i og utenfor bransjen. Endringstakten i samfunnet skjer i et stadig raskere tempo. Verdensbildet er usikkert. Statlige reguleringer med hensikt om å redusere aktivitetsnivået for å redusere inflasjon og bidra til oppheting av økonomien kan utgjøre en risiko for eiendomsselskapene og skape lønnsomhetsvariasjoner mellom dem. Vi mener det er viktig å undersøke hvordan eiendomsselskapene håndterer kreftene og hvordan lønnsomheten til eiendomsselskapene påvirkes.

Det er lite forskning som sammenligner og analyserer variasjon i lønnsomhet hos eiendomsselskap. Tidligere studier vektlegger enkeltselskap eller eiendomsbransjen som helhet. Dette gjør det interessant å se nærmere på hva som påvirker lønnsomheten og skaper lønnsomhetsvariasjoner mellom norske eiendomsselskap. Ved å studere kreftene kan en synliggjøre faktorer som kan ha betydning for videre utvikling av eiendomsselskap.

1.2 Formål og problemstilling

Ved å identifisere faktorene som påvirker selskapene kan en finne kjennetegn og sammenhenger som viser variasjoner i lønnsomhet hos eiendomsselskap. Formålet med studien er å undersøke årsaker til variasjoner i lønnsomhet mellom eiendomsselskap innen næringseiendom. Dette danner grunnlaget for følgende problemstilling:

Hva kan forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom spesielt utvalgte, store norske eiendomsselskap med fokus på næringseiendom?

For å besvare problemstillingen er det utformet tre forskningsspørsmål. Forskningsspørsmålene reflekterer strukturen på oppgaven, og er logisk oppbygd for å svare ut problemstillingen.

1. Hva kjennetegner konkurransearenaen til norske eiendomsselskap innenfor næringseiendom?
2. Hvilke regnskapsposter er sentrale for å forstå lønnsomhetsvariasjoner mellom de spesielt utvalgte eiendomsselskapene innenfor næringseiendom i Norge og hvilke lønnsomhetsvariasjoner finnes mellom dem i perioden 2015-2021?
3. Hvilke faktorer kan bidra til å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom de utvalgte selskapene i perioden 2015-2021?

Det første forskningsspørsmålet belyser eiendomsselskapenes makro- og bransjeomgivelser. Forskningsspørsmålet vil forsøke å få frem hvilke makroomgivelser som påvirker selskapene, og om disse faktorene påvirker eiendomsselskapene generelt, eller ulikt. Forskningsspørsmålet vil også se nærmere på rivaliseringen mellom selskapene. Hensikten er å få frem hvordan kreftene påvirker konkurransesituasjonen og dermed profitten til eiendomsselskapene. Dersom makroomgivelsene og attraktiviteten påvirker selskapene likt kan dette tyde på at de i liten grad påvirker lønnsomhetsvariasjonen mellom eiendomsselskapene.

I det andre forskningsspørsmålet går vi nærmere inn på regnskapsposter for å kartlegge postene som er mest sentrale for selskapenes lønnsomhet. Videre undersøker vi hvor effektivt eiendomsselskapene anvender kapital. Dette kan ha betydning for resultatet og kan utgjøre forskjellen mellom et negativt og positivt resultat. Gjennom forskningsspørsmålet vil vi sammenligne den relative lønnsomheten mellom selskaper og gjenspeile den faktiske lønnsomheten.

I det siste forskningsspørsmålet går vi nærmere inn på faktorer som påvirker kostnadene. Hensikten er å undersøke drivere for å få frem hva som påvirker kostnadene til selskapenes aktiviteter. Dette kan gi et nyansert bilde av hva som skaper lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene.

1.3 Avgrensning

Studien avgrenses utvalget til fem norske eiendomsselskap. Det finnes rundt 72 000 eiendomsselskap i Norge med formål om å drive utleie til en tredjepart basert på NACE-koder hos Proff Forvalt. Utviklingen i samfunnet skjer i ett akselererende tempo, samtidig skaper en usikker verdenssituasjon utfordringer for mange eiendomsselskap. For å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom eiendomsselskap vil det være behov for å gå i dybden. Vi har derfor valgt å avgrense studien til fem store norske eiendomsselskap innenfor næringseiendom, målt etter leieinntekter. Disse selskapene er Olav Thon Eiendomsselskap ASA, Entra ASA, Ragde Eiendom AS, Norwegian Property AS og Eiendomsspar ASA. Dette er selskap som utvikler, eier og forvalter eiendom. Eiendommene leies ut til tredjepart, som har til formål å benytte eiendommen til næringsvirksomhet. Hensikten med å studere store selskap er at disse har klart å gjøre seg relevant og attraktiv i en stor bransje.

1.4 Utredningens struktur

Opgaven består av 8 kapitler som til sammen svarer ut forskningsspørsmålene. Kapittel 2 beskriver eiendomsbransjen og eiendomsselskapene som danner grunnlaget for studien. Det teoretiske rammeverket for analysene presenteres i kapittel 3. I kapittel 4 gjør vi rede for de metodiske valgene for å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom eiendomsselskapene i perioden 2015-2021. I kapittel 5 analyserer vi selskapenes makro- og bransjeomgivelser for å kartlegge konkurransearenaen. Deretter går vi, i kapittel 6, inn på sentrale regnskapsposter i årsregnskapene samt hvilke lønnsomhetsvariasjoner som finnes mellom selskapene i perioden. I kapittel 7 belyses faktorer som forklarer lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene i utvalget. Avslutningsvis vil vi i kapittel 8 oppsummere de mest sentrale funnene i studien og forslag til videre forskning.

2 Presentasjon av bransjen og utvalget

I dette kapitlet presenterer vi først eiendomsbransjen. Deretter går vi nærmere inn på, og beskriver eiendomsselskapene som representerer utvalget i utredningen.

2.1 Presentasjon av bransjen

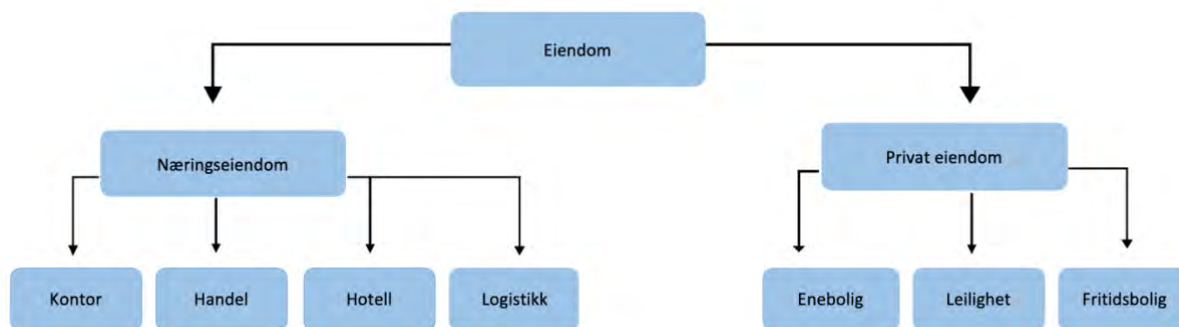
Dette delkapitlet presenterer den norske eiendomsbransjen. Først ser vi på eiendomsbransjens historie, før vi presenterer eiendomsbransjens definisjon, oppbygning og kjennetegn.

Eiendomsbransjen tilrettelegger for bolig- og forretningsbygg som muliggjør befolkningsvekst og etablering av nytt næringsliv. Dette bidrar til verdiskapning i norsk økonomi og knyttes ofte til områder som infrastruktur, miljø og vekst i ulike regioner.

Tidligere bygget og eide næringsdrivende egne lokaler. I dag er det vanlig at næringsdrivende leier lokaler av eiendomsselskap. Dette er selskaper som har spesialisert seg på utvikling, forvaltning og utleie av eiendom. Et eiendomsselskap defineres som en virksomhet som investerer i, og forvalter eiendom for langsiktig utleie. Investeringen kan være kjøp eller utvikling av næringseiendom eller boliger (Eiendomsbransjen, 2022b). Det skilles mellom to undergrupper av eiendom, næringseiendom og privat eiendom.

Næringseiendom defineres som en *«fellesbetegnelse på kommersiell eiendom for utleie til næringsdrivende, f.eks. handelsbygg, kontorbygg, logistikk- og lagerbygg, kjøpesentre, hoteller m.m.»* (Eiendomsbransjen, 2022c). Dette er eiendom som utvikles og besittes for utleie til andre selskap som driver næringsvirksomhet. Eiendommen kan også benyttes av eiendomsselskapet til egen næringsvirksomhet (Skatteetaten, 2022). Næringseiendom deles gjerne inn i hovedkategoriene, kontor, hotell, handel og logistikk (Thomson, 2007). Handelssegmentet kan deles inn i kjøpesentre og butikklokaler, mens logistikk deles inn i lager, parkeringsplasser og industrieiendom. Bransjen for næringseiendom har langsiktige kontrakter og høye transaksjonskostnader. Den er også kapitalintensiv. Dette betyr at realkapitalbeholdningen er høy i forhold til beholdningen av arbeidskraft (Nærings- og fiskeridepartementet, 1998).

Med privat eiendom menes selskaper som driver utleie av bolig- og fritidseiendom til personer med private formål, eksempelvis eneboliger, fritidsboliger eller leiligheter. Det finnes knapt store profesjonelle boligutleiende i Norge, ettersom skattesystemet gjør det mer attraktivt å investere i næringseiendom (Dreyer, 2016).



Figur 1: Eiendomsbransjen

Eiendomsverdien påvirkes av flere forhold. Verdien kan endres av makroøkonomiske forhold. Tilbud og etterspørsel, samt samfunnets økonomiske aktivitetsnivå vil påvirke eiendommens verdi (Dahl & Boye, 1997). En del av eiendomsselskapenes inntekt kommer fra eiendommens verdiøkning (Tollefsen, 2009). Verdiskapningen kan også skje ved at et eiendomsselskap starter et nybyggings- eller ombyggingsprosjekt som gir verdiøkning på bygget som er større en utviklingens kostnad. Byggets eiere, samt hvordan eiendommen forvaltes og utvikles, kan også påvirke lønnsomhetspotensialet. Andre faktorer som kompetanse og kultur rundt utleie, drift, vedlikehold, utvikling, prosjektgjennomføring, kapitalallokering, transaksjoner og finansiering kan skille verdiskapning og avkastning i selskap. For bransjen utgjør finanskostnader, drifts- og vedlikeholdskostnader store utgiftsposter i selskapene. Sammen danner dette grunnlaget for lønnsomhetskapring i bransjen.

Flesteparten av eiendomsselskap, har til formål å oppnå maksimal lønnsomhet. For å klare dette må selskapet optimalisere forholdet mellom utleiepris og utleiegrad, samtidig som finans- og driftskostnader holdes minimale. Hvordan selskapet velger å posisjonere seg til disse faktorene, avhenger av selskapets strategi. For å skape maksimal lønnsomhet har selskapene ulike strategier tilknyttet eksempelvis eiendomsutvikling, lokasjon, risikoprofil, forventet fremtidig rente- og byggekostnad, forvaltning, bærekraft og eiendomsportefølje. Eksempelvis vil et kontorlokale av høy kvalitet kunne medføre høyere bygge- og driftskostnader enn et kontorlokale av lavere kvalitet, men til gjengjeld gi høyere leieinntekt. Driftskostnadene kan derfor ha sammenheng med lokalets kvalitet. Selskapets overordnede strategi kan tilrettelegge for profitt, og være avgjørende for å forstå lønnsomhetsforskjeller mellom selskapene (Thomson, 2007).

2.2 Utvalget

Selskapene i utvalget benyttes som det empiriske grunnlaget for studien. Nedenfor gir vi en kort beskrivelse av de fem eiendomsselskapene i utvalget, så som selskapenes oppstartsår, segment og utvikling i omsetning. Alle selskapene har sin kjernevirksomhet innenfor næringsseiendom.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA

Olav Thon Eiendomsselskap (OLT) inngår i Olav Thon Gruppen og eies av Olav Thon Stiftelsen. OLT ble etablert i 1982 og børsnotert på Oslo Børs ett år senere. Siden selskapet ble stiftet har det vokst betydelig. Årlige leieinntekter har økt fra 27 millioner kroner i 1982 til 3 270 millioner ved inngangen til 2022. Børsverdien har vokst betydelig, og var på 200 millioner ved oppstart til 20,3 milliarder i 2022. Satsingsområde har fra starten av 90-tallet vært kjøpesentereieendom. I dag er OLT Norges største kjøpesenteraktør. OLT opererer hovedsakelig innenfor handel (77 prosent), i tillegg til kontor- og logistikksegmentet. Hovedstrategien er å erverve, utvikle og forvalte fast eiendom. Selskapet sin eiendomsportefølje er fordelt utover hele landet (Olav Thon Eiendomsselskap, 2021b).

Tabellen under viser leieinntekter målt i millioner kroner og forvaltningsareal målt i kvadratmeter gjennom undersøkelsesperioden 2015-2021. OLT er Norges største eiendomsselskap målt etter leieinntekter og har i løpet av perioden økt leieinntektene med 31 prosent og arealet som selskapet forvalter har økt med omtrent 30 prosent.

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Leieinntekter	2 274	2 579	2 770	2 828	2 984	2 962	2 990
Areal i kvadratmeter	1 285 450	1 463 275	1 469 956	1 561 954	1 553 408	1 676 057	1 674 501

Tabell 1: Utvikling i leieinntekter målt i mnok og areal i kvm for OLT

Entra

Entra er et norsk eiendomsselskap med fokus på utvikling, utleie og forvaltning av eiendom (Entra, 2022b). Selskapet var en del av Statsbygg. I 2000 vedtok Stortinget at kontorbyggvirksomheten skulle skilles ut i et eget selskap. Selskapet fikk navnet Entra med staten ved Nærings- og fiskeridepartementet som eier (Kommunal- og moderniseringsdepartementet, 2005). Formålet med Entra er primært å dekke staten sitt behov for kontorlokaler. I 2011 ble Entra børsnotert, samtidig reduserte staten eierandelen fra 100 prosent til 49,6 prosent (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014). I 2020 offentliggjorde

Nærings- og fiskeridepartementet at de hadde solgt seg ut av Entra (Nærings- og fiskeridepartementet, 2020). Fra selskapet ble børsnotert i 2014 har de levert en årlig aksjonæravkastning på 21 prosent. Entra opererer kun innenfor kontorsegmentet og har sine strategiske satsingsområder i Oslo og omegn, Bergen, Stavanger og Trondheim (Entra, 2020).

Tabellen under viser utviklingen til Entra i perioden 2015–2021. Leieinntektene har i perioden økt med 43 prosent og forvaltningsarealet har økt med over 18 prosent.

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Leieinntekter	1 760	1 899	2 075	2 243	2 338	2 353	2 508
Areal i kvadratmeter	1 230 000	1 274 715	1 274 356	1 298 982	1 327 787	1 344 677	1 457 454

Tabell 2: Utvikling i leieinntekter målt i mnok og areal i kvm for Entra

Ragde Eiendom

Ragde Eiendom er et norsk eiendomsselskap som ble opprettet av Edgar Haugen i 1995. Selskapet har en diversifisert eiendomsportefølje bestående av kontor, handelsbygg, logistikk, hoteller og lager. Forretningsområdet er investering i fast eiendom gjennom utvikling, utleie og drift. Selskapet sin investeringsstrategi innebærer kjøp av de fleste typer eiendom, både med en kort og lang horisont. Strategien har ingen geografiske begrensninger og tillater derfor ervervelse av eiendom på ulike lokasjoner gitt at de forstår det lokale markedet (Ragde Eiendom, 2021). Selskapet har eiendommer i Oslo, Viken, Buskerud, Rogaland, Vestland, Møre og Romsdal, Vestfold og Telemark (Ragde Eiendom, 2022).

Tabellen nedenfor viser stor vekst i leieinntekter og forvaltningsareal i perioden 2015–2021. Leieinntektene til Ragde Eiendom har økt med 234 prosent og forvaltningsarealet har økt med 188 prosent.

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Leieinntekter	462	554	798	1 001	1 264	1 357	1 542
Areal i kvadratmeter	600 000	609 000	817 000	1 130 000	1 550 000	1 870 000	1 730 000

Tabell 3: Utvikling i leieinntekter målt i mnok og areal i kvm for Ragde Eiendom

Norwegian Property

Norwegian Property er et norsk eiendomsselskap som ble etablert i 2006 med formål å eie, utvikle og forvalte eiendom i Osloområdet, herunder Aker Brygg, Nydalen, Oslo sentrum, Fornebu og Hasle, i tillegg til ett bygg i Stavanger. Selskapet fokuserer på attraktive eiendommer med sentral beliggenhet, samt områder i vekst. Eiendomsporteføljen består

primært av kontorlokaler, men inneholder også handels- og logistikkbygg. Norwegian Property var frem til august 2021 børsnotert på Oslo Børs. Selskapet eies i dag av John Fredriksen sitt investeringselskap Geveran Trading (Bøhren, 2021).

Tabellen under viser at leieinntektene har økt med 7 prosent fra 2015 til 2021. Samtidig har areal i kvadratmeter økt med 7 prosent.

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Leieinntekter	858	901	784	799	735	709	920
Areal i kvadratmeter	505 350	497 000	488 500	532 700	553 900	517 600	538 500

Tabell 4: Utvikling i leieinntekter målt i mnok og areal i kvm for Norwegian Property

Eiendomsspar

Eiendomsspar er et norsk eiendomsselskap som ble etablert i 1982 med formål om å eie, utvikle og forvalte næringseiendom. Selskapet ble til ved at Sparebanken Oslo og Akershus skilte ut syv kontor- og butikkeiendommer i et eget selskap. To år senere får selskapet sin egen administrasjon med Christian Ringnes som administrerende direktør. Selskapet driver hovedsakelig med utleie, men kjøper og selger eiendom dersom de ser muligheter i markedet. Selskapet har fokus på kontor- og handelssegmentet, men opererer også innenfor hotell- og logistikksegmentet. Eiendomsporteføljen består i hovedsak av eiendom i Oslo-regionen, i tillegg til enkelte eiendommer i Tromsø, Nord-Europa og Skandinavia (Eiendomsspar, 2020).

Tabellen under viser svak positiv utvikling i leieinntekter med 1,7 prosent i perioden 2015–2021. I tillegg har selskapet økt forvaltningsarealet med 1,4 prosent.

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Leieinntekter	704	675	740	770	825	701	716
Areal i kvadratmeter	498 183	431 556	431 812	384 924	322 000	497 200	505 000

Tabell 5: Utvikling i leieinntekter målt i mnok og areal i kvm for Eiendomsspar

Tabellen nedenfor oppsummerer strategi, segment og lokalisering for selskapene i utvalget.

	OLT	Entra	Ragde Eiendom	Norwegian Property	Eiendomsspar
Strategi	Erverve, utvikle og forvalte fast eiendom.	Utvikle, leie ut og forvalte attraktive og miljøledende lokaler.	Erverve, utvikle og eie kommersiell eiendom (uten geografisk begrensning).	Forvalte, utvikle og investere i sentralt beliggende eiendommer, og vekstområder.	Eie, utvikle og forvalte sentrale eiendommer av høy kvalitet.
Segment	Handel (77 %) Kontor (11%) Logistikk (12%)	Kontor (100%)	Kontor Handel Hotell Logistikk	kontor (76%) Handel (18%) Logistikk (6%)	Kontor (36%) Handel (24%) Hotell (16%) Logistikk (24%)
Lokalisering	Oslo Bergen Ålesund Kristiansand Stavanger Byene over er de viktigste områdene, men selskapet har eiendommer i hele Norge.	Oslo Bergen Stavanger Trondheim	Oslo Viken Buskerud Rogaland Vestland Møre og Romsdal Vestfold Telemark Belgia Nederland Sverige Danmark Finland	Oslo Stavanger (1 bygg) Satsingsområde Oslo: Aker Brygge Nydalen Oslo sentrum Fornebu Hasle	Oslo Enkelte eiendommer i: Tromsø Skandinavia Nord-Europa

Tabell 6: Oppsummering av eiendomsselskapenes strategi, segment og lokalisering

3 Teoretisk rammeverk

I dette kapitlet presenteres det teoretiske rammeverket som danner grunnlaget for å analysere lønnsomhetsvariasjoner i studien. Omgivelsene påvirker selskapene i ulik grad og på ulik måte, og kan synliggjøres gjennom ulike lag.



Figur 2: Omgivelser til eiendomsselskap

Vi vil gjennom PESTEL-rammeverket belyse hvordan makroomgivelsene til bransjen kan påvirke lønnsomheten til eiendomsselskapene. Deretter benytter vi Porters femfaktormodell for å synliggjøre konkurransekraftene og attraktiviteten i bransjen, noe som kan bidra til å vurdere lønnsomhetspotensialet for eiendomsselskapene. Videre presenteres nøkkeltallene ROCE, soliditet og likviditet. Nøkkeltallene vil benyttes i lønnsomhetsanalysen for å undersøke lønnsomhetsvariasjoner mellom eiendomsselskapene. Til slutt ser vi på kostnadsdriverteori, som benyttes til å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene. Teorien benyttes som strukturerende redskap i analysen.

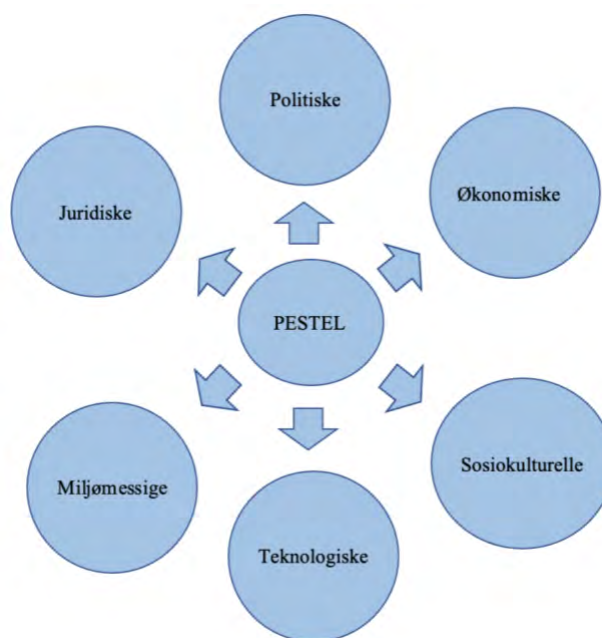
3.1 Teoretisk rammeverk for analyse av makroomgivelser

Makroomgivelser består av eksterne faktorer som påvirker bransjen og konkurranseforholdene til bedrifter. I et strategisk perspektiv er det hensiktsmessig å kjenne til hvilke forhold i markedet som kan påvirke i dag eller i fremtiden.

3.1.1 PESTEL-rammeverket

PESTEL-rammeverket benyttes for å analysere bransjens makroomgivelser. Verktøyet kartlegger eksterne drivkrefter som kan påvirke bransjen som et selskap operer i, herunder politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer (Johnson et al., 2005). Endring i makroomgivelser vil direkte virke inn på bransjen, og omfatter forhold som er viktig i dag eller i fremtiden. Dette vil gi et bilde av hvilke makroomgivelser som påvirker bransjens posisjon og vekst.

Vi benytter PESTEL-rammeverket for kartleggelse og analyse av eiendomsbransjen sine makroomgivelser, og hvordan disse påvirker. Slik kan vi avdekke hvilke faktorer som virker inn på bransjen, og hvordan bransjen påvirkes av disse.



Figur 3: PESTEL-rammeverket

Politiske faktorer

Den politiske situasjonen i Norge vil være sentral, da den påvirker bransjen direkte. Det kan være gjennom styreform eller grad av politisk stabilitet. Politiske forhold som styresett og reguleringer fra myndighetene kan påvirke hvilke retningslinjer bransjen må forholde seg til (Johnson et al., 2005). Reguleringer som følge av nasjonale og globale forhold, så som avtaler, lover og forskrifter kan påvirke positivt eller negativt og slik endre konkurransesituasjon i bransjen. Dette kan være krav til klimautslipp og skatt på leieinntekter. For eiendomsselskapene kan dette påvirke lønnsomheten i ulik grad.

Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer kan ifølge Johnson et al. (2005) beskrive hvorfor en bransje gjør det bra eller dårlig, men disse faktorene forteller ikke noe om hvorfor det foreligger variasjoner. Makroøkonomiske faktorer som inflasjonsnivå, rentenivå, valutakurser og konjunkturer kan påvirke lønnsomheten i en bransje direkte eller indirekte. Eiendomsselskaper har som følge av den urolige verdensituasjonen med koronapandemien og krigen i Ukraina blitt direkte berørt av dette. Pengepolitikken som anvendes og den økonomiske utviklingen vil derfor være viktige økonomiske faktorer som kan ha ulik innvirkning på eiendomsselskapene.

Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle forhold viser til betydningen av «myke» faktorer for næringsutvikling (Isaksen, 2021). Demografiske forhold som en aldersfordeling og utdanningsnivå er ifølge Johnson et al. (2005) faktorer som kan påvirke en bransje. Hill og Jones (2004) mener en endring i faktorene kan skape implikasjoner for en bransje. Det kan påvirke konsumentene sine behov og sammensetning. Å se nærmere på de sosiokulturelle faktorene kan for eiendomsselskapene gi større innsikt i kjøpemønster og underliggende drivere hos konsumentene. I tillegg kan flere ikke-målbare forhold som livsstil, arbeidsholdning og verdier og normer være relevant. Forholdene kan påvirke behov i markeder. Å se nærmere på endring i adferd og kultur kan gi innsikt i endringer i markedet. Endret etterspørsel, eksempelvis etter nye former for kontorlokaler og endret reisemønster kan gi behov for nye tilbud fra selskapene. Eiendomsselskaperens mulighet til å tilpasse seg markedet kan således påvirke lønnsomheten hos selskapene.

Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer handler om hvordan nyskapende teknologi kan påvirke og bidra til endring i omgivelsene. De teknologiske forholdene kan ha stor betydning for lønnsomheten til et eiendomsselskap da det kan være en viktig driver for konkurransesituasjonen i eiendomsbransjen. Eiendomsselskap kan bli påvirket av ny teknologi ved at de må endre den daglige driften, eksempelvis markedsføring eller produksjon. Eiendomsselskap som benytter teknologi til å automatisere repetitive arbeidsoppgaver, forbedre datasikkerhet, redusere kostnader og effektivisere energiforbruket, kan få økt markedsmakt (Gandhi et al., 2016).

Selskaper som ikke mestrer teknologisk innovasjon kan oppleve vanskeligheter med å holde følge med konkurrentene sine (Johnson et al., 2005). Hvordan selskapene håndterer og tilpasser

seg den teknologiske utviklingen kan øke eller redusere markedsmakten hos selskapene, noe som direkte vil påvirke lønnsomheten.

Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer ser på hvilken effekt klima og miljø har på en bransje. I tillegg tar faktoren for seg det politiske aspektet rundt klimapolitikk. Klimapolitikk dreier seg om hvilken oppfatning myndigheter har rundt bransjen sin påvirkning på klima. Dette vil igjen påvirke hvilke restriksjoner bransjen må forholde seg til (Johnson et al., 2005). Miljømessige faktorer kan endre fokuset på bærekraft. Dette kan skape nye reguleringer eller kundebehov som eiendomsselskapene må ivareta. For eiendomsselskapene kan dette være krav og restriksjoner som påvirker lønnsomheten.

Juridiske faktorer

Juridiske faktorer handler om regler og lover bedrifter må forholde seg til. Dette er både generelle og bransjespesifikke regler. Det kan være konkurranselovgivning, beskyttelse av opphavsrett, patenter m.m. Selskapene må tilpasse seg endringer i regelverk, eksempelvis byggetillatelse og plankrav, noe som kan endre konkurransesituasjonen positivt eller negativt. De juridiske faktorene kan således endre lønnsomheten hos selskapene, eksempelvis ved å redusere handlingsrommet. Regler om planprosesser, krav til kontorlokaler og kunder sine rettigheter kan være eksempel på dette. Det juridiske rammeverket vil også ha en beskyttende effekt, eksempelvis ved uenigheter mellom bedrift og eier (Johnson et al., 2005).

Rammeverkets begrensninger

PESTEL er egnet til å få en oversikt over makroomgivelser som påvirker eiendomsselskapene, men rammeverket har svakheter. Analysen krever store mengder data og kan være et tid- og ressurskrevende verktøy. Makroomgivelsene vil stadig være i endring. Noen faktorer vil til enkelte tider, være mer relevant enn andre. Endring i en faktor kan således ha liten innvirkning på bransjen. Faktorene analyserer bransjens makroomgivelser på kort sikt. Å vektlegge PESTEL i for stor grad kan derfor skape utfordringer for ett selskap. Eksempelvis kan det være utfordrende ved utarbeidelse av langsiktige strategier hos selskapene. En annen svakhet er at PESTEL ser på hvilke makroomgivelser som påvirker en bransje, men sier ingenting om hvordan bransjen skal forholde seg til disse omgivelsene (Johnson et al., 2005). PESTEL-rammeverket kan derfor brukes til å gi innsikt, men ikke som en helhetlig analyse for å analysere makroomgivelsene som påvirker lønnsomheten hos eiendomsselskap.

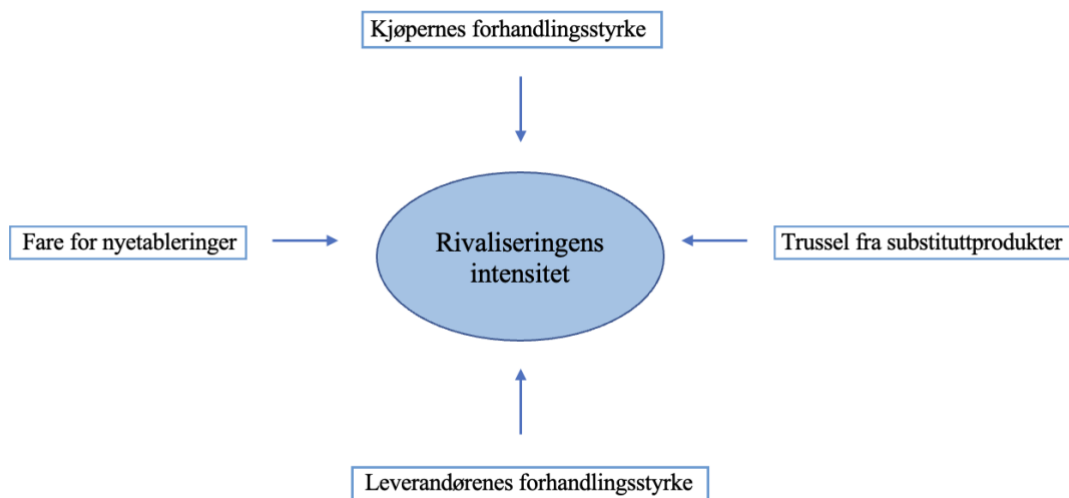
3.2 Teoretisk rammeverk for analyse av bransjen

Gjennom å forstå selskapenes bransje, kan man forstå hvilke krefter som påvirker selskapene og hvilke strategier selskapene benytter for å håndtere disse. En bransjeanalyse vil gi innsikt i hvor mye av verdien i bransjen som blir skapt og kapret av selskapene. Dette kan gi en forståelse av hva som skaper lønnsomhetsforskjeller mellom selskap, og belyser faktorer som kjennetegner konkurransearenaen (Porter, 1980).

3.2.1 Porters femkraftsmodell

Porter identifiserer bransjens attraktivitet gjennom fem konkurransekrefter; rivalisering i industrien, trusler fra inntrengere, trusler fra substitutter, kjøpers forhandlingsmakt og leverandørens forhandlingsmakt. En bedrift som scorer høyt på de fem kreftene, er i en lite attraktiv posisjon (Porter, 1980). En høy score viser et marked med stor konkurranse. Lav score øker attraktiviteten for å etablere seg, som følge av at konkurransen er lavere. Ifølge Porter avhenger konkurranseintensiteten av de fem grunnleggende kreftene som sammen skaper utgangspunktet for profitt.

Styrken på konkurransekreftene belyser konkurranseintensiteten og således potensialet for lønnsomhet. Modellen viser hvordan konkurransesituasjonen påvirkes av rivaliseringen i markedet, som igjen kan påvirke lønnsomhetspotensialet i bransjen (Grundy, 2006). Porters femkraftsmodell benyttes til å kartlegge styrken på konkurransekreftene i eiendomsbransjen og undersøke hvordan disse påvirker eiendomsselskapene.



Figur 4: Porters femkraftsmodell

Kjøpernes forhandlingsstyrke

Kjøpermakt handler om individuelle kunders evne til å forhandle på utsalgsprisen slik at det går utover selgerens profitt (Besanko et al., 2013). Ved å sette bedriftene opp mot hverandre eller kreve bedre kvalitet fra produktene eller tjenestene, kan kjøperne utøve forhandlingsstyrke (Porter, 1980). Forhandlingsstyrken avhenger av tilbud og etterspørsel (Besanko et al., 2013). Dersom tilbudet er stort og etterspørselen lav, vil kjøperen ha høy forhandlingsstyrke. Antall produsenter og kunder, samt størrelsen på disse, vil være markedsforhold som kan påvirke partenes forhandlingsstyrke (Porter, 1980).

Fare for nyetableringer

Konkurransen mellom selskapene i bransjen påvirker nye selskapers mulighet til å etablere seg i markedet. Nye selskaper må over flere barrierer enn allerede etablerte selskaper. Nyetableringer kan påvirke etablerte aktørers profitt ved å redusere markedskonsentrasjonen, og øke intern rivalisering mellom selskapene. Når nye selskaper etablerer seg i markedet, blir det større kamp om markedsandeler, noe som øker sannsynligheten for konkurranse på prisdimensjoner og dermed redusert inntekt (Porter, 1980). Risikoen for nyetableringer kan knyttes til inngangsbarrierene og hvor høye disse er. Dette er fordelene de etablerte selskapene har mot de nyetablerte selskapene. Porter nevner syv årsaker som gir høyere inngangsbarrierer: Stordriftsfordeler, differensiering, byttekostnader, kapitalbehov, distribusjonskanaler, kostnadsfordel og statlige reguleringer. Store eiendomsselskap vil her ha bedre innkjøpsbetingelser og flere stordriftsfordeler, noe som gjør det mer utfordrende for nye selskap å etablere seg. Hvis inngangsbarrierene er lave og de etablerte selskapene i liten grad responderer på inntrengeren er etableringshindringen lav, dette gir høy sannsynlighet for at nye selskap vil etablere seg (Porter, 1980). Høye inngangsbarrierer og sterk respons fra etablerte selskap vil redusere attraktiviteten for nyetableringer.

Rivaliseringens intensitet

Rivaliseringens intensitet er i sentrum av rammeverket ettersom den påvirkes av endring i de øvrige konkurransekraftene. Ved å se på rivaliseringen i bransjen kan vi få et bilde av konkurransen mellom selskapene i bransjen. Rivalisering mellom aktørene kommer som følge av at en eller flere aktører føler seg truet eller ser en mulighet til å kapre en bedre posisjon i markedet. Flere aktører gir større konkurranse. Ved høy rivalisering internt mellom selskapene vil lønnsomheten i bransjen være lav. Rivaliseringen oppstår når selskaper føler seg presset, eller bemerker seg en mulighet til å forbedre markedsposisjonen sin. Graden av intensitet avhenger av press fra eiendomsselskaper og begrenser lønnsomhetspotensialet. I konkurransen

om markedsposisjon, benytter aktørene seg av ulike strategier for å nå målet, som prisstrategi, markedsføring, introduksjon av nye produkter, service og garantier (Porter, 1980). Diversifisering mellom eiendomsselskapene kan være en faktor som påvirker lønnsomheten.

Trussel fra substituttprodukter

Substitutter påvirker etterspørselen ved å ta markedsandeler og øke rivaliteten mellom aktørene (Besanko et al., 2013). Substitutter er produkter som kan bli benyttet til det samme formålet og dermed erstatte produktet i den aktuelle bransjen. Eksempelvis kan en blyant være et substitutt til en penn. Porter viser spesielt til to typer substitutter. Det ene typen er substitutter som forbedrer forholdet mellom pris og ytelse. Dette er produkter eller tjenester som kan utøve den samme tjenesten som produktene i bransjen, til en pris som ikke bare rettferdiggjør reduksjon i ytelsen, men som forbedrer forholdet mellom pris og ytelse, og dermed tjenestens kvalitet. Substitutter som produseres i bransjer med høye marginer er den andre typen substitutt. Dersom substituttets kvalitet overgår kvaliteten andre aktører tilbyr, skaper dette økt konkurranse i bransjen, ettersom andre aktører i industrien må forbedre sitt produkt eller redusere pris (Porter, 1980). Dersom et høyt antall substitutter er tilgjengelig for kunden, øker trusselen for eiendomsselskapene, og lønnsomheten kan reduseres som følge av redusert etterspørsel.

Leverandørenes forhandlingsstyrke

Dersom leverandørene kan forhandle priser slik at den aktuelle industrien påvirkes negativt, har leverandørene forhandlingsstyrke (Besanko et al., 2013). Leverandører leverer selskapene det de behøver for å produsere produktene og tjenestene. Leverandørene kan utøve forhandlingsstyrke dersom de er konsentrert i markedet eller når kunden er bundet til leverandøren som følge av investeringer, kontrakter eller annet. At leverandørene er konsentrert i eiendomsmarkedet, vil bety at noen få leverandører dominerer markedet. Andre faktorer som kan ha innvirkning på leverandørens forhandlingsstyrke er kundens byttekostnader og varens viktighet for driften. En uforutsigbar global situasjon kan gi leverandørene større forhandlingsmakt.

Rammeverkets begrensninger

Til tross for fremkraftsmodellens annerkjennelse som bransjeanalyseverktøy, har den mottatt kritikk fra flere hold. Besanko et al. (2013) mener myndighetene bør vurderes som en del av de ulike kreftene, eller som en egen kraft, da de kan påvirke profitabilitet.

Nalebuff og Brandenburger (1996) mener Porter overser faktorer som interaksjon og samarbeid mellom selskapene. Samarbeid mellom konkurrenter, leverandører og kunder i bransjen kan bidra til økt kvalitet på produktene og tjenestene, samt lavere kostnader (Besanko et al., 2013).

Porters modell har fått kritikk i nyere tid som følge av samfunnsendringer. Johnson et al. (2014) mener modellen er statisk og ikke tar hensyn til dynamiske og fleksible bransjer. Videre identifiserte Downes og Mui (1998) tre krefter: digitalisering, deregulering og globalisering, som ikke tas hensyn til i femkraftsmodellen. Dette underbygger at modellen forutsetter et statisk og forenklet marked. Den kan derfor ikke ta hensyn til konkurransekrefter som i mange bransjer er helt essensielle.

3.3 Bakgrunnsstoff for nøkkeltallanalyse

Ved å belyse makro- og bransjeforhold opparbeider vi en forståelse for hvilke ytre forhold som påvirker lønnsomheten. Videre ønsker vi en forståelse av selskapsspesifikke forhold som kan forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom de utvalgte eiendomsselskapene og det utføres en nøkkeltallanalyse. Den vil synliggjøre lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene i perioden 2015-2021. Nedenfor går vi nærmere inn på begrepene ROCE, soliditet og likviditet.

3.3.1 ROCE

I følge Penman (2010) består en lønnsomhetsanalyse av å finne driverne til avkastning på egenkapital for at man skal kunne fastslå hvor lønnsomt et selskap er. For å finne driverne splittes avkastningen på egenkapitalen.

ROCE måler hvor effektivt et selskap klarer å anvende kapital, og omtales som avkastning på sysselsatt kapital. Et selskaps kapitalallokering kan ha betydning for resultatet og kan utgjøre forskjellen mellom et negativt og positivt resultat. I en kapitalintensiv bransje som eiendomsbransjen vil ROCE være velegnet for å sammenligne den relative lønnsomheten mellom selskaper og gjenspeile den faktiske lønnsomheten til selskapene i utvalget (Penman, 2010).

Dersom et eiendomsselskap klarer å anvende ressursene sine på en effektiv måte kan det resultere i en høy avkastning på sysselsatt kapital. Effektiv benyttelse av eksempelvis menneskelige og økonomiske ressurser kan redusere kostnadene. Dersom avkastningen på

sysselsatt kapital er lav, kan det indikere at selskapet anvender ressursene sine mindre effektivt (Penman, 2010).

Basert på Penman (2010) beregner vi ROCE ved bruk av følgende formel:

$$ROCE = RNOA + [FLEV \times (RNOA - NBC)]$$

Ved å bruke formelen ovenfor splittes avkastningen på egenkapitalen for å identifisere lønnsomheten som et selskap sine driftsrelaterte- og finansielle aktiviteter er med på å skape. Formelen identifiserer de tre driverne RNOA, FLEV og SPREAD.

Return on net operating asset (RNOA) er avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler og sier hvor stor del av avkastningen til et selskap som genereres fra driftsrelaterte aktiviteter. RNOA beregnes ved å dividere driftsresultat etter skatt med netto driftsrelaterte eiendeler (Penman, 2010).

Den neste driveren er financial leverage (FLEV). Den viser hvor stor del av de driftsrelaterte eiendelene som er finansiert via fremmedkapital og ikke egenkapital. FLEV beregnes ved å dividere selskapet sin netto finansielle gjeld med egenkapitalen. Når et selskap har finansielle forpliktelser kan egenkapitalen få større avkastning enn avkastningen på de netto driftsrelaterte eiendelene. Det forutsetter at avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler utgjør mer enn selskapet sine netto lånekostnader. Net borrowing cost (NBC) er et selskap sine netto lånekostnader. Disse finner vi ved å dividere netto finansielle kostnader med netto finansiell gjeld. Forskjellen mellom netto driftsrelaterte eiendeler (RNOA) og netto lånekostnader (NBC) kalles SPREAD og er den siste driveren. Denne driveren viser hvordan gjelden påvirker egenkapitalen til selskapet. Hvis SPREAD er negativ så senker den avkastningen på egenkapitalen, noe som vil si at gjelden til selskapet er ugunstig (Penman, 2010).

3.3.2 Soliditet

Soliditet tydeliggjør hvilken grad selskapet har finansiert sine eiendeler med gjeld (Syarifah, 2021). Ayoush et al., (2021) påpeker at det ikke finnes en statistisk signifikant effekt mellom profitabilitet og soliditet. Likevel betraktes soliditetsnivået som viktig dersom et selskap skal opprettholde gode finansielle prestasjoner, oppnå avkastning på eiendeler eller for aksjonærer.

Et eiendomsselskaps soliditet kan undersøkes ved å se på den finansielle gjeldsgraden. Finansiell gjeldsgrad viser hvor stor andel gjeld et selskap har i forhold til egenkapital. Gjeldsgraden gir en indikasjon på hvor solid selskapet er (Bisnode, 2022). Dersom selskapets gjeldsgrad er 1, betyr dette at selskapet har like mye gjeld som egenkapital. Ifølge Sættem (2014) blir en gjeldsgrad under 2 sett på som god. Gjeldsgraden viser hvor godt rustet eiendomsselskapet er til å håndtere tap før det påvirker långiverne. I studiet benyttes følgende formel for å beregne den finansielle gjeldsgraden til eiendomsselskapene:

$$\text{Finansiell gjeldsgrad} = \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Proff Forvalt (2022) har utarbeidet et klassifiseringssystem for gjeldsgrad. Klassifiseringssystemet benyttes til å vurdere eiendomsselskapets gjeldsgrad og blir fremstilt i tabellen under:

Gjeldsgrad	Klassifisering
< 1	Meget god
2-1	God
7 – 3	Tilfredsstillende
20 – 8	Svak
> 20	Ikke tilfredsstillende

Tabell 7: Proff Forvalt (2022) klassifiseringssystem for gjeldsgrad

3.3.3 Likviditet

Likviditet viser selskapets evne til å innfri sine betalingsforpliktelser (Hussain, 2022). Ayoush et al. (2021) finner ingen statistisk signifikant effekt mellom profitabilitet og likviditet, men påpeker at bedrifter bør opprettholde et akseptabelt nivå på likviditeten. Slik kan eiendomsselskapene legge til rette for at driften ikke trues av betalingsforpliktelser, og samtidig opprettholde et akseptabelt profittnivå. Likviditet er viktig for å optimalisere utnyttelsen av omløpsmidlene for å maksimere profitten. Likviditetsgrad 1 kan vise forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktige gjeld.

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

Ved benyttelse av likviditetsgrad 1 anses en score over 2 som tilfredsstillende (Visma, 2022b). Dess høyere scoren er, dess større er sannsynligheten for at selskapet vil evne å betale sine fremtidige betalingsforpliktelser. En høy score forteller at selskapet har store likvide midler, mens en lav score forteller oss at selskapet har lite likvide midler.

Forholdstallet 2, med formål å måle selskapets likviditet, må likevel benyttes med varsomhet ettersom det vil være variasjoner fra bransje til bransje angående hva som er en forsvarlig likviditetsgrad. Å finne et forholdstall som gir et godt bilde av hva som er et tilfredsstillende likviditetsnivå, på tvers av bransjer, kan derfor være utfordrende.

3.4 Teoretisk rammeverk for analyse av kostnadsdrivere

I dette delkapittelet ser vi nærmere på teoretiske rammeverk som kan bidra til å identifisere relevante kostnadsdrivere. Kostnadsdrivere kan benyttes til å belyse lønnsomhetsvariasjoner mellom de utvalgte eiendomsselskapene i perioden 2015-2021. Hensikten er å få frem hvilke drivere som påvirker kostnadene til selskapenes aktiviteter. Dette kan gi et nyansert bilde av hva som skaper lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene. En kostnadsdriver er en faktor som påvirker kostnaden til en aktivitet (Porter, 1985). Kostnadsdrivere klassifiseres av Riley (1987) i strukturelle og operasjonelle kostnadsdrivere. Kostnadsdriverne kan belyse kostnadsbildet til et selskap og hva som påvirker selskapet sin lønnsomhet (Shank, 1989). Et eiendomsselskap kan oppdage kostnadsposisjonen sin i forhold til konkurrentene ved å identifisere sine egne kostnadsdrivere. Ved å klarlegge drivere og posisjon kan selskapene tilrettelegge for kostnadseffektivisering.

Delkapittelet presenterer til slutt hva yield og verdimultiplikator er. Disse inngår ikke i teorien til Porter eller Riley, men benyttes i analysen av kostnadsdrivere.

3.4.1 Strukturelle kostnadsdrivere

Strukturelle kostnadsdrivere er faktorer som påvirker den økonomiske kostnadsstrukturen til en bedrift og kan være tilknyttet skala, samdrift, erfaring, teknologi og kompleksitet (Riley, 1987).

Kostnadsdriverne kan knyttes til den økonomiske kostnadsstrukturen som driver kostnadsposisjonen for de ulike produktgruppene i selskapet. Riley (1987) deler disse inn i fem strukturelle kostnadsdrivere.

Skala

Skala er en kostnadsdriver til både Porter (1985) og Riley (1987). Porter mener et selskap som effektiviserer aktiviteter og utfører endringer i volum kan få skalafordeler. Gjennom effektivisering av produksjonsprosesser og forhandlinger av bedre innkjøpsvilkår kan et selskap oppnå skalafordeler. På en annen side kan et produksjonsvolum som er for stort gi for høye innkjøpskostnader og bli en skalaulempe. Riley (1987) hevder at skala dreier seg om i hvilken grad en bedrift skal investere i forskning og utvikling, markedsføring og produksjon.

Samdrift

Samdrift handler ifølge Riley (1987) om vertikal integrasjon og er en kostnadsdriver i Porter (1985) sitt rammeverk. Porter mener kostnaden til en aktivitet kan bli påvirket av graden av vertikal integrasjon. Dersom et selskap er vertikalt integrert så slipper de kostnader som oppstår når en bruker markedet, samt at selskapet ikke er avhengig av kjøpere og leverandører med stor forhandlingsstyrke. En utfordring knyttet til vertikal integrering er at selskapet kan få økte kostnader fordi den blir mindre fleksibel. Et eksempel på dette er hvis en leverandør kan tilby et produkt rimeligere enn kostnaden ved å produsere et tilsvarende produkt internt, men selskapet velger likevel å produsere internt ettersom de har investert i sin egen produksjonsavdeling. Det er også viktig at selskapet tar en vurdering på de aktivitetene som blir gjennomført i dag, for å avgjøre om kostnaden til en aktivitet vil bli redusert ved ikke-integrasjon.

Erfaring

Riley (1987) definerer erfaring som antall ganger en aktivitet har blitt gjennomført tidligere. Porter (1985) ser derimot på dette som læring og mener at selskaper vil redusere sine kostnader ved å effektivisere prosessene gjennom fokus på læring og intern kunnskapsoverføring. Porter hevder imidlertid at selskapet burde ha et fokus på kollektiv læring som gjør at kunnskapen blir igjen i bedriften, og læring kan videreføres til andre interessenter som eksempelvis leverandører og konsulenter.

Teknologi

Riley (1987) trekker frem teknologi som en av de viktigste faktorene for å bestemme en bedrift sin kostnadsposisjon. Denne driveren handler om verdikjeden og hvilken produksjonsteknologi som blir brukt i de ulike stegene.

Kompleksitet

Riley (1987) beskriver kompleksitet som bredde i produkt og tjenestespekteret en bedrift kan tilby. Porter (1985) har strategiske valg som en kostnadsdriver hvor kompleksitet inngår i denne driveren. Her hevder Porter (1985) at de strategiske valgene som et selskap foretar seg vil påvirke kostnaden til aktiviteten. Beslutninger tilknyttet investeringer, teknologi og servicenivå er strategiske valg som således kan påvirke kompleksiteten hos selskap.

3.4.2 Operasjonelle kostnadsdrivere

Operasjonelle kostnadsdrivere synliggjør at kostnadene til et selskap påvirkes av hvor effektivt en aktivitet utføres. Shank (1989) argumenterer for at det alltid vil være fordelaktig for en virksomhet med en kombinasjon av operasjonelle drivere. Riley (1987) deler operasjonelle kostnadsdrivere i seks og disse blir presentert i avsnittene under.

Ansatte sitt engasjement

Engasjement handler om de ansatte sitt ønske om å forbedre driften på en måte som påvirker selskapet positivt (Riley, 1987). Porter (1985) påpeker innenfor kostnadsdriveren strategiske valg at beslutninger innenfor personalpolitikk være relevant.

Kvalitetsledelse

Bedriften må fokusere på å forbedre kvaliteten i den interne arbeidsprosessen siden det kan påvirke kostnadsnivået (Riley, 1987). Alle i selskapet bør derfor jobbe i felleskap mot en så god kvalitet som mulig.

Kapasitetsutnyttelse

Kapasitetsutnyttelse vil påvirke virksomheter med store faste kostander siden de faste kostnadene vil være der uansett om maskinene blir brukt eller ikke (Porter, 1985). Det kan være ulike grunner til at et selskap sliter med dårlig kapasitetsutnyttelse. For eksempel kan mangel på planlegging være en årsak og det vil derfor være viktig at selskapet finner ut av hva som forårsaker den dårlige kapasitetsutnyttelsen slik at tiltak for å utnytte kapasiteten kan

iverksettes. Riley (1987) argumenterer for at en høy utnyttelsesgrad kan redusere enhetskostnaden til en bedrift.

Produksjonslokalenes utforming

Porter (1985) nevner ikke denne driveren, men Riley (1987) argumenterer for at produksjonslokalenes utforming påvirker hvor effektivt en virksomhet oppnår formålet. Gjennom å utforme lokalet slik at det komplementerer arbeidsoppgavene kan selskapet nå formålet mer effektivt.

Produktdesign

Produktdesign handler om hvor effektivt et produkt er utformet eller designet. Dersom produktet er utformet på en ineffektiv måte kan dette medføre en økning i produksjonskostnadene. Produktdesign regnes derfor som en kostnadsdriver (Riley, 1987). Porter (1985) har ikke produktdesign som en egen kostnadsdriver, men nevner denne faktoren under strategiske valg.

Samarbeid

Samarbeid handler ifølge Riley (1987) om hvordan en bedrift klarer å utnytte sine relasjoner med andre selskap i verdikjeden. Porter (1985) argumenterer for at en virksomhet kan redusere sine kostnader hvis ulike avdelinger innad i bedriften samarbeider. Samarbeid mellom avdelinger i et selskap kan eksempelvis være at ulike avdelinger som utfører like aktiviteter koordinerer og deler på kostnadene.

3.4.3 Øvrige kostnadsdrivere

Kostnadsposisjonen til et selskap kan ifølge Porter (1985) også være drevet av tidspunkt, lokalisering og institusjonelle drivere.

Tidspunkt

Tidspunkt handler om hvilken betydning tidspunktet for en aktivitet har for kostnaden. Ved å være blant de første til å utføre en handling kan et selskap oppnå førstetrekksfordeler. Det kan være i form av lavere kostnad knyttet til etablering og vedlikehold av merkevare. Det kan også være ulemper med å være først inn i et marked gjennom høye kostnader knyttet til forskning og utvikling. I tillegg vil konkurrenter som venter ha muligheten til å observere om produktet eller tjenesten er vellykket eller ikke før de selv vurderer om de skal investere. Tidspunkt

innenfor kostnadsposisjonering handler derfor om markedsforhold eller markedssykluser (Porter, 1985).

Lokalisering

Ifølge Porter (1985) har den geografiske lokaliseringen til en aktivitet påvirkning på aktiviteten sin kostnad. Lokaliseringen kan påvirke kostnader knyttet til eksempelvis arbeidskraft, råvarer og energi. Dette er kostnader som varierer fra land til land.

Institusjonelle faktorer

Institusjonelle faktorer omhandler ifølge Porter (1985) statlige reguleringer, skatter, tariffen og avgifter som kan påvirke kostnadsposisjonen til en organisasjon. Disse faktorene ligger vanligvis utenfor en organisasjon sin kontroll. Porter mener derimot at institusjonelle faktorer, til en viss grad vil være mulig å påvirke, eller at det er mulig å minimere påvirkningen.

Begrensninger ved rammeverket

Det har oppstått kritikk av rammeverkene til både Riley (1987) og Porter (1985). Banker og Johnston (2007) mener at rammeverkene burde inneholdt koblingen mellom profitt, verdi, inntekts- og kostnadsdrivere og ikke kun koblingen mellom driver og kostnad. De argumenterer for at en økning i kostnader kan bidra til bedre kvalitet og flere produkter, noe som vil gi en økt verdi for kunden.

3.4.4 Netto yield

Netto yield er interessant å undersøke for å identifisere relevante kostnadsdrivere og inkluderes derfor som en del av det teoretiske rammeverket. Begrepet benyttes til å uttrykke avkastningen fra leieinntekter på en eiendom (Mortensen, 2022). Netto yield beregnes på følgende måte:

$$\text{Netto yield} = \frac{\text{Netto leieinntekter}}{\text{Eiendommens markedsverdi}}$$

Ved beregning av netto yield tar vi utgangspunkt i eiendomsselskapenes brutto leieinntekt, trekker fra direkte eiendomskostnader og dividerer på eiendommens markedsverdi. Verdien knyttes gjerne opp mot et geografisk område og gir ofte tydelige forskjeller (Toft, 2017).

3.4.5 Verdimultiplikator

For å undersøke hva som kan skape lønnsomhetsforskjeller kan det vært interessant å beregne verdimultiplikatorer. En verdimultiplikator forteller noe om «*sammenhengen mellom kundens*

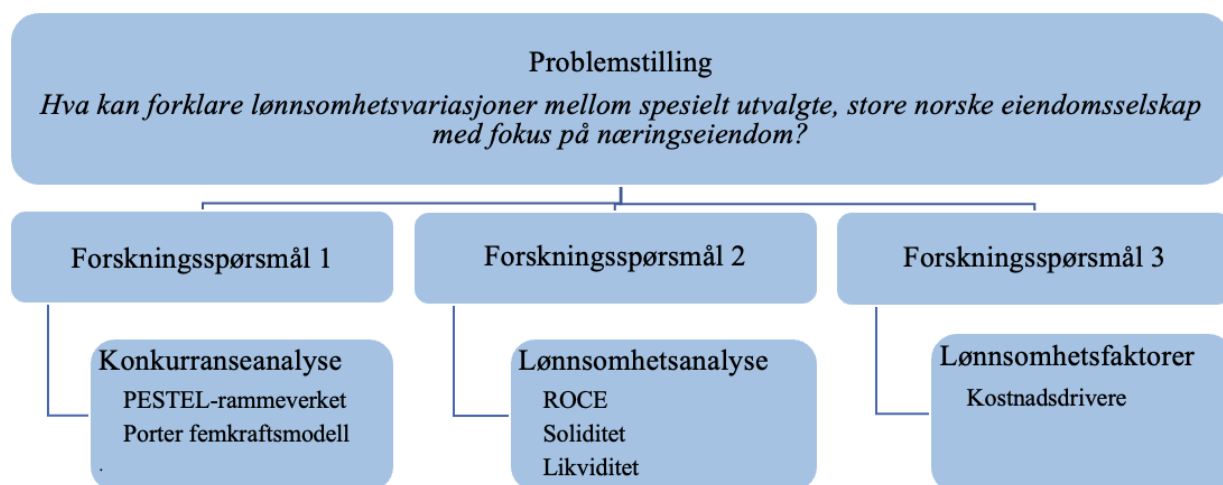
verdsetting av en egenskap og kostnadene ved å levere denne egenskapen» (Bjørnenak, 2019, s. 26). Verdimultiplikator handler altså om å forstå kundens betalingsvillighet for produktet.

3.5 Oppsummering av teoretisk rammeverk

Det teoretiske rammeverket benyttes for å undersøke årsaker til variasjoner i lønnsomhet mellom eiendomsselskap innen næringseiendom.

PESTEL-rammeverket benyttes for å forstå bedriftens eksterne makroomgivelser. Dette er omgivelsene som påvirker selskapenes konkurranseforhold gjennom politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer. Videre vil vi gjennom Porters femkraftsmodell få frem faktorer som påvirker konkurransesituasjonen og attraktiviteten i bransjen. Herunder kreftene kjøpernes forhandlingsstyrke, fare for nyetableringer, rivaliseringens intensitet, trussel fra substituttprodukter og leverandørens forhandlingsstyrke. Hvordan overstående krefter påvirker og håndteres av selskapene i bransjen vil gi en indikasjon av potensialet for verdiskapning og verdikapring.

Nøkkeltallene, herunder ROCE, soliditet og likviditet, vil gi en indikasjon på lønnsomhetsforskjeller. Videre har vi valgt å benytte det teoretiske rammeverket til Porter og Riley som omhandler kostnadsdrivere for å kunne skille ut og forklare hva det er som driver frem kostnadene til en bedrift og påvirker lønnsomheten. Sammen danner rammeverk og bakgrunnsstoff det teoretiske grunnlaget som benyttes for å undersøke hva som kan forklare årsaker til variasjoner i lønnsomhet mellom eiendomsselskap innen næringseiendom.



Figur 5: Oppsummering av teoretisk rammeverk

4 Metode

I dette kapitlet presenteres den metodiske tilnærmingen vi har brukt for å besvare problemstillingen. Metoden vi velger for organisering og gjennomførelse av undersøkelsen, vil påvirke utredningen i forskjellig retning, gi ulike tilnærminger og svar (Halvorsen, 2011). Nedenfor viser og redegjør vi for fremgangsmåten som er benyttet for å forklare årsaker til lønnsomhetsvariasjoner mellom norske eiendomsselskap med fokus på næringseiendom gjennom utforming av forskningsdesign, utvelgelse av analyseenheter, innsamling av data, analyse og tolking av data. Valgene er gjort med hensikt å best besvare vår problemstilling:

Hva kan forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom spesielt utvalgte, store norske eiendomsselskap med fokus på næringseiendom?

Problemstillingen besvares gjennom tre forskningsspørsmål:

1. Hva kjennetegner konkurransearenaen til norske eiendomsselskap innenfor næringseiendom?
2. Hvilke regnskapsposter er sentrale for å forstå lønnsomhetsvariasjoner mellom de spesielt utvalgte eiendomsselskapene innenfor næringseiendom i Norge og hvilke lønnsomhetsvariasjoner finnes mellom dem i perioden 2015-2021?
3. Hvilke faktorer kan bidra til å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom de utvalgte selskapene i perioden 2015-2021?

Første del av kapitlet vil presentere oppgavens forskningstilnærming, deretter sees det nærmere på valg av forskningsdesign, metode for datainnsamling, tidsperspektiv, studieobjekt, evaluering av datamaterialet og analyseteknikker.

4.1 Forskningstilnærming

Litteraturen skiller i hovedsak mellom to ulike forskningstilnærminger, deduktiv og induktiv tilnærming. Dette er to tilnærminger til innhenting av data som står i motsetning til hverandre. Ved en induktiv fremgangsmåte starter tilnærmingen ved å studere en problemstilling for så å komme frem til en teori. Vi beveger oss fra empiri til teori. Hensikten er å hente inn, og systematisere informasjon for å utarbeide en ny teori, og innebærer høy grad av struktur (Saunders et al., 2016). Induktiv tilnærming benyttes når en skal undersøke forhold som ikke tidligere har vært forsket på, og beskrives som mer fleksibel (Grønmo, 2011). Ved en deduktiv

tilnærming er det en teori som en ønsker å teste holdbarheten til. Vi går fra det generelle til det spesifikke, og starter med en teori som er av interesse, for så å bevege seg ned i en problemstilling som vi ønsker å utrede. En deduktiv tilnærming går fra teori til empiri og tilbake igjen. Vi beveger oss frem og tilbake mellom teori og empiri for å bekrefte eller avkrefte funn i utredningen (Saunders et al., 2016). For å benytte en deduktiv tilnærming må det foreligge eksisterende teori som er relevant for det som studeres, slik at man kan avdekke om eksisterende teori er holdbar (Grønmo, 2011).

Formålet med studien er å undersøke årsaker til variasjoner i lønnsomhet mellom eiendomsselskap innen næringsseiendom. For å opparbeide en forståelse rundt dette, benytter vi eksisterende teoretiske rammeverk for å undersøke eiendomsbransjen sine makroomgivelser, konkurransekrefter, se på nøkkeltall og kostnadsdrivere som kan analysere lønnsomhetsvariasjoner. Ettersom problemstilling belyses gjennom eksisterende teori, vil utredningen ha en deduktiv forskningstilnærming.

4.2 Forskningsdesign

Forskningsdesignet viser hvordan vi gjør problemstillingen om til et forskningsprosjekt (Busch, 2013). I denne utredningen skal vi undersøke lønnsomhetsvariasjoner hos utvalgte eiendomsselskap. Dette kan vi gjøre gjennom ulike strategiske metoder. Valg av design vil avhenge av kunnskapen vi har om et tema og formålet med utredningen. De ulike valgene i utredningen vil således påvirke forskningen på ulike måter avhengig av den metodiske tilnærmingen (Saunders et al., 2016). Det skilles mellom eksplorativt, deskriptivt og kausale forskningsdesign. Forskningsdesignet inkluderer metode for datainnsamling, valg av data og teknikker som brukes i analysen (Gripsrud et al., 2010).

Eksplorativt design, eller utforskende design benyttes når forskeren ønsker innsikt og forståelse i en uklar problemstilling og/eller et tema der det er mangelfull innsikt. Ved eksplorativt design vil det være naturlig å benytte hypoteser for å vise mulige sammenhenger (Gripsrud et al., 2010).

Et deskriptivt design, eller beskrivende design anvendes når forskeren har en klar forståelse av forskningsområdet, strukturer og sammenhenger. Formålet er å beskrive karakteristikk, korrelasjoner og kategorier av konkrete objekter, eller situasjoner på en nøyaktig måte.

Deskriptive design kan benyttes der formålet er å avdekke kausale sammenhenger. Her har en teori å arbeide ut fra, og forskningsopplegget er mer strukturert enn i et eksplorativt design (Gripsrud et al., 2010).

Kausale design, eller årsak-virkning har som mål å undersøke kausale effekter mellom variabler. Studier som har til formål å etablere kausale effekter mellom variabler kan kalles for kausale studier (Saunders et al., 2016). Her benyttes empiri for å trekke konklusjoner mellom årsak og virkning.

Formålet med studien er å undersøke årsaker til variasjoner i lønnsomhet mellom eiendomsselskap innen næringseiendom. På det første forskningsspørsmålet anvendes et deskriptivt design hvor vi benytter oss av veletablerte teoretiske rammeverk for å undersøke eiendomsselskapene sine omgivelser på makro- og bransjenivå. Videre vil forskningsspørsmål 2 også besvares med et deskriptivt design ettersom det anses relevant å undersøke historiske regnskapstall i perioden 2015–2021 for å avdekke hvilke regnskapsposter som er fundamentale for å forstå lønnsomheten i de ulike selskapene. Forskningsspørsmål 3 besvares med et kausalt design hvor formålet er å avdekke årsakssammenhenger mellom faktorer. Altså hvordan en faktor er en årsak som påvirker lønnsomheten, og dermed skaper lønnsomhetsvariasjoner mellom de ulike eiendomsselskapene.

Forskningsspørsmål	Formål	Kapittel
1. Hva kjennetegner konkurransearenaen til norske eiendomsselskap innenfor næringseiendom?	Deskriptivt	5
2. Hvilke regnskapsposter er sentrale for å forstå lønnsomhetsvariasjoner mellom de spesielt utvalgte eiendomsselskapene innenfor næringseiendom i Norge og hvilke lønnsomhetsforskjeller finnes mellom dem i perioden 2015-2021?	Deskriptivt	6
3. Hvilke faktorer kan forklare lønnsomhetsvariasjoner blant de utvalgte selskapene i perioden 2015-2021?	Kausalt	7

Tabell 8: Forskningsspørsmål

4.3 Metode for datainnsamling

4.3.1 Kvalitativ og kvantitativ metode

Metoden er redskapet som benyttes for å forklare hvordan vi har hentet inn, organisert, bearbeidet, analysert og tolket data. Det skilles mellom kvalitativ og kvantitativ metode. Forskjellen mellom disse to måtene å samle inn data på er om informasjonen kan uttrykkes beskrivende eller numerisk. Hvilken metode som velges avhenger av forskningsspørsmålene, da de sier hva som skal undersøkes og egenskapene ved det som undersøkes (Saunders et al., 2016).

Kvalitativ metode er hensiktsmessig ved behov for dybdekunnskap om et begrenset utvalg. Innsamlingen av data er ikke så strukturert som ved kvantitativ metode, men gir mulighet til å hente inn fyldige data, og som kan gi en helhetlig forståelse av ulike kontekster. Datainnsamlingen kan gjøres gjennom intervjuer, observasjoner og dokumentundersøkelser. Fordelen med metoden er muligheten til å følge opp dersom nye spørsmål dukker opp. Ulempen er at det ikke finnes noe fasitsvar, og at forskeren kan velge ut hvilken informasjon som skal tas med i utredningen (Saunders et al., 2016).

Kvantitativ metode brukes når det er hensiktsmessig å samle inn numeriske og målbare data. Datamengden for hver enhet er begrenset, og informasjonstypen spesifiseres som en variabel. Kvantitative data kan hentes inn gjennom spørreundersøkelser, offentlig statistikk og ulike databaser og register. Metoden gjør rede for og analyserer årsak-sammenhenger, og egner seg godt for å sammenligne og analysere tall. Ulempen er at vi ikke vil kjenne til bakgrunnen for tallene, noe som kan gjøre det vanskelig å opparbeide en helhetlig forståelse (Saunders et al., 2016).

Å kombinere kvalitativ og kvantitativ metode kalles metodetriangulering. Svakheter ved kvantitative data kan oppveies gjennom kvalitative data, noe som bidrar til at metodetrianguleringen øker forskningens kvalitet. Eksempelvis kan kvalitativ innsamling av data brukes for å støtte opp under kvantitative data (Saunders et al., 2016).

I utredningen benytter vi kvalitativ og kvantitativ metode. Ved å bruke metodene parallelt kan vi få frem både kvalitative og kvantitative sider som kan forklare lønnsomhetsvariasjoner hos norske eiendomsselskap. For å kartlegge konkurransearenaen til eiendomsselskapene har vi behov for å gå i dybden, og bevege oss frem og tilbake mellom data og teori. Vi vil benytte oss

av forskningsartikler, årsrapporter, hjemmesider og andre artikler. Dette gjør det hensiktsmessig å benytte kvalitative data. For å avdekke hvilke regnskapsposter som er sentrale for å forstå lønnsomhetsvariasjoner mellom eiendomsselskap har vi behov for å gå inn i regnskapstallene til de utvalgte eiendomsselskapene slik at vi kan kartlegge relevante regnskapsposter og beregne nøkkeltall. Her har vi behov for numeriske data for å se sammenhenger gjennom kvantitativ innsamling av data. For å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene har vi behov for å benytte funnene fra konkurranse- og lønnsomhetsanalysen, noe som gir behov for kombinasjon av kvalitativ og kvantitativ data.

4.3.2 Primær- og sekundærdata

Ved datainnsamling skiller Saunders et al. (2016) mellom primærdata og sekundærdata. Data som forskeren samler inn på egenhånd, eksempelvis gjennom intervju og observasjoner kalles for primærdata. Ny informasjon samles inn, og informasjonen som vil være mest relevant for studiet benyttes. Ulempen med primærdata er at det kan være ressurskrevende å innhente, da det krever mye tid og kan være kostbart. Data som allerede eksisterer og er tilgjengelig kalles sekundærdata. Dette kan være data fra bøker, rapporter og regnskap, eller opplysninger som hentes fra Statistisk sentralbyrå m.m. Denne formen er mindre ressurskrevende siden dataen er tilgjengelig, men kan inneholde feil og mangler som setter begrensinger for utredningen (Saunders et al., 2016), noe som gjør oss oppmerksom på at validiteten kan være lavere.

Innhenting av data i denne utredningen vil utelukkende være fra sekundære kilder siden det allerede foreligger tilgjengelig data som er relevant for studiet.

4.3.3 Innhenting av data

Kvalitativ data

Ved besvarelse av hva som kjennetegner konkurransearenaen til eiendomsselskapene i forskningsspørsmål 1, henter vi inn informasjon som kan bidra til å forklare eiendomsselskapenes makro- og bransjeomgivelser. Datainnhenting ble utført ved å hente inn og gjennomgå forskningsartikler, markedsrapporter, årsrapporter og eiendomsselskapenes hjemmesider.

Kvantitativ data

Forskingsspørsmål 2 krever numeriske data i form av regnskapstall for hvert av selskapene i utvalget. Vi henter derfor inn informasjon fra selskapenes årsregnskap for å finne sentrale

regnskapsposter og undersøke lønnsomhetsforskjeller. Relevante data for hvert eiendomsselskap er lagt inn og systematisert i et Excel-ark. Det har gitt oss et godt grunnlag for å systematisere og sammenligne data vi samlet inn. Forskningsspørsmål 3 tar utgangspunkt i funnene fra konkurranse- og lønnsomhetsanalysen. Her vil vi innhente og kombinere kvalitativ og kvantitativ informasjon fra kildene nevnt ovenfor. Dette vil hjelpe oss til å best besvare hva som kan forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene.

4.4 Tidsperspektiv

Studiets tidsperspektiv må sees i sammenheng med studiets omfang og tidsramme. Longitudinell metode kan benyttes for å følge et eller flere selskap over en lengre periode, ofte over flere år (Svartdal, 2019). Tilnærmingen har sin styrke i å undersøke utvikling og endring (Saunders et al., 2016). Longitudinell metode kan videre deles inn i retrospektiv og prospektiv, hvor førstnevnte ser bakover i tid og sistnevnte fremover i tid (Skog, 2004). Når utvikling og endring over tid skal studeres er en tilstrekkelig tidsperiode nødvendig. En tilstrekkelig tidsperiode kan gi et representativt bilde av utviklingen. Dersom tidsperioden er for kort, kan enkelthendelser påvirke informasjonen, noe som skaper et ufullstendig bilde av fenomenet som studeres.

I denne utredning benyttes en retrospektiv longitudinell metode ettersom vi undersøker et utvalg bestående av flere selskap over en periode på flere år, med hendelser som går tilbake i tid. Vi har valgt å analysere en tidsperiode som strekker seg over syv år, fra 2015 til 2021. Dette gjorde vi for å kunne innhente relevant informasjon som kan analyseres over lengre tid. Det vil hjelpe oss å forstå lønnsomhetsforskjeller mellom selskapene. Samtidig er perioden av en lengde som gjør det mulig å avdekke og utelukke enkelthendelser som ellers ville svekket studien.

4.5 Studieobjekt og utvalg

Utvelgelse av studieobjekt avhenger av om utredningen har til hensikt å generalisere, eller for å få mest mulig innsikt i et område, uten at dette vil gjelde flere enn de som er med i studiet. Formålet med studien er å undersøke årsaker til variasjoner i lønnsomhet mellom eiendomsselskap innen næringseiendom. Som nevnt under delkapittel 1.3 finnes det omtrent 72 000 eiendomsselskap med formål om å drive utleie av næringseiendom. Ettersom vi ønsker å undersøke store norske eiendomsselskap tok vi derfor utgangspunkt i Estate (2020) sin liste

over de 250 største eiendomsselskapene i Norge. For å undersøke lønnsomhetsvariasjoner mellom eiendomsselskap er det nødvendig å utføre et dypdykk, vi avgrenset derfor utvalget ytterligere gjennom følgende utvalgsriterier:

1. Årlige leieinntekter på over 700 millioner norske kroner i 2020
2. Utvikle, eie og forvalte næringsseiendom som kjernevirksomhet
3. Privat aksjeselskap eller børsnotert aksjeselskap

Ettersom vi ønsker å undersøke noen av de største selskapene innenfor næringsseiendom i Norge, setter vi et kriterium om årlige leieinntekter på over 700 millioner norske kroner i 2020. Avgrensningen viste 24 selskaper.

Av de registrerte eiendomsselskapene i Proff, opererer flere av selskapene innenfor andre bransjer enn næringsseiendom. Disse anses likevel som et eiendomsselskap ettersom de har næringsseiendom til eget formål (Estate, 2020). Et eksempel på et slikt selskap er Avinor, som anses som det 6. største eiendomsselskapet i Norge. Selskapet eier statlige flyplasser, men har sin kjernevirksomhet innenfor lufthavn- og flysikringstjenester (Samferdselsdepartementet, 2022). Kriteriet luker også ut fondsforvaltere, matvarekjeder og andre finansielle aktører. Slike selskaper ble ikke ansett som relevante studieobjekt. Dette kriteriet utelukket 11 selskaper og vi stod igjen med 13.

Til slutt utelukket vi 8 offentlige selskaper. Offentlige selskaper kan ha andre formål enn maksimal lønnsomhet, mens et privat selskap vil ha som mål å skape maksimal avkastning for sine aksjonærer. Vi mener det blir feil å sammenligne lønnsomheten mellom disse selskapene. Etter å ha tatt hensyn til dette kriteriet, satt vi igjen med følgende fem selskaper: Olav Thon Eiendomsselskap ASA, Entra ASA, Ragde Eiendom AS, Norwegian Property AS og Eiendomsspar ASA.

4.6 Evaluering av datamaterialet

En god studie behøver datamateriale av høy kvalitet. En studie av høy kvalitet vil være gyldig og relevant (valid), samt pålitelig og troverdig (reliabel). Datamaterialets kvalitet kan vurderes i lys av kriteriene reliabilitet, intern validitet og ekstern validitet (Gripsrud, et al., 2010).

4.6.1 Reliabilitet

Reliabilitet omhandler hvordan datamaterialet i utredningen behandles, samt hvordan dette blir gjort for å sikre at data fremstilles korrekt. Dersom studiet gjennomføres på nytt, med samme metode og det oppnås samme resultat, er reliabiliteten god. Hva som avgjør reliabiliteten er dataen som benyttes, samt hvordan man har samlet inn og bearbeidet denne dataen (Johannesen et al., 2004).

Ved innhenting av data har vi vært bevisste på å velge kilder som er troverdige for å styrke reliabiliteten. Store deler av dataen vi benyttet i utredningen er kvantitativ sekundærdata, hentet fra pålitelige kilder. Vi har brukt offentlige regnskapstall fra selskapene sine årsrapporter hvor kvaliteten på regnskapet er kontrollert gjennom revisjon. Dataen som blir benyttet i den strategiske analysen er av kvalitativ art og er hentet fra selskapene sine egne årsrapporter og hjemmesider, samt offentlige rapporter skrevet av fagpersonell. Data som er brukt i utredningen er sjekket opp mot kilden flere ganger for å sikre reliabiliteten. På bakgrunn av dette kan vi anta at den kvantitative og kvalitative dataen har en høy grad av reliabilitet.

4.6.2 Intern validitet

Intern validitet omhandler utredningens relevans til dataen som benyttes for å finne svar på problemstillingen. Validiteten forteller oss om metoden som er brukt er egnet for utredningen. Dette betyr i hvilken grad resultatet er gyldig for utvalget og problemstillingen som belyses, altså om vi har samlet inn data som er relevant for problemstillingen (Grønmo, 2011). For å stille spørsmål til hva som skulle undersøkes brukte vi teorien, og relaterte svarene til teorien, slik sikret vi relevans til forskningsspørsmålene. Vi har brukt teori som delvis bygger på og utfyller hverandre.

Vi kan si at validitet knyttet til den kvantitative dataen hentet fra offentlige regnskap handler om hvorvidt studien måler det som den har til hensikt å måle. Årsregnskapet til en bedrift er ikke utarbeidet med et formål om å vise hvor lønnsomt selskapet er, men hovedsakelig av rapporteringshensyn. Dette kan bidra til å svekke validiteten siden vi må utføre beregninger på egenhånd for å vurdere lønnsomheten til selskapene. Det blir derfor viktig at beregningen av lønnsomhetstallene vi utfører gjenspeiler den faktiske lønnsomheten til de ulike selskapene.

4.6.3 Ekstern validitet

Dersom resultatet fra forskningen kan generaliseres til andre utvalg og dermed være relevant i flere situasjoner, er den eksterne validiteten høy (Saunders et al., 2016). For at studiens resultater skal være generaliserbare, må utvalget fra populasjonen være representativt (Jacobsen, 2015).

For å kunne gå tilstrekkelig i dybden reduserte vi utvalget til fem eiendomsselskap. Studiens utvalg kan derfor sies å være relativt lite. Samtidig opererer selskapene i utvalget innenfor ulike eiendomssegmenter og geografiske lokasjoner. Funnene som blir gjort i utredningen kan derfor ikke generaliseres til resten av bransjen som en helhet. Dette fordi det er vanskelig å trekke konklusjoner som er overførbare til resten av eiendomsbransjen når utvalget er lite. Likevel kan noen av funnene være overførbare og benyttes til gjennomføring av analyser hos andre eiendomsselskap. Vi ser på det som positivt for studien sin eksterne validitet at vi benytter oss av en kombinasjon av kvantitativ og kvalitativ tilnærming, da dette bidrar til å produsere mer utfyllende informasjon (Saunders et al., 2016).

4.7 Analyseteknikker

I dette delkapittelet vil vi presentere og forklare hvilke teknikker som skal benyttes for å analysere den kvantitative dataen i utredningen. Teknikkene bidrar til å synliggjøre faktorer som bidrar til lønnsomhetsforskjeller mellom selskapene.

4.7.1 Common size

Common size er et analyseverktøy som benyttes for å fremstille økonomiske størrelser relativt til en størrelse. Ved å benytte common size-analyse kan vi sette en regnskapspost som en prosentandel av en selvvalgt variabel, eksempelvis driftsinntekt, driftsmargin, egenkapital eller gjeld. Teknikken er nyttig for å analysere et selskap over tid og for å finne ut hvilke regnskapsposter som påvirker driftsresultatet mest. Den gjør det også lettere å sammenligne et selskap med sine konkurrenter uavhengig av størrelse. Dette kan være hensiktsmessig ettersom man kan identifisere store regnskapsposter og avdekke om det er noen betydelige forskjeller i kostnadsstrukturen mellom selskapene i utvalget (Bjørnenak, 2019). Siden utvalget i studien består av selskap av ulik størrelse, så vil bruk av forholdstall gjøre det enklere å sammenligne de ulike eiendomsselskapene. Common size vil bli brukt for å kartlegge sentrale regnskapsposter mellom selskapene i perioden 2015-2021.

4.7.2 Korrelasjonsanalyse

Ved å utføre common size-analysen, vil vi kartlegge hvilke poster som er viktigst for selskapene og kunne regne ut relevante nøkkeltall tilknyttet disse. Det blir videre interessant å undersøke om det finnes en korrelasjon mellom nøkkeltallene og lønnsomheten. Dette vil gi en indikasjon på hvilke faktorer som påvirker lønnsomheten til eiendomsselskapene mest. Vi kan deretter sammenligne disse faktorene mellom selskapene for å undersøke om de kan forklare lønnsomhetsforskjeller.

Gjennom å utføre en korrelasjonsanalyse finner man korrelasjonskoeffisienten. Dette er et korrelasjonsmål som måler samvariasjon mellom to variabler. Vi har valgt å benytte Pearsons korrelasjonskoeffisient (r) som vårt korrelasjonsmål. Pearsons r måler den lineære sammenhengen mellom de to variablene. Målet varierer mellom -1 og 1, der -1 representerer en perfekt negativ korrelasjon, mens 1 angir en perfekt positiv korrelasjon (Pripp, 2018). Vi vil operere med at en korrelasjon på 0-0,19 anses som veldig svak, 0,2-0,39 anses som svak, 0,4-0,59 anses som moderat, 0,6-0,79 anses som sterk og 0,8-1 anses som veldig sterk (The BMJ, 2022). For å vurdere om korrelasjonen er signifikant, benytter vi oss av p-verdi som et mål på signifikansnivå. Signifikansnivået er en forhåndsbestemt grense som forteller hvor sikker man ønsker å være på at korrelasjonen er signifikant før man velger å forkaste nullhypotesen. Dette er satt til 5 prosent.

Koeffisienten forteller ikke hvilken påvirkningskraft variablene har på hverandre, og kan derfor ikke benyttes for å bevise kausalitet eller årsakssammenhenger mellom to variabler. Korrelasjonsanalyse er likevel et nyttig verktøy for å måle samvariasjon. Vi benytter derfor korrelasjonsanalyse for å besvare hvilke regnskapsposter som er sentrale for å forstå lønnsomhetsvariasjoner mellom de spesielt utvalgte eiendomsselskapene innenfor næringsseiendom i Norge, og hvilke lønnsomhetsvariasjoner som finnes mellom dem i perioden 2015-2021.

5 Konkurransanalyse

I dette kapitlet vil vi analysere hva som kjennetegner konkurransearenaen til norske eiendomsselskap innenfor næringseiendom. Dette gjør vi ved først å analysere makroomgivelsene til bransjen gjennom PESTEL-rammeverket. Rammeverket bidrar til å kartlegge og analysere makroomgivelsene til eiendomsbransjen, og hvordan disse omgivelsene kan påvirke eiendomsselskapene sin lønnsomhet. Deretter benytter vi Porters femkraftsmodell for å identifisere bransjens attraktivitet og konkurransekrefter. Modellen hjelper oss å undersøke konkurransekreftene i eiendomsbransjen, styrken på disse og hvordan kreftene påvirker lønnsomhet hos eiendomsselskapene.

Analysen av makro- og bransjeomgivelsene er ikke avgrenset til en bestemt tidsperiode. Vi har valgt å fokusere på områder som anses som mest dagsaktuelle for eiendomsselskapene. Enkelte faktorer belyses i både PESTEL-rammeverket og Porters femkraftsmodell, da de anses som relevante fra et makro- og bransjeperspektiv. Hensikten med konkurranseanalysen er å besvare forskningsspørsmål 1:

Hva kjennetegner konkurransearenaen til norske eiendomsselskap innenfor næringseiendom?

5.1 Analyse av makroomgivelsene

Nedenfor analyserer vi makroomgivelsene til eiendomsselskapene for å undersøke konkurransearenaen i bransjen. PESTEL-rammeverket benyttes for å belyse politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer. Ved å undersøke om faktorene påvirker eiendomsselskapene ulikt, kan vi forstå om de bidrar til å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene. For hver av faktorene i PESTEL-analysen, har vi valgt å fokusere på forholdene vi anser å være mest aktuell for eiendomsselskapene.

5.1.1 Politiske faktorer

Johnson et al. (2005) mener politiske forhold handler om hvordan staten og andre politiske organ kan påvirke makroforhold. Staten kan ha en stor økonomisk påvirkningskraft som eier, leverandør eller kunde. Med denne påvirkningskraften kan staten skape trusler og muligheter for hele bransjen.

Eiendomsselskapene holder til i Norge, og må derfor forholde seg til norsk politikk. Selskapene har vært utsatt for liten politisk risiko. Det skyldes at Norge er et land med politisk stabilitet over mange år (Worldbank, 2022). Politisk stabilitet bidrar således til forutsigbarhet for eiendomsselskapene og reduserer dermed risikoen rundt investeringer.

Byggebransjen står for nærmere 40 prosent av det globale Co2 utslippet og er en av bransjene som forurenses mest (Zero, 2022). Regjeringen har som mål å redusere utslipp av klimagasser med 50 prosent innen 2030 (Klima- og miljødepartementet, 2021). Dette kan bety strengere krav for eiendomsselskapene, eksempelvis til byggenes energieffektivitet og gjenbruk av materialer. For selskapene kan dette gi økte kostnader på kort sikt som følge av rehabilitering av bygg for å imøtekomme krav til miljøsertifisering o.l. Det kan gi utfordringer for utviklingsprosessen, så som klimatilpassing av nybygg, endret vedlikehold, planlegging, plassering og utforming av bygg (Miljødirektoratet, 2019). Investering i mer energieffektive bygg for å tilfredsstille statlige krav kan gi lavere driftskostnader på lang sikt. Med dagens høye energipriser kan det argumenteres for at investeringer knyttet til energieffektivisering vil ha en kortere inntjeningstid sammenlignet med tidligere.

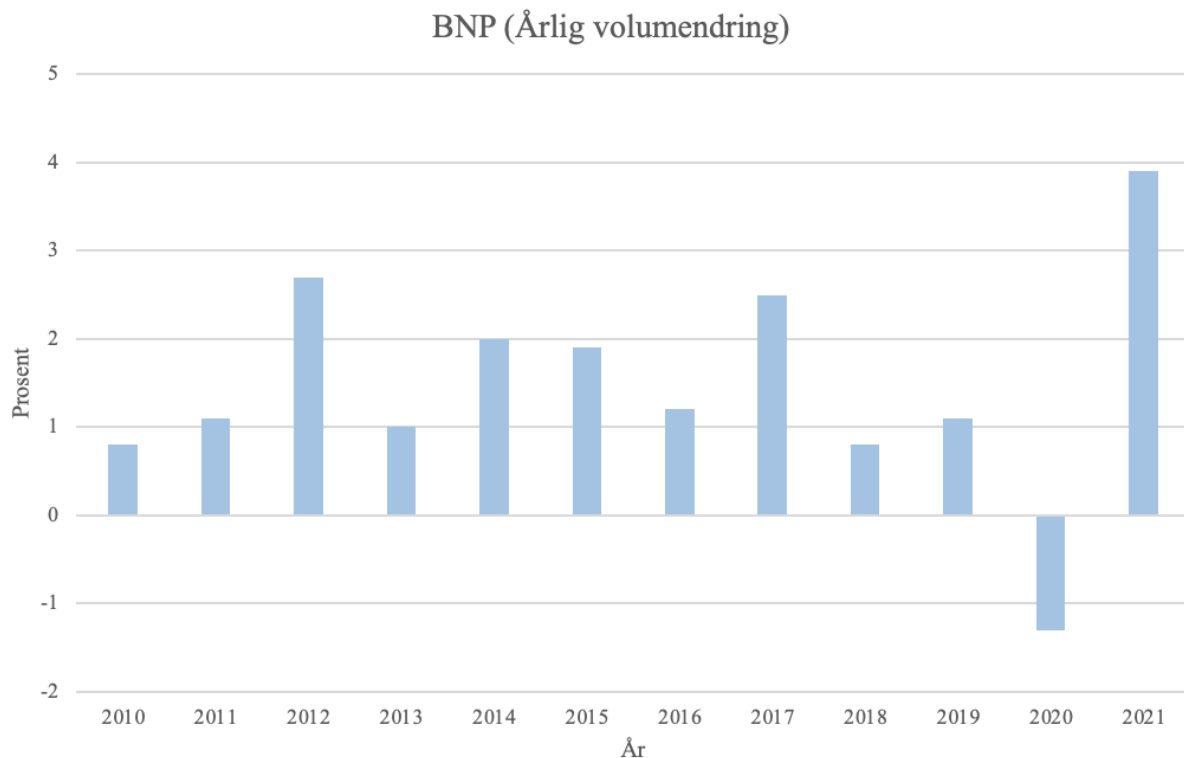
Norges skattepolitikk har vært forutsigbar og gitt gode rammevilkår for eiendomsselskapene. Leieinntekter med opphav fra næringseiendom er skattepliktig, og skal skattlegges etter selskapsskattesatsen. I 2013 var skattesatsen på alminnelig inntekt for selskap og privatpersoner 28 prosent (SSB, 2016). Under Erna Solberg sin regjering ble det vedtatt at skattesatsen skulle reduseres for å få lavere kapitalkostnader, og dermed bidra til økt omstilling og vekst i norsk næringsliv (Finansdepartementet, 2015). I 2022 er selskapsskattesatsen i Norge på 22 prosent og antas uendret i 2023 (Finansdepartementet, 2022). Reduksjon i skattesats på alminnelig inntekt bidrar til at eiendomsselskap sitter igjen med en større del av overskuddet og kan reinvestere det i selskapet. Eiendomsselskapene kan eksempelvis investere i kompetanseutvikling, innovasjon eller nye prosjekter.

Offentlige myndigheter og politiske forhold kan påvirke lønnsomheten til eiendomsselskaper i positiv retning. Et stabilt og forutsigbart styresett bidrar til å skape tillit for befolkningen og næringsutøvere. Politisk stabilitet skaper trygghet og tilrettelegger for investeringer. Dette er viktig for selskapene ettersom de opererer i en kapitalintensiv bransje, hvorav aktører tidvis låner mye kapital. Det forventes at regjeringen vil intensivere innsatsen for å nå FN sine klimamål. Selskapene som vektlegger opparbeidelse av en bærekraftig eiendomsportefølje, kan få høye investeringskostnader og lavere lønnsomhet enn andre selskap på kort sikt. På lang sikt

kan mer energieffektive bygg øke lønnsomheten som følge av lavere kostnader knyttet til bl.a. oppvarming og drift. Selskap som er tidlig ute med å investere i en «grønnere» eiendomsportefølje kan således bli mindre påvirket av statens miljøkrav.

5.1.2 Økonomiske faktorer

Makroøkonomiske faktorer som valutajusteringer, inflasjonsnivå, rentenivå, og konjunkturer vil ha en direkte eller indirekte påvirkning på lønnsomheten hos selskapene. Faktorene bidrar til å forklare hvorfor lønnsomheten i bransjen er som den er (Johnson et al., 2005). Eiendomsselskapene vil derfor bli påvirket av hvordan den økonomiske situasjonen er i dag, samt tiden fremover.



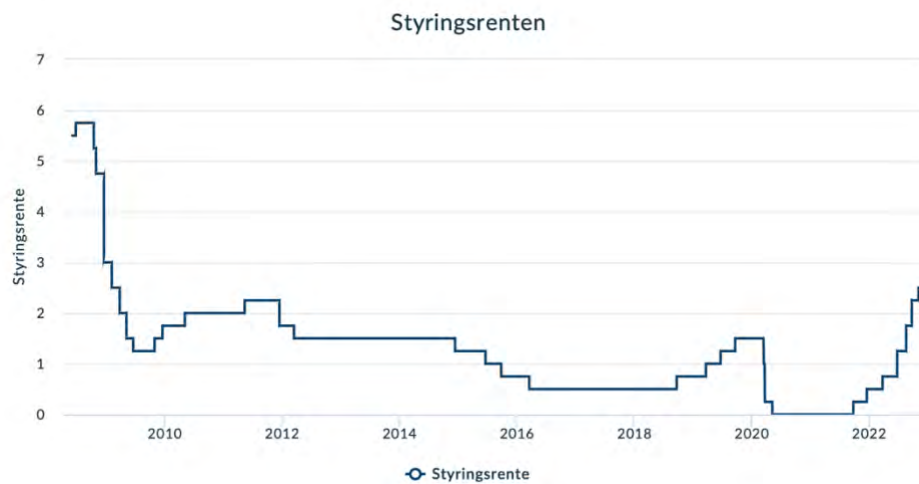
Figur 6: Utvikling i BNP i perioden 2010-2021 (SSB, 2022).

Bruttonasjonalprodukt (BNP) blir definert som summen av alle varer og tjenester som produseres i løpet av et år i et land, fratrukket de varene og tjenestene som brukes under denne produksjonen (SSB, 2022). BNP anses som et godt mål på et land sin økonomiske utvikling, siden måltallet sier noe om merverdien som opptjenes fra produksjon. Figuren ovenfor sier noe om den økonomiske veksten i Norge for perioden 2010-2021. Perioden er preget av økonomisk vekst frem til 2020, hvor det var en nedgang på 1,3 prosent fra året før. Nedgangen skyldes de

strengt nedstengingstiltakene i forbindelse med pandemien (SSB, 2021). I 2021 ser vi en betydelig vekst i BNP, noe som indikerer en sterk vekst i norsk økonomi. Den positive utviklingen i BNP under perioden 2010-2021 kan indikere at det har vært gode rammer for å skape lønnsomhet blant eiendomsselskap generelt. Det antas at BNP vil påvirke lønnsomheten til alle eiendomsselskapene, og det er vanskelig å si om det vil påvirke noen selskap mer enn andre og dermed bidra til å skape lønnsomhetsforskjeller. Vi kan tenke oss at hotell- og handelsbygg er mer utsatt enn kontor og logistikk, ettersom forbruket av godene hotell- og handelsbygg bringer, reduseres først i perioder der økonomien går nedover. På sikt kan redusert forbruk redusere selskapenes inntjening og øke de negative effektene også for selskap med kontor og logistikkeiendom. BNP kan sees i sammenheng med arbeidsledigheten og ifølge Norges Bank vil en økning i BNP føre til lavere arbeidsledighet for menn og kvinner i alle aldre (Solheim, 2009).

Det er nærliggende å tro at arbeidsledighet påvirker etterspørselen etter næringseiendom. Arbeidsledigheten i Norge kan derfor brukes som en indikator for markedet for næringseiendom. Dersom arbeidsledigheten går opp, reduseres etterspørselen etter næringseiendom og leieprisene vil gå ned (Betten og Joakimsen, 2022). Arbeidsledighet kan på denne måten sees opp mot lønnsomheten til selskapene. Kontorlokaler er et av segmentene hvor etterspørselen i stor grad påvirkes av arbeidsledigheten. Fra 2015 til 2016 økte arbeidsledigheten fra 4,5 prosent til 4,7 prosent. Arbeidsledigheten falt de neste årene til 3,7 prosent i 2019 (SSB, 2022). Dette kan ha gitt et positivt utslag på lønnsomheten til eiendomsselskapene som vektlegger kontoreiendom. Våren 2020 ble det iverksatt strenge smitteverntiltak som en konsekvens av Covid-19. Dette økte arbeidsledighet fra 3,5 prosent i februar 2020 til 5,2 prosent i juni 2020 (SSB, 2022). Vår forståelse er at dette påvirker lønnsomheten til selskapene negativt. Arbeidsledigheten var høy frem til juni 2021, før den falt til lavere nivåer i takt med at norsk økonomi tok seg opp igjen (Newsec, 2022a). Per august 2022 målte SSB (2022) arbeidsledigheten til 3,2 prosent og forventer at den vil reduseres ytterligere. For eiendomsselskap eksponert mot næringseiendom kan dette gi høy etterspørsel på kort sikt. På lengre sikt er det ventet at arbeidsledigheten vil øke grunnet renteøkninger, høyere inflasjon, økte kostnader for bedrifter og internasjonal uro (Mauren, 2022). Etter vår forståelse kan det derfor ventes at etterspørselen blir redusert dersom arbeidsledigheten øker.

Norges Bank har et mål om en årlig inflasjon på 2 prosent. For å justere inflasjon benytter Norges Bank styringsrenten som et verktøy (Norges Bank, 2022b). Når styringsrenten heves, dempes kjøpekraften og man får en nedgang i forbruket.



Figur 7: Historisk utvikling styringsrente i perioden 2008-2022 (Norges Bank, 2022c).

Figuren over viser utviklingen til styringsrenten fra 2008 frem til 2022. I løpet av 2015 ble styringsrenten redusert fra 1,25 prosent til 0,75 prosent. I 2016 reduserte Norges Bank renten ytterligere til 0,5 prosent. Fra høsten 2018 har styringsrenten økt jevnlig fra 0,5 prosent til 1,5 prosent. Økningen bidro til at bankene økte utlånsrenten i samme periode, noe som har gått utover de selskapene som har en flytende renteavtale på lånene sine. Da pandemien inntraff, og smitteverntiltak ble iverksatt våren 2020 reduserte Norges Bank styringsrenten ned til null prosent. Bakteppet var at aktiviteten i norsk økonomi var stoppet opp, og var nå inne i en dyp lavkonjunktur (Norges Bank, 2020). Rentenedgangen skulle redusere lånekostnader for bedrifter og husholdninger for å holde den økonomiske aktiviteten i gang. Fra høsten 2021 har styringsrenten økt gradvis som følge av gjenåpningen av samfunnet og bidratt til en betydelig oppgang i norsk økonomi (Norges Bank, 2021). Oppgangen forklares gjennom gode BNP-målinger, lav arbeidsledighet og bedrifter med full kapasitetsutnyttelse. Når disse faktorene kombineres med høy pris på importvarer, høye energipriser og generelt høy etterspørsel, blir resultatet en høy inflasjon (Newsec, 2022a). Økningen i styringsrenten skal bidra til å styre inflasjonen ned mot Norges Bank sitt inflasjonsmål. Renteøkninger kan være negativt for lønnsomheten til eiendomsselskap. Selskapene opererer innenfor en kapitalintensiv bransje og er avhengig av finansiering fra bankene. Vår vurdering er at eiendomsselskap med mye gjeld, kan få høye rentekostnader og dette kan redusere lønnsomheten.

De fleste aktører innenfor næringseiendom opererer med inflasjonsregulerte leiekontrakter. Selskapene kan slik justere leieprisen hvert år i forhold til KPI. Prisveksten lempes over på

leietaker i form av økte leiekostnader. Basert på dette, er vår forståelse at inflasjon har begrenset innvirkning på eiendomsselskapene (Newsec, 2022a).

BNP vil antakeligvis påvirke alle eiendomsselskapene til en viss grad. Det har vært vekst i BNP over perioden, men vi så at denne falt under koronapandemien. BNP-vekst tyder på at eiendomsselskapene har hatt gode rammer for å skape lønnsomhet. Vår forståelse er at handel- og hotellsegmentet påvirkes først av endringer i BNP, noe som kan gi reduksjon i lønnsomheten hos selskapene. Det er også nærliggende å tro at arbeidsledigheten vil påvirke alle eiendomsselskapene. Kontorsegmentet virker å være et av segmentene som påvirkes mest av svingninger i arbeidsledigheten. Vi tror denne økonomiske faktoren vil påvirke lønnsomheten til eiendomsselskap med kontoreiendom. Eiendomsselskapene opererer innenfor en kapitalintensiv bransje og er avhengig av finansiering fra bankene. Rentejusteringene kan forventes å ha hatt innvirkning på eiendomsselskapenes lønnsomhet. Lønnsomheten til selskapene med høy gjeldsgrad kan bli hardt rammet som følge av en økning i rentekostnader. Eiendomsselskapene med en lav gjeldsgrad vil være mindre sårbar for renteøkninger.

5.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle faktorer relateres til «myke» faktorer for næringsutvikling (Isaksen, 2021). Forholdene kan påvirke konsumentenes behov og skape implikasjoner for en bransje (Hill & Jones, 2004). De siste årene og i kjølvannet av pandemien, økte behovet for hjemmekontor kraftig. Nye undersøkelser viser at ansatte ønsker en fleksibel hverdag, 68 prosent ønsker å jobbe hybrid, altså kombinere hjemmekontor og vanlig kontor (Næringseiendom, 2022). Dette kan gi mulighet til å jobbe hjemmefra 1 til 2 dager i uken. Dette kan tyde på at redusert tilstedeværelse kan redusere etterspørselen etter kontorlokaler, og virke negativt inn på lønnsomheten til eiendomsselskap innenfor kontorsegmentet.

Målingene underbygger samtidig at det fortsatt er behov for læring, samhandling, interaksjon og sosial kontakt, men aktivitetene på kontoret har endret seg. Det stilles nye krav til kontorlokalenes utforming. Fra cellekontor til kontorfellesskap, møteplasser og steder for å bygge kultur (Næringseiendom, 2022). Kontorlandskapet må derfor i større grad tilrettelegges for samhandling, digital møtevirksomhet og funksjonelle sosiale soner (Newsec, 2022b). Selskapene som evner å forstå underliggende drivere hos konsumentene og tilpasse seg nye mønster kan fremstå som mer attraktiv for kunden (Hill & Jones, 2004). For eiendomsselskapene kan en endring i kundemønster og nye behov føre til at kontorlokalene må

utformes på nye måter. Økte kostnader tilknyttet nye utformingsbehov, kan svekke lønnsomheten til eiendomsselskap med kontorlokaler på kort sikt. På lengre sikt kan eiendomsselskap som ikke tar hensyn til nye behov få en redusert utleiegrad, noe som kan påvirke lønnsomheten. Selskap som evner å tilpasse seg markedet, kan fremstå mer attraktivt for kundene, noe som kan øke lønnsomheten.

Pandemien rammet reiselivsnæringen hardt. Koronarestriksjonene endret reisemønsteret nasjonalt og globalt, noe som påvirket etterspørselen etter hotell (Nærings- og fiskeridepartementet, 2022). Koronapandemien har, i arbeidslivssammenheng, redusert reisevirksomheten, og økt bruken av digital møtevirksomhet. Dette gjelder også internasjonale forretningsreisende. «*Det er helgene som nå drar opp omsetningen, i motsetning til tidligere, hvor konferanser bidro til at omsetningstoppen var i ukedagene*» (Betten & Joakimsen, 2022). Dette tilsier at redusert etterspørsel etter hotelltjenester vil påvirke lønnsomheten negativt til eiendomsselskapene innenfor hotellsegmentet.

Sosiokulturelle faktorer påvirker etterspørselen etter næringseiendom. Eiendomsselskapene som fokuserer på kontoreiendom, vil måtte tilpasse kontorlokalene etter kundenes nye behov. Dette kan påvirke lønnsomheten negativt. Under koronapandemien var det mindre reising og nordmenn fikk et nytt forhold til digital møtevirksomhet. Dette forventer å redusere reising i jobbsammenheng og samtidig redusere inntektene til eiendomsselskap med hoteller.

5.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer handler om hvordan nyskapende teknologi kan påvirke og bidra til endring i omgivelsene og kan således ha stor betydning for lønnsomheten til et selskap. Gandhi et al. (2016) argumenterer for at de mest digitaliserte selskapene også er de mest lønnsomme. Endringer i teknologi kan gi muligheter og trusler. Bedrifter som investerer i teknologi, kan få økt markedsrett. Selskap som ikke investerer i teknologi kan gå glipp av potensielle muligheter og bli mindre konkurransedyktige (Johnson et al., 2005).

Eiendomsbransjen har i liten grad hatt fokus på digitalisering og innovasjon, dette er nå i endring (Wad, 2019). Digitalisering kan skape stor verdi, noe det svenske eiendomsselskapet Örebrostäder er et eksempel på. Örebrostäder reduserte kostnadene i eiendomsporteføljen sin med 80 millioner kroner ved å kartlegge og henvende seg til de største forbrukerne av energi ved hjelp av digitale løsninger. I tillegg implementerte selskapet måle- og betalingsløsninger som bidro til endring av forbrukeradfærd i felles vaskerom. Tiltakene reduserte energiforbruket

og selskapets kostnader (Newsec Outlook, 2022). Dette underbygger at eiendomsselskap kan oppnå kostnadsreduksjoner gjennom å benytte teknologi til å effektivisere driften.

Fremitidens teknologiske løsninger vil i stor grad knyttes til bærekraft. Med bedre forståelse av energipåvirkning og adferdsmønster kan eiendomsselskapene iverksette tiltak som øker produktivitet, miljøstandarder, sikkerhet og generelt skape et bedre tilbud for leietaker (Newsec Outlook, 2022). Eiendomsselskap kan investere i digital innovasjon og implementere teknologi som kan måle og samle inn data. Selskapene som prioriterer dette kan få informasjon om eiendommens inn klima, utnyttelsesgrad, bevegelse og brukermønstre. Disse selskapene kan bli mer konkurransedyktig og oppnå høyere lønnsomhet.

Historisk sett har eiendomsbransjen prioritert teknologisk utvikling i liten grad, men dette er i ferd med å endres. Flere selskap har innsett at digital innovasjon kan skape kostnadsreduksjoner og bærekraftige løsninger, samt optimalisere tilbudet for leietaker. Selskapene som prioriterer og tar utnytte av fordelene som teknologi skaper, kan oppnå økt markedsrett og høyere lønnsomhet enn resterende selskap.

5.1.5 Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer handler om utfordringer knyttet til miljøet og kan blant annet være klimaendringer, avfall og utslipp (Johnson et al., 2005). Bærekraft har på lik linje med teknologi, ikke vært et fokusområde for eiendomsselskap, men Hilmar Auran, leder for Newsec Property Asset Management i Norge forteller at «*Målrettet arbeid med bærekraft gir positive resultater – ikke bare for miljøet, men også økonomisk*» (Newsec, 2019). En undersøkelse av de 100 største selskapene i Norge viser at de mest bærekraftige selskapene også er de mest lønnsomme (PWC, 2021). Det kan derfor være sammenheng mellom bærekraft og lønnsomhet i eiendomsselskapene. I 2021 publiserte FN sin klimarapport «En alarm for menneskeheten». Etter rapporten ble publisert, sees effektene blant annet gjennom salgsprospekter hvor eiendommens miljøsertifisering blir tilvist stor oppmerksomhet og sett på som et nøkkelmoment. For 3-5 år siden hadde eiendommens miljøsertifisering kun en nøytral beskrivelse i salgsprospektets tekniske del (Newsec, 2022c).

Byggebransjen står for rundt 40 prosent av verdens energiforbruk, noe som kan tilsi at myndighetene kan stille strengere krav til bransjen fremover (Zero, 2022). Myndighetene sin klimapolitikk kan bety strengere krav for eiendomsselskapene. Lovkravene kan medføre at leietakere som omfattes av EU sine taksonomikrav ønsker et miljøsertifisert bygg for å

tilfredsstillende kravene til EU. Eiendomsselskap som tilbyr miljøsertifiserte lokaler, kan derfor forvente høyere leieinntekt. Dette ser vi effekter av i London, hvor ESG-fokuset er stort blant leietakere og grønne bygg har 12 prosent høyere leiepris (Newsec, 2022b).

I nyere tid har bankene valgt å tilby lavere rente for miljøsertifiserte bygg, noe som reduserer finansieringskostnaden til låntakere. På kort sikt vil dette påvirke avkastningskravet i positiv retning for eiendomsselskap som finansierer sine kjøp med gjeld. Etersom flere investorer har bærekraft som et prioritert investeringskriterium i sitt mandat vil miljøsertifiserte bygg være enklere å omsette. For eiendomsselskap med en portefølje bestående av brune bygg, vil dette gi lavere etterspørsel. Disse selskapene vil på sikt bli tvunget til å fokusere på miljøet for å tilfredsstillende miljøkravene og oppnå gode leiepriser (Newsec, 2022c). Dersom dette ikke gjøres, forventes det at selskapet oppnår lavere leiepriser enn konkurrentene og man vil kunne se lønnsomhetsforskjeller.

Fokuset på bærekraft innenfor eiendomsbransjen har økt betraktelig de siste årene og spesielt etter FN publiserte sin klimarapport i 2021. Bransjen står for et stort klimaavtrykk og det kan forventes strengere reguleringer fra myndighetene og betydelige investeringer tilknyttet bærekraftige løsninger. Bærekraft kan være en faktor som bidrar til å skape lønnsomhetsforskjeller mellom eiendomsselskap, ettersom selskapene som ikke prioriterer bærekraft kan få vanskeligheter med finansiering fra bankene og bli mindre attraktiv blant leietakere.

5.1.6 Juridiske faktorer

Juridiske forhold omhandler lover og regler som bedrifter må forholde seg til, og som påvirker eiendomsselskapene (Johnson et al., 2005). Selskaper som har bundet opp kapital i prosjekter, der eksempelvis tomt og byggetillatelsen lar vente på seg, gir negative konsekvenser. Dette kan være rentekostnader tilknyttet binding av kapital. Prosjekter bør iverksettes tidlig for å dra nytte av kontantstrømmen eiendommen skaper. Likevel bør ikke kapital bindes for tidlig, da den kan nyttes til andre formål i mellomtiden. Juridiske faktorer kan derfor redusere eiendomsselskapenes handlingsrom og påvirke lønnsomheten.

Eiendomsselskap må også forholde seg til kommunens areal- og reguleringsplaner. Reguleringsplanene er juridisk bindende og definerer arealformålet innenfor et planområde (Plan- og bygningsloven, 2008, §12-1). Oppdaterte planer er tilpasset næringslivet og innbyggernes behov. De tilrettelegger for verdiskaping og «det gode liv». Manglende planer,

eller planer som ikke tilfredsstillter behovene og/eller arealformålet til eiendomsselskapet kan forsinke prosjekter med 1 til 2 år, noe som øker kostnader for selskapet, eksempelvis dersom det vil være behov for ny reguleringsplan. Vår vurdering er at juridiske faktorer, kan redusere eiendomsselskapenes handlingsrom og medføre økte kostnader. Eiendomsselskap som er oppdatert på det til enhver tid gjeldene regelverket, kan planlegge og utnytte kapasiteten bedre, og slik unngå økte kostnader som følge av juridiske faktorer.

5.1.7 Oppsummering av PESTEL-analyse

Analysen av politiske faktorer viser at den politiske situasjonen i Norge er stabil, noe som skaper et godt utgangspunkt for eiendomsselskapenes lønnsomhet. Den økonomiske situasjonen i Norge er preget av høy inflasjon, som skyldes blant annet høye energi- og importpriser. Kombinert med en norsk økonomi i høykonjunktur i form av gode BNP-tall og lav arbeidsledighet, har Norges Bank sett seg nødt til å sette opp styringsrenta for å dempe inflasjonen. Det kan gi høyere finanskostnader for eiendomsselskapene og kan ha en negativ innvirkning på lønnsomheten til selskap med mye gjeld. Ved en heving av styringsrenten vil BNP-tallet i Norge reduseres og på lengre sikt kan vi forvente at arbeidsledigheten vil øke ettersom det er en negativ korrelasjon mellom BNP og arbeidsledighet. Den lave arbeidsledigheten i Norge gir økt etterspørsel etter kontorlokaler og er positivt for lønnsomheten til selskap med slike lokaler. På lengre sikt kan lønnsomheten reduseres når arbeidsledigheten øker. Koronapandemien har endret arbeidshverdagen til mange og arbeidsplassen må i større grad tilrettelegges for fleksible kontorlokaler for samhandling fremfor konsentrasjonsarbeid. Historisk sett har eiendomsbransjen ikke prioritert teknologisk utvikling. Digital innovasjon kan skape kostnadsreduksjoner og bærekraftige løsninger, samt optimalisere tilbudet for leietaker. Det kan være interessant å undersøke om lønnsomheten øker for selskap som prioriterer teknologi. I tiden fremover forventes det også at miljømessige faktorer vil bli prioritert i større grad enn tidligere ettersom eiendomsbransjen er ansvarlig for en stor andel av klimautslippene. Eiendomsselskap som ikke prioriterer bærekraft, kan få dårligere lånevilkår, og vanskeliggjøre finansiering fra banker. Selskapene kan også fremstå mindre attraktive for leietakere som vektlegger bærekraft. Det kan virke som om det er en sammenheng mellom lønnsomhet og bærekraft i eiendomsbransjen, noe som kan være interessant å undersøke senere.

5.2 Analyse av bransjen

Nedenfor vil vi gjennomføre en bransjeanalyse ved å benytte Porters femkraftsmodell. Modellen består av fem krefter som undersøkes for å forstå et selskaps forutsetninger for verdiskapning og lønnsomhet. Analysen vil vise hvordan kreftene kan påvirke lønnsomheten til eiendomsselskapene ulikt og bidra til å skape lønnsomhetsvariasjoner. Vi rangerer konkurransekraftenes innvirkning på lønnsomheten gjennom skalaen lav, moderat og høy.

5.2.1 Kjøpernes forhandlingsstyrke

Kjøpermakt beskriver individuelle kunders evne til å forhandle på utsalgsprisen slik at det går utover selgerens profitt. Tilbud og etterspørsel bestemmer i stor grad kundens forhandlingsstyrke (Besanko et al., 2013).

Beliggenhet er en av de mest avgjørende forholdene for leietakere ved valg av næringseiendom. På enkelte geografiske områder har man sett økt risiko for ledige lokaler. Eiendom som befinner seg i ugunstige områder kan være mindre ettertraktet. I disse områdene kan antall tilbydere øke. Når tilbyderne er mange, kan kundene inneha en viss forhandlingsstyrke. Dette kan medføre lavere leiepriser og redusert lønnsomhet for selskap som besitter mindre sentrale eiendommer. Leiekontraktene på sentrale eiendommer tegnes på et høyere prisnivå enn tidligere (Betten & Joakimsen, 2022). Dette tyder på at forhandlingsstyrken er lavere i disse områdene. Selskap som forvalter en eiendomsportefølje bestående av sentralt beliggende eiendommer, vil kunne se et positivt utslag på lønnsomheten. Eiendommens beliggenhet kan derfor knyttes til kundens forhandlingsstyrke og bidra til å skape lønnsomhetsforskjeller.

Arbeidsledigheten i august 2022 var 3,2 prosent (SSB, 2022). Basert på statistikk som strekker seg fra 2006 til 2022, er arbeidsledigheten litt lavere enn normalen i Norge for de siste 16 årene (Lea, 2022). Når arbeidsledigheten er lav, er etterspørselen etter kontorlokaler høy. Som følge av høy etterspørsel vil kundene ha liten forhandlingsstyrke over eiendomsselskap innenfor kontorsegmentet. Dette kan medføre at eiendomsselskap med kontorlokaler kan ta høyere leiepriser, noe som er positivt fra et lønnsomhetsperspektiv.

Komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet fastsetter styringsrenten (Norges Bank, 2022a). Som nevnt i delkapittel 5.1.2 var denne renten null prosent våren 2020 og startet å øke høsten 2021 (Norges Bank, 2022c). Når renten er høy, blir gjelden dyrere. Som en konsekvens, vil eiendomsselskapene lempe denne kostnaden over på leietaker ved å øke leieprisen. Økt

leiekostnad kan medføre betjeningsvanskeligheter for enkelte leietakere. Dersom eiendomsselskapene opplever tap av leieinntekt, vil det påvirke lønnsomheten negativt. Høyere rente skaper derfor en risiko tilknyttet eiendomsselskapenes kontantstrøm og forutsigbarhet. En renteøkning kan gjøre det vanskeligere å finne likvide leietakere. Likvide leietakere kan da bli mer ettertraktet og inneha forhandlingsstyrke over eiendomsselskapene. Offentlige selskap anses som en stor, solid og forutsigbar leietaker, og kan derfor inneha en viss forhandlingsstyrke. Denne forhandlingsstyrken kan påvirke lønnsomheten til eiendomsselskap med kontorlokaler og logistikkbygg, men er mindre aktuell for aktører med hotell og handelsbygg. Likevel kan faktumet om at kontorledigheten er rekordlav og at leiekontrakter tegnes på et høyere prisnivå nå enn tidligere tyde på at norsk næringsliv generelt står sterkt, noe som vil begrense forhandlingsstyrken (DNB Næringsmegling, 2022). Dette er positivt for eiendomsselskapenes lønnsomhet. Det kan derimot nevnes at økte renter, økt inflasjon og resesjonsfrykt skaper en usikkerhet i markedet for næringsbygg i kommende år, noe som kan kjøle ned markedet og påvirke lønnsomheten negativt (Jacobsen, 2022).

Kjøperen har liten forhandlingsstyrke ovenfor eiendomsselskap med sentralt beliggende eiendommer. For eiendomsselskap med mindre sentrale eiendommer, vil kjøperne inneha en viss forhandlingsstyrke. Dette viser at lokalisering er en faktor som påvirker kjøperstyrken. Grad av kjøperstyrke, som følge av lokalisering, kan bidra til å skape lønnsomhetsvariasjoner mellom eiendomsselskapene. Lav arbeidsledighet etter pandemien gjør at vi vurderer kjøperens forhandlingsstyrke som lav på kort sikt. På lang sikt kan forhandlingsstyrken endres som følge av økte renter og inflasjon. Dette kan gjøre offentlige selskap til mer attraktive leietakere og øke deres forhandlingsstyrke ovenfor eiendomsselskapene.

5.2.2 Fare for nyetableringer

Nye aktører kan påvirke etablerte aktørers profitt på to måter. Ved å redusere etterspørselen ved å fordele kundene på flere aktører, eller gjennom reduksjon av markedskonsentrasjonen og økt rivalisering (Dilek & Top, 2012).

Nyetableringer har en sterk sammenheng med inngangsbarrierene for å konkurrere i bransjen (Porter, 1980). Som nevnt i delkapittel 1.3 er det registrert omtrent 72 000 eiendomsselskaper i Norge. Dette tyder på at inngangsbarrierene for å drive med næringseiendom er relativt lav. Det er mange selskap i eiendomsbransjen, men de fleste er små aktører (Loga & Qvale, 2013). Dette gjør bransjekonsentrasjonen høy. Eiendomsbransjen er kapitalintensiv, og finansiering av

eiendom kan være kapitalkrevende og vanskelig. Når kapitalbehovet er høyt, begrenses antallet aktører som kan etablere seg, og sannsynligheten for nyetableringer reduseres. Hvilket segment selskapet etablerer seg i vil avgjøre hvor høye inngangsbarrierene er. Anskaffelse av et lite lagerbygg kan kreve mindre kapital enn hotell, kontor- eller handelslokaler. Det er lite tilbud av eiendommer av høy kvalitet med attraktiv beliggenhet (Ødegaard, 2019). Disse eiendommene anses som en mangelvare og gjør innsatsfaktorene i eiendomsbransjen begrenset. Prisene på eiendommer sentralt i Oslo vil naturligvis være høyere enn en tilsvarende eiendom i distriktet. Inngangsbarrierene kan derfor ses i sammenheng med lokalisering. Inngangsbarrierer kan også knyttes opp mot styringsrenten. Når renten er høy, reduseres villigheten til å ta risiko og gjøre investeringer (Pettinger, 2019). Dette øker inngangsbarrierene for aktører som har vurdert å etablere seg i eiendomsbransjen. Aktørene vil se mindre oppside i investeringer som følge av økte rentekostnader, noe som vil redusere sannsynligheten for nyetableringer.

Kundens byttekostnader er en annen faktor som bør vurderes i forhold til inngangsbarrierene. Vår forståelse er at byttekostnadene vil variere fra segment til segment. Kunder signerer kontrakter med eiendomsselskapet som er av ulik lengde. Eksempelvis er kontraktene innenfor kontorsegmentet lengre enn kontraktene innenfor handelssegmentet (OLT, 2021). Dette kan gi lavere byttekostnader for kunder innen handelssegmentet. Videre er det krevende for en kunde å endre eiendomsselskap dersom kunden har tilpasset seg lokalet og området det befinner seg i. En endring av lokaler vil kreve tilpassing og kan redusere effektivitet. Det kan påvirke kundens lønnsomhet, samt vekke misnøye hos deres kunder og ansatte dersom lokalet ikke innfrir behovene til lokasjon, utforming eller virksomhetens aktiviteter (Næringseiendom, 2019). Endring av lokaler gir en viss risiko for kunden noe som øker byttekostnadene. Etablerte aktører kan ha opparbeidet kunderelasjoner og inngått langsiktige kontrakter med kunden. For at nye aktører skal kapre markedsandeler vil det derfor kreves betydelig med tid og innsatsfaktorer. Samtidig kan kundene foretrekke et selskap med erfaring og kompetanse. Dette kan være vanskelig å etterligne og må opparbeides over tid, noe som gir etablerte eiendomsaktører et konkurransefortrinn.

Som følge av høye inngangsbarrierer til enkelte segmenter og lokalisering, kan det gi eiendomsselskap med lokaler i attraktive, sentralt beliggende områder, noe lavere konkurranseintensitet. Kunder til selskap som har handelseiendom, kan ha lavere byttekostnader enn kunder innen de øvrige segmentene. I disse segmentene kan etablerte

selskap ha inngått langsiktige kontrakter og opparbeidet et kompetansefortrinn. Dette danner et godt grunnlag for lønnsomhetskapring, og disse selskapene kan skille seg ut som mer lønnsomme. Etablerte selskap bidrar til å skape høye inngangsbarrierer i enkelte deler av eiendomsbransjen, noe som reduserer faren for nyetableringer. Det vil være krevende for nyetableringer å redusere etterspørselen eller markedskonsentrasjonen nevneverdig. Faren for nyetableringer vurderes som lav.

5.2.3 Rivaliseringens intensitet

Rivalisering mellom aktørene kommer av at en eller flere aktører føler seg truet, eller ser en mulighet til å kapre en bedre posisjon i markedet. Ved økt konkurranse om markedsandeler kan enkelte aktører være villig til å godta en lavere avkastning for å oppnå høyere markedsandel. Rivaliseringen mellom eiendomsselskap vil avhenge av flere faktorer, eksempelvis antall aktører i markedet. Desto flere aktører, desto større er konkurranseintensiteten mellom dem. I markedet for næringsseiendom i Norge er det mange aktører. Konkurransen er imidlertid lokal og lønnsomheten avgjøres i stor grad av etterspørselen i områdene eiendomsselskapet eksponerer seg for. Eksempelvis vil ikke konkurransen til et eiendomsselskap med lokaler i Trondheim bli spesielt påvirket av en aktør med tilsvarende lokaler i Oslo. I konkurransen om markedsposisjon, benytter aktørene seg av ulike strategier (Porter, 1980). Strategier knyttes til valg av geografisk eksponering for å maksimere markedsandel. Det geografiske området eiendomsselskapet eksponerer seg for, vil si noe om antall rivaler, konkurransen om markedsandeler, eiendomspriser og leiepriser, faktorer som kan ha innvirkning på selskapenes lønnsomhet. Konkurransen mellom eiendomsselskapene påvirkes også av segment, ettersom dette avgjør hvor mange rivaler selskapet har. Vi vurderer at konkurranseintensiteten i de ulike segmentene kontor, handel, hotell og logistikk er ulik, noe som kan skape lønnsomhetsvariasjoner.

Det kan være attraktivt å differensiere seg fra andre aktører i markedet for å oppnå høyere avkastning (Porter, 1980). Differensiering kan medføre at man treffer et marked hvor forholdet mellom tilbud og etterspørsel er mer attraktivt for tilbyder. Ved å tilby et produkt som det finnes et mindre tilbud av, kan et eiendomsselskap treffe kunder med en høyere betalingsvillighet, noe som kan resultere i økt lønnsomhet. Kundene for næringsbygg vil ha ulike behov og preferanser, noe som skaper mulighet for differensiering. En differensieringsstrategi for eiendomsselskap kan være spesialisering på bærekraftige bygg. Disse selskapene kan bli prioritert når kunder skal inngå nye kontrakter om lokaler. Selskapene kan også få bedre

lånevilkår, noe som gir dem et godt utgangspunkt for å skape lønnsomhet. En annen differensieringsstrategi som benyttes av enkelte eiendomsselskap er differensiering gjennom utvikling av et spesifikt geografisk område.

Som nevnt i delkapittel 5.1.2 påvirker arbeidsledigheten eiendomsselskapene innenfor næringsseiendom. Spesielt selskapene innenfor kontorsegmentet anses å påvirkes stort av arbeidsledigheten. Lav arbeidsledighet gir høy utleiegrad noe som kan redusere rivaliseringens intensitet. Dersom arbeidsledigheten går opp, er det færre kunder, risikoen for redusert utleiegrad øker, og rivaliseringen mellom eiendomsselskapene vil øke. Rivaliseringens intensitet kan på denne måten også påvirke eiendomsselskapenes lønnsomhet og skape lønnsomhetsforskjeller.

I delkapittel 5.1.2 fant vi også ut at inflasjon påvirker eiendomsselskapene. Prisvekst kan svekke konsumentenes kjøpekraft og dermed butikkens inntekt. Eiendomsselskap med handelsbygg får ofte en prosentandel av butikkens omsetning som betaling for leie (Thon Eiendom, 2016). Når konsumentenes kjøpekraft reduseres, vil eiendomsselskapene i handelssegmentet forvente lavere inntekt, noe som kan medføre økt rivalisering og lavere lønnsomhet.

Konkurransenintensiteten i bransjen for næringsseiendom varierer basert på lokalisering og segment. Enkelte områder i det norske eiendomsmarkedet er preget av høy konkurranseintensitet og det er mange aktører i bransjen. På den andre siden er det lav arbeidsledighet og høy etterspørsel etter kontorlokaler, samt gunstige muligheter for diversifisering, spesielt innenfor bærekraft. Rivaliseringens intensitet vurderes derfor til middels.

For å undersøke markedskonsentrasjonen i bransjen, hadde det vært relevant å benytte seg av Herfindahl-Hirschman-indeksen. Den sier noe om hvor stor markedsandel et selskap kaprer, av industriens totale markedsandel (Bondarenko, 2022). Dette kan fortelle noe om rivaliseringens intensitet. Dessverre kjenner vi ikke til hvor alle aktørene i markedet har sin geografiske tilstedeværelse, noe som gjør det vanskelig å beregne dette.

5.2.4 Trussel fra substituttprodukter

Dersom et produkt kan benyttes til det samme formålet som et annet produkt og dermed fungere som en erstatning, omtales det som et substitutt. Substitutter påvirker etterspørselen gjennom å ta markedsandeler og øke rivaliseringen mellom aktørene (Besanko et al., 2013).

En trussel for selskaper som driver utleie av kontorlokaler, er økt benyttelse av hjemmekontor som følge av korona-pandemien (Egge, 2021). I delkapittel 5.1.3 så vi at 68 prosent ønsker å jobbe hybrid. Dersom flere ansatte jobber hjemmefra, vil behovet for kontorlokaler reduseres. En bransjeanalyse utført av Sparebank1 Østlandet beskriver likevel et økende arealbehov for kontor som følge av pandemien og at kun 13 prosent sier de har behov for mindre kontorplass per ansatt, noe som er et rekordlavt nivå (Betten & Joakimsen, 2022). Hjemmekontor virker derfor ikke å ta markedsandel eller øke rivaliseringen.

Fenomenet Coworking er en løsning som tillater kostnadsreduksjoner gjennom at ulike selskap benytter seg av de samme kontorlokalene gjennom å dele infrastruktur, utstyr og resepsjonist på tvers av bedriftene (Hogarty, 2021). Coworking konseptet kan sees på som et substitutt for tradisjonelle kontorer og har økt i popularitet på verdensbasis. Fra 16 599 lokaler i 2018 til 28 552 lokaler i 2022 (Statista, 2022). Vi ser de samme tendensene i Norge. En undersøkelse fra Union viser at antall fleksible arbeidsplasser i Stor-Oslo har økt fra 3836 i 2016 til 17 333 i 2021. Det forventes videre vekst av disse lokalene fremover (Union Gruppen, 2021). Ulempen med Coworking er at lokalene ikke kan tilpasses etter eget behov, de ansatte får mindre privatliv og det kan være mer krevende å skape en følelse av samhold mellom de ansatte i bedriften. Coworking er et voksende og ettertraktet konsept. Dersom etterspørselen etter tradisjonelle kontorlokaler reduseres som følge av Coworking, kan det være aktuelt for eiendomsselskapene innenfor kontorsegmentet å bli en tilbyder av konseptet. Agile selskap vil raskt tilpasse og omstrukturere eksisterende kontorlokaler til Coworkinglokaler. Disse selskapene kan oppnå økt lønnsomhet. Selskap som ikke tilpasser seg en slik endring, vil kunne få redusert lønnsomhet.

Netthandel kan være en trussel for selskaper som driver med handelsbygg. Pandemien økte netthandelen, og endret nordmenns forbruksmønster fra tjenestekonsum til forbrukskonsum. Undersøkelser viser at nordmenns handlevaner på nett har økt etter pandemien. Selv etter koronakrisen har 38 prosent benyttet nettbutikker til å handle varer vi tidligere ville handlet fysisk (NTB, 2020). Dette kan påvirke lønnsomheten til selskap innenfor handelssegmentet negativt. Sparebank1 Østlandet sin undersøkelse viser økt satsing på enkelte områder av fysisk handel, herunder nevnes kjøpesenter spesielt som et satsingsområde (Betten & Joakimsen,

2022). Mange verdsetter fortsatt mulighetene fysisk handel gir, som å kunne se og prøve varene fysisk, samt tilegne seg varen umiddelbart ved behov. Videre kan ikke netthandel erstatte tjenester som frisører og massører.

Netthandel har drevet opp etterspørselen etter logistikkeiendom, og koronapandemien økte behovet ytterligere. Et stort behov for attraktive og sentrale logistikkeiendommer, gjenspeiles av et prisnivå langt over det europeiske gjennomsnittet (Newsec, 2022a). Vår vurdering er at dette kan ha påvirket lønnsomheten til eiendomsselskap innenfor logistikksegmentet positivt.

Selv om forbrukere av kontorlokaler har fått et annet forbrukermønster og nye vaner gjennom hjemmekontor og Coworking, er etterspørselen og behovet etter kontorlokaler fortsatt høy. Alternativene kan ikke erstatte kontorlokalenes evne til å skape samhold og sosialt miljø, samt tilrettelegge for samarbeid og kommunikasjon. Hjemmekontor og Coworking anses derfor ikke som perfekte substitutter for kontorlokaler og vil trolig ikke true lønnsomheten til eiendomsselskap med kontoreiendom. Netthandel kan ikke erstatte mulighetene en fysisk butikk gir, og man ser økt satsing på kjøpesenter. Likevel er det en sterk økning i netthandel. Det må derfor anses som en trussel for lønnsomheten til eiendomsselskap innenfor handelssegmentet. For logistikksegmentet er økt netthandel positivt ettersom det driver opp etterspørselen etter logistikkeiendom. Vi vurderer trusselen fra substitutter som lav. En økende trend for benyttelse av hjemmekontor, Coworking plasser og netthandel, gjør imidlertid at trusselen kan bli større i fremtiden.

5.2.5 Leverandørenes forhandlingsstyrke

Dersom leverandørene kan forhandle priser slik at den aktuelle industrien påvirkes negativt, har leverandørene forhandlingsstyrke. Leverandørene kan utøve sin forhandlingsstyrke dersom de er konsentrert i markedet, eller når kunden er låst til leverandøren (Besanko et al., 2013).

Byggentreprenører kan ha forhandlingsstyrke. Store byggentreprenører, eksempelvis Veidekke ASA, har kunnskap og ressurser til å utvikle krevende prosjekter. Dersom selskapene som kan levere krevende utviklingsprosjekter er konsentrert i markedet, kan de inneha en viss forhandlingsstyrke. De store bygg- og anleggsselskapene utgjør 80 prosent av bransjen (BDO, 2018). Dette betyr at byggentreprenører kan kreve høyere priser fra eiendomsselskapene dersom det er et begrenset antall entreprenører i markedet som kan levere slike prosjekter. Det kan tenkes at eiendomsselskap som har hatt et langt og vellykket samarbeidsforhold med en

byggentreprenør, oppnår gunstigere avtaler. Byggentreprenører kan derfor påvirke lønnsomheten til eiendomsselskapene og bidra til å skape lønnsomhetsvariasjoner.

Kapitaltilgang er en viktig innsatsfaktor for eiendomsselskap. Banken er en leverandør for eiendomsselskapene i form av finansiering, og gode finansieringsvilkår er nødvendig for at eiendomsselskap skal oppnå økt lønnsomhet (Aase, 2022). Finanskostnader kan utgjøre en betydelig andel av eiendomsselskapenes totale kostnader, og virke inn på selskapets lønnsomhet. Banken kan påvirke lønnsomheten ved å heve og senke renten basert på deres oppfatning av risikoen tilknyttet investeringen. Imidlertid kan det være hard konkurranse mellom bankene om å tilby kunden finansiering. Dersom rivaliseringen mellom bankene er høy, vil deres forhandlingsstyrke være begrenset. Variasjon i finansieringsvilkår kan være en faktor som bidrar til å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom eiendomsselskap. Det kan tenkes at eiendomsselskapets forhold til leverandøren vil kunne påvirke vilkårene også her. Hvilke finansieringsvilkår sparebankene og forretningsbankene gir et eiendomsselskap, vil påvirke eiendomsselskapets risikovillighet tilknyttet investeringsmuligheter, noe som kan gå utover lønnsomheten.

Byggentreprenører kan ha forhandlingsstyrke over eiendomsselskap dersom entreprenørene som kan levere et prosjekt er konsentrert i markedet. Dette kan gi underleverandørene en viss forhandlingsstyrke til å kreve høyere priser. Bankenes mulighet til å justere renten kan ha en innvirkning på et eiendomsselskap sine finanskostnader og investeringsmuligheter, men det forutsetter lav konkurranse mellom bankene. Leverandørene har derfor en viss mulighet til å påvirke eiendomsselskap negativt gjennom prisendring. Hvilke finansieringsvilkår de velger å gi de ulike eiendomsselskapene, kan bidra til å skape lønnsomhetsforskjeller. Forholdet eiendomsselskapet har opparbeidet til sin leverandør, kan være en faktor som påvirker lønnsomheten ulikt. Deres forhandlingsstyrke anses som moderat.

5.2.6 Oppsummering av bransjeanalyse

Bransjeanalysen ble utført for å undersøke hvordan konkurransekraftene påvirker selskapene, og om de danner ulike forutsetninger for verdiskapning og lønnsomhet. Dette kan hjelpe oss å besvare hva som skaper lønnsomhetsvariasjoner. Vi delte kreftene inn i tre ulike nivå, lav, moderat og høy, før vi undersøkte de nærmere. Kunden anses å ha en lav forhandlingsstyrke over selskap med sentralt beliggende eiendommer, men høyere forhandlingsstyrke over selskap med mindre sentrale eiendommer. Lokaliseringsstrategi kan slik skape lønnsomhetsvariasjoner.

Etablerte eiendomsselskap kan skape høye inngangsbarrierer og redusere faren for nyetableringer, men størrelsen på inngangsbarrierene vil variere basert på lokalisering og segment. Eiendomsbransjen for næringseiendom består av mange aktører. Konkurransen er imidlertid lokal, og konkurranseintensiteten vil variere basert på lokalisering. Trusselen fra substitutter vil variere basert på segment. Kontorsegmentet trues av hjemmekontor og Coworking, mens selskap innenfor handelssegmentet trues av netthandel. Lønnsomheten i logistikksegmentet kan imidlertid påvirkes positivt av netthandel. Vi anser byggentreprenører og banker som noen av de viktigste leverandørene for eiendomsselskapene. Ettersom eiendomsbransjen er kapitalintensiv, vil finansieringsvilkårene kunne ha en stor betydning på lønnsomheten. Hvilket forhold selskapet har til leverandøren, kan være en faktor som skaper forskjeller i vilkår fra leverandørene og bidrar til å gi lønnsomhetsvariasjoner.

Basert på vår analyse har kreftene lav til moderat innvirkning på selskapene, noe som danner et godt grunnlag for lønnsomhet. Resultatet av bransjeanalysen oppsummeres i tabellen under.

Krefter	Grad
Kjøpernes forhandlingsstyrke	Lav
Fare for nyetableringer	Lav
Rivaliseringens intensitet	Moderat
Trussel fra substituttprodukter	Lav
Leverandørenes forhandlingsstyrke	Moderat

Tabell 9: Oppsummering av bransjeanalyse

5.3 Konklusjon konkurranseanalyse

I dette kapittelet benyttet vi PESTEL-rammeverket og Porters femkraftsmodell for å utføre en makro- og bransjeanalyse. Analysene dannet utgangspunktet for å besvare forskningsspørsmål 1:

Hva kjennetegner konkurransearenaen til norske eiendomsselskap innenfor næringseiendom?

PESTEL-rammeverket viser at eiendomsselskap har forutsigbare, stabile politiske rammer. På kort sikt er det en lav arbeidsledighet og stor verdiskapning i Norge. Dette bidrar til å øke etterspørselen etter næringseiendom og spesielt kontorlokaler, noe som kan slå positivt ut på lønnsomheten til selskaper som operer innenfor kontorsegmentet. Som følge av høy inflasjon har Norges Bank sett seg nødt til å heve styringsrenten. Rentehevingen vil gi økte rentekostnader for eiendomsselskapene, noe som kan redusere lønnsomheten, spesielt for selskap med mye gjeld. På lengre sikt forventes det høyere arbeidsledighet som konsekvens av rentehevingen, dette kan gi nedgang i etterspørselen etter næringseiendom. Lønnsomheten til eiendomsselskapene med fokus på kontorlokaler vil antakelig svekkes mer enn resterende selskap. Reguleringer fra politisk hold kan senke farten i utviklingsprosjekter. Selskapene som vektlegger eiendomsutvikling i stor grad, kan derfor få redusert lønnsomhet. Vi undersøker miljømessige faktorer og forventer at dette vil bli en større prioritet for eiendomsselskap i tiden fremover i kombinasjon med teknologisk innovasjon for å møte krav fra interessenter. Selskap som vektlegger bærekraft og teknologi, kan redusere kostnadene og bli mer attraktive blant leietakere. Funn viser at makroomgivelsene utgjør en moderat trussel for lønnsomheten til eiendomsselskapene. Forholdene forventes å påvirke selskapene noe ulikt, ettersom selskapene fokuserer på ulike segmenter. Dette kan bidra til å forklare lønnsomhetsforskjeller mellom eiendomsselskap med fokus på næringseiendom.

Porters femkraftsmodell viste at kjøpernes forhandlingsstyrke er lav, men vil variere basert på om eiendommen har en sentral lokalisering eller ikke. Eiendomsbransjens kapitalkrav kan gi høye inngangsbarrierer og redusere faren for nyetableringer. Dette kan slå positivt ut på lønnsomheten til selskap med eiendomsporteføljer bestående av sentrale eiendommer i store byer. Inngangsbarrierene vil også variere fra segment til segment. Rivaliseringens intensitet er lokal. Den anses som middels som følge av mange aktører. Hjemmekontor, Coworking og nettbutikker er ikke perfekte substitutter for tradisjonelle kontorlokaler og fysiske butikker. De utgjør derfor en liten trussel for øyeblikket, noe som er gode nyheter for lønnsomheten til

selskap med kontorlokaler og handelsbygg. Likevel kan substituttenes negative effekter på tradisjonelle selskaper øke fremover. Leverandørene innehar en viss forhandlingsstyrke over eiendomsselskapene gjennom prising av entreprenørtjenester og finansieringsvilkår. Dette kan slå positivt ut på lønnsomheten til selskapene med gode leverandørforhold. Basert på funnene fra bransjeanalysen konkluderes det med at eiendomsbransjen har et godt grunnlag for å skape profitt.

6 Lønnsomhetsanalyse

I dette kapittelet ønsker vi å kartlegge sentrale regnskapsposter for de spesielt utvalgte eiendomsselskapene, samt belyse lønnsomhetsvariasjoner mellom dem i perioden 2015-2021. Formålet med kapittelet er å besvare forskningsspørsmål 2:

Hvilke regnskapsposter er sentrale for å forstå lønnsomhetsvariasjoner mellom de spesielt utvalgte eiendomsselskapene innenfor næringseiendom i Norge og hvilke lønnsomhetsvariasjoner finnes mellom dem i perioden 2015-2021?

For å besvare dette forskningsspørsmålet, starter vi med en common size-analyse for å identifisere store regnskapsposter og sammenligne disse mot andre selskap. Videre ser vi på selskapenes finanskostnader og hvordan de har utviklet seg over perioden. Vi foretar deretter en nøkkeltallanalyse, hvor vi ser på mål på lønnsomhet, soliditet og likviditet. Til slutt vil vi foreta en korrelasjonsanalyse for å avdekke eventuell samvariasjon mellom nøkkeltallene. Sammen vil disse analysene gi et inntrykk av viktige regnskapsposter, selskapenes lønnsomhet og lønnsomhetsvariasjoner i perioden.

6.1 Sentrale poster i årsregnskapet

Ved å se på sentrale poster i årsregnskapet, vil vi opparbeide en forståelse av selskapenes økonomiske stilling. Først undersøkes resultatregnskapet, som viser totale inntekter og kostnader for et gitt regnskapsår. Deretter undersøkes balanseregnskapet som gir en oversikt over selskapets eiendeler, egenkapital og gjeld. Ved å undersøke årsregnskapet kan vi avdekke sentrale poster for selskapene i utvalget. Dette kan gi oss en forståelse av hva som skaper lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene.

6.1.1 Resultatregnskap

Inntekter

Eiendomsselskapene sin kilde til driftsinntekter kommer primært fra leieinntekter og verdiendringer. Det er vanlig med tidsbegrensede leiekontrakter mellom utleier og leietaker med en varighet på fem år eller mer. Leiekontrakter som er tidsbegrenset gir en forutsigbar kontantstrøm med leieinntekter til utleier (Aubert, 2022). Driftsinntekter består også av inntekter ved salg av eiendom og andre driftsinntekter. Inntekter og utgifter fra kjøp og salg av

eiendom er inkludert i analysen ettersom alle eiendomsselskapene anser dette som en del av sin drift. Vi har kommentert årene der disse aktivitetene skaper svingninger i verdiene.

Kostnader

Vi tror eiendomsrelaterte driftskostnader utgjør en stor andel av eiendomsselskapene sine totale kostnader, ettersom kostnadene er direkte knyttet til eiendomsporteføljen selskapene besitter. Dette er kostnader som vedlikeholdskostnader, felleskostnader, utleie og eiendomsadministrasjonskostnader, tap på fordringer og andre eiendomsrelaterte kostnader. Ettersom selskapene i utvalget besitter en portefølje bestående av mange bygg kan vi forvente at det er en del kostnader knyttet til vedlikehold. Størrelsen på vedlikeholdskostnader vil være avhengig av teknisk stand, bygningstype og bruksområde (Newsec, 2022b). Eldre nedslitte bygg krever gjerne mer vedlikehold og vil derfor være mer kostbare enn nye bygg for å holde i god teknisk stand. Leietakertilpasning utgjør også en del av kostnader knyttet til vedlikehold.

Andre driftskostnader består blant annet av varekostnader, avskrivninger og kostnader knyttet til gebyrer og generalforsamlinger. Dette er kostnader som påløper i driften til selskapene i utvalget utover de eiendomsrelaterte som ble nevnt i avsnittet over.

Under regnskapsposten administrasjonskostnader inngår administrasjonshonorarer, lønnskostnader og andre administrasjonskostnader. Dette kan være kostnader knyttet til økonomisk og teknisk forvaltning, styreadministrasjon og leietakeroppfølging (Newsec, 2022b). Ettersom eiendomsbransjen er mer kapitalintensiv enn arbeidsintensiv vurderer vi det dithen at det ikke er store kostnader knyttet til lønn.

Finanskostnader er en kostnad forbundet med selskapets anskaffelse av fremmedkapital og består av renter, tap ved salg av aksjer, provisjon og gebyrer (Gårseth-Nesbakk, 2022). Vi tror finanskostnader er en betydelig utgiftspost for eiendomsselskapene fordi bransjen anses som kapitalintensiv og selskapene ofte har høye lånekostnader da de i stor grad er finansiert gjennom lån.

Common size

I delkapittel 4.7.1 beskrev vi analyseteknikken common size som benyttes til å forstå lønnsomhet i et selskap eller bransje. Analyseteknikken kan benyttes til å undersøke både resultatregnskapet og balanseregnskapet, men vi velger å undersøke resultatregnskapet. Dette gjør vi for å kunne se på selskapets drift, noe som vil være relevant for å undersøke lønnsomhetsforskjeller. Common size er en form for vertikal analyse som tar utgangspunkt i

selskapets inntektsside og undersøker hvor stor andel selskapets kostnader utgjør av inntektssiden. I denne delen utfører vi en common size-analyse for å identifisere de største regnskapspostene til eiendomsselskapene. Analysen vil også hjelpe oss å sammenligne størrelsen på regnskapspostene mellom selskapene. For å gjøre dette tas det utgangspunkt i et forholdstall for å undersøke hvor stor andel selskapets kostnader utgjør. Vi benytter oss av driftsinntekt som forholdstall. Deretter undersøker vi hvor stor andel kostnadene utgjør av dette forholdstallet. Ved å gjøre dette på alle selskapene i analysen, kan vi sammenligne selskapene og se hvilke selskap som har de høyeste og laveste kostnadene relativt sett. Dette kan bidra til å forklare hva som skaper lønnsomhetsvariasjoner.

I analysen benytter vi oss konsekvent av konsernregnskap ettersom det opprettes et eget aksjeselskap for hver eiendom. Tallene er basert på gjennomsnittet for perioden, da dette vil gi et inntrykk av selskapenes «normale» kostnader i analyseperioden.

	OLT	Entra	Ragde Eiendom	Norwegian Property	Eiendomsspar
Driftsinntekt	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Eiendomsrelaterte kostnader	30 %	8 %	17 %	7 %	15 %
Andre driftskostnader	4 %	12 %	8 %	7 %	17 %
Administrasjonskostnader	8 %	6 %	4 %	7 %	8 %
Driftsmargin	58 %	74 %	71 %	79 %	60 %

Tabell 10: Common size-analyse

Tabellen over gir et inntrykk av hvordan eiendomsrelaterte kostnader, andre driftskostnader og administrasjonskostnader er fordelt hos de ulike selskapene. I tillegg inkluderer vi selskapenes driftsmargin, for å se forholdet mellom totale driftsinntekter og driftskostnader. Undersøkelsen viser oss at eiendomsrelaterte kostnader (15 prosent) i snitt utgjør den største kostnadsposten for eiendomsselskapene, deretter andre driftskostnader (9 prosent) og administrasjonskostnader (7 prosent). Vi ser av tabellen at det er betydelige forskjeller i de eiendomsrelaterte kostnadene. OLT har de høyeste gjennomsnittlige eiendomsrelaterte kostnadene gjennom perioden, på 30 prosent. De høye eiendomsrelaterte kostnadene består i hovedsak av kostnader tilknyttet vedlikehold, utleie og markedsføring av eiendommer. OLT besitter hovedsakelig kjøpesentereieendom. Kjøpesentere har et høyt antall besøkende, det kan derfor tenkes at denne bygningstypen blir utsatt for mye slitasje og har høye vedlikeholdskostnader. Videre har et kjøpesentere et stort antall leietakere. Vår forståelse er at dette medfører hyppigere leietakerutskiftning og dermed økte kostnader tilknyttet anskaffelse av nye leietaker og leietakerutilpasning. Norwegian Property har de laveste eiendomsrelaterte kostnadene i perioden på 7 prosent. Selskapet besitter eiendommer av høy attraktivitet i sentrale områder. Disse

eiendommene er mangelvare jf. delkapittel 5.2.2. Dersom det er krevende å finne et tilsvarende kontorlokale, blir leietaker mindre villig til å bytte. Det er lengre gjennomsnittlig leieperiode i kontorsegmentet i forhold til handelssegmentet (OLT, 2021b). For Norwegian Property kan dette bety lavere kostnader tilknyttet leietakerutskiftning og leietakertilpasning. Det kan også tenkes at bygg av høy kvalitet krever mindre vedlikehold, noe som gir mindre eiendomsrelaterte kostnader.

Videre ser vi at det også er store forskjeller i andre driftskostnader. Eiendomsspar har de høyeste andre driftskostnadene. Avskrivninger inngår i andre driftskostnader og Eiendomsspar har relativt høye avskrivninger sammenlignet med resten av utvalget. OLT har de laveste andre driftskostnadene. Dette forklares av lave avskrivninger og varekostnader i perioden. Det kan argumenteres for at OLT får bedre innkjøpsvilkår enn de andre selskapene i utvalget på grunn av sin størrelse, noe som driver ned kostnadsposten.

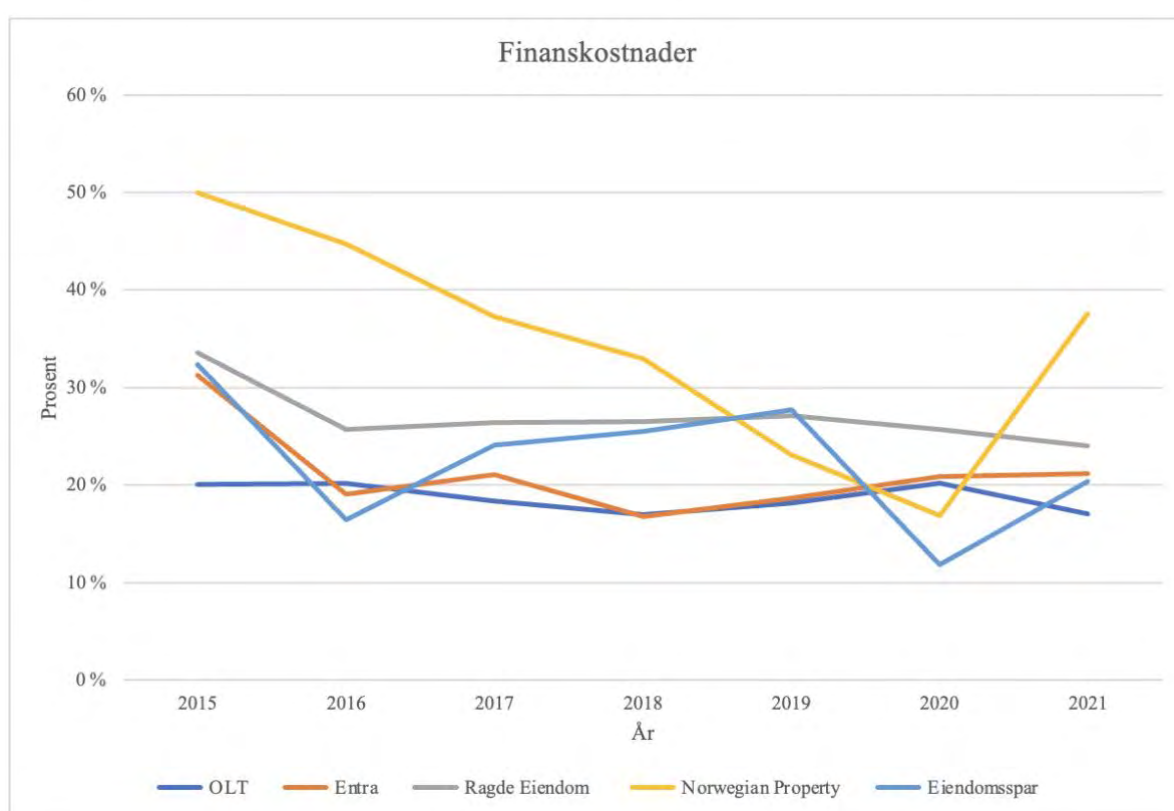
Eiendomsspar har de høyeste administrasjonskostnadene sammen med OLT. Eiendomsspar sine administrasjonskostnader består i hovedsak av lønnskostnader og vi ser at disse har økt mot periodens slutt. Fra 2018 til 2021 økte lønnskostnadene fra 46 til 72 millioner. Spesielt lederne mottar høye ytelser i form av lønn og bonus. Dette forklarer mye av selskapets høye administrasjonskostnader. For OLT består administrasjonskostnadene hovedsakelig av lønnskostnader og administrasjonshonorarer. Som nevnt i delkapittel 2.2 har OLT eiendom spredt utover et stort geografisk område. Dette kan øke kompleksiteten og drive opp lønnskostnadene. Videre er OLT underlagt Olav Thon Stiftelsen. OLT betaler et administrasjonshonorar på 4 prosent av leieinntekten til denne stiftelsen. Dette bidrar til å drive opp administrasjonskostnadene. Ragde Eiendom har de laveste administrasjonskostnadene. Disse består i hovedsak av lønnskostnader. Det kan virke som at lønnskostnadene er lave i forhold til hvor mye eiendom selskapet forvalter, som kan tyde på at Ragde Eiendom driftes effektivt. Det er vanskelig å si noe om årsaken til dette, men god struktur og planlegging, i tillegg til evaluering og implementering av nye tiltak, kan effektivisere driften.

Til slutt ser vi på driftsmarginen, den sier noe om hvor lønnsom driften til selskapene er. Norwegian Property har den høyeste verdien, etterfulgt av Entra, Ragde Eiendom, Eiendomsspar og OLT. Dette vil si at Norwegian Property hadde de laveste driftskostnadene over perioden i forhold til driftsinntekten, mens OLT hadde de høyeste driftskostnadene i forhold til driftsinntekten. Driftsmarginen ligger på mellom 58 og 79 prosent, noe vi anser som høyt. Høy driftsmargin kjennetegner kapitalintensive bransjer. Her utgjør finanskostnader ofte

en betydelig andel av kostnadene. Eiendomsbransjen er kapitalintensiv, det kan derfor være interessant å undersøke finanskostnadene nærmere.

Finanskostnader

Eiendomsbransjen er kapitalintensiv og eiendommer finansieres i stor grad gjennom lån av fremmedkapital. Finanskostnadene kan derfor utgjøre en stor andel av eiendomsselskapenes kostnader. Dette gjør det interessant å undersøke finanskostnadene og om de kan bidra til å forklare lønnsomhetsforskjeller mellom selskapene i utvalget. Figuren under viser hvor mye finanskostnader har utgjort av driftsinntekten for hvert av selskapene i perioden 2015-2021¹.



Figur 8: Finanskostnader

	OLT	Entra	Ragde Eiendom	Norwegian Property	Eiendomsspar
Gjennomsnittlig finanskostnad	19 %	21 %	27 %	35 %	23 %

Tabell 11: Gjennomsnittlig finanskostnad

Vi ser at Norwegian Property har de høyeste finanskostnadene over perioden på 35 prosent, mens OLT har de laveste finanskostnadene på 19 prosent av driftsinntekten. Norwegian Property sine finanskostnader består i all hovedsak av rentekostnader. Dårlige

¹ Se Appendiks 1 for beregning av finanskostnader i prosent av driftsinntekter

finansieringsvilkår kan være en årsak til høye finanskostnader. Dersom Norwegian Property har høyere finanskostnader enn de andre selskapene, til tross for en tilsvarende gjeldsandel, kan dette relativt sett gi høyere finanskostnader enn øvrige selskap. Kilder til dårlige finansieringsvilkår kan være dårlig kredittverdighet, lite fokus på bærekraft eller usunn finansieringsstruktur hvor det er ubalanse mellom egenkapital og gjeld. Som sett fra delkapittel 5.2.5 kan forholdet til leverandør av kapital også påvirke finansieringsvilkårene. Dette kan også være en årsak som forklarer hvorfor OLT har de laveste finanskostnadene.

6.1.2 Balanseregnskap

Eiendeler

Investeringseiendom utgjør den desidert største delen av eiendelene til selskapene i studien. Det skyldes naturligvis at selskapene har eiendom som kjernevirksomhet. Da det kreves store mengder kapital for å finansiere eiendommene er det ikke overraskende at denne regnskapsposten utgjør den største andelen av balansen på eiersiden. Disse eiendommene eies for å oppnå leieinntekter og/eller verdistigning.

Andre driftsmidler utgjør stort sett en beskjeden andel av eiendelene til selskapene i studien. Denne regnskapsposten inneholder primært driftsløsøre som kan blant annet være verktøy og kjøretøy som brukes til å drifte eiendommene.

Investeringer i felleskontrollerte- og tilknyttede selskaper utgjør en relativt stor andel av eiendelene til selskapene. Felleskontrollerte selskaper er selskaper hvor de ulike konsernene i studien har felles kontroll sammen med en annen part. Tilknyttede selskaper er selskap der en investor har en betydelig innflytelse, men det er ikke et datterselskap eller et felleskontrollert selskap (Norsk Regnskapsstiftelse, 2008).

Kundefordringer og andre fordringer utgjør en andel av eiendelene til utvalget. Fordringene er hovedsakelig knyttet til leietakere hvor formålet er å få betalt inn leieinntekter som er utestående ved forfall. Finansielle eiendeler består primært av bankinnskudd og kontanter, investeringer i aksjer, lån til felleskontrollerte- og tilknyttede selskap, samt lån til datterselskap.

Egenkapital og gjeld

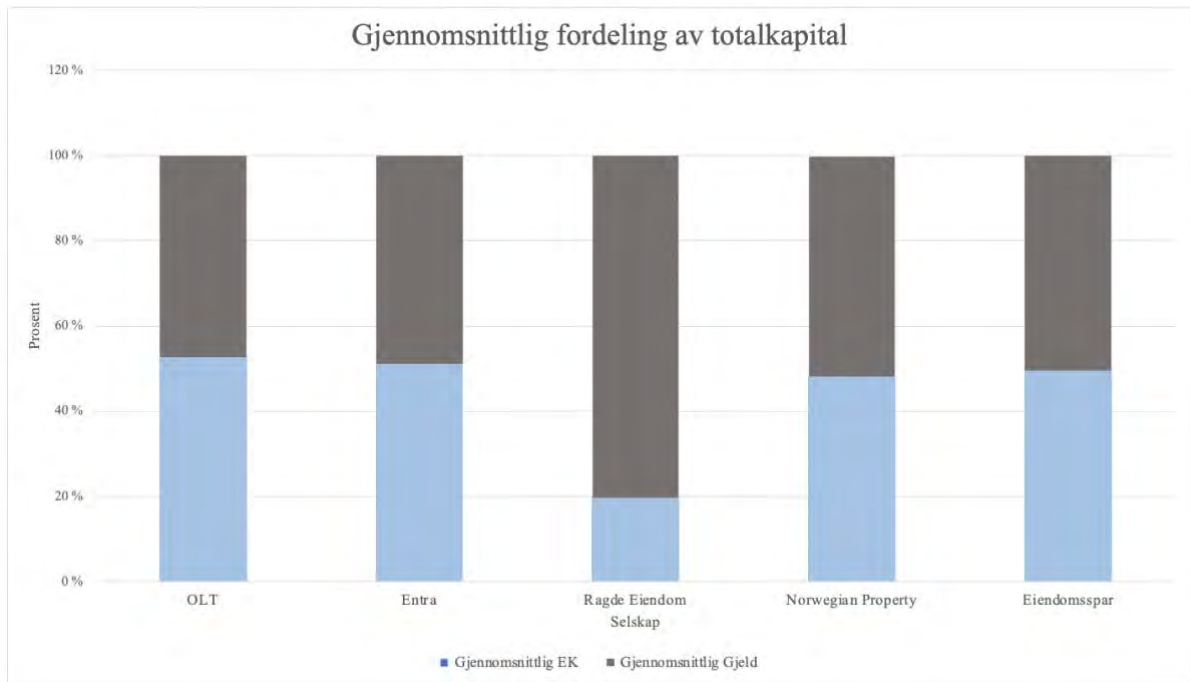
Den andre delen balansen deles inn i består av egenkapital og gjeld. Ettersom eiendomsbransjen er kapitalintensiv, er det interessant å undersøke hvor mye av totalkapitalen som består av egenkapital og gjeld. Egenkapitalen til selskapene i studien, består hovedsakelig av innskutt- og opptjent egenkapital, samt overkurs.

Gjelden til selskapene består av både kortsiktig og langsiktig gjeld. Den største gjeldsposten for samtlige av selskapene i utvalget er langsiktig rentebærende gjeld. Denne posten består av banklån og obligasjoner med forfall senere enn ett år. Den langsiktige gjelden tas opp primært for finansiering av eiendommer, samt tomter til selskapene. I tillegg har selskapene annen langsiktig gjeld, bestående av leasingforpliktelser, pensjonsforpliktelser og andre langsiktige forpliktelser.

Selskapene har også kortsiktig rentebærende gjeld. Dette er rentebærende gjeld knyttet til obligasjoner og banklån med forfall innen ett år. Kortsiktig gjeld som ikke er rentebærende består av leverandørgjeld, betalbar skatt, utbytte, leasing, forskuddsbetalt leie og andre forpliktelser.

Eiendomsbransjen kjennetegnes som kapitalintensiv jf. delkapittel 2.1. Dette har naturligvis en betydning for selskapenes balanse. Figuren under viser gjennomsnittlig totalkapital og skal gi et bilde av forholdet mellom egenkapital og gjeld for selskapene i utvalget². Ragde Eiendom skiller seg ut som selskapet med lavest egenkapitalandel på 20 prosent, mens de andre selskapene har en egenkapitalandel på mellom 48 prosent og 53 prosent.

² Se Appendiks 2 for beregning av totalkapitalfordeling



Figur 9: Gjennomsnittlig fordeling av total kapital fra perioden 2015-2021

	OLT	Entra	Ragde Eiendom	Norwegian Property	Eiendomsspar
Gjennomsnittlig EK	53 %	51 %	20 %	48 %	50 %
Gjennomsnittlig Gjeld	47 %	49 %	80 %	52 %	50 %

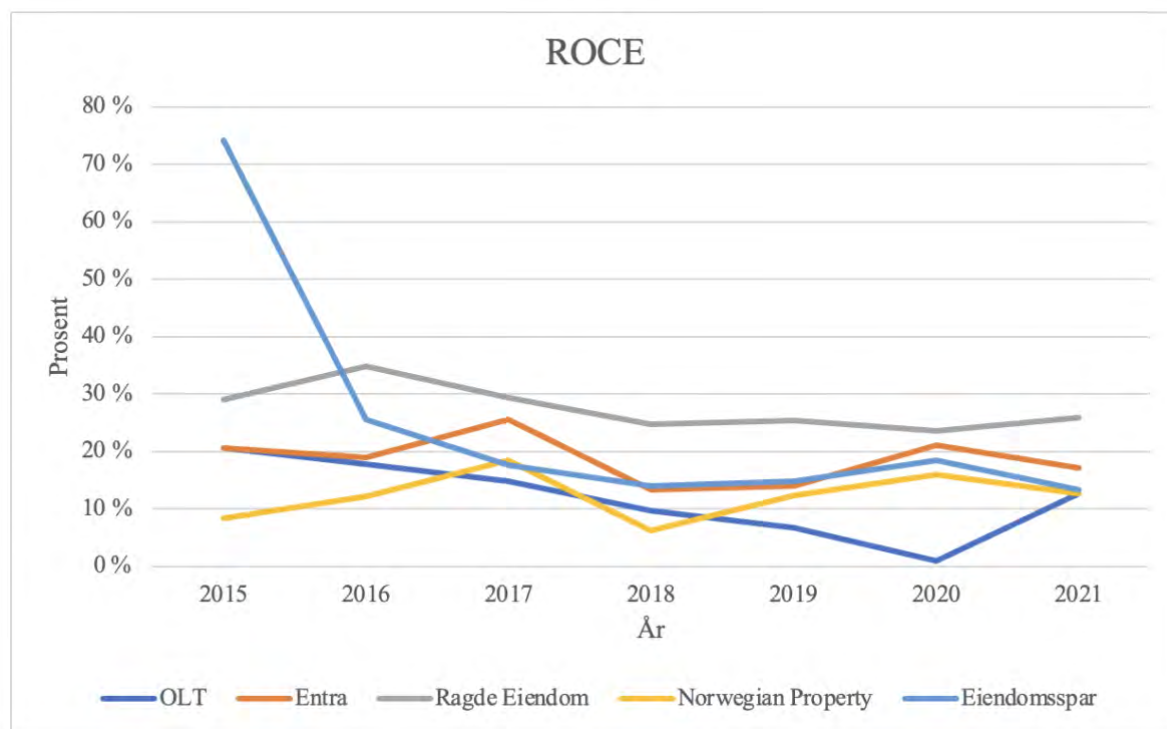
Tabell 12: Gjennomsnittlig fordeling av total kapital fra perioden 2015-2021

6.2 Nøkkeltallanalyse

For å få en dypere innsikt i den økonomiske situasjonen til eiendomsselskapene i utvalget ser vi nærmere på nøkkeltall. Ved å utføre en analyse av de mest relevante nøkkeltallene får vi bedre oversikt over hvilke forskjeller det er i lønnsomhet blant utvalget i studien, samt deres evne til å opprettholde lønnsomheten. Analysen vil se på følgende tre nøkkeltall, ROCE, finansiell gjeldsgrad og likviditetsgrad 1.

6.2.1 ROCE

I delkapittel 3.4.1 introduserte vi nøkkeltallet ROCE som måler et selskap sin avkastning på sysselsatt kapital. ROCE viser hvor effektivt et selskap klarer å anvende ressursene sine uavhengig om eiendelene er finansiert med egenkapital eller gjeld. ROCE undersøker eiendomsselskapenes lønnsomhet ved å se på avkastning på sysselsatt kapital og vil fungere som et overordnet mål på lønnsomhet. Det kan være interessant å beregne ROCE for å undersøke hvor effektivt selskapene skaper lønnsomhet med sin omsetning.



Figur 10: Utvikling i ROCE for hvert selskap gjennom perioden 2015 til 2021

	OLT	Entra	Ragde Eiendom	Norwegian Property	Eiendomsspar
Gjennomsnittlig ROCE	12 %	19 %	28 %	12 %	25 %

Tabell 13: Gjennomsnittlig ROCE i perioden

Figuren ovenfor viser utviklingen i ROCE for utvalget gjennom perioden 2015-2021³. Det er relativt stor variasjon blant utvalget gjennom undersøkelsesperioden. Ved å se på figuren ser vi at OLT skiller seg ut ved å ha den laveste avkastningen på sysselsatt kapital. I 2015 var avkastningen på sysselsatt kapital 21 prosent, mot 1 prosent i 2020. Hvis vi ser nærmere på selskapets avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler kan vi se at denne var på 10,65 prosent i 2015 mot 2,4 prosent i 2020. Den lave avkastningen i 2020 kommer i form av et svakt driftsresultat som skyldes at selskapet nedjusterte eiendomsverdier for over 900 millioner i 2020. Fra årsrapporten til OLT kommer det frem at nedjusteringen kommer utelukkende fra selskapet sin kjøpesentereieendom. Dette kan sees i sammenheng med pandemien og den negative utviklingen i BNP som vi nevnte i PESTEL-analysen. Det kan argumenteres for at OLT har blitt hardt rammet av de strenge smitteverntiltakene. Handelssegmentet utgjør 70 prosent av OLT sin eiendomsportefølje og de kan derfor ha vært ekstra utsatt under pandemien når samfunnet stengte ned. Konsumentene måtte holde seg hjemme og netthandelen økte kraftig. OLT sine leietakere kan ha slitt med å betale husleie og i verste tilfelle gått konkurs.

³ Se Appendiks 3-7 for beregning av ROCE

Det kan ha ført til tapt husleie for OLT og økte kostnader i forbindelse med anskaffelse av nye leietakere. På bakgrunn av dette kan vi argumentere for at OLT og handelsegmentet er utsatt for ekstra risiko i enkelte tilfeller.

Entra sin avkastning på sysselsatt kapital har vært mer stabil sammenlignet med OLT i perioden fra 2015 til 2021. I den utvalgte perioden hadde Entra størst avkastning i 2017 med 26 prosent mot sin laveste avkastning på 13 prosent i 2018. Den høye avkastningen på egenkapitalen i 2017 skyldes et godt driftsresultat. Leieinntektene har økt gradvis i løpet av hele perioden og skiller seg ikke ut i 2017. Det som bidrar i størst grad med den høye avkastningen for 2017 er en verdiøkning av næringseiendommene til Entra. Dette året øker verdien av næringseiendom til selskapet med omtrent 3,5 milliarder. Året før var verdiøkningen av porteføljen rundt 2 milliarder og året etter var økningen på 1,4 milliarder. Delkapittel 5.1.2 viste at arbeidsledighet kan brukes som en indikator for markedet på næringseiendom og spesielt kontorlokaler. Entras eiendomsportefølje består kun av kontorlokaler og det er derfor relevant å sammenligne arbeidsledighet mot selskapets lønnsomhet. Vi finner imidlertid liten samvariasjon mellom arbeidsledigheten og Entras ROCE. Dette kan komme av at selskapet har 57 prosent offentlige leietakere. Offentlige leietakere anses som solide og permitterer ansatte i liten grad. Vi tror dette kan forklare noe av mangelen på samvariasjon mellom arbeidsledighet og ROCE for Entra.

Ragde Eiendom sin avkastning på egenkapitalen har vært stabil gjennom undersøkelsesperioden. Selskapet har hatt en avkastning på sysselsatt kapital mellom 24- og 35 prosent fra 2015 til 2021. Den stabile avkastningen kommer i form av et sterkt driftsresultat gjennom perioden. Driftsresultatet kommer primært fra leieinntekter, men også fra salg av næringseiendom. Selskapet har økt driftsresultatet sitt etter skatt med 301 prosent og netto driftsrelaterte eiendeler med 369 prosent i perioden 2015-2021. Veksten i netto driftsrelaterte eiendeler kommer fra kjøp av næringseiendom. I delkapittel 5.2.4 så vi en økning i netthandel, noe som drev opp etterspørselen og prisnivået på logistikkeiendom betraktelig. Ettersom logistikkeiendom utgjør en betydelig andel av Ragde Eiendom sin eiendomsportefølje, kan dette ha bidratt til en økning i leieinntekter og positiv verdiutvikling.

Norwegian Property har gjennom perioden 2015-2021 hatt en relativt jevn avkastning på egenkapitalen sin. Avkastningen var i likhet med Entra størst i 2017 med en ROCE på 18 prosent. Året etter falt avkastningen på egenkapital ned til 6 prosent. Nedgangen i avkastningen på egenkapitalen fra 2017 til 2018 skyldes primært et fall i driftsresultatet. Selskapet opplevde en økning i leieinntektene og kostnadene i 2018, men den store forskjellen i driftsresultatet

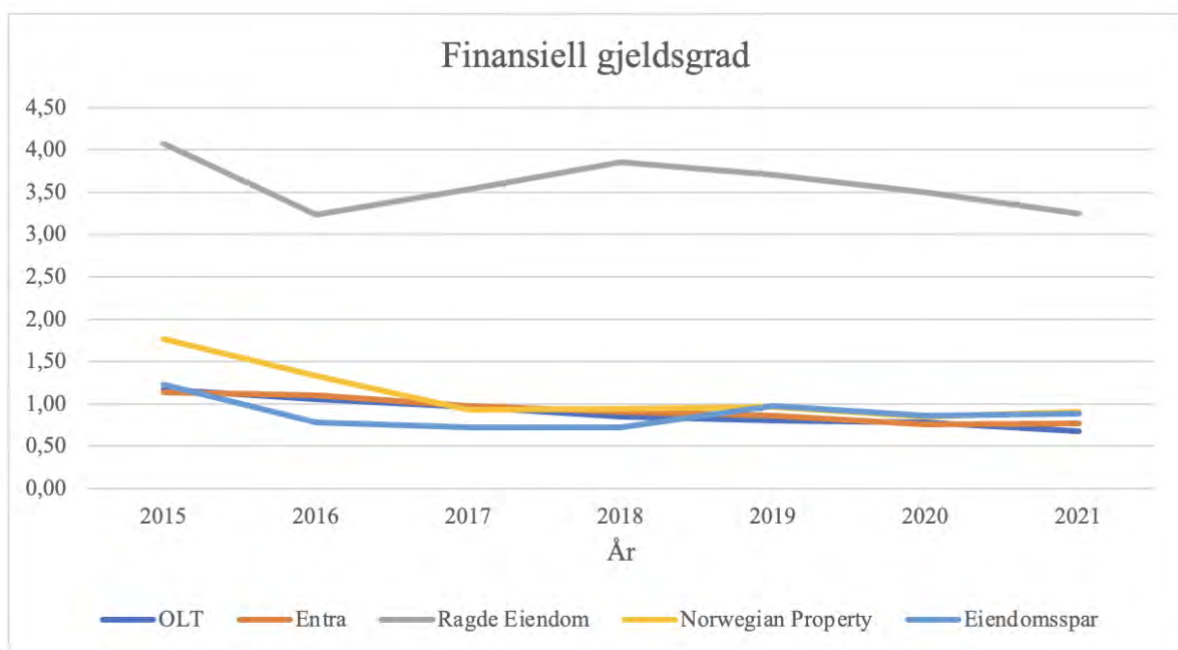
kommer i form av at verdijusteringen av eiendom er vesentlig større i 2017 enn 2018. I 2017 var verdiøkningen av eiendom på 1,047 milliarder mot 161 millioner i 2018. Eiendomsporteføljen til Norwegian Property verdsettes ved diskontering av fremtidige kontantstrømmer hvor det blant annet blir tatt hensyn til makroøkonomiske faktorer og leietakere. I delkapittel 5.1.2 ble det nevnt at styringsrenten startet å øke høsten 2018 etter å ha vært på 0,5 prosent siden 2016. Dette kan ha ført til en høyere diskonteringsrente ved verdivurdering av porteføljen til Norwegian Property som igjen vil påvirke verdivurdering av eiendommen i negativ grad. Videre ser vi tendenser fra figur 10 at Norwegian Property og Entra har en felles utvikling i ROCE gjennom perioden. Begge selskapene opererer primært innenfor kontorsegmentet og det er derfor naturlig å tenke at de blir påvirket av mange av de samme forholdene.

Eiendomsspar sin lønnsomhet har vært ustabil gjennom regnskapsperioden. I 2015 var avkastningen på egenkapital usedvanlig høy med en ROCE på 74 prosent. Hvis vi ser nærmere på hva som har forårsaket den høye avkastningen i 2015 så ser vi at avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler er betydelig høyere enn resten av perioden. Denne avkastningen kommer først og fremst av et høyt driftsresultat, men i tillegg til dette har konsernet mindre netto driftsrelaterte eiendeler i 2015 enn de andre årene. Det sterke resultatet til Eiendomsspar kommer også i form av inntekter fra et tilknyttet selskap. I 2016 er lønnsomheten betydelig redusert med en ROCE på 26 prosent. Fra 2017 og utover er lønnsomheten redusert ytterligere og stabiliserer seg med en avkastning på mellom 13- og 18 prosent. Dette antas å være et mer riktig bilde av selskapet sin lønnsomhet. Selskapet opererer som nevnt i delkapittel 2.2 innenfor flere segmenter. Eiendomsporteføljen er relativt diversifisert og består av kontor, handel, hotell og logistikk. Det kan ha bidratt til en mer jevn lønnsomhet i perioden 2017-2021. Norwegian Property og Entra som fokuserer mest på kontorlokaler har større svingninger i lønnsomheten fra 2017 til 2021, sammenlignet med Eiendomsspar. I tillegg ser vi at OLT som har en hovedvekt av handelsbygg i sin portefølje også har hatt en mer variert lønnsomhet. Dette tyder på at en diversifisert eiendomsportefølje kan bidra til en mer stabil lønnsomhet og er mindre utsatt for markedssvingninger.

6.2.2 Soliditet

En betydelig del av eiendomsselskapene sin finansiering kommer gjennom fremmedkapital, det er derfor viktig å se på gjeldssiden i balansen. Ved å undersøke selskapenes soliditetsnivå, kan vi få et inntrykk av selskapenes forhold mellom egenkapital og gjeld. Dette kan videre fortelle oss noe om finanskostnadenes betydning som kostnadspost for hvert enkelt selskap. Dersom selskapet har mye gjeld, vil dette ha betydning for finanskostnadene og slå ut på lønnsomheten. Dette kan bidra til å forklare lønnsomhetsforskjeller.

Etter å ha undersøkt balanseregnskapet i delkapittel 6.1.2, fant vi variasjoner i gjeldsandelen mellom selskapene. Vi vil derfor vurdere gjeldsandelen gjennom å se på finansiell gjeldsgrad. Denne vil gi oss en indikasjon på selskapets soliditet. Soliditetsnivået er viktig for å opprettholde gode finansielle prestasjoner, for å oppnå avkastning på eiendeler eller for aksjonærer (Ayoush et al., 2021).



Figur 11: Finansiell gjeldsgrad for utvalget i perioden fra 2015 til 2021

	OLT	Entra	Ragde Eiendom	Norwegian Property	Eiendomsspar
Gjennomsnittlig finansiell gjeldsgrad	0,90	0,93	3,59	1,10	0,88

Tabell 14: Finansiell gjeldsgrad

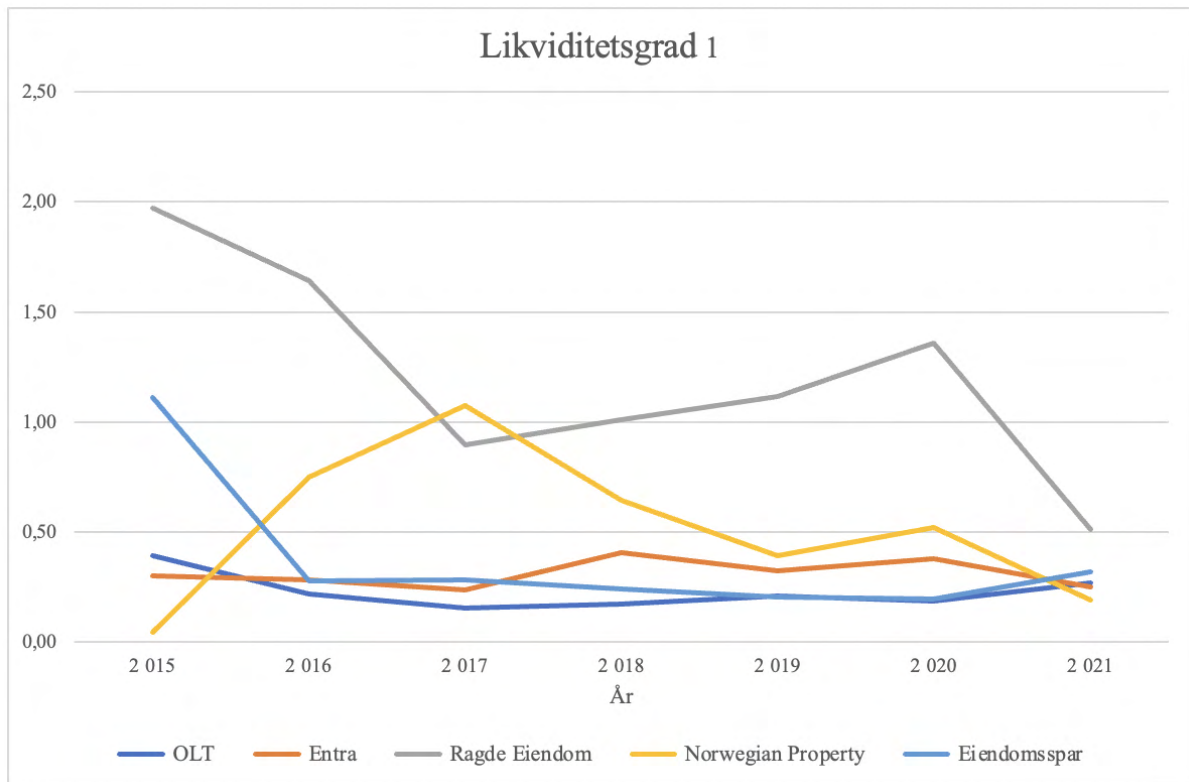
Figuren ovenfor viser gjeldsgraden for utvalget i perioden 2015-2021⁴. Av figuren ser vi at Ragde Eiendom opererer med en betydelig høyere gjeldsgrad enn resten av utvalget. Selskapet har en gjennomsnittlig gjeldsgrad på 3,59 gjennom perioden og i 2015 var gjeldsgraden på sitt høyeste (4,07). Dette året hadde selskapet en netto finansiell gjeld på 5 milliarder og en egenkapital på 1,2 milliarder. Store deler av gjelden til Ragde Eiendom er langsiktig rentebærende gjeld til kredittinstitusjon. Vi vurderer Ragde Eiendom sin gjeldsgrad som tilfredsstillende etter Proff Forvalt sitt klassifiseringssystem.

Klassifiseringssystemet tilsier at resten av utvalget har en kombinasjon av god og meget god gjeldsgrad. OLT, Entra og Eiendomsspar har en gjennomsnittlig gjeldsgrad på under 1 for perioden, som tilsvarer meget god. Norwegian Property sin gjennomsnittlige gjeldsgrad er på 1,10 og klassifiseres som god. Samlet sett kan vi si at selskapenes gjeldsgrad har holdt seg relativt lav og stabil i den undersøkte perioden. Gjeldsgraden indikerer at selskapene er solide og godt rustet til å møte renteopp ganger, samt andre økonomiske utfordringer som kan forekomme. Basert på finansiell gjeldsgrad har Eiendomsspar de beste forutsetningene for å oppnå avkastning på eiendeler og opprettholde lønnsomheten. Vi mener OLT, Entra og Norwegian Property også har gode forutsetninger for dette. Ragde Eiendom opererer med en høyere gjeldsandel sammenlignet med de andre selskapene i utvalget. Høy gjeldsandel kan drive opp finanskostnadene, samt redusere selskapets evne til å tåle tap.

6.2.3 Likviditet

I delkapittel 3.4.3 ble likviditet beskrevet som et av de viktigste elementene for å sikre videre drift av et selskap (Ayoush et al., 2021) og forteller noe om selskapets evne til å innfri sine betalingsforpliktelser (Hussain, 2022). Likviditet påvirker utnyttelsen av selskapets omløpsmidler og driftens stabilitet, noe som kan påvirke profitt (Ayoush et al., 2021). Ved å undersøke finanskostnadene, fant vi at disse utgjorde en stor andel av selskapenes kostnader, mens analysen av økonomiske faktorer i PESTEL gjorde oss oppmerksom på at styringsrenten har vært lav over lengre tid, men ved slutten av 2021 fikk man en økning i denne og så tegn til videre økning. Det kan derfor være interessant å undersøke selskapenes evne til å innfri sine fremtidige betalingsforpliktelser ved å se på likviditetsgrad 1. Denne sier noe om forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktige gjeld.

⁴ Se Appendiks 3-7 for beregning av finansiell gjeldsgrad



Figur 12: Likviditetsgrad 1

	OLT	Entra	Ragde Eiendom	Norwegian Property	Eiendomsspar
Gjennomsnittlig likviditetsgrad 1	0,23	0,31	1,22	0,52	0,38

Tabell 15: Likviditetsgrad 1

Figuren over viser selskapenes utvikling i likviditetsgrad 1 gjennom analyseperioden⁵. OLT har den laveste gjennomsnittlige likviditetsgraden under perioden på 0,23, mens Ragde Eiendom har den høyeste gjennomsnittlige likviditetsgraden på 1,22. Vi ser at ingen av selskapene i analysen har en likviditetsgrad over 2 som er forholdstallet. Eiendomsselskapene bør derfor ikke tilfredsstillende kravet til likviditet. Det er imidlertid viktig å huske på at hva som er en tilfredsstillende likviditetsgrad vil variere fra bransje til bransje. Dersom vi benytter oss av 2 som forholdstall, virker alle selskapene å være illikvid, dette kan tyde på at en tilfredsstillende likviditetsgrad for bransjen er lavere enn forholdstallet.

Analysen gir oss en gjennomsnittlig likviditetsgrad for selskapene i perioden på 0,53. Dersom dette tas som utgangspunkt for tilfredsstillende likviditetsgrad i bransjen, tilfredsstiller OLT og Entra ikke likviditetskravet i analyseperioden, mens Norwegian Property, Ragde Eiendom og Eiendomsspar tilfredsstiller kravet i perioder. Ragde Eiendom skiller seg ut som selskapet med

⁵ Se Appendiks 8 for beregning av likviditetsgrad 1

den høyeste gjennomsnittlige likviditetsgraden under analyseperioden med 1,22. Dette er 135 prosent høyere enn Norwegian Property som har den nest høyeste gjennomsnittlige likviditetsgraden på 0,52. Basert på likviditetsgrad 1 vil Ragde Eiendom ha best forutsetninger for å innfri sine betalingsforpliktelser, noe som vil bidra til å opprettholde lønnsomheten på et akseptabelt nivå. OLT tar størst risiko i forhold til innfrielse av betalingsforpliktelser, noe som kan true driften og dermed lønnsomheten.

Selskapene i analysen har en relativt stabil kontantstrøm fra månedlige leieinntekter. Med en stabil kontantstrøm vet selskapene at kommende inntekt kan benyttes til nedbetaling av kortsiktig gjeld, dette reduserer behovet for store kontantbeholdninger. I tillegg er eiendommene i seg selv relativt likvide og kan tilføre selskapet kontanter. Det foreligger heller ingen klare forhold som tyder på at kontantstrømmen eller eiendommenes verdi vil svekkes i fremtiden og dermed påvirke selskapenes evne til å nedbetale kortsiktig gjeld. Dette kan være noe av grunnen til lave likviditetsgrader. Man kan også argumentere for at det derfor kan være fornuftig med en lav likviditetsgrad for å optimalisere utnyttelsen av omløpsmidlene for å maksimere profitten.

6.3 Korrelasjonsanalyse av nøkkeltall

Det kan være interessant å undersøke nøkkeltallenes samvariasjon. Ved å kartlegge eventuelle samvariasjoner mellom nøkkeltallene, kan vi med økt sikkerhet si noe om hva som skaper lønnsomhetsvariasjoner. Dette kan undersøkes gjennom utførelse av en korrelasjonsanalyse. I kapitlet om analyseteknikker introduserte vi korrelasjons-analyse som en teknikk for å måle samvariasjon mellom to variabler. Dersom det finnes korrelasjon mellom nøkkeltallene vil dette styrke sannsynligheten for at det foreligger samvariasjon mellom nøkkeltallene, noe som kan bidra til å forklare i hvilken grad ulike faktorer påvirker lønnsomheten til eiendomsselskapene. Korrelasjonsanalysen kan hjelpe oss å forstå hvilke faktorer som er relevant å ta med i analysen av lønnsomhetsfaktorer som utføres i neste kapittel.

Vi benyttet ROCE som avhengig variabel, ettersom nøkkeltallet forteller oss hvor effektivt selskapene anvender sin kapital. Eiendomsbransjen er en svært kapitalintensiv bransje, nøkkeltallet anses derfor som et fornuftig mål på lønnsomheten for å sammenligne de ulike selskapene. Vi undersøkte korrelasjonen tilknyttet de uavhengige variablene driftsinntekter, eiendomsrelaterte kostnader, andre driftskostnader, administrasjonskostnader, finanskostnader, soliditet og likviditet. Tabellen under presenterer funnene fra korrelasjonsanalysen.

ROCE	Pearsons korrelasjon	1,00
	P-verdi	
	N	35
Driftsinntekter	Pearsons korrelasjon	-0,84
	P-verdi	0,01
	N	35
Eiendomsrelaterte kostnader	Pearsons korrelasjon	-0,79
	P-verdi	0,08
	N	35
Andre driftskostnader	Pearsons korrelasjon	-0,18
	P-verdi	0,01
	N	35
Administrasjonskostnader	Pearsons korrelasjon	-0,55
	P-verdi	0,01
	N	35
Finanskostnader	Pearsons korrelasjon	0,64
	P-verdi	0,08
	N	35
Soliditet (finansiell gjeldsgrad)	Pearsons korrelasjon	0,84
	P-verdi	0,03
	N	35
Likviditet (likviditetsgrad 1)	Pearsons korrelasjon	0,81
	P-verdi	0,07
	N	35

Tabell 16: Korrelasjonsanalyse

Korrelasjonsanalysen viser at ROCE har en veldig sterk negativ korrelasjon med driftsinntekter og eiendomsrelaterte kostnader⁶ (-0,84 og -0,79). Dette kan tyde på at ROCE reduseres dersom driftsinntekter eller eiendomsrelaterte kostnader øker. Vi kan se at OLT, som er selskapet med størst omsetning, har lavest ROCE (12 prosent) sammen med Norwegian Property. Norwegian Property er imidlertid selskapet med lavest omsetning over perioden. Det er viktig å huske på at koeffisienten ikke sier noe om sammenheng, kun om det er korrelasjon. Vi kan dermed ikke fastslå om driftsinntektene påvirker ROCE negativt. Videre er korrelasjonen mellom eiendomsrelaterte kostnader og ROCE også negativ, her er imidlertid P-verdien høyere enn signifikansnivået, korrelasjonen anses derfor ikke som signifikant.

Administrasjonskostnadene har en -0,55 korrelasjon med ROCE og korrelasjonen anses som signifikant med en p-verdi på 0,01. En korrelasjon på -0,55 anses som moderat. Dette vurderer vi som at det er samvariasjon mellom ROCE og administrasjonskostnader.

⁶ Se Appendiks 9 for beregning av korrelasjon

Det er veldig svak negativ korrelasjon (-0,18) mellom ROCE og andre driftskostnader som er signifikant på 5 prosent signifikansnivå. Disse beveger seg derfor i motsatt retning av hverandre med relativt liten kraft. Dette kan tyde på at andre driftskostnader ikke er en avgjørende faktor for å forstå lønnsomhetsforskjellene.

Finanskostnadene har en sterk positiv korrelasjon med ROCE på 0,64 og en p-verdi på 0,08. Vi så fra analysen av finanskostnadene at Ragde Eiendom hadde de høyeste finanskostnadene, selskapet har også høyest ROCE. Videre har OLT og Norwegian Property lavest finanskostnader og lavest ROCE-verdi. P-verdien er imidlertid høyere enn signifikansnivået og korrelasjonen anses ikke som signifikant.

Finansiell gjeldsgrad og likviditetsgrad 1 har en veldig sterk positiv korrelasjon med ROCE på 0,84 og 0,81, mens signifikansnivåene ligger på henholdsvis 0,03 og 0,07. Dette viser at finansiell gjeldsgrad beveger seg i samme retning som ROCE og at soliditeten er samsvarende med ROCE. Vi husker fra soliditetsanalysen at Ragde Eiendom hadde høyest finansiell gjeldsgrad. De er også det selskapet med høyest ROCE. Korrelasjonen mellom ROCE og likviditet er også veldig sterk, men p-verdien er høyere enn signifikansnivået på 0,05 og anses derfor ikke som signifikant.

En korrelasjonsanalyse tar ikke høyde for trender som kan oppstå i perioden ved benyttelse av tidsseriedata. Etersom vi benytter oss av tidsseriedata, kan dette svekke korrelasjonsanalysen. Optimalt sett burde det derfor vært utført en regresjonsanalyse for å kontrollere for tidsdrevne trender (Hamilton, 2020).

6.4 Konklusjon

I dette kapittelet har vi utført en lønnsomhetsanalyse som har dannet grunnlaget for å besvare forskningsspørsmål 2:

Hvilke regnskapsposter er sentrale for å forstå lønnsomhetsvariasjoner mellom de spesielt utvalgte eiendomsselskapene innenfor næringseiendom i Norge og hvilke lønnsomhetsforskjeller finnes mellom dem i perioden 2015-2021?

Vi startet med å se på regnskapet og gjennomførte en common size-analyse for å kartlegge utvalget sine største regnskapsposter. I analysen kom det frem at eiendomsrelaterte kostnader gjennomsnittlig var den største driftskostnaden for selskapene, etterfulgt av andre driftskostnader og administrasjonskostnader. Norwegian Property hadde den høyeste driftsmarginen over perioden på 79 prosent, mens OLT hadde den laveste driftsmarginen, på 58 prosent. Norwegian Property sin høye driftsmargin forklares hovedsakelig av lave eiendomsrelaterte kostnader, dette kan komme av at attraktive bygg gir lavere kostnader tilknyttet leietakerutskiftning, leietakertilpasning og vedlikehold. For OLT kommer den lave driftsmarginen i hovedsak av høye eiendomsrelaterte kostnader, dette kan komme av at kjøpesentereieendom er mer utsatt for slitasje og krever mer vedlikehold. Ved å undersøke finanskostnadene til selskapene så vi at Norwegian Property skilte seg ut med de høyeste kostnadene på 35 prosent av driftsinntekten over perioden. OLT har de laveste finanskostnadene på 19 prosent av driftsinntekten. Forskjeller i finanskostnader kan være knyttet til finansieringsvilkår eller finansieringsstruktur.

For å få en dypere innsikt i lønnsomhetsforskjeller og den økonomiske situasjonen til utvalget utførte vi en nøkkeltallanalyse. Vi benyttet ROCE som et overordnet mål på lønnsomhet og avdekket store variasjoner mellom selskapene. Ragde Eiendom hadde den høyeste gjennomsnittlige ROCE-verdien over perioden. Denne kan sees i sammenheng med et godt driftsresultat over hele perioden. Videre kunne vi se at OLT og Norwegian Property hadde de laveste ROCE-verdiene. Lav ROCE skyldes i stor grad høye driftskostnader og nedjusterte eiendomsverdier.

De neste nøkkeltallene vi undersøkte var finansiell gjeldsgrad og likviditetsgrad 1. Selskapene i utredningen hadde en god gjeldsgrad på mellom 0,9 og 1,1, foruten Ragde Eiendom som hadde en gjeldsgrad ansett som tilfredsstillende på 3,59. Høy gjeldsgrad kan drive opp finanskostnadene til Ragde Eiendom sammenlignet med øvrige selskap, samt redusere evnen

til å tåle tap. OLT har den laveste likviditetsgraden over perioden, mens Ragde Eiendom har den høyeste. OLT sin lave likviditetsgrad kan påvirke deres utnyttelse av selskapets omløpsmidler og driftens stabilitet negativt, noe som kan gå utover selskapets profitt.

For å undersøke om det var samvariasjon mellom nøkkeltallene og lønnsomheten utførte vi en korrelasjonsanalyse. ROCE ble benyttet som lønnsomhetsmål. Analysen viser at omsetning og eiendomsrelaterte kostnader hadde en sterk negativ korrelasjon med ROCE. P-verdien til de eiendomsrelaterte kostnadene var imidlertid høyere enn signifikansnivået. Administrasjonskostnader viste en signifikant negativ korrelasjon med ROCE på -0,55, dette anses som moderat korrelasjon. Dette tyder på at en reduksjon i administrasjonskostnader kan påvirke lønnsomheten positivt. Videre er det en veldig svak negativ korrelasjon mellom ROCE og andre driftskostnader som var signifikant, noe som kan tyde på en liten lønnsomhetspåvirkning. Det var sterk positiv korrelasjon mellom finanskostnadene og ROCE på 0,64, men denne var ikke signifikant. Til slutt kartla vi en sterk positiv korrelasjon mellom ROCE og soliditet, samt ROCE og likviditet. Korrelasjonen lå på henholdsvis 0,83 og 0,81, men kun soliditeten anses som signifikant.

7 Lønnsomhetsfaktorer

I kapittel 5 opparbeidet vi en forståelse for hva som kjennetegner konkurransesituasjonen til eiendomsselskapene. Dette hjalp oss å belyse hvilke konkurranseforhold som er mest aktuell å analysere. Deretter belyste kapittel 6 sentrale regnskapsposter og vi fikk en dypere forståelse for hvilke lønnsomhetsvariasjoner som foreligger mellom selskapene. På bakgrunn av dette ser vi nærmere på hva som kan ha forårsaket disse lønnsomhetsvariasjonene i perioden 2015-2021. Vi kartlegger derfor potensielle lønnsomhetsfaktorer og besvarer forskningsspørsmål 3:

Hvilke faktorer kan bidra til å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom de utvalgte selskapene i perioden 2015-2021?

I delkapittel 3.5 presenterte vi rammeverkene til Porter (1985) og Riley (1987) for å identifisere et selskaps kostnadsdrivere. Rammeverkene danner grunnlaget for å besvare dette forskningsspørsmålet. Vi fokuserer på de kostnadsdriverne vi anser som mest relevante for å besvare problemstillingen. Basert på funn i konkurranseanalysen i kapittel 5 og lønnsomhetsanalysen i kapittel 6 har vi kommet frem til fire faktorer som kan ha en påvirkning på lønnsomheten blant utvalget. De potensielle kostnadsdriverne er skala, teknologi, lokalisering og strategiske valg.

7.1 Skala

I kapittel 6 fant vi en signifikant negativ korrelasjon mellom driftsinntekter og ROCE. Dette kan tyde på at ROCE reduseres desto høyere driftsinntektene er, noe som gjør det interessant å undersøke om skala har en påvirkning på lønnsomheten til eiendomsselskapene i utvalget.

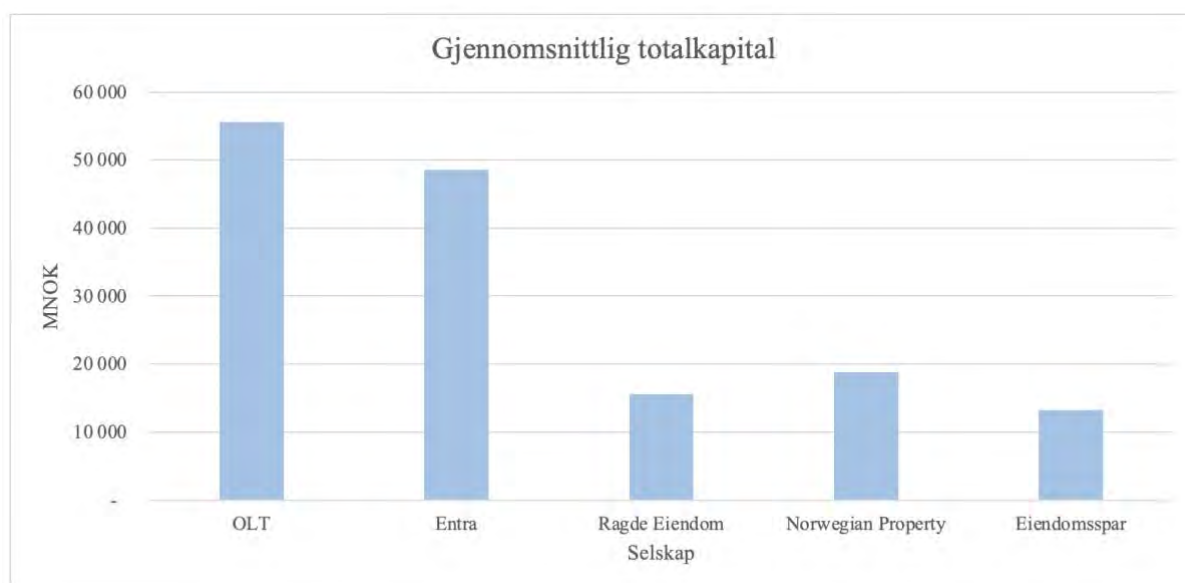
Skala nevnes som en kostnadsdriver i både Porter (1985) og Riley (1987) sitt rammeverk. Porter nevner kilder til skalafordeler som at bedrifter kan effektivisere produksjonsprosesser og oppnå bedre innkjøpsvilkår gjennom effektivisering av aktiviteter og utføring av volumendringer. Dersom produksjonsvolumet er for stort kan dette derimot gi en skalaulempe. Selskapet kan også slite med å utnytte sin fulle kapasitet, dersom kapasiteten er høyere enn behovet. Stor skala kan også øke kompleksiteten og behovet for koordinering, noe som kan gjøre at eiendomsselskap ikke får utnyttet sin kapasitet.

Dette gjør at vi ser nærmere på om lønnsomheten til selskapene i analysen blir påvirket av skala og om skala kan knyttes til lønnsomhetsforskjellene som har oppstått mellom dem. For å undersøke skala, har vi valgt ut to mål, totalkapital og antall kvadratmeter. Ettersom målene er kvantifiserbare, vil dette øke sannsynligheten for å forstå lønnsomhetsforskjeller.

7.1.1 Totalkapital

For å analysere skala har vi undersøkt totalkapitalen til selskapene. Totalkapitalen viser hvor mye egenkapital og gjeld et selskap har. Ettersom eiendomsbransjen regnes som en kapitalintensiv bransje, kan gjennomsnittlig totalkapital være et godt mål på skala. Ulemper med å benytte totalkapital, er at målet ikke sier noe om eksempelvis antall ansatte, kunder eller antall kvadratmeter til utleie. For å finne selskapenes totalkapital ble følgende formel benyttet:

$$\text{Totalkapital} = \text{Egenkapital} + \text{Gjeld}$$



Figur 13: Gjennomsnittlig totalkapital

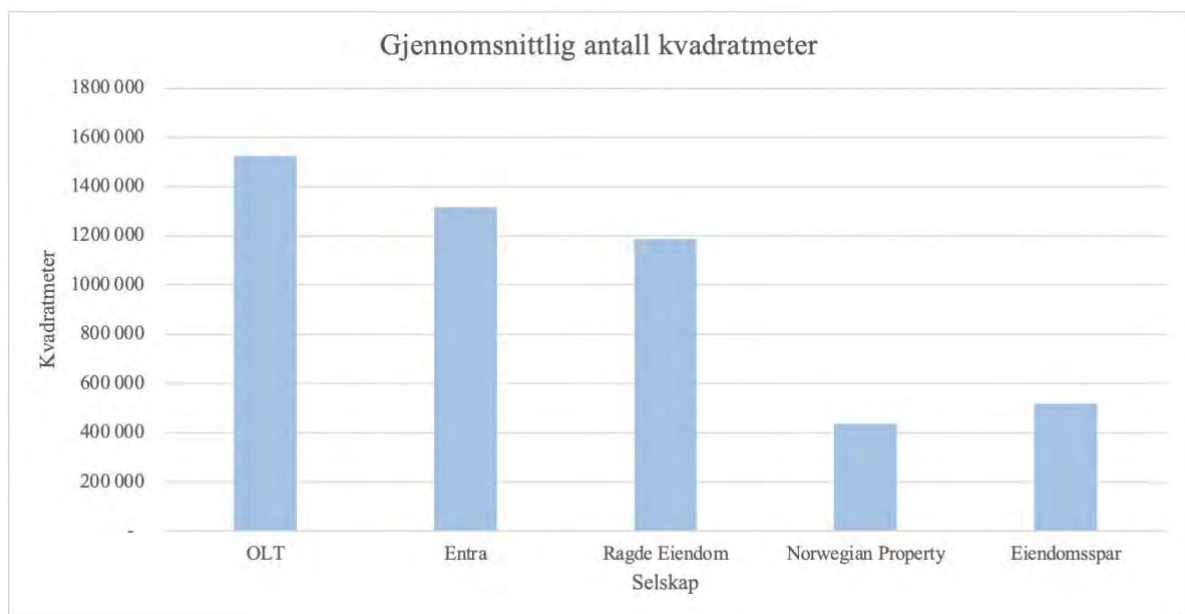
Figuren over viser at OLT har den høyeste gjennomsnittlige totalkapitalen i perioden på 55 milliarder kroner, mens Eiendomsspar har den laveste totalkapitalen på 13 milliarder kroner. Dette kan knyttes opp mot ROCE som var henholdsvis 12 prosent for OLT og 25 prosent for Eiendomsspar. Ettersom OLT er en stor aktør, og i tillegg opererer innenfor handelssegmentet og derfor har en eiendomsportefølje bestående hovedsakelig av kjøpesenter, kan det tenkes at de har mange leietakere å forholde seg til. Mange leietakere kan øke kompleksiteten og behovet for koordinering. Dette kan drive opp administrasjonskostnadene, som vi så hadde en

signifikant negativ korrelasjon med ROCE. Dersom kostnadene er overproposjonale med volum kan det ha en negativ påvirkning på OLT sin lønnsomhet.

7.1.2 Antall kvadratmeter

Det andre målet vi benytter for å undersøke skala, er antall kvadratmeter. Å belyse om antall kvadratmeter eiendomsselskapene forvalter, kan si noe om innvirkningen på selskapets kostnader. Dette kan bidra til å forklare forskjeller i lønnsomhet mellom selskapene. Eiendomsrelaterte kostnader var selskapenes største kostnadspost og inkluderer vedlikeholdskostnader, felleskostnader, utleie- og eiendomsadministrasjonskostnader, tap på fordringer og andre eiendomsrelaterte kostnader. Det kan tenkes at et selskap som forvalter mange store bygg vil ha høyere eiendomsrelaterte kostnader enn et selskap som forvalter noen få bygg, til tross for at eiendomsporteføljens verdi er den samme.

Vi undersøker dette ved å se på gjennomsnittlig antall kvadratmeter. Da får vi en oversikt over hvor stort areal selskapene har forvaltet i perioden. Vi kan deretter sammenligne antall kvadratmeter opp mot selskapene sine eiendomsrelaterte kostnader, for å se om det kan være en sammenheng mellom disse.



Figur 14: Gjennomsnittlig antall kvadratmeter for hvert selskap

Norwegian Property er selskapet som besitter det laveste forvaltningsarealet i perioden. I deres årsrapport for 2021 fremkommer det at «*The strategy is to own high-quality properties centrally located in selected clusters in Oslo*» (Norwegian Property, 2021). Slike eiendommer er kapitalkrevende å tilegne seg, strategien medfører derfor en portefølje bestående av et lavt antall kvadratmeter. Dette kan redusere kompleksiteten og behovet for koordinering, samt vedlikehold, utleie- og eiendomsadministrasjonskostnader og dermed gi lave eiendomsrelaterte kostnader. Vi så fra common size-analysen at Norwegian Property hadde de laveste gjennomsnittlige eiendomsrelaterte kostnadene i perioden på 7 prosent av driftsinntekten. Det kan tyde på en sammenheng mellom antall kvadratmeter og eiendomsrelaterte kostnader. En portefølje bestående av få kvadratmeter kan derimot gjøre porteføljen mindre fleksibel.

Som sett fra delkapittel 2.2 har OLT eiendommer spredt utover hele landet. Dette kan tyde på at selskapet vektlegger sentral beliggenhet i mindre grad. Samtidig krever kjøpesentersegmentet et større antall kvadratmeter. Common size-analysen viser at selskapets eiendomsrelaterte kostnader utgjør 30 prosent av driftsinntekten. OLT får høyere eiendomsrelaterte kostnader i forhold til driftsinntektene enn Norwegian Property relativt sett. Dette tyder på høyere kostnader tilknyttet utleie- og eiendomsadministrasjon, vedlikehold og økt kompleksitet. Dersom kostnadene drives opp som følge av skala, utsettes OLT for en skalaulempe. Dette kan påvirke lønnsomheten negativt.

I dette delkapittelet har vi undersøkt om skala virker inn på lønnsomheten til eiendomsselskapene i utvalget. Vi har benyttet total kapital som et mål på skala og sammenlignet total kapital mot ROCE. OLT har den høyest total kapitalen over perioden og den laveste ROCE verdien på 12 prosent. Eiendomsspar har den laveste total kapitalen over perioden og en ROCE på 25 prosent. OLT sin størrelse og antall bygg, kan medføre økt kompleksitet og behov for koordinering og derfor drive opp kostnadene. Eiendomsspar sin strategi om å ha et mindre antall bygg og mindre størrelse på byggene, kan redusere behovet for koordinering og medføre økt effektivitet. Deretter så vi på antall kvadratmeter som et mål på skala og fant at OLT har forvaltet mest kvadratmeter over perioden. Selskapet har også de høyeste eiendomsrelaterte kostnadene over perioden på 30 prosent av driftsinntektene. Norwegian Property har forvaltet minst kvadratmeter over perioden og hadde de laveste eiendomsrelaterte kostnadene på 7 prosent av driftsinntekter.

7.2 Teknologi

Teknologi som kostnadsdriver handler om verdikjeden og hvilken produksjonsteknologi som blir brukt i de ulike stegene (Riley, 1987). Eiendomsbransjen har i et historisk perspektiv vært sene med å tilpasse seg digitalisering og innovasjon, men dette har begynt å endre seg jf. delkapittel 5.1.4. Videre fant vi at selskapene som ligger lengst fremme i digitalisering også er dem som er mest lønnsomme. For eiendomsselskap kan teknologi bidra til automatisering av repetitive arbeidsoppgaver, datasikkerhet, reduksjon av kostnader og effektivisering av energiforbruket (Gandhi et al., 2016). Det kan derfor være interessant å undersøke nærmere hvordan eiendomsselskapene har benyttet teknologi og om dette er en faktor som kan bidra til å forklare lønnsomhetsvariasjoner. Innovasjon innen teknologi kan deles i flere kategorier. Digitalisering av prosesser og Internet of Things (IoT) er blant kategoriene hvor det foregår mest teknologisk innovasjon innen eiendomsbransjen. Digitalisering av prosesser bidrar til effektivisering av drift (KPMG, 2022). IoT omhandler sensorer, programvare og andre løsninger som kan kobles sammen og dele data (SAP, 2022). For å undersøke teknologifokuset gjøres et dypdykk i selskapenes årsrapporter for perioden 2015-2021, i tillegg til relevante artikler.

OLT fremlegger ingen informasjon om hvordan de benytter teknologi i driften, hverken i årsrapporter eller på hjemmesiden. Vi finner likevel at de benytter seg av RPA-roboter for å registrere leiekontrakter og følge opp fordringer (Ludico, 2022). RPA-roboter er en programvare-teknologi som digitaliserer OLT sine prosesser. Programvaren utfører repetitive prosesser man tidligere benyttet mennesker til å utføre, en slags «digital-ansatt» (Visma, 2022a). Utover dette tiltaket finner vi ingen ytterligere informasjon om OLT sin bruk av teknologi i perioden 2015-2021. Det kommer som en overraskelse at det største selskapet i utvalget ikke utnytter de mulighetene som teknologi gir i større grad. I delkapittel 6.1.1 avdekket vi at OLT har den laveste driftsmarginen og de høyeste eiendomsrelaterte kostnadene blant selskapene. En økt benyttelse av teknologitiltak, som eksempelvis bruk av IoT, kunne bidratt til å effektivisere driften til OLT blant annet i form av prediktivt vedlikehold, smart feilsøking og økt innsikt om inn klima. Dette kunne redusert eiendomsrelaterte kostnader.

I motsetning til OLT har Entra hatt et særlig fokus på utnyttelse av teknologi i perioden 2015-2021. «*Det har blitt et kjerneområde for Entra å ta i bruk og nyttiggjøre seg av teknologi, og vi søker aktivt å bruke teknologi for å gjøre byggene våre smartere og mer miljøvennlige*» (Entra, 2017). Entra sitt teknologifokus fremgår av årsrapporten for 2015, blant annet gjennom

lansering av flere pilotprosjekter (Entra, 2015). Selskapet fokuserer på å skape smarte bygninger gjennom bruk av IoT (Entra, 2020). Entra benytter denne teknologien i de fleste byggene sine, i tillegg til å installere dette i alle nybygg. Vår vurdering er at dette vil øke byggenes kvalitet og attraktivitet. IoT kan benyttes til å effektivisere energiforbruket og redusere kostnadene (KPMG, 2022). Det er vanlig prosedyre at leietaker betaler for eget energiforbruk. Det kan argumenteres for at leietaker ønsker et mest mulig energieffektivt bygg for å redusere energikostnadene. På denne måten kan Entras benyttelse av IoT bidra til at byggene fremstår mer attraktive og gir grunnlag for å kreve en høyere leie. Videre kan man argumentere for at installasjon av IoT er en betydelig investering på kort sikt og vil ikke nødvendigvis ha slått positivt ut på lønnsomheten i perioden 2015-2021. Basert på omfanget av de teknologiske tiltakene Entra har gjort, anser vi deres teknologifokus som stort. Teknologi er en faktor som kan drive opp attraktiviteten på Entras eiendommer og dermed påvirke lønnsomheten positivt. Det kan imidlertid være vanskelig å se hvordan denne teknologien har slått ut på lønnsomheten i perioden, ettersom investeringene er gjort under analyseperioden.

Fra 2015 til 2020 finner vi ingen informasjon tilknyttet Ragde Eiendom sin benyttelse av teknologi i driften. Det kan tyde på at selskapet har hatt et lite fokus på teknologi frem til 2020. Årsrapporten for 2021 viser at selskapet har etablert et datterselskap kalt Ragde Innovation som skal fokusere på innovasjon, teknologi og bærekraft. I løpet av 2021 har de etablert én ladestasjon for el-biler, samt installert solcelleanlegg på to bygg. Dette virker å være de konkrete tiltakene selskapet har gjort i perioden. Gjennom våre undersøkelser har vi fått inntrykk av at Ragde Eiendom har fokusert lite på teknologi i perioden 2015-2021, men etableringen av Ragde Innovation kan tyde på et økt teknologifokus i årene fremover.

Norwegian Property viser ikke til teknologibenyttelse i sine årsrapporter frem til 2020. Dette året skrev selskapet at de anser *«failing to update solutions for energy efficiency or adopt to tomorrows solutions today»* (Norwegian Property, 2020, s. 114) som en av de største truslene innenfor teknologi, ettersom det kan etterlate selskapet med en utdatert eiendomsportefølje. Som et motsvar på denne risikoen har de iverksatt et prosjekt. *«An IoT project with an MSc student at the Norwegian University of Science and Technology (NTNU) was introduced in 2020. This will look at how the use of sensor technology in existing buildings can boost operational and energy efficiency. The aim is to be at the forefront in terms of technological risk for the existing building stock»* (Norwegian Property, 2020, s. 106). Dette forteller oss at Norwegian Property i samarbeid med en student, iverksatte et prosjekt for å undersøke fordelene ved å benytte IoT. Vi tolker dette som at prosjektet tilegnes relativt lite ressurser

sammenlignet med Entra sitt IoT prosjekt. Samtidig startet prosjektet først i 2020. Utenom dette prosjektet, finner vi ingen informasjon om at Norwegian Property har tatt i bruk nye teknologiske hjelpemidler i perioden, eller hvordan teknologi benyttes til å forbedre driften. Dette gir et inntrykk av at selskapet har vektlagt utnyttelse av ny teknologi i liten grad frem til 2020, men at fokuset har økt mot slutten av perioden.

Eiendomsspar presenterer enkelte teknologiske fremskritt gjennom sine årsrapporter i perioden 2015-2021. Selskapet har benyttet seg av teknologisk innovasjon tilknyttet bærekraft. I 2018 hadde selskapet installert SD-anlegg for 35 prosent av eiendomsporteføljen. Videre i perioden, har selskapet jobbet aktivt med å installere flere anlegg. SD-anlegg står for sentral driftskontroll og er en programvare som ved hjelp av IoT sensorer overvåker og drifter byggene gjennom styring av automasjon og tekniske anlegg (Hjertkvist, 2022). Dette kan tyde på at anleggene reduserer energiforbruket. Anleggene kan ha påvirket lønnsomheten positivt, men i hvor stor grad er vanskelig å estimere. Året etter ble det utarbeidet en plan tilknyttet innovasjon og nye teknologier. Her er målsettingen å gjennomføre 20 smart-bygg prosjekter innen 2025. Planen ble iverksatt i 2020, hvor de gjennomførte tre av disse prosjektene. I 2021 skriver selskapet at de *«Kartlegger markedet og er i dialog med leverandører av ulike smartbygg teknologier»* (Eiendomsspar, 2021, s. 32). Dette tyder på at prosjektet fortsatt er i en tidlig fase. Eiendomsspar har kun gjennomført tre av disse prosjektene, herunder utarbeidelse av en digitaliseringsstrategi og to urbane takhager. Tiltakenes størrelse gjør det vanskelig å tro at de vil ha påvirket lønnsomheten under analyseperioden nevneverdig. Selskapets teknologifokus fremstår som middels.

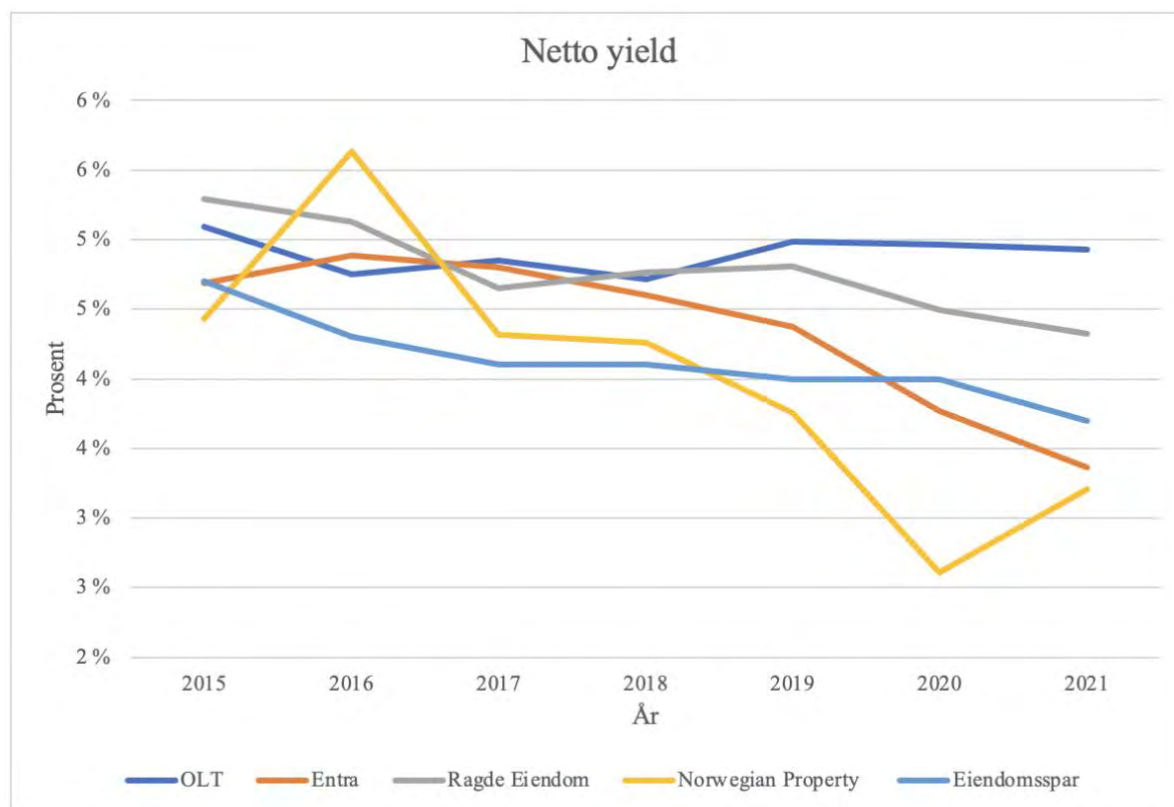
Teknologi har til nå ikke vært en viktig faktor for eiendomsselskapene og eiendomsbransjen har vært en bransje som har fokusert lite på teknologisk utvikling (Wad, 2019). De siste årene har innovasjon tilknyttet teknologi fått økt oppmerksomhet. Teknologi kan være den driveren som vil bidra mest til å skape lønnsomhet for selskapene fremover. Det er kartlagt forbedringspotensial tilknyttet automatisering av arbeidsoppgaver og effektivisering av energiforbruket.

Ved å gå gjennom selskapenes årsrapporter og lete etter relevant informasjon, fant vi store forskjeller i teknologibenyttelse mellom selskapene. Slik vi ser det har OLT, Ragde Eiendom og Norwegian Property minst teknologifokus blant utvalget og har utført få tiltak for å digitalisere driften i løpet av perioden. Eiendomsspar har tatt grep for å redusere energiforbruket gjennom SD-anlegg. Utenom dette vil gjennomførte prosjekter ha påvirket lønnsomheten under

perioden i liten grad. Entra later til å ha utført flest tiltak. De installerer IoT-systemer i alle nybygg og har i stor grad vektlagt systemer som kan redusere energiforbruket. Ettersom investeringene er gjort i analyseperioden, er det vanskelig å si hvordan investeringene har påvirket lønnsomheten. Teknologiske løsninger krever betydelige investeringer og kan dermed være en driver som øker kostnadene for et selskap på kort sikt. På lengre sikt kan det bidra til bedre lønnsomhet blant annet i form av energieffektivisering.

7.3 Lokalisering

Ifølge Porter (1985) kan geografisk lokalisering påvirke en aktivitet sin kostnad, eksempelvis tilknyttet arbeidskraft, råvarer og energi. Bransjeanalysen viste at lokaliseringens attraktivitet påvirker etableringskostnadene. Etableringskostnadene i et område forteller dermed noe om inngangsbarrierene og faren for nyetableringer. Lokaliseringen påvirker antall rivaler, konkurransen om markedsandeler, eiendomspriser og leiepriser. Disse faktorene kan ha innvirkning på selskapenes lønnsomhet. Utvalget har ulike geografiske satsingsområder. Dette kan bidra til å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene og undersøkes gjennom selskapenes netto yield for 2015-2021. Som nevnt i delkapittel 3.5.4 kan netto yield knyttes opp mot et geografisk område og gir ofte tydelige forskjeller (Toft, 2017). Netto yield benyttes til å beregne forholdet mellom netto leieinntekter og eiendommens verdi. Dette viser hvordan leieinntektene og eiendommens verdi påvirkes av geografisk satsingsområde. Beregning av netto yield kan på denne måten bidra til å forklare om lokalisering skaper lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene. Figuren under viser hvordan yelden har utviklet seg for hvert av selskapene over perioden.



Figur 15: Netto yield

	OLT	Entra	Ragde Eiendom	Norwegian Property	Eiendomsspar
Gjennomsnittlig yield	4,90 %	4,35 %	4,78 %	4,03 %	4,13 %

Tabell 17: Gjennomsnittlig netto yield over perioden

Norwegian Property og Eiendomsspar har de laveste gjennomsnittlige yield-verdiene på henholdsvis 4,03 prosent og 4,13 prosent⁷. Fra presentasjonen av utvalget, så vi at selskapene har en strategi som fokuserer på å tilegne seg attraktive eiendommer i Oslo. Sentrale områder kjennetegnes ofte av lav netto yield. Av de største byene i Norge har Oslo hatt den laveste gjennomsnittlig netto yielden i perioden 2015-2021, med et gjennomsnitt på 3,68 prosent⁸. Den lave netto yielden kan forklares ved at verdien på disse eiendommene er høye i forhold til netto leieinntekten som eiendommene genererer. Videre forteller den lave netto yielden at kundene til Norwegian Property og Eiendomsspar ikke nødvendigvis er villig til å betale en leiepris som er så høy at den ville gitt en netto yield på samme nivå som andre lokasjoner. Selskapenes strategi tilknyttet lokalisering reduserer altså forholdet mellom leieinntekter og eiendomspris. Dette tyder på at egenskapene slike eiendommer gir, ikke verdsettes nok av kundene til å dekke

⁷ Se Appendiks 10 for beregning av netto yield for utvalget

⁸ Se Appendiks 11 for yield i Oslo, Bergen og Trondheim

kostnadene. Vi tolker disse resultatene varsomt ettersom eiendomsselskap har flere inntektskilder enn leieinntekter. Det kan argumenteres for at attraktive eiendommer kan gi en høyere verdistigning og utleiegrad, samt være lettere å leie ut, noe som kan være faktorer som rettferdiggjør valget og veier opp for en lavere netto yield. Dette fremkommer i Eiendomsspar sin investeringsstrategi hvor de identifiserer beliggenhet som en nøkkelfaktor for suksess og begrunner det med: «*Fordi gode beliggenheter alltid kan leies ut*» (Eiendomsspar, 2021, s. 15). Ved å undersøke verdiutvikling, kan vi få et inntrykk av hvilken lokaliseringsstrategi som lønner seg. Verdiutviklingen avhenger av forhold som rente, nybygging og arbeidsledighet (Sættem, 2019). Utviklingen kan være både positiv og negativ, og eiendomsselskapene kan påvirke utviklingen i liten grad. Verdiutviklingen i norske storbyer har vært høy under analyseperioden. I Oslo var prisveksten 56 prosent i perioden 2015-2021 (Krogsveen, 2022). Denne utviklingen vil Norwegian Property og Eiendomsspar ha nytte av, og vi kan argumentere for at de har et såkalt «holding gain» ved å ha eiendommer sentralt i norske storbyer. «Holding gain» omtales som en verdigevinst som genereres gjennom et eierskap av en eiendel over en tidsperiode. Verdigevinsten kommer ikke som følge av en oppgradering av selve eiendelen, men bare som en gevinst som påløper over tid (Accounting Tools, 2022).

Delkapittel 2.2 viste at Entra har eiendom lokalisert i Norges største byer. Herunder er 71 prosent i Oslo og Sandvika, mens resten av eiendommene er lokalisert i Trondheim, Bergen, Stavanger og Drammen (Entra, 2021). Etter Oslo har Bergen og Trondheim høyest gjennomsnittlig netto yield under perioden på henholdsvis 4,50 prosent og 4,82 prosent. Det gir derfor mening at Entra har en høyere gjennomsnittlig netto yield under perioden enn Norwegian Property og Eiendomsspar som kun har eiendom i Oslo.

Ragde Eiendom og OLT eiendom eier og forvalter næringseiendom spredt utover et stort geografisk område, og fokuserer i mindre grad på sentral beliggenhet jf. delkapittel 2.2. Selskapene hadde de høyeste yield-verdiene under perioden på henholdsvis 4,78- og 4,90 prosent. Det er naturlig ettersom mindre sentrale strøk ofte har høyere yield. Dette betyr at selskapene får en høyere leieinntekt i forhold til eiendommens verdi sammenlignet med de andre selskapene i utvalget. En årsak til dette kan være at eiendomsprisene varierer lokalt. Dersom eiendomsprisen reduseres mer enn leieprisene relativt sett, vil yielden øke, noe som kan slå positivt ut på lønnsomheten til selskapene. På en annen side kan det argumenteres for at eiendommer med høy yield er mer risikoutsatt. Slike eiendommer har ofte mindre sentral beliggenhet og vil ofte være kjøpesenter- og logistikkeiendom, heller enn kontor- og hotelleiendom. Denne type eiendom vil antakelig utsettes for røffere bruk og mer slitasje, noe

som kan drive opp vedlikeholdskostnadene. Mindre sentrale eiendommer er også mindre etterspurt og kan derfor være mer ressurskrevende å leie ut. Dette kan føre til økte kostnader, samt en lavere utleiegrad.

Til slutt må det trekkes frem at verdiutviklingen for eiendom i mindre sentrale områder har hatt en lavere prisutvikling enn i Norges storbyer. I Norge har prisutviklingen vært 37 prosent over perioden, sammenlignet med 56 prosent i Oslo (Krogsveen, 2022). Dette kan også være en faktor som bidrar til å skape lønnsomhetsvariasjoner.

Vi fant forskjeller i yield mellom selskapene over analyseperioden. Norwegian Property og Eiendomsspar hadde de laveste yield-verdiene, som kan sees i sammenheng med deres investeringsstrategi om å tilegne seg eiendom i Oslos mest attraktive områder. Eiendommene som selskapene besitter er enklere å leie ut, sammenlignet med eiendom i mer perifere områder. I tillegg har prisutviklingen vært størst i Oslo gjennom analyseperioden. Ragde Eiendom og OLT har en annen investeringstilnærming, med eiendommer lokalisert i store deler av Norge. Høyere yield-verdier forteller at de har høyere leieinntekt i forhold til eiendommenes verdi. Baksiden er at eiendommer i mer perifere områder har lavere verdistigning og kan være vanskeligere å leie ut. Verdistigningens innvirkning på lønnsomheten vil påvirkes av forhold som arbeidsledighet, nybygging og rente.

For å undersøke hva som kan skape lønnsomhetsvariasjoner kunne det vært interessant å beregne verdimultiplikatorer. Som nevnt i delkapittel 3.5.5 forteller en verdimultiplikator noe om «*sammenhengen mellom kundens verdsetting av en egenskap og kostnadene ved å levere denne egenskapen*» (Bjørnenak, 2019, s. 28). For eiendomsselskap kan verdimultiplikatorer vise hvilke egenskaper kunden foretrekker. Innenfor næringseiendom kan egenskaper som leietaker verdsetter være lokalisering, fokus på bærekraft, standard, utforming, samt hvor «smart» bygget er. Verdimultiplikatoren skal gi et datagrunnlag som uttrykker en egenskap sin attraktivitet og kostnad. For å undersøke dette kan inntekter og kostnader allokere til de bestemte egenskapene. Da denne informasjonen fremkommer ikke i selskapenes årsrapporter, vil vi ikke beregne verdimultiplikatorer. Vi vil likevel nevne at tilnærmingen kan bidra til å gi økt forståelse av lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene. Å gjennomføre dybdeintervju av kundene og selskapene kunne gitt kunnskap om egenskaper som har betydning for innsikt i hvilke egenskaper kundene foretrekker, selskapets kostnad for å tilby egenskapen og kundens betalingsvillighet for egenskapen.

7.4 Strategisk valg

I delkapittel 3.5 presenterte vi kostnadsdriveren strategiske valg. Driveren kan påvirke kostnaden til de ulike aktivitetene i et selskap (Porter, 1985). Valgene reflekterer selskapets strategi og forholdet mellom differensiering og kostnad. Bransjeanalysen viste oss at mange eiendomsselskap differensierer seg gjennom spesialisering på bærekraftige bygg, noe som kan redusere konkurranseintensiteten og øke leieinntektene. Gjennom PESTEL-rammeverket ble politiske og miljømessige faktorer belyst. Her så vi at eiendomsselskapene står for 40 prosent av klimautslippene i Norge og at de mest bærekraftige selskapene også er de mest lønnsomme. Selskapene som vektlegger bærekraftige bygg får gunstigere lånevilkår av bankene. Videre er byggene mer energieffektive og har lavere energikostnader, de blir dermed ansett som mer attraktive blant leietakere. Dette gjør det interessant å undersøke om eiendomsselskapene i utvalget tar ulike strategiske valg tilknyttet bærekraft. Videre om disse valgene har innvirkning på selskapenes lønnsomhet, og om valgene kan bidra til å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene.

7.4.1 Bærekraft

OLT ligger under Olav Thon Gruppen, som har utarbeidet bærekraftsrapporter gjennom hele undersøkelsesperioden. Ut fra rapportene, virker konsernet å ha jobbet aktivt og systematisk mot å bli mer bærekraftig over lengre tid. Dette kan ha gitt OLT en forståelse av selskapet sitt forbruksmønster og hvordan energiforbruket kan reduseres. I 2020 utarbeidet og presenterte de sitt første klimaregnskap, som offentliggjør organisasjonens klimagassutslipp. Dette viste oss at selskapet brukte 322 kwh per kvadratmeter i 2020, deretter 306 i 2021 (OLT, 2021a). Det er naturlig å tro at utarbeidelse av klimaregnskap bidrar til måling av energiforbruket, samt identifisering av nye bærekraftstiltak, noe som kan gi positive effekter for OLT allerede i 2021. Kunnskapen selskapet har tilegnet seg over perioden virker å ha hjulpet for å redusere energiforbruket. Selskapet ønsker å skape verdi for aksjonærene på en bærekraftig måte (OLT, 2022), men det fremkommer ikke om de evner å benytte bærekraftstiltakene til å øke lønnsomheten.

Entra anser bærekraft som en kjernedel av strategien og argumenterer for at denne satsingen er essensiell for selskapets langsiktige resultater og verdiskaping (Entra, 2021). Ved å undersøke selskapet sine årsrapporter nærmere, finner vi at Entra har jobbet aktivt med å bygge en grønn eiendomsportefølje. I 2015 oppfylte ca. 5 prosent av selskapets eiendomsportefølje en

BREEAM Very Good eller BREEAM Excellent standard. BREEAM er et verktøy for miljøsertifisering av bygg og skal bidra til å løfte nivået på egenskaper tilknyttet miljø og energi (Entra, 2022a). I 2021 hadde omtrent 50 prosent av Entra sin eiendomsportefølje fått disse sertifiseringene. Det kan argumenteres for at dette kan ha hatt en positiv innvirkning på energiforbruket, miljøet og inneklima i perioden 2015-2021.

Entra har kartlagt at *«bærekraftige kontorlokaler er stadig mer etterspurt og fortsetter å skape verdier ettersom de både egner seg godt til å oppfylle kundekrav som stadig endrer seg, og er mindre utsatt for klimarisiko og endringer i lover og regler»* (Entra, 2017). Dette har bidratt til at selskapet opprettet en «grønn fordelsavtale» hvor formålet er å skape incentiver hos deres leietakere til å velge miljø- og klimaløsninger knyttet til avfallshåndtering, energiforbruk og energieffektive materialer. Å oppfordre kundene til å gjøre bærekraftige valg, kan hjelpe Entra med å opparbeide en grønnere eiendomsportefølje. Dette kan gjøre at Entra i større grad differensierer seg fra konkurrentene og oppnår høyere leieinntekter ved å fremstå mer attraktiv. Entra har gjennom undersøkelsesperioden også dokumentert og presentert sitt energiforbruk, noe som tyder på at de tar energiforbruket på alvor og jobber aktivt mot å redusere dette. Dette synes gjennom resultatene. Selskapet har redusert energiforbruket fra 155 kwh per kvm i 2015 til 123 kwh i 2021 (Entra, 2015, 2021). Et vesentlig lavere energiforbruk per kvm sammenlignet med OLT sitt forbruk på 306 kwh per kvm i 2021 (OLT, 2021a).

Ragde Eiendom har *«de siste årene søkt å ta en mer miljøvennlig posisjon gjennom grønne valg i drift, vedlikehold og rehabilitering av bygg»* (Ragde, 2022, s. 3). Gjennom etablering av datterselskapene Ragde Innovation og Ragde Charge, har selskapet innført enkelte tiltak som utskiftning av ventilasjonssystemer, etablering av fjernvarme ved rehabilitering av bygg og overgang til el-biler. Vår vurdering er at spesielt utskiftning av ventilasjonssystemer kan bidra til en mer energieffektiv drift. Dette kan slå ut på både bærekraftighetsscorer og redusere leietakers kostnader. Selskapet spesifiserer ikke hvor mange bygg disse tiltakene er utført på, noe som gjør det vanskelig å si om det kan ha påvirket lønnsomheten nevneverdig. Videre jobber selskapet med å installere solcelleanlegg på taket av 30 næringsbygg (TU, 2022). Ettersom Ragde Eiendom eier over 300 eiendommer, anser vi dette tiltaket som relativt lite. Ragde bygger også et nytt hovedkvarter i Oslo som minimum skal tilfredsstille BREEAM standarden Very Good (Årdal, 2022). Gjennom å gjøre dette tilfredsstiller prosjektet bankenes krav tilknyttet anskaffelse av grønne lån, noe som kan redusere kostnadene. Utover dette finnes lite publisert informasjon om Ragde Eiendom sine bærekraftstiltak i perioden. Konsernet har

heller ikke utarbeidet noen form for klimaregnskap, dette gjør det vanskelig å si noe om energiforbruket.

Norwegian Property har gjennom hele undersøkelsesperioden 2015 til 2021 hatt en strategi for miljø og samfunnsansvar. Formålet med strategien er å forhindre eller redusere uønskede miljøpåvirkninger som de selv er ansvarlige for (Norwegian Property, 2021). Selskapet hadde allerede i 2015 mål om å oppnå miljøsertifiseringene BREEAM Very Good på eksisterende bygg og BREEAM Excellent på nybygg. Dette kan gjøre at selskapet kan tilfredsstille fremtidige reguleringer, få gode lånebetingelser og høy etterspørsel fra kundene. De nevner at flere av byggene sine er finansiert med «grønne lån» (Norwegian Property, 2021). Dersom vi ser nærmere på selskapets klimaregnskap for perioden, kan vi se om energiforbruket er redusert som følge av dette. Dersom vi undersøker regnskapet nærmere finner vi at selskapet totalt hadde et utslipp på 70 899 tonn CO₂ i 2015, mot 78 000 i 2021. Forbruket per kvm var 262 kWh i 2015, mot 260 kWh i 2021. Dette tyder på at tiltakene selskapet har gjort under perioden, er minimal. Samtidig er energiforbruket svært høyt i forhold til Entra, noe som tyder på at Norwegian Property sine bygg har høye energikostnader. Dette kan påvirke lønnsomheten negativt.

Eiendomsspar utarbeidet i 2012 en bærekraftstrategi som ble benyttet frem til 2020. Formålet var å skape systematisk, langsiktig og helhetlig bærekraftsarbeid (Eiendomsspar 2020). Fra 2015 til 2020 hadde selskapet et mål mot å redusere energiforbruket minimum 20 prosent. Noe som er litt lavere enn Entra sin prestasjon. Vi finner imidlertid ingen informasjon om at selskapet faktisk oppnådde dette målet. Selskapet har heller ikke utarbeidet noen form for klimaregnskap og offentliggjør lite informasjon om energiforbruket. I 2020 publiserte de en ny bærekraftstrategi som er gjeldende i perioden 2020 til 2025, med mål om å redusere energibruken ytterligere 20 prosent. Vi ser i strategien at det stilles høye krav til selskapets nybygg og større rehabiliteringsprosjekt. Disse blir miljøsertifisert med minimum BREEAM Excellent standard, mens eksisterende bygg skal ha BREEAM Very Good sertifisering. Dette anses som gode tiltak som allerede kan ha gitt mer energieffektive bygg. Tiltakene bidrar til redusert energiforbruk, økt attraktivitet blant leietakere og kvalifiserer til grønne lån i 2020 og 2021, men hvor stor effekten er, kan være vanskelig å si noe om.

I dette kapitlet har vi undersøkt tilgjengelig informasjon om bærekraft hos selskapene i perioden 2015-2021. Vi ønsket å se nærmere på hvordan bærekraft vektlegges i selskapenes strategi, hvilke bærekraftstiltak som er utført og om tiltakene kan ha hatt en innvirkning på lønnsomheten som kan skape lønnsomhetsvariasjoner. OLT hadde et gjennomsnittlig

energiforbruk på 306 kwh per kvm i 2021, svært mye høyere enn Entra som hadde et forbruk på 123 kwh per kvm. Entra virker å ha kommet lengst med BREEAM sertifisering av byggene, noe som kan bidra til å forklare det lave energiforbruket. Gode BREEAM sertifiseringer kan også gjøre dem attraktive blant leietakere som vektlegger bærekraft og øke leieprisene. Ragde Eiendom fører ikke klimaregnskap, men etablerte i 2021 to datterselskap som fokuserer på bærekraft i driften. Tiltakene som ble utført før denne perioden er relativt små. Norwegian Property har i hele perioden fokusert på å skape bærekraftige bygg som skal oppnå gode sertifiseringer, men forbruket er knapt redusert over perioden, noe som kan tyde på at dette har blitt bortprioritert. Eiendomsspar har siden 2012 jobbet aktivt med å redusere forbruket, men opplyser ikke hvordan dette har utviklet seg gjennom perioden. Siden 2020 har selskapet fokusert på å utvikle svært bærekraftige bygg, men effekten som følge av dette, vil antakeligvis ikke ha slått ut for fullt. Det er imidlertid viktig å huske på at investeringene som gjøres med hensikt å redusere utslipp og energikostnader, medfører en investeringskostnad. Dette gjør det vanskelig å si om tiltakene har hatt en positiv effekt på lønnsomheten i perioden.

7.5 Konklusjon

Ved å benytte Porter (1985) og Riley (1987) sine teoretiske rammeverk om strukturelle og operasjonelle kostnadsdrivere har vi besvart forskningsspørsmål 3:

Hvilke faktorer kan forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom de utvalgte selskapene i perioden 2015-2021?

Basert på datagrunnlaget fra konkurranse- og lønnsomhetsanalysen, valgte vi å undersøke de potensielle driverne skala, teknologi, lokalisering og strategiske valg.

Vi analyserte skala ved å se på total kapital og antall kvadratmeter. Hensikten var å kartlegge eventuelle skalafordeler eller skalaulempere som kan forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene. OLT hadde størst total kapital og en ROCE-verdi på 12 prosent, mens Eiendomsspar hadde minst total kapital og en ROCE-verdi på 25 prosent. Flere leietakere kan drive opp kompleksiteten og øke behovet for koordinering, noe som reduserer muligheten for lønnsomhetskapring. Eiendomsspar sin strategi kan redusere behovet for koordinering og øke effektiviteten. Deretter så vi på antall kvadratmeter som et skalamål og fant at OLT har hatt høyest gjennomsnittlig antall kvadratmeter over perioden. Selskapet har også de høyeste eiendomsrelaterte kostnadene over perioden på 30 prosent av driftsinntektene. Dette kan tyde

på høyere utleie- og eiendomsadministrasjonskostnader og vedlikeholdskostnader relativt sett. Norwegian Property har det laveste antallet kvadratmeter over perioden og de laveste eiendomsrelaterte kostandene på 7 prosent av driftsinntekter, som kan tyde på at en portefølje bestående av et mindre antall kvadratmeter reduserer eiendomsrelaterte kostander.

Vi undersøkte teknologi ettersom eiendomsbransjen historisk sett har vært sene med å tilpasse seg digitalisering og innovasjon, men selskapene som ligger lengst fremme i digitalisering er de mest lønnsomme (Gandhi et al., 2016). Basert på funnene virker OLT, Ragde Eiendom og Norwegian Property å benytte teknologi i liten grad. Eiendomsspar benytter seg av SD-anlegg i flere bygg, noe som reduserer deres energiforbruk. Entra virker å ha det største teknologifokuset av eiendomsselskapene. Selskapet benytter IoT i alle nybygg, noe som forventes å effektivisere energiforbruket og redusere kostnadene. At selskapet har vektlagt teknologiske systemer kan ha redusert kostnadene deres i analyseperioden og slått ut positivt på lønnsomheten.

Selskapene i utredningen velger ulike strategier når det kommer til investering i geografisk satsingsområde. Norwegian Property og Eiendomsspar spesialiserer seg på høy-kvalitets eiendommer med sentral beliggenhet i Oslo. Dette har gitt dem en lavere yield enn de andre selskapene i utvalget. Til gjengjeld har de hatt en stor verdiendring på eiendommene i analyseperioden. Entra befinner seg midt mellom overnevnte selskap og OLT og Ragde Eiendom. OLT og Ragde Eiendom har eiendomsporteføljer over et stort geografisk område, derav høyere yield, men lavere etterspørsel og verdiøkning.

Strategiske valg er valg som kan knyttes opp mot hvordan et selskap vurderer differensiering opp mot kostnader. Implementering av bærekraft vil kunne være et strategisk valg, som bidrar til differensiering. Vi så relativt store forskjeller for hvordan selskapene prioriterer bærekraft. Entra later til å ha de klart mest energieffektive byggene og samtidig den eiendomsporteføljen med flest BREEAM Very Good og Excellent sertifiseringer. OLT og Norwegian Property fører klimaregnskap, men har under perioden oppnådd minimale reduksjoner i energiforbruket. Ragde Eiendom og Eiendomsspar fører ikke klimaregnskap, men påstår å jobbe aktivt mot en mer bærekraftig drift. Vi ser derimot få tegn til at tiltakene som er innført i perioden skal ha hatt nevneverdig innvirkning på miljø eller lønnsomheten. På bakgrunn av dette virker Entra å være det klart mest bærekraftige selskapet i utvalget. Samtidig har selskapet også en svært god lønnsomhet. Selskapet har differensiert seg og gjort seg mer attraktiv for kunden, gjennom et

bærekraftfokus. Dette reduserer energikostnader for kunden, samtidig forbedres egne lånevilkår. At tiltakene virker inn positivt på lønnsomheten er ikke utenkelig.

8 Konklusjon

I dette kapittelet vil vi gjennom funn i forskningsspørsmålene besvare problemstillingen. Til slutt presenteres våre forslag til videre forskning.

8.1 Besvarelse av studien sin problemstilling

Formålet med studien har vært å undersøke årsaker til variasjoner i lønnsomhet mellom norske eiendomsselskap innen næringseiendom. Eiendomsselskapene påvirkes av mange faktorer i og utenfor bransjen. Vi mente det var interessant å undersøke hvordan eiendomsselskapene håndterer kreftene og om kreftene skaper lønnsomhetsvariasjoner. I studien har vi sett på fem spesielt utvalgte, store norske eiendomsselskap med fokus på næringseiendom. Slik kunne vi gjøre et dypdykk i lønnsomhetsvariasjoner mellom selskapene. Et lite utvalg gjør det derimot vanskelig å trekke konklusjoner som er overførbare til resten av eiendomsbransjen. Utredningens funn kan likevel gi innsikt om lønnsomhetsvariasjoner blant eiendomsselskapene. Med utgangspunkt i utredningen sitt formål har vi utarbeidet følgende problemstilling:

Hva kan forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom spesielt utvalgte, store norske eiendomsselskap med fokus på næringseiendom?

For å besvare problemstillingen utformet vi tre forskningsspørsmål som sammen forklarer hvordan omgivelser og selskapspecifikke faktorer kan forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom eiendomsselskapene i utvalget.

1. Hva kjennetegner konkurransearenaen til norske eiendomsselskap innenfor næringseiendom?

For å få en forståelse av hva som kjennetegner konkurransearenaen til eiendomsselskap analyserte vi makro- og bransjeomgivelser i kapittel 5.

Makroomgivelsene vil i ulik grad påvirke konkurransearenaen til norske eiendomsselskap innenfor næringseiendom, blant annet fordi selskapene opererer innenfor ulike segment. Den politiske situasjonen i landet bidrar til forutsigbarhet og stabilitet for bransjen i helhet. Pengepolitikken som anvendes og den økonomiske utviklingen har ulik innvirkning på ulike segmenter i bransjen. BNP verdiene tyder på en økonomi preget av stabil økonomisk vekst frem til pandemien inntraff i 2020. Pandemien iverksatte en rekke økonomiske endringer, og

medførte bl.a. økning i inflasjon og arbeidsledighet. For selskapene innenfor kontorsegmentet, vil arbeidsledighet, hjemmekontor og behov for samhandling fremfor konsentrasjonsarbeid ha medført endringer og påvirket lønnsomheten. Lønnsomheten i hotellsegmentet ble påvirket gjennom mindre reising og et nytt forhold til digital møtevirksomhet. Norsk økonomi hentet seg inn igjen i 2021 og det ble høykonjunktur i form av gode BNP-tall og lav arbeidsledighet. Høsten 2021 startet Norges Bank å sette opp styringsrenten for å justere inflasjonen. Det kan gi høyere finanskostnader for eiendomsselskapene og ha en negativ innvirkning på lønnsomheten til selskap med mye gjeld. Teknologi har ikke vært en prioritet for eiendomsselskap, men utnyttelse av teknologisk innovasjon kan skape kostnadsreduksjoner, bærekraftige løsninger og optimalisere leietakerens tilbud. Hvordan selskapene håndterer og tilpasser seg den teknologiske utviklingen vil påvirke lønnsomheten. Eiendomsbransjen står for et stort klimautslipp, noe som gjør at bærekraft har fått økt oppmerksomhet blant selskapene. Selskapene som ikke prioriterer bærekraft, kan få dårligere finansieringsvilkår og fremstå mindre attraktivt blant leietakere.

Bransjeanalysen viste at konkurransekraftene i eiendomsbransjen har lav til moderat innvirkning på selskapenes lønnsomhet. Kundens forhandlingsstyrke er lav ovenfor selskap med sentralt beliggende eiendommer, men større ovenfor selskap med mindre sentrale eiendommer. Eiendomsbransjen har høye kapitalkrav, det kan gi høye inngangsbarrierer og redusere antall nyetableringer. Det er eksempelvis mer krevende å tilegne et hotell enn et lite logistikklokale. Inngangsbarrierene for å etablere seg vil også variere basert på segment. Kapitalkravene kan også slå positivt ut på lønnsomheten til selskap med eiendomsporteføljer bestående av sentralt beliggende eiendommer i storbyer. Faren for nyetableringer vurderes som lav. Eiendomsbransjen for næringseiendom består av mange aktører og konsentrasjonen er høy. Konkurransen er lokal, og konkurranseintensiteten vil derfor variere basert på lokalisering, men vurderes til moderat. Substitutter som hjemmekontor, Coworking og nettbutikker utgjør en liten trussel for øyeblikket, noe som er gode nyheter for lønnsomheten til selskap med kontorlokaler og handelsbygg. Likevel kan substituttens negative effekter på tradisjonelle selskaper øke fremover. Økt netthandel kan øke etterspørselen etter logistikkeiendom. Trusselen fra substitutter vurderes som lav. Byggentreprenører er en viktig leverandør for eiendomsselskapene, store aktører er konsentrert i markedet og kan presse opp prisene. Bankene leverer kapital og innehar en viss styrke til å justere finansieringsvilkår. Selskap med gode leverandørforhold kan oppnå gode vilkår. Dette viser at leverandørene innehar en moderat

forhandlingsstyrke over eiendomsselskapene gjennom prising av entreprenørtjenester og finansieringsvilkår.

- 2. Hvilke regnskapsposter er sentrale for å forstå lønnsomhetsvariasjoner mellom de spesielt utvalgte eiendomsselskapene innenfor næringseiendom i Norge og hvilke lønnsomhetsvariasjoner finnes mellom dem i perioden 2015-2021?*

For å opparbeide en forståelse av sentrale regnskapsposter og hvilke lønnsomhetsvariasjoner som finnes mellom selskapene, utførte vi i kapittel 6 en common size-analyse og undersøkte relevante nøkkeltall. Til slutt gjennomførte vi en korrelasjonsanalyse.

Funn viser at eiendomsrelaterte kostnader, gjennomsnittlig var den største driftskostnaden for eiendomsselskapene, etterfulgt av andre driftskostnader og administrasjonskostnader. Norwegian Property hadde den høyeste driftsmarginen (79 prosent), mens OLT hadde den laveste (58 prosent). Forskjellene skyldes hovedsakelig forskjeller i eiendomsrelaterte kostnader. Funnene kan tyde på at attraktive bygg innenfor kontorsegmentet medfører lavere kostnader tilknyttet leietakerutskiftning, leietakertilpasning og vedlikehold enn handelssegmentet. Videre så vi store forskjeller i finanskostnader, noe som kan knyttes til finansieringsvilkår eller finansieringsstruktur.

Ragde Eiendom hadde den høyeste avkastningen på sysselsatt kapital, med en gjennomsnittlig ROCE-verdi i perioden på 28 prosent. Deretter kom Eiendomsspar (25 prosent), Entra (19 prosent), OLT (12 prosent) og Norwegian Property (12 prosent). Ragde Eiendom sin høye ROCE kom i hovedsak av et godt driftsresultat over perioden, mens OLT og Norwegian Property har lavest ROCE, hovedsakelig fra høye driftskostnader og nedjusterte eiendomsverdier. Videre ble finansiell gjeldsgrad og likviditetsgrad 1 beregnet. Ragde skilte seg ut med høyest finansiell gjeldsgrad på 3,59 mot 0,9-1,1 i resten av utvalget. Ragde Eiendom sin gjeldsgrad gjør dem mer utsatt for økte finanskostnader og mindre rustet for dårlige tider, sammenlignet med de andre selskapene. Ragde Eiendom har høyest likviditetsgrad 1 i utvalget, noe som gjør dem godt egnet til å betjene kortsiktig gjeld. Høy likviditetsgrad kan være et grep for å redusere faren høy gjeldsgrad medfører.

Korrelasjonsanalysen benyttet ROCE som lønnsomhetsmål, og viste signifikant negativ korrelasjon med driftsinntekter (-0,84), administrasjonskostnader (-0,55) og andre driftskostnader (-0,18). Dette tyder på at en økning i driftsinntekter, administrasjonskostnader eller andre driftskostnader kan redusere lønnsomheten. Videre viste analysen en positiv

signifikant korrelasjon med finansiell gjeldsgrad (0,83). Høy gjeldsgrad har i analysen samvariasjon med høy lønnsomhet.

3. *Hvilke faktorer kan bidra til å forklare lønnsomhetsvariasjoner mellom de utvalgte selskapene i perioden 2015-2021?*

For å besvare det tredje forskningsspørsmålet tok vi utgangspunkt i Porter (1985) og Riley (1987) sine teoretiske rammeverk for kostnadsdrivere. Basert på analysene som ble utført i kapittel 5 og 6, valgte vi ut kostnadsdriverne skala, teknologi, bærekraft og strategiske valg.

Ved å undersøke skala så vi at OLT har størst totalkapital mens Eiendomsspar hadde minst totalkapital. OLT sin ROCE var på 12 prosent, mens Eiendomsspar sin ROCE var 25 prosent. OLT sin størrelse og antall bygg, kan medføre økt kompleksitet og behov for koordinering. Dette tyder på kostnader som er overproposjonale med volum, noe som kan redusere lønnsomheten. Eiendomsspar sin strategi om å ha et mindre antall bygg og mindre størrelse på byggene, kan redusere behovet for koordinering og medføre økt effektivitet, som reduserer kostnadene. Funnene tyder på at skala kan øke behovet for koordinering og dermed slå negativt ut på lønnsomheten. OLT hadde høyest antall kvadratmeter og Norwegian Property lavest antall. Videre hadde selskapene eiendomsrelaterte kostnader på forholdsvis 30- og 7 prosent. Stort areal kan medføre høyere utleie- og eiendomsadministrasjonskostnader og vedlikeholdskostnader relativt sett og slå negativt ut på lønnsomheten.

Undersøkelsen av teknologiske faktorer tydet på at det er store forskjeller i hvordan selskapene anvender teknologi i driften. OLT, Ragde Eiendom og Norwegian Property virker å ha utført få tiltak i perioden for å digitalisere hvordan de driver selskapene. Eiendomsspar innførte tiltak ved bruk av SD-anlegg, mens Entra har tatt flest grep. Herunder gjennomføring av flere pilotprosjekter i perioden og installasjon av IoT systemer i alle nybygg. Ettersom investeringene er gjort i analyseperioden, er det utfordrende å si hvordan investeringene har påvirket lønnsomheten og dermed bidratt til lønnsomhetsvariasjoner. Teknologiske investeringer kan drive opp kostnadene på kort sikt og redusere lønnsomheten, men redusere kostnadene på lang sikt og dermed øke lønnsomheten.

Ved å se på yield under kostnadsdriveren lokalisering, så vi at Norwegian Property og Eiendomsspar har de laveste yield-verdiene. Dette kan sees i sammenheng med deres strategi om å investere i eiendom i Oslos mest attraktive områder. Disse eiendommene kan være enklere å leie ut, sammenlignet med eiendom i mer perifere områder. Høy prisvekst for området i

analyseperioden vil også ha virket positivt på lønnsomheten. Ragde Eiendom og OLT sin investeringstilnærming tillater dem å erverve eiendommer lokalisert i store deler av Norge, noe som resulterer i høyere yield-verdier. Selskapene mottar derfor høyere leieinntekt i forhold til eiendommens verdi sammenlignet med overnevnte selskap. Ulempen er at eiendommene i perifere områder har lavere verdistigning og kan være vanskeligere å leie ut. Hvor mye verdistigning virker inn på lønnsomheten, vil variere basert på forhold som arbeidsledighet, rente og nybygging.

Til slutt analyserte vi selskapenes strategiske valg og fokuserte på bærekraft. OLT, Entra og Norwegian Property fører klimaregnskap, mens Ragde Eiendom og Eiendomsspar ikke gjør dette. Klimaregnskapene viser at energiforbruket var henholdsvis 306, 123 og 260 kwh per kvm i 2021. At Entra i 2021 oppnådde BREEAM sertifiseringene Very Good eller Excellent i 50 prosent av byggene, kan være en årsak til det lave energiforbruket. Gode BREEAM sertifiseringer kan også øke deres attraktivitet blant leietakere. Funnene tyder på at Entra har et bærekraftsfokus som overgår øvrige selskap. Bærekraftige bygg kan redusere energiforbruket, øke attraktiviteten på Entras bygg og gi bedre finansieringsvilkår, noe som vil øke lønnsomheten.

8.2 Forslag til videre forskning

Vi anser eiendomsbransjen som en viktig og spennende bransje. Gjennom arbeidet med utredningen, har vi opparbeidet en bedre forståelse av lønnsomhet blant store norske eiendomsselskap innen næringseiendom. Samtidig har vi blitt oppmerksomme på nye problemstillinger som gir rom for videre forskning.

Eiendomsbransjen ligger etter i digitaliseringsprosessen, sammenlignet med andre bransjer. Samtidig virker lønnsomhetspotensialet gjennom utnyttelse av teknologi å være stort. Som nevnt i delkapittel 7.2 er en stor andel av teknologiinvesteringene utført i løpet av undersøkelsesperioden 2015-2021. Dette gjorde det krevende for oss å bedømme hvilken effekt disse tiltakene har hatt på de ulike selskapene. Å undersøke eldre årsrapporter, for å se hvordan eventuelle teknologitiltak utført før analyseperioden har påvirket lønnsomheten i perioden 2015-2021 vil være interessant. Hvordan teknologi benyttes til å øke selskapenes bærekraftvalg, og om valgene bidrar til lønnsomhetskapring vil også være interessant å belyse.

Innenfor næringseiendom er det flere hovedsegmenter, herunder kontor, handel, hotell og logistikk. Å undersøke om det eksisterer lønnsomhetsvariasjoner mellom hovedsegmentene, kan være en interessant studie. Videre vil det naturligvis være spennende å undersøke hva som er årsaken til disse variasjonene. Det kan også være interessant å undersøke et større antall selskap som opererer innenfor samme segment. Resultatene vil da kunne oppnå høyere ekstern validitet og bli mer generaliserbare.

Litteraturliste

- Aase, Agathe. (2022). *Innebærer miljøsertifiseringer høyere lønnsomhet og lavere rente?* Tribia. <https://www.tribia.com/no/nyheter/innebærer-miljøsertifiseringer-høyere-lønnsomhet>
- Accounting Tools. (2022). *Holding gain definition*. <https://www.accountingtools.com/articles/holding-gain>
- Aubert, J. C. (2022). *Hvilke vilkår er viktige i en leiekontrakt for lokaler?* Langseth Advokatfirma DA. <https://langsethadvokat.no/avdeling/fast-eiendom-og-entrepriserett/leieavtaler/hvilke-vilkar-er-viktige-en-leiekontrakt-lokaler/>
- Ayoush, M. D., Toumeh, A. A., Shabaneh, K.I. (2021). Liquidity, leverage, and solvency: What affects profitability of industrial enterprises the most? *Investment Management and Financial Innovations*, 18(3), 249-259. https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/15493/IMFI_2020_03_Ayoush.pdf
- Banker, R. D. & Johnston, H. H. (2007). *Cost and Profit Driver Research*. Handbook of Management Accounting Research, 2, 531-556.
- BDO. (2018). *Krevende vekst med pressede marginer*. https://www.bdo.no/getattachment/Bransjer/Eiendom,-bygg-og-anlegg/BDO_Rapport_BAE-Bransjen_Nov_2018_Web_Dobbel.pdf.aspx?lang=nb-NO
- BDO. (2022). *Eiendomsbransjen er navet i fremtidens by- og samfunnsutvikling*. <https://www.bdo.no/nb-no/bransjer-nb/eiendom>
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2013). *Economics of strategy*. John Wiley & Sons Inc.
- Betten, D. & Joakimsen, T. S. (2022). *Bransjeanalyse eiendom 2021*. Sparebank 1. <https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/ostlandet/Nyheter/Nyhetsartikler/ost-bransjeanalyse-naeringseiendom-2022.pdf>
- Bisnode. (2022). *Hva betyr de ulike nøkkeltallene?* <https://www.soliditet.no/dokumenter/nokkeltall.pdf>
- Bjørnenak, T. (2019). *Strategiske lønnsomhets-analyser* (1. utg). Fagbokforlaget.
- Bondarenko, P. (2019). Herfindal-Hirschman index. *Encyclopedia Britannica*. <https://www.britannica.com/topic/Herfindahl-Hirschman-index>
- Busch, T. (2013). *Akademisk skriving for bachelor- og masterstudenter*. Fagbokforlaget.
- Bøhren, Lage. (2021). *Tar Norwegian Property av børs*. E24. <https://e24.no/boers-og-finans/i/34Bvjq/tar-norwegian-property-av-boers>

-
- Dahl, G. A., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Cappelen Akademiske Forlag.
- Dilek, S., & Top, S. (2012). *Is Setting Up Barriers to Entry Always Profitable For Incumbent Firms?* <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.1055>
- DNB Næringsmegling. (2022). *Verdifall på kontor i Oslo, men høy leieprisvekst bremses fallet*. <https://www.dnbnaringsmegling.no/no/verdifall-pa-kontor-i-oslo-men-hoy-leieprisvekst-bremser-fallet/>
- Downes, L. & Mui, C. (1998). *The end of strategy*. *Strategy og Leadership*, 26(5), 5-9.
- Dreyer, C. V. (2016). *Eiendom er verdiskaping*. <https://eiendommorge.no/blogg/eiendom-er-verdiskaping-article519-923.html>
- Egge, J. H. (2021). *De aller fleste ønsker å jobbe hjemmefra når pandemien er over*. NRK. <https://www.nrk.no/trondelag/70-prosent-onsker-a-fortsette-med-hjemmekontor-etter-pandemien-er-over-1.15508200>
- Eiendomsbransjen. (2022a). *Eiendomsbransjens historie*. <https://www.eiendomsbransjen.no/historie/>
- Eiendomsbransjen. (2022b). *Eiendomsselskaper*. <https://www.eiendomsbransjen.no/eiendomsselskaper/>
- Eiendomsbransjen. (2022c). *Hva vi gjør*. <https://www.eiendomsbransjen.no/forretningsomrader/>
- Eiendomsspar. (2020). *Årsrapport Eiendomsspar 2020*. <https://www.eiendomsspar.no/wp-content/uploads/2021/04/Eiendomsspar-arsrapport-2020.pdf>
- Eiendomsspar. (2021). *Årsrapport Eiendomsspar 2021*. https://issuu.com/eiendomsspar/docs/arsrapport_eiendomsspar_2021?fr=sOGVmMjExNTY3NzI
- Entra. (2015). *Årsrapport 2015*. <https://entra.no/storage/uploads/reports/103/entra-arsrapport-2015-no-web-1.pdf>
- Entra. (2020). *Annual Report 2020*. <https://entra.no/storage/uploads/reports/139/annual-report-2020.pdf>
- Entra. (2021). *Annual Report 2021*. <https://entra.no/storage/uploads/reports/155/entra-annual-report-2021-web.pdf>
- Entra. (2022a). *Entra miljøledende i bransjen*. <https://entra.no/about/article/miljo/14>
- Entra. (2022b). *Portefølje*. <https://entra.no/properties>
- Estate. (2020). *200 største: Flere av de største selskapene driver med helt andre ting enn eiendom*. <https://www.estatenyheter.no/200-storste-norges-storste-pluss/200-storste-flere-av-de-storste-selskapene-driver-med-helt-andre-ting-enn-eiendom/278213>

- Finansdepartementet. (2015). *Bedre skatt – En skattereform for omstilling og vekst*. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-4-20152016/id2456324/>
- Finansdepartementet. (2022). *Skattesatser 2023 – regjeringens forslag*. <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2023/id2929581/>
- Gandhi, P., Khanna, S., & Ramaswamy, S. (2016). Which industries are the most digital (and why). *Harvard business review*, 1, 45-48. <https://hbr.org/2016/04/a-chart-that-shows-which-industries-are-the-most-digital-and-why>
- Gripsrud, G., Silkoset, R., & Olsson, U. H. (2010). *Metode og dataanalyse: beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP* (2. utg., p. 366). Høyskoleforl.
- Grundy, T. (2006). Rethinking and reinventing Michael Porter's five forces model. *Strategic Change*, 15(5), 213–229. <https://doi.org/10.1002/jsc.764>
- Grønmo, S. (2011). *Samfunnsvitenskapelige metode*. 4. utg. Fagbokforlaget.
- Gårseth-Nesbakk, L. (2022). *Finanskostnad*. Store norske leksikon. Hentet 10. desember 2022. <https://snl.no/finanskostnad>
- Halvorsen, K. (2011). *Å forske på samfunnet*. Cappelen Damm AS.
- Hamilton, J. D. (2020). *Time series analysis*. Princeton university press.
- Hill, C. W., & Jones, G. R. (2004). *Cases in strategic management*. Houghton Mifflin College Division.
- Hjertkvist, P. (2022). *Slik fungerer et SD-anlegg*. Entro. <https://www.entro.no/aktuelt saker/slik-fungerer-et-sd-anlegg>
- Hogarty, S. (2021). *What is coworking?* Wework. <https://www.wework.com/ideas/workspace-solutions/flexible-products/what-is-coworking>
- Hussain, A. (2022). *What is liquidity? It's how easy you can sell an asset for cash – here's when and why it matters to your finances*. <https://www.businessinsider.com/personal-finance/what-is-liquidity?r=US&IR=T>
- Isaksen, A. (2021). *Sosiokulturelle forhold og næringsutvikling*. SNL. Hentet 17. desember 2022. https://snl.no/sosiokulturelle_forhold_og_næringsutvikling
- Jacobsen, D. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (3. utg.). Cappelen Damm akademisk.
- Jacobsen, M. H. (2022). *Aktivt første halvår i transaksjonsmarkedet*. DNB Næringsmegling. <https://www.dnb naringsmegling.no/no/aktivt-forste-halvar-i-transaksjonsmarkedet/>
- Johannessen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. A. (2004). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. (2. utg.). Abstrakt forlag.

- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2005). *Exploring Corporate Strategy*, 7. utgave.
- Klima- og miljødepartementet. (2021). *Klimaendringer og norsk klimapolitikk*. <https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/innsiktsartikler-klima-miljo/klimaendringer-og-norsk-klimapolitikk/id2636812/>
- Kommunal- og moderniseringsdepartementet. (2005). *Mer effektiv statlig bygge- og eiendomsforvaltning*. https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/mod/rap/2005/0010/ddd/pdfv/244925-statens_bygge_eiendomsopol.pdf
- KPMG. (2022). *Real Estate Innovation Overview*. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/es/pdf/2022/10/real-estate-innovations-overview-2022-markets.pdf>
- Krogsveen. (2022). *Prisutvikling for Oslo*. <https://www.krogsveen.no/prisstatistikk/oslo-monthly>
- Lea, A. (2022). *Laveste arbeidsledighet på 14 år*. E24. <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/KzxVJ6/laveste-arbeidsledighet-paa-14-aar>
- Loga, A. O. & Qvale, G. J. (2013). *Eiendomsspar AS*. https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/170148/Loga_og_Qvale_2013.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Ludico. (2022). *Slik bruker Olav Thon Gruppen RPA teknologi*. <https://ludico.no/olav-thon-gruppen-2/>
- Mauren, A. (2022). *På vei tilbake til mer normale tilstander: - Økt arbeidsledighet fremover*. E24. <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/nW3QKo/paa-vei-tilbake-til-mer-normale-tilstander-oekt-arbeidsledighet-fremover>
- Miljødirektoratet. (2019). *Klimatilpassing av bygg og anlegg*. <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/klima/for-myndigheter/klimatilpassing/klimatilpassing-i-sektorer/bygg-og-anlegg/>
- Miljøfyrtårn. (2022). *Kriteriesett for eiendomsbransjen*. <https://stiftelsen.miljofyrtarn.no/kriteriesett-for-eiendomsbransjen>
- Mortensen, M. (2022). *Dette må du vite om Yield*. Malling & Co. <https://blogg.malling.no/hva-betyr-yield>
- Nalebuff, B., & Brandenburger, A. (1996). *Co-opetition*. HarperCollins.
- Newsec. (2019). *Newsec basale-rapporten*. <https://www.newsec.no/globalassets/norway/innsikt/rapporter/basalerapporten/basalerapporten-1-2019-web.pdf>
- Newsec. (2022a). *Markedsrapport sommer 2022*. <https://newsec.wrep.it/markedsrapport-sommer2022/sec/2#report-top>

-
- Newsec. (2022b). *Newsec Basalerapporten 2. utgave 2022*. Newsec Basale. <https://www.newsec.no/innsikt/rapporter/basalerapporten-2-2022/>
- Newsec. (2022c). *Newsec Property Outlook Autumn 2022*. Newsec Outlook. <https://www.newsec.no/innsikt/rapporter/newsec-property-outlook-host-2022/>
- Norges Bank. (2020). *Pengepolitisk oppdatering*. https://www.norges-bank.no/contentassets/33530567f5384a9f8af22effdbfb4fbd/ppr_mai_2020.pdf?v=05/07/2020112401&ft=.pdf
- Norges Bank. (2021). *Pengepolitisk rapport*. https://www.norges-bank.no/contentassets/32cac77244f84c9a9d2d3a3cd8a98887/ppr_321.pdf?v=09/23/2021145915&ft=.pdf
- Norges Bank. (2022a). *Hvordan settes styringsrenten?* <https://www.norges-bank.no/kunnskapsbanken/styringsrenten/hvordan-settes-styringsrenten/>
- Norges Bank. (2022b). *Pengepolitikk og inflasjon*. <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Foredrag-og-taler/2022/2022-10-20-cme/>
- Norges Bank. (2022c). *Styringsrenten*. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norsk Eiendom. (2022). *Hva kan eiendomsbransjen gjøre i krisetider?* <https://www.norskeiendom.org/aktuelt/hva-kan-eiendomsbransjen-gjore-i-krisetider>
- Norsk Regnskapsstiftelse. (2008). *Investering i tilknyttet selskap og deltakelse i felles kontrollert virksomhet*. <https://www.regnskapsstiftelsen.no/wp-content/uploads/2015/01/NRSF-Investeringer-i-TS-og-deltakelse-i-FKV-2008.pdf>
- Norwegian Property. (2021). *Annual report*. https://www.norwegianproperty.no/wp-content/uploads/2022/03/2021.12.31_Annual_Report_2021.pdf
- NTB. (2020). *Etter korona: Nordmenn vil fremover handle mer på nett og gå mindre i butikker*. <https://kommunikasjon.ntb.no/pressemelding/etter-korona-nordmenn-vil-fremover-handle-mer-pa-nett-og-ga-mindre-i-butikker?publisherId=15718792&releaseId=17888646>
- Næringseiendom. (2019). *Fem råd ved valg av kontorlokaler*. <https://ne.no/2019/08/20/fem-rad-ved-valg-av-kontorlokaler/>
- Næringseiendom. (2022). *Den nye normalen befester seg*. <https://ne.no/2022/07/30/den-nye-normalen-befester-seg/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (1998). *Næringspolitikk inn i det 21. århundret*. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/stmeld-nr-41-1998-/id191761/?ch=11>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2014). *Vellykket børsnotering av Entra*. <https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/nfd/pressemeldinger/2014/Vellykket-borsnotering-av-Entra/id2008383/>

- Nærings- og fiskeridepartementet. (2020). *Staten har solgt seg ut av Entra*.
<https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/nfd/pressemeldinger/2020/staten-har/id2787237/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2022). *Reiseliv*.
<https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/reiseliv/id1338/>
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2021a). *Energi & klimaregnskap 2021*.
<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2021/pdf-noen/olav-thon-eiendomsselskap-asa---klimaregnskap-2021.pdf>
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2021b). *Årsrapport 2021*.
<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2021/pdf-noen/korr03-arsrapport-2021-ipdf.pdf>
- Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. (4th ed.). Boston: McGraw-Hill/Irwin
- Pettinger, T. (2019). *Investment and the Rate of Interest*. Economics Help.
<https://www.economicshelp.org/blog/425/interest-rates/investment-and-the-rate-of-interest/>
- Plan- og bygningsloven. (2008). *Lov om planlegging og byggesaksbehandling (Plan- og bygningsloven)*. (LOV-2008-06-27-71). Lovdata.
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2008-06-27-71?q=plan-%20og%20bygg>
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.
- Porter, M. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: The Free Press.
- Pripp, A. H. (2018). *Pearsons eller Spearmans korrelasjonskoeffisienter*. Tidsskriftet.
<https://tidsskriftet.no/2018/05/medisin-og-tall/pearsons-eller-spearmans-korrelasjonskoeffisienter>
- Proff Forvalt. (2022). *Ordbok*. <https://forvalt.no/Om/ordbok/G>
- PWC. (2021). *Bærekraft 100 – flere setter tallfestede mål*.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/baerekraft-100.html#tilgang>
- Ragde Eiendom. (2021). *Årsrapport 2021*.
- Ragde Eiendom. (2022). *Årsrapport 2022*.
- Riley, D. (1987). *Competitive Cost Based Investment Strategies for Industrial Companies*. *Manufacturing Issues*, 30-34.
- Samferdselsdepartementet. (2022). *Avinor AS*.
<https://www.regjeringen.no/no/dep/sd/org/tilknyttede-virksomheter/avinor-as/id443417/>

- SAP. (2022). *Hva er IoT og hvordan fungerer det?*
<https://www.sap.com/norway/insights/what-is-iot-internet-of-things.html>
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2016). *Research Methods for Business Students*. (4th Edition).
- Shank, J. K. (1989). Strategic cost management: new wine, or just old bottles? *Journal of Management Accounting Research*, (Fall).
- Skatteetaten. (2022). *Utleie av næringsseiendom*.
<https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/bolig-og-eiendeler/bolig-eiendom-tomt/utleie-arkiv/naringsseiendom/>
- Skog, O. (2004). *Å forklare sosiale fenomener: En regresjonsbasert tilnærming* (2. [rev. og utvidet] utg. ed.). Gyldendal akademisk.
- Solheim, H. (2009). *Makroøkonomiske sjokk - effekter på sysselsetting og arbeidstilbud*. Norges Bank. https://www.norges-bank.no/contentassets/bb8fe440b3d847e5a1ef6610ff6700b4/makrosjokk_og_arbeidstilbud.pdf
- SSB. (2016). *Skattesatser for selskaper. 2013-2016*. <https://www.ssb.no/429957/skattesatser-for-selskaper.2013-2016.prosent>
- SSB. (2021). *Fastlands-BNP falt 2,5 prosent i 2020*. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/fastlands-bnp-falt-2-5-prosent-i-2020>
- SSB. (2022). *Fakta om Norsk økonomi*. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>
- Statista. (2022). *Number of coworking spaces worldwide from 2018 to 2020 with a forecast to 2024*. <https://www.statista.com/statistics/554273/number-of-coworking-spaces-worldwide/>
- Svartdal, F. (2019). *Longitudinell metode*. SNL. Hentet 17. desember 2022.
https://snl.no/longitudinell_metode
- Syarifah, S. (2021). Effect of Earnings Management, Liquidity Ratio, Solvency Ratio and Ratio Profitability of Bond Ratings in Manufacturing:(Case Study Sub-Sector Property and Real Estate Sector Companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX)). *International Journal of Business, Economics, and Social Development*, 2(2), 89-97.
- Sættem, O. (2014). *Bedriftens finansregnskap: Det analytiske brukerperspektivet*. Los Forlag.
- Sættem, B. E. (2019). *Dette styrer boligprisene*. Nordnet.
<https://www.nordnet.no/blogg/dette-styrer-boligprisene/>
- The BMJ. (2022). *Correlation and regression*. <https://www.bmj.com/about-bmj/resources-readers/publications/statistics-square-one/11-correlation-and-regression>

-
- Thomson. (2007). Eiendom og finansiell strategi. *Praktisk økonomi og finans*, 23(3), 67–78.
<https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2007-03-09>
- Thon Eiendom. (2016). *Fordeler ved å leie lokale på kjøpesenter*.
<https://thoneiendom.no/magasin/tips-til-grunder/fordeler-ved-a-leie-lokale-pa-kjopesenter/>
- Toft, E. (2017). *Hva er yield, og hva kan jeg forvente av logistikkeiendom?* LIS.
<https://www.lis.no/blogg/hva-er-yield-og-hva-kan-jeg-forvente-av-logistikkeiendom>
- Tollefsen, T. (2009). Investering i næringsseiendom. *Praktisk økonomi og finans*, 25(2), 37–45. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2009-02-05>
- TU. (2022). *Solceller på næringsbygg: En vinn-vinn-vinn-situasjon*.
<https://www.tu.no/tumstudio/solcelleanlegg/annonse-solceller-pa-naeringsbygg-en-vinn-vinn-vinn-situasjon/520589>
- Ulstein, H. (2022). *Bygg og anlegg, eiendom*. Menon Economics.
<https://www.menon.no/industry/bygg-og-anlegg-eiendom/>
- Union Gruppen. (2021). *Coworking-undersøkelsen vinter 2021*.
<https://m2.union.no/leiemarked/fleksible-kontorlokaler/unions-coworkingundersokelse-vinter-2021>
- Visma. (2022a). *Hva er RPA, Robotic Process Automation?*
<https://www.visma.no/consulting/tjenester/hva-er-rpa/>
- Visma. (2022b). *Likviditet*. <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/1/likviditet/>
- Wad, J. (2019). *Eiendomsbransjen er teknisk konservative*. Fremtidens bygnæring.
<https://www.fremtidensbygg.no/eiendomsbransjen-er-teknisk-konservative/>
- Wig, K. (2021). *Frykter nyboligbrems etter corona-prishopp*. E24.
<https://e24.no/privatoekonomi/i/IEG2oG/frykter-nyboligbrems-etter-corona-prishopp>
- World Bank. (2022). *Worldwide Governance Indicators*.
<http://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Reports>
- Zero. (2022). *Bygg og anlegg*. <https://zero.no/fagomrade/bygg-og-anlegg/>
- Ødegaard, H. (2019). *Prisene på næringsseiendom stiger*. Malling & Co.
<https://blogg.malling.no/prisene-pa-naeringsseiendom-stiger>
- Årdal, T. (2022). *Ragde Eiendom vil bygge om og flytte hovedkvarteret hit*. Estate.
<https://www.estatenyheter.no/ragde-eiendom-vil-bygge-om-og-flytte-hovedkontoret-hit/322507>

Appendiks

Appendiks 1: Finanskostnader i prosent av driftsinntekt

Finanskostnader	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
OLT	655 000 000	723 000 000	695 000 000	659 000 000	737 000 000	802 000 000	699 000 000	710 000 000
Entra	625 000 000	572 000 000	550 000 000	491 000 000	551 000 000	541 000 000	551 000 000	554 428 571
Ragde Eiendom	277 499 761	286 434 056	368 183 978	422 811 424	523 020 274	581 724 258	658 102 123	445 396 553
Norwegian Property	429 100 000	402 600 000	292 400 000	263 200 000	258 600 000	264 800 000	346 000 000	322 385 714
Eiendomsspar	279 100 000	191 900 000	188 600 000	201 000 000	272 000 000	279 000 000	224 000 000	233 657 143

Driftsinntekt	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
OLT	3 266 000 000	3 579 000 000	3 785 000 000	3 881 000 000	4 051 000 000	3 967 000 000	4 094 000 000	3 803 285 714
Entra	2 000 000 000	2 999 000 000	2 604 000 000	2 920 000 000	2 950 000 000	2 586 000 000	2 600 000 000	2 665 571 429
Ragde Eiendom	827 281 602	1 116 074 975	1 392 315 818	1 592 381 551	1 931 485 115	2 261 223 674	2 737 431 932	1 694 027 810
Norwegian Property	858 300 000	900 900 000	784 300 000	798 900 000	1 118 000 000	1 564 600 000	919 600 000	992 085 714
Eiendomsspar	861 000 000	1 164 000 000	781 100 000	789 400 000	983 100 000	2 355 000 000	1 102 000 000	1 147 942 857

Finanskostnader i prosent	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
OLT	20 %	20 %	18 %	17 %	18 %	20 %	17 %	19 %
Entra	31 %	19 %	21 %	17 %	19 %	21 %	21 %	21 %
Ragde Eiendom	34 %	26 %	26 %	27 %	27 %	26 %	24 %	27 %
Norwegian Property	50 %	45 %	37 %	33 %	23 %	17 %	38 %	35 %
Eiendomsspar	32 %	16 %	24 %	25 %	28 %	12 %	20 %	23 %

Appendiks 2: Totalkapital

Egenkapital	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	Gjennomsnitt
OLT	17 625	20 950	24 061	26 330	27 366	27 753	30 906	24 999
Entra	12 995	14 732	18 505	20 524	22 570	27 136	31 263	21 104
Ragde Eiendom	1 220	1 683	2 226	2 805	3 508	4 389	5 268	3 014
Norwegian Property	5 778	6 489	7 655	8 003	8 234	11 561	12 837	8 651
Eiendomsspar	3 015	5 461	6 611	7 065	6 722	7 773	7 213	6 266

Gjeld	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	Gjennomsnitt
OLT	20 885	24 382	23 337	23 036	22 733	22 409	20 827	22 516
Entra	15 443	18 471	18 804	19 626	20 406	21 700	27 229	20 240
Ragde Eiendom	5 375	6 500	10 194	12 833	14 862	17 656	18 541	12 280
Norwegian Property	10 242	7 164	7 241	7 999	8 255	12 301	12 044	9 321
Eiendomsspar	6 266	5 045	5 044	5 753	8 208	6 478	7 793	6 369

EK og gjeld	Sum
OLT	47514
Entra	41343
Ragde eiendom	15294
Norwegian Property	17972
Eiendomsspar	12635

	OLT	Entra	Ragde Eiendom	Norwegian Property	Eiendomsspar
Gjennomsnittlig EK	53 %	51 %	20 %	48 %	50 %
Gjennomsnittlig Gjeld	47 %	49 %	80 %	52 %	50 %

Appendiks 3: OLT – ROCE og finansiell gjeldsgrad

Tall i 1 000 000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsresultat (Etter skatt)	4 107	4 071	3 891	2 812	2 276	1 191	3 715
IB Netto driftsrelaterede eiendeler		38 551	45 256	47 258	48 964	49 573	49 619
UB Netto driftsrelaterede eiendeler	38 551	45 256	47 258	48 964	49 573	49 619	51 275
Gj.snitt Netto driftsrelaterede eiendeler		41 904	46 257	48 111	49 269	49 596	50 447
RNOA (Avkastning på netto driftsrelaterede eiendeler)	10,65 %	9,72 %	8,41 %	5,84 %	4,62 %	2,40 %	7,36 %
IB Netto finansiell gjeld		20 512	23 859	22 677	22 137	21 755	21 485
UB Netto finansiell gjeld	20 512	23 859	22 677	22 137	21 755	21 485	19 934
Gj.snitt Finansiell gjeld		22 186	23 268	22 407	21 946	21 620	20 710
Gj.snitt EK	17 625	20 950	24 061	26 330	27 366	27 753	30 906
FLEV (Finansiell gjeldsgrad)	1,16	1,06	0,97	0,85	0,80	0,78	0,67
NFK (Etter skatt)	421	450	409	295	438	935	105
Gj.snitt NFG	20 512	22 186	23 268	22 407	21 946	21 620	20 710
NBC (Netto lånekostnader)	2,05 %	2,03 %	1,76 %	1,32 %	1,99 %	4,33 %	-0,51 %
Spread (RNOA - NBC)	8,6 %	7,7 %	6,7 %	4,5 %	2,6 %	-1,9 %	7,9 %
ROCE (RNOA+(FLEV X SPREAD))	21 %	18 %	15 %	10 %	7 %	1 %	13 %

Appendiks 4: Entra - ROCE og finansiell gjeldsgrad

Tall i 1 000 000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsresultat (Etter skatt)	2 875	3 080	4 876	3 042	3 618	6 338	5 649
IB Netto driftsrelaterte eiendeler		28 053	32 878	37 147	41 344	44 333	50 340
UB Netto driftsrelaterte eiendeler	28 053	32 878	37 147	41 344	44 333	50 340	60 236
Gj.snitt Netto driftsrelaterte eiendeler		30 466	35 013	39 246	42 839	47 337	55 288
RNOA (Avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler)	10,25 %	10,11 %	13,93 %	7,75 %	8,44 %	13,39 %	10,22 %
IB Netto finansiell gjeld		14 701	17 756	18 210	19 075	19 815	21 136
UB Netto finansiell gjeld	14 701	17 756	18 210	19 075	19 815	21 136	26 666
Gj.snitt Finansiell gjeld		16 229	17 983	18 643	19 445	20 476	23 901
Gj.snitt EK	12 995	14 732	18 505	20 524	22 570	27 136	31 263
FLEV (Finansiell gjeldsgrad)	1,13	1,10	0,97	0,91	0,86	0,75	0,76
NFK (Etter skatt)	163	349	361	307	395	636	270
Gj.snitt NFG	14 701	16 229	17 983	18 643	19 445	20 476	23 901
NBC (Netto lånekostnader)	1,11 %	2,15 %	2,01 %	1,64 %	2,03 %	3,11 %	1,13 %
Spread (RNOA - NBC)	9,1 %	8,0 %	11,9 %	6,1 %	6,4 %	10,3 %	9,1 %
ROCE (RNOA+(FLEV X SPREAD))	21 %	19 %	26 %	13 %	14 %	21 %	17 %

Appendiks 5: Ragde Eiendom - ROCE og finansiell gjeldsgrad

Tall i NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsresultat (Etter skatt)	571 189 783	781 811 956	918 535 140	985 748 723	1 208 988 097	1 435 604 055	1 717 849 557
IB Netto driftsrelaterte eiendeler		6 307 337 655	7 767 476 772	12 203 189 432	14 820 664 056	17 987 207 535	21 322 342 261
UB Netto driftsrelaterte eiendeler	6 307 337 655	7 767 476 772	12 203 189 432	14 820 664 056	17 987 207 535	21 322 342 261	23 269 101 214
Gj.snitt Netto driftsrelaterte eiendeler		7 037 407 214	9 985 333 102	13 511 926 744	16 403 935 796	19 654 774 898	22 295 721 738
RNOA (Avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler)	9,06 %	11,11 %	9,20 %	7,30 %	7,37 %	7,30 %	7,70 %
IB Netto finansiell gjeld		4 969 595 295	5 928 641 587	9 798 008 536	11 815 366 819	14 160 258 979	16 573 374 394
UB Netto finansiell gjeld	4 969 595 295	5 928 641 587	9 798 008 536	11 815 366 819	14 160 258 979	16 573 374 394	17 575 445 191
Gj.snitt Finansiell gjeld		5 449 118 441	7 863 325 062	10 806 687 678	12 987 812 899	15 366 816 687	17 074 409 793
Gj.snitt EK	1 220 371 584	1 683 044 322	2 226 845 970	2 805 712 888	3 508 341 096	4 389 961 231	5 268 317 518
FLEV (Finansiell gjeldsgrad)	4,07	3,24	3,53	3,85	3,70	3,50	3,24
NFK (Etter skatt)	206 772 706	206 919 130	274 390 606	301 180 862	327 336 776	405 384 742	357 959 363
Gj.snitt NFG	4 969 595 295	5 449 118 441	7 863 325 062	10 806 687 678	12 987 812 899	15 366 816 687	17 074 409 793
NBC (Netto lånekostnader)	4,16 %	3,80 %	3,49 %	2,79 %	2,52 %	2,64 %	2,10 %
Spread (RNOA - NBC)	4,9 %	7,3 %	5,7 %	4,5 %	4,8 %	4,7 %	5,6 %
ROCE (RNOA+(FLEV X SPREAD))	29 %	35 %	29 %	25 %	25 %	24 %	26 %

Appendiks 6: Norwegian Property - ROCE og finansiell gjeldsgrad

Tall i 1 000 000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsresultat (Etter skatt)	757	944	1 541	637	1 151	1 958	1 714
IB Netto driftsrelaterte eiendeler		15 958	13 598	14 804	15 869	16 190	23 171
UB Netto driftsrelaterte eiendeler	15 958	13 598	14 804	15 869	16 190	23 171	24 550
Gj.snitt Netto driftsrelaterte eiendeler		14 778	14 201	15 336	16 029	19 680	23 860
RNOA (Avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler)	4,75 %	6,39 %	10,85 %	4,16 %	7,18 %	9,95 %	7,18 %
IB Netto finansiell gjeld		10 181	7 109	7 149	7 866	7 956	11 610
UB Netto finansiell gjeld	10 181	7 109	7 149	7 866	7 956	11 610	11 713
Gj.snitt Finansiell gjeld		8 645	7 129	7 508	7 911	9 783	11 661
Gj.snitt EK	5 778	6 489	7 655	8 003	8 234	11 561	12 837
FLEV (Finansiell gjeldsgrad)	1,76	1,33	0,93	0,94	0,96	0,85	0,91
NFK (Etter skatt)	277	180	192	147	144	283	141
Gj.snitt NFG	10 181	8 645	7 129	7 508	7 911	9 783	11 661
NBC (Netto lånekostnader)	2,72 %	2,08 %	2,69 %	1,96 %	1,82 %	2,89 %	1,21 %
Spread (RNOA - NBC)	2,0 %	4,3 %	8,2 %	2,2 %	5,4 %	7,1 %	6,0 %
ROCE (RNOA+(FLEV X SPREAD))	8 %	12 %	18 %	6 %	12 %	16 %	13 %

Appendiks 7: Eiendomsspar - ROCE og finansiell gjeldsgrad

Tall i 1 000 000 NOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsresultat (Etter skatt)	2 454	1 353	1 239	1 109	1 191	1 556	875
IB Netto driftsrelaterte eiendeler		6 753	10 283	11 365	12 454	14 393	13 562
UB Netto driftsrelaterte eiendeler	6 753	10 283	11 365	12 454	14 393	13 562	14 311
Gj.snitt Netto driftsrelaterte eiendeler		8 518	10 824	11 910	13 424	13 978	13 937
RNOA (Avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler)	36,34 %	15,88 %	11,45 %	9,31 %	8,87 %	11,13 %	6,28 %
IB Netto finansiell gjeld		3 689	4 771	4 730	5 375	7 695	5 708
UB Netto finansiell gjeld	3 689	4 771	4 730	5 375	7 695	5 708	7 003
Gj.snitt Finansiell gjeld		4 230	4 750	5 052	6 535	6 702	6 356
Gj.snitt EK	3 015	5 461	6 611	7 065	6 722	7 773	7 213
FLEV (Finansiell gjeldsgrad)	1,22	0,77	0,72	0,72	0,97	0,86	0,88
NFK (Etter skatt)	201	142	137	143	183	184	115
Gj.snitt NFG	3 689	4 230	4 750	5 052	6 535	6 702	6 356
NBC (Netto lånekostnader)	5,44 %	3,35 %	2,88 %	2,82 %	2,80 %	2,75 %	-1,81 %
Spread (RNOA - NBC)	30,9 %	12,5 %	8,6 %	6,5 %	6,1 %	8,4 %	8,1 %
ROCE (RNOA+(FLEV X SPREAD))	74 %	26 %	18 %	14 %	15 %	18 %	13 %

Appendiks 8: Likviditetsgrad 1

Omløpsmidler	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
OLT	1 040 000 000	1 342 000 000	1 415 000 000	1 349 000 000	1 387 000 000	1 388 000 000	1 440 000 000	1 337 285 714
Entra	1 062 000 000	914 000 000	1 251 000 000	1 921 000 000	998 000 000	1 021 000 000	1 149 000 000	1 188 000 000
Ragde Eiendom	383 967 833	412 325 298	354 828 140	434 952 955	520 066 959	558 557 641	390 243 399	436 420 318
Norwegian Property	237 500 000	163 800 000	171 100 000	2 327 600 000	1 120 100 000	861 600 000	501 100 000	768 971 429
Eiendomsspar	2 621 100 000	136 300 000	178 600 000	246 100 000	192 900 000	224 300 000	377 700 000	568 142 857
	1 068 913 567	593 685 060	674 105 628	1 255 730 591	843 613 392	810 691 528	771 608 680	

Kortsiktig gjeld	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
OLT	2 647 000 000	6 122 000 000	9 267 000 000	7 882 000 000	6 619 000 000	7 465 200 000	5 333 000 000	6 476 457 143
Entra	3 501 000 000	3 226 000 000	5 263 000 000	4 710 000 000	3 067 000 000	2 683 000 000	4 622 000 000	3 867 428 571
Ragde Eiendom	194 838 142	251 002 172	396 577 737	429 714 815	465 572 030	410 986 995	765 328 492	416 288 626
Norwegian Property	5 173 700 000	218 200 000	159 000 000	3 600 500 000	2 846 700 000	1 654 800 000	2 636 200 000	2 327 014 286
Eiendomsspar	2 361 100 000	491 800 000	635 000 000	1 024 200 000	932 300 000	1 137 600 000	1 189 200 000	1 110 171 429
	2 775 527 628	2 061 800 434	3 144 115 547	3 529 282 963	2 786 114 406	2 670 317 399	2 909 145 698	

Likviditetsgrad 1	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
OLT	0,39	0,22	0,15	0,17	0,21	0,19	0,27	0,23
Entra	0,30	0,28	0,24	0,41	0,33	0,38	0,25	0,31
Ragde Eiendom	1,97	1,64	0,89	1,01	1,12	1,36	0,51	1,22
Norwegian Property	0,05	0,75	1,08	0,65	0,39	0,52	0,19	0,52
Eiendomsspar	1,11	0,28	0,28	0,24	0,21	0,20	0,32	0,38
	0,76	0,63	0,53	0,50	0,45	0,53	0,31	

Appendiks 9: Korrelasjonsanalyse

ROCE	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	Gjennomsnitt
OLT	0,21	0,18	0,15	0,10	0,07	0,01	0,13	0,12
Entra	0,21	0,19	0,26	0,13	0,14	0,21	0,17	0,19
Ragde	0,29	0,35	0,29	0,25	0,25	0,24	0,26	0,28
Norwegian Property	0,08	0,12	0,18	0,06	0,12	0,16	0,13	0,12
Eiendomsspar	0,74	0,26	0,18	0,14	0,15	0,18	0,13	0,25
Gjennomsnitt	0,31	0,22	0,21	0,14	0,15	0,16	0,16	

Driftsinntekter	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	Gjennomsnitt
OLT	3 266 000 000	3 579 000 000	3 785 000 000	3 881 000 000	4 051 000 000	3 967 000 000	4 094 000 000	3 803 285 714
Entra	2 000 000 000	2 999 000 000	2 604 000 000	2 920 000 000	2 950 000 000	2 586 000 000	2 600 000 000	2 665 571 429
Norwegian Property	858 300 000	900 900 000	784 300 000	798 900 000	1 118 000 000	708 600 000	919 600 000	869 800 000
Ragde	827 281 602	1 116 074 975	1 392 315 818	1 592 381 551	1 931 485 115	2 261 223 674	2 737 431 932	1 694 027 810
Eiendomsspar	741 300 000	1 071 500 000	781 100 000	789 400 000	983 100 000	2 355 000 000	1 102 000 000	1 117 628 571
Sum	1 538 576 320	1 933 294 995	1 869 343 164	1 996 336 310	2 206 717 023	2 375 564 735	2 290 606 386	

Eiendomsrelaterte kostnader	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	Gjennomsnitt
Thon	1 072 000 000	1 183 000 000	1 155 000 000	1 215 000 000	1 201 000 000	1 112 000 000	1 155 000 000	1 156 142 857
Entra	280 000 000	159 000 000	161 000 000	184 000 000	189 000 000	211 000 000	234 000 000	202 571 429
NP	64 800 000	54 200 000	66 000 000	71 700 000	63 800 000	51 600 000	64 300 000	62 342 857
Ragde	49 600 029	73 271 079	86 385 833	132 838 562	159 731 472	197 173 773	238 237 645	133 891 199
Eiendomsspar	141 200 000	145 500 000	171 200 000	144 500 000	234 300 000	189 200 000	163 200 000	169 871 429
	321 520 006	322 994 216	327 917 167	349 607 712	369 566 294	352 194 755	370 947 529	

Andre driftskostnader	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	Gjennomsnitt
Thon	149 000 000	131 000 000	137 000 000	159 000 000	157 000 000	151 000 000	154 000 000	148 285 714
Entra	129 000 000	927 000 000	246 000 000	500 000 000	260 000 000	79 000 000	43 000 000	312 000 000
NP	77 500 000	56 600 000	58 000 000	65 800 000	53 400 000	55 100 000	60 100 000	60 928 571
Ragde	136 392 430	151 205 469	209 018 426	274 307 714	377 765 004	375 817 925	494 701 459	288 458 347
Eiendomsspar	155 200 000	80 500 000	82 400 000	96 200 000	112 200 000	107 900 000	102 500 000	105 271 429
	129 418 486	269 261 094	146 483 685	219 061 543	192 073 001	153 763 585	170 860 292	

Administrasjonskostnader	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	Gjennomsnitt
Thon	126 000 000	141 000 000	164 000 000	191 000 000	189 000 000	190 000 000	197 000 000	171 142 857
Entra	168 000 000	152 000 000	163 000 000	157 000 000	171 000 000	186 000 000	210 000 000	172 428 571
NP	79 200 000	57 300 000	58 000 000	57 100 000	48 800 000	46 800 000	59 200 000	58 057 143
Ragde	43 964 668	57 667 588	63 822 704	64 782 165	86 824 897	82 384 418	77 391 474	68 119 702
Eiendomsspar	94 000 000	75 200 000	103 100 000	70 300 000	76 900 000	89 200 000	108 500 000	88 171 429
	102 232 934	96 633 518	110 384 541	108 036 433	114 504 979	118 876 884	130 418 295	

Finanskostnader	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Thon	655 000 000	723 000 000	695 000 000	659 000 000	737 000 000	802 000 000	699 000 000	710 000 000
Entra	625 000 000	572 000 000	550 000 000	491 000 000	551 000 000	541 000 000	551 000 000	554 428 571
NP	429 100 000	402 600 000	292 400 000	263 200 000	258 600 000	264 800 000	346 000 000	322 385 714
Ragde	203 798 264	217 360 874	316 575 260	389 130 588	481 619 764	561 298 723	575 281 443	392 152 131
Eiendomsspar	279 100 000	191 900 000	188 600 000	201 000 000	272 000 000	279 000 000	224 000 000	233 657 143
Sum	438 399 653	421 372 175	408 515 052	400 666 118	460 043 953	489 619 745	479 056 289	

Soliditet (Finansiell gjeldsgrad)	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	Gjennomsnitt
Thon	1,16	1,06	0,97	0,85	0,80	0,78	0,67	0,90
Entra	1,13	1,10	0,97	0,91	0,86	0,75	0,76	0,93
Ragde	4,07	3,24	3,53	3,85	3,70	3,50	3,24	3,59
NP	1,76	1,33	0,93	0,94	0,96	0,85	0,91	1,10
Eiendomsspar	1,22	0,77	0,72	0,72	0,97	0,86	0,88	0,88
	1,87	1,50	1,42	1,45	1,46	1,35	1,29	

Likviditet (Likviditetsgrad 1)	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	Gjennomsnitt
Thon	0,39	0,22	0,15	0,17	0,21	0,19	0,27	0,23
Entra	0,30	0,28	0,24	0,41	0,33	0,38	0,25	0,31
NP	0,05	0,75	1,08	0,65	0,39	0,52	0,19	0,52
Ragde	1,97	1,64	0,89	1,01	1,12	1,36	0,51	1,22
Eiendomsspar	1,11	0,28	0,28	0,24	0,21	0,20	0,32	0,38
	0,76	0,63	0,53	0,50	0,45	0,53	0,31	

Appendiks 10: Netto yield for utvalget

Netto leieinntekt	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
OLT	2 045 000 000	2 265 000 000	2 493 000 000	2 507 000 000	2 693 000 000	2 704 000 000	2 785 000 000	2 498 857 143
Entra	1 351 000 000	1 740 000 000	1 913 000 000	2 058 000 000	2 149 000 000	2 142 000 000	2 274 000 000	1 946 714 286
Ragde Eiendom	320 832 061	397 761 470	583 969 305	721 258 921	876 823 132	971 947 743	1 038 410 611	701 571 892
Norwegian Property	716 000 000	790 000 000	660 000 000	661 000 000	618 000 000	602 000 000	795 000 000	691 714 286
Eiendomsspar	653 000 000	627 000 000	675 000 000	699 000 000	734 000 000	623 000 000	636 000 000	663 857 143

Investerings eiendommer	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
OLT	40 177 000 000	47 695 000 000	51 435 000 000	53 174 000 000	54 037 000 000	54 453 000 000	56 530 000 000	51 071 571 429
Entra	28 823 000 000	35 629 000 000	39 875 000 000	44 714 000 000	49 095 000 000	56 834 000 000	67 568 000 000	46 076 857 143
Ragde	6 059 239 226	7 755 695 612	12 562 153 581	15 128 334 002	18 233 905 527	21 638 701 753	24 023 798 153	15 057 403 979
Norwegian property	16 169 600 000	14 025 100 000	15 289 800 000	15 515 300 000	16 469 300 000	23 087 600 000	24 801 300 000	17 908 285 714
Eiendomsspar	6 892 200 000	6 759 800 000	6 815 600 000	7 414 200 000	8 111 000 000	7 493 600 000	8 361 200 000	7 406 800 000

Netto yield	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
OLT	5,09 %	4,75 %	4,85 %	4,71 %	4,98 %	4,97 %	4,93 %	4,90 %
Entra	4,69 %	4,88 %	4,80 %	4,60 %	4,38 %	3,77 %	3,37 %	4,35 %
Ragde Eiendom	5,29 %	5,13 %	4,65 %	4,77 %	4,81 %	4,49 %	4,32 %	4,78 %
Norwegian Property	4,43 %	5,63 %	4,32 %	4,26 %	3,75 %	2,61 %	3,21 %	4,03 %
Eiendomsspar	4,70 %	4,30 %	4,10 %	4,10 %	4,00 %	4,00 %	3,70 %	4,13 %

Appendiks 11: Netto yield (Oslo, Bergen og Trondheim)

Yield	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Oslo	4,25 %	3,75 %	3,75 %	3,75 %	3,75 %	3,25 %	3,25 %	3,68 %
Bergen	6,00 %	5,00 %	4,75 %	4,25 %	4,00 %	3,75 %	3,75 %	4,50 %
Trondheim	5,50 %	5,00 %	5,00 %	4,75 %	4,75 %	4,25 %	4,50 %	4,82 %