



Samhallsbygggnadsbolaget i Norden AB

En strategisk og regnskapsbasert kredittvurdering



Samhallsbygggnadsbolaget

Magnus Mjøsund og Lars Nordang

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon og økonomi og administrasjon – 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 inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Vi har i denne masteroppgaven foretatt en strategisk og regnskapsbasert kredittvurdering av Samhållsbyggnadsbolaget i Norden AB. Formålet med oppgaven har vært å finne et forslag til kreditt-rating, og hvilken kompensasjon en kreditor bør kreve ved utstedelse av et nytt lån. Kreditt-ratingen skal reflektere kredittrisikoen for selskapet, og blir fastsatt på bakgrunn av en strategisk risikoanalyse og en kreditororientert regnskapsanalyse.

I den strategiske risikoanalysen har vi fokusert på kredittisiko. Vi har sett på kredittisikoen i bransjen og sett på hvordan selskapets kredittisiko avviker fra dette. Vi finner at kredittisikoen i bransjen er høyere på kort sikt enn den har vært historisk. Dette har vi funnet ved å gjennomføre en PESTEL-analyse og brukt Porters fem konkurransekrefter. En av de viktigste årsakene til at kredittisikoen er høyere på kort sikt er at rentenivået har økt. Videre finner vi at kredittisikoen for selskapet er høyere enn for bransjen, gjennom en SVIMA-analyse, blant annet på grunn av at selskapet har dårlig tilgang på kapital. Samlet sett har vi klassifisert den kortsiktige strategiske risikoen til BB-.

I den kreditororienterte regnskapsanalysen har vi omarbeidet resultatet og balansen, slik at de passer for en kreditororientert analyse. Ved omarbeidelsen av resultatet har vi vært opptatt av å finne det normaliserte resultatet, da det er dette en kreditor kan forvente at selskapet vil kunne generere av inntekter for å betjene gjeld. Vi har videre skilt de driftsrelaterte eiendelene og forpliktelsene fra de finansielle, for å legge grunnlag for videre analyser. I den kreditororienterte regnskapsanalysen ble det utført analyser av selskapets kortsiktige og langsiktige risiko. Den kortsiktige risikoen ble funnet å være høy, og ble gitt karakteren CCC+. Den langsiktige risikoen ble gitt karakteren B, som viser en relativt høy langsiktig risiko. Samlet sett ble den syntetiske ratingen av selskapet CCC+.

Basert på innsikt fra både den strategiske risikoanalysen og den kreditororienterte regnskapsanalysen, ble den samlede ratingen satt til B-. Ratingen begrunnes med svak likviditet og en usunn finansiering. I tillegg har selskapet dårlig tilgang på kapital, som kan føre til at de må selge eiendommer å betjene de eksisterende finansielle forpliktelsene. Som følge av et økt rentenivå har bransjen fått økte finansieringskostnader og reduserte eiendomsverdier. Kreditt-ratingen vår samsvarer med konsensus hos kreditt-ratingforetakene, som også har analysert selskapet. En rating på B- tilsvarer en kredittisikopremie på 6,84%, og vår anbefalte lånerente på et eventuelt nytt lån er 8,06%.

Forord

Denne masteroppgaven er en del av masterstudiene i regnskap og revisjon og økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole.

Gjennom masterutdanningen har vi begge fått en interesse for regnskapsanalyse. Derfor falt det naturlig å velge et tema for masteroppgave med dette i fokus. Dette temaet har latt oss anvende kunnskap som vi har opparbeidet gjennom hele studieløpet. Når det kommer til valg av bransje ønsket vi å velge en kapitalintensiv bransje, og fattet derfor interesse for næringseiendomsbransjen. I den senere tid har særlig den svenske næringseiendomsbransjen vært mye omtalt i medier som følge av økt rentenivå og fallende eiendomsverdier. Valget av selskap ble tatt på grunnlag av de tilsynelatende særlige problemene Samhallsbyggnadsbolaget i Norden AB har hatt den siste tiden.

Vi har gjennom arbeidet med masteroppgaven opparbeidet oss kunnskap og innsikt i næringseiendomsbransjen, og har syntes at dette har vært interessant og lærerikt. Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder, Kjell Henry Knivsflå, for gode og innsiktsfulle råd og tilbakemeldinger gjennom hele arbeidet med oppgaven.

Norges Handelshøyskole

Bergen, desember 2023

Magnus Mjøsund

Lars Nordang

Innholdsfortegnelse

1.	INNLEDNING.....	8
1.1	PROBLEMSTILLING.....	8
1.2	AVGRENSNING.....	8
1.3	STRUKTUR OG RAMMEVERK.....	9
2.	PRESENTASJON AV BRANSJE OG VIRKSOMHET.....	11
2.1	PRESENTASJON AV SBB.....	11
2.2	MAKROFORHOLD.....	15
2.2.1	<i>Bruttonasjonalprodukt.....</i>	<i>15</i>
2.2.2	<i>Arbeidsledighet.....</i>	<i>16</i>
2.2.3	<i>Konsumprisindeks.....</i>	<i>17</i>
2.2.4	<i>Styringsrente.....</i>	<i>18</i>
2.2.5	<i>Demografi.....</i>	<i>19</i>
2.3	EIENDOMSBRANSJEN.....	20
2.3.1	<i>Tilbud og etterspørsel.....</i>	<i>21</i>
2.3.2	<i>Verdivurdering av eiendom.....</i>	<i>23</i>
2.3.3	<i>Virkning av økt inflasjon og høyere renter.....</i>	<i>24</i>
2.4	SBB OG SAMMENLIGNBARE VIRKSOMHETER.....	25
2.4.1	<i>Samhällsbyggnadsbolaget i Norden.....</i>	<i>25</i>
2.4.2	<i>Castellum AB.....</i>	<i>26</i>
2.4.3	<i>Hemsö Fastighets AB.....</i>	<i>26</i>
2.4.4	<i>Rikshem AB.....</i>	<i>27</i>
2.5	SBBs KREDITTRISIKOAVVIK FRA GJENNOMSNITTSVIRKSOMHETEN.....	28

2.5.1	<i>Eiendomsportefølje</i>	28
2.5.2	<i>Leieinntekt og kontrakter</i>	29
2.5.3	<i>Nøkkeltall og gjeld</i>	29
3.	STRATEGISK RISIKOANALYSE	31
3.1	RAMMEVERK FOR STRATEGISK RISIKOANALYSE.....	31
3.2	EKSTERN BRANSJERISIKOANALYSE.....	33
3.2.1	<i>PESTEL-analyse</i>	33
3.2.2	<i>Porters fem konkurransekrefter</i>	39
3.2.3	<i>Oppsummering av bransjerisikoanalysen</i>	46
3.3	INTERN RESSURSRISIKOANALYSE	46
3.3.1	<i>SVIMA</i>	47
3.3.2	<i>Analyse av SBB i SVIMA</i>	48
3.4	OPPSUMMERING AV STRATEGISK RISIKOANALYSE	53
3.4.1	<i>Strategisk risiko (SWOT)</i>	53
3.4.2	<i>Strategisk risikorating</i>	54
4.	RAPPORTERT, TRAILET OG OMGRUPPERT FINANSREGNSKAP	56
4.1	RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG FOR ANALYSE	56
4.1.1	<i>Rammeverk for kreditororientert regnskapsanalyse</i>	56
4.1.2	<i>Praktiske valg</i>	57
4.2	RAPPORTERTE TALL.....	58
4.3	TRAILING	61
4.3.1	<i>Trailing av resultatregnskap</i>	61
4.3.2	<i>Trailing av balanseregnskap</i>	66
4.4	OMGRUPPERING FOR ANALYSE	68

4.4.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>	68
4.4.2	<i>Omgruppering av balanseregnskapet</i>	76
5.	ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL	84
5.1	KILDER TIL MÅLEFEIL	84
5.2	JUSTERING FOR RISIKOANALYSE	85
5.3	OMGRUPPERT OG JUSTERT FINANSREGNSKAP	87
5.4	OMGRUPPERT OG JUSTERT FINANSREGNSKAP FOR BRANSJEN	89
6.	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO: LIKVIDITETSANALYSE	92
6.1	RAMMEVERK FOR LIKVIDITETSANALYSE	92
6.2	LIKVIDITET I BALANSEN	92
6.3	LIKVIDITET GJENNOM RESULTATET	95
6.4	KONTANTSTRØMANALYSE	97
6.5	FORFALLSSTRUKTUR PÅ GJELD OG LÅNEVILKÅR	98
6.6	OPPSUMMERING ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO	100
7.	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO: SOLIDITETSANALYSE	101
7.1	RAMMEVERK FOR SOLIDITETSANALYSE.....	101
7.2	EGENKAPITALPROSENT	101
7.3	RENTABILITETSANALYSE	103
7.4	STATISK FINANSIERINGSANALYSE	105
7.5	OPPSUMMERING AV LANGSIKTIG RISIKO	107
8.	SYNTETISK RATING OG ANALYSE AV RENTE	108
8.1	GENERELT OM RATING	108
8.2	SYNTETISK RATING	111
8.3	ENDELIG RATING.....	116
8.4	KRAV TIL AVKASTNING PÅ EKSISTERENDE FINANSIELLE FORPLIKTELSER.....	117

8.5	ANALYSE AV RENTE I FORHOLD TIL KRAV	120
9.	KONKURSSANSYNLIGHET OG LIKVIDASJONSVERDIER.....	122
9.1	STATISTISKE KONKURSMODELLER.....	122
9.2	LIKVIDASJONSVERDIER.....	124
9.2.1	<i>Tilnærming til selskapsverdi</i>	127
9.2.2	<i>Vurdering av restrukturering</i>	127
10.	VURDERING AV NYTT LÅN	128
10.1	GENERELT OM GJELDSFINANSIERING	128
10.2	PROSEDYRE FOR VURDERING AV LÅN I BANK	129
10.3	VURDERING AV VILKÅR FOR EVENTUELT NYTT LÅN.....	131
10.4	PRISING AV RENTEN PÅ EVENTUELT NYTT LÅN.....	133
11.	OPPSUMMERING – KONKLUSJON.....	135
	LITTERATURLISTE.....	137

1. Innledning

For å innlede oppgaven vil vi presentere oppgavens problemstilling og målsetning. Deretter vil vi redegjøre for enkelte avgrensninger i oppgaven, før strukturen og rammeverket som benyttes vil bli presentert.

1.1 Problemstilling

Målsetningen med denne masterutredningen er å gjennomføre en kredittvurdering av Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB, heretter SBB. Kredittvurderingen vil bli gjennomført på bakgrunn av både strategiske og regnskapsbaserte analyser, og ende opp i en kredittrating. Kredittratingen skal sammen med innsikt fra konkurssansynlighet og likvidasjonsverdier anvendes til å bestemme hvilken kredittrisikopremie en kreditor vil kreve for å utstede et nytt lån. Oppgavens problemstilling er derfor følgende:

«Hva er kredittratingen til Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB, og hvilket krav til de finansielle forpliktelsene kompenseres for risikoen en kreditor påtar seg?»

1.2 Avgrensning

Kredittvurderingen og oppgaven i sin helhet vil kun benytte seg av offentlig tilgjengelig informasjon. Dette kan være årsrapporter og kvartalsrapporter, i tillegg til nyhetsartikler, relevante analyser og rapporter. På bakgrunn av at SBB er et børsnotert selskap som er påvirket av faktorer som stadig endrer seg ser vi oss nødt til å avgrense informasjonen, selv om det kan gå på bekostning av relevansen til oppgaven. Informasjon publisert etter 01.09.2023 vil derfor ikke bli hensyntatt. Dette inkluderer alt av børsmeldinger vedrørende selskapet, kvartalsrapporter, og eventuelle endringer i det makroøkonomiske bildet. Den siste tilgjengelige kvartalsrapporten for SBB er for andre kvartal 2023. Alle kronebeløp som omtales i oppgaven er svenske kroner, hvis ikke annet er oppgitt. Videre omtaler vi Norden som Norge, Sverige, Danmark og Finland.

1.3 Struktur og rammeverk

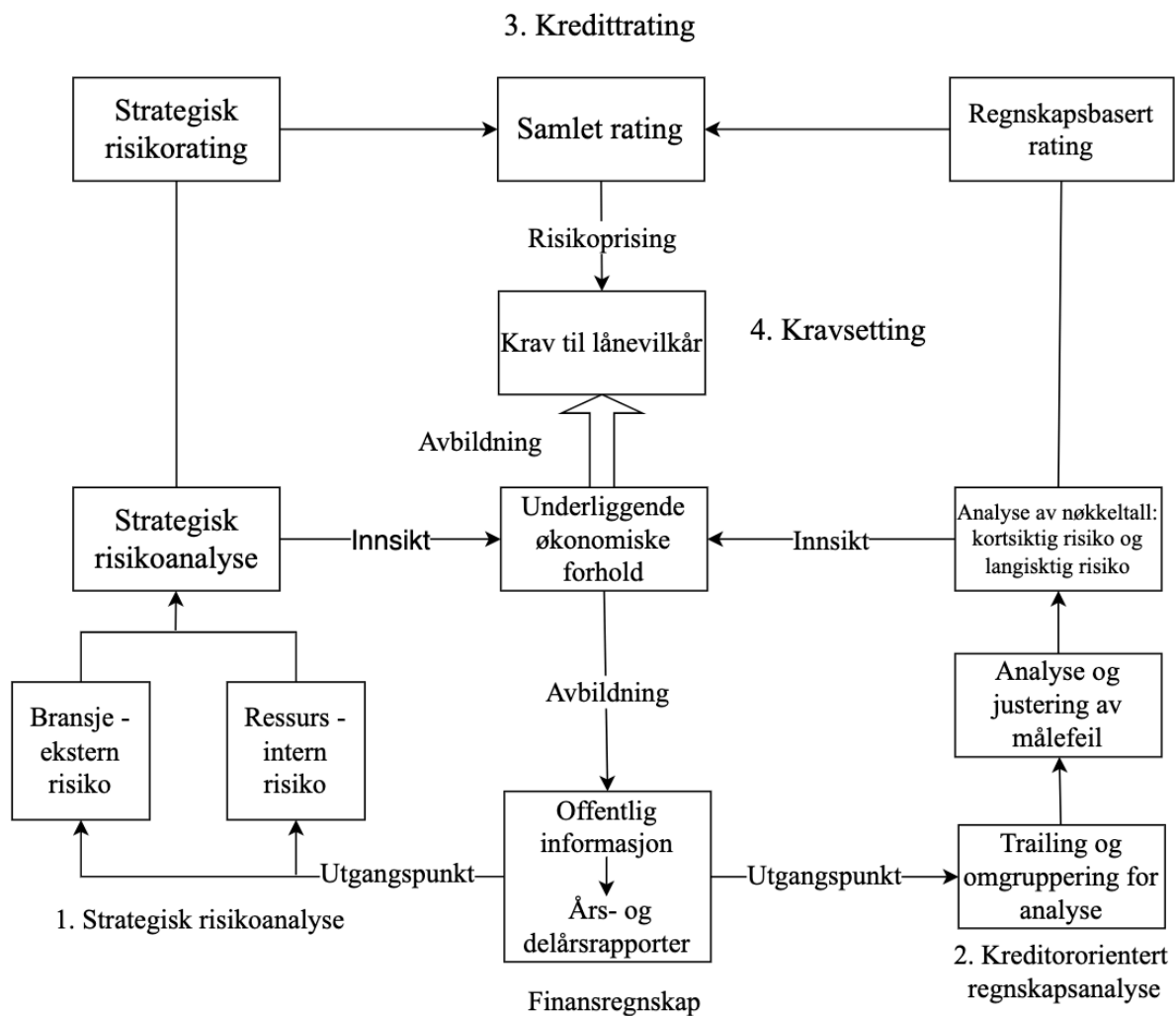
Oppgaven vil starte med en introduksjon av SBB og eiendomsbransjen, og de makroøkonomiske forholdene i kapittel 2, hvor vi også vil presentere selskaper vi skal bruke som sammenligningsgrunnlag. I kapittel 3 vil vi analysere den strategiske risikoen, både for selskapet og for bransjen, ved hjelp av ulike rammeverk. Vi vil bruke PESTEL-rammeverket og Porters fem konkurransekrefter til å analysere bransjen, og SVIMA-rammeverket til å analysere SBB. Etter den strategiske risikoanalysen følger den kreditororienterte regnskapsanalysen. Finansregnskapet til SBB vil bli presentert i kapittel 4, og vi vil utarbeide et estimert finansregnskap for 2023. Videre vil finansregnskapet bli omgruppert og justert for å legge til rette for den kreditororienterte regnskapsanalysen i kapittel 6 og 7, der vi vil foreta en risikoanalyse på kort og lang sikt. I kapittel 8 vil innsikten fra analysene brukes til å utarbeide en syntetisk rating for SBB, som igjen skal brukes til å fastsette en endelig rating sammen med innsikt fra den strategiske analysen. Deretter vil krav til avkastning på de eksisterende finansielle forpliktelsene bli analysert og sammenlignet med rentabiliteten til de eksisterende finansielle forpliktelsene. Videre vil konkurssannsynligheten og likvidasjonsverdiene til SBB bli beregnet i kapittel 9, for å se om det er grunnlag for en restrukturering av selskapet. I kapittel 10 vil vi gjøre vurderinger på hvordan en kreditor bør utforme et eventuelt nytt lån, med tanke på lånevilkår og kompensasjon for risiko. Kredittvurderingen vil bli oppsummert i kapittel 11.

Vi baserer oss på rammeverket for kredittvurdering presentert av professor Kjell Henry Knivsflå, i faget ACC421A – Verdsettelse (Knivsflå, 2023a). Her skal vi ende opp med et krav til lånevilkår, som skal gjenspeile risikoen långiver påtar seg som kreditor. For å få til dette trenger vi informasjon om de underliggende økonomiske forholdene, men her dukker det opp et problem, da disse ikke lar seg observere direkte. Vi er derfor avhengig av offentlig informasjon, års- og kvartalsrapporter, som kan gi en avbildning av de underliggende økonomiske forholdene (Knivsflå, 2023b)

Den offentlige tilgjengelige informasjonen må analyseres både kvalitativt og kvantitativt fra et kreditorperspektiv. En kredittvurdering en kreditor foretar seg, vil skille seg fra en verdsettelse, som en investor gjør. Kreditor vil være opptatt av selskapets evne til å tilbakebetale forpliktelsene, hvor stor sannsynlighet det er for at selskapet går konkurs, og hva kreditor vil tape ved en eventuell konkurs (Plenborg & Kinserdal, 2021). Risikoen for at et selskap ikke er i stand til å betale de utestående forpliktelsene i henhold til avtalen med

kreditor, betegnes som kredittrisiko. En kreditor vil være mer opptatt av nedsiderisikoen fordi kreditors maksimale avkastning er lik avtalt rente. Således er risikoen ensidig. Dette betyr at en kreditor ikke kan bygge opp en portefølje med utlån, der tap på ett utlån kompenseres med gevinst på ett annet utlån. Kredittrisikoen kan følgelig ikke diversifiseres bort (Knivsflå, 2023c). Når vi i denne oppgaven omtaler risiko, er det nedsiderisikoen vi mener.

Vi skal bruke den kvalitative analysen til å gi en strategisk risikoring, og den kvantitative analysen til å gi en regnskapsbasert rating. Samlet sett skal denne analysen ende i en samlet rating, som skal avgjøre kompensasjonen for risikoen långiver påtar seg ved å låne ut penger til selskapet (Knivsflå, 2023a). I den kvalitative analysen vil vi være mer opptatt av svakheter og trusler enn styrker og muligheter, sammenlignet med hvordan fokuset ville vært i en investororientert analyse.



Figur 1: Rammeverket for kredittvurdering (Knivsflå, 2023a)

2. Presentasjon av bransje og virksomhet

I dette kapitlet vil vi starte med en kort innledning av SBB, før vi går nærmere inn på relevante makroforhold, og hva som kjennetegner bransjen. Deretter skal vi se nærmere på SBB og sammenlignbare selskaper, og se på hvordan ressursene til SBB påvirker forskjellen i kredittrisikoen mellom selskapet og bransjen, som er kredittrisikoavviket.

2.1 Presentasjon av SBB

SBB er et svensk næringsseiendomsselskap som ble stiftet i mars 2016. Strategien til selskapet er å eie, forvalte og utvikle samfunnsbygg i Norden, i tillegg til boligeiendommer i Sverige. (SBB, u.d.a). Visjonen til selskapet er å være det beste nordiske eiendomsselskapet for samfunnsbygg og boligbygg (SBB, u.d.b). Samfunnsbygg defineres av Newsec som bygg som i hovedsak benyttes for skattefinansierte tjenester og som er spesialtilpasset tjenesten (Newsec, 2023).

SBB ble startet opp av tidligere CEO, Ilija Batljan. Batljan satt som øverste leder frem til 2. juni i år, da selskapet kom med en pressemelding om at han hadde blitt erstattet av Leiv Synnes. Ilija Batljan sitter i dag i styret i selskapet (SBB, 2023a).

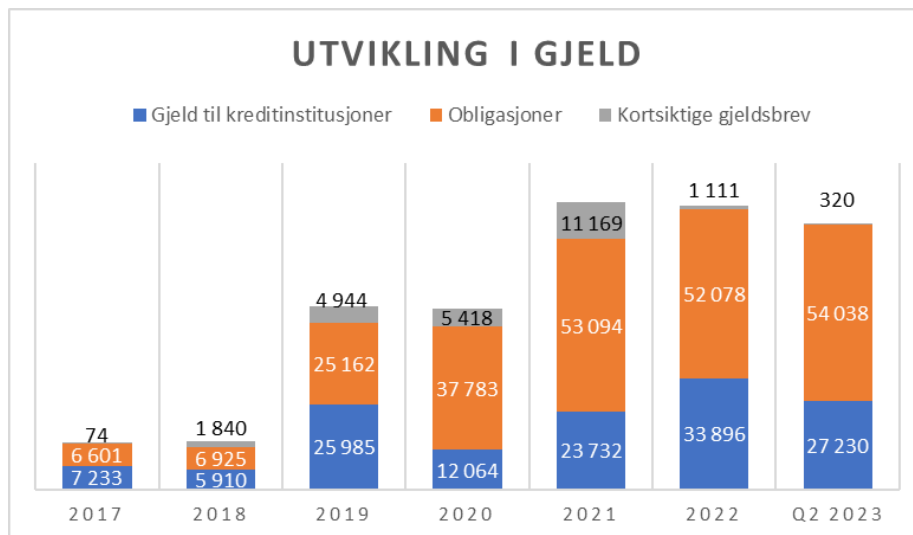
En del av forretningsstrategien til SBB er å kjøpe samfunnsbygg fra det offentlige, for så å leie de tilbake igjen. Kontraktene KPI-justeres og er dermed skjermet for en del av risikoen som kan komme av lange kontrakter i et marked med økende priser. Selskapet eide ved utgangen av andre kvartal 2023, 2 043 eiendommer til en markedsverdi på 131 milliarder. Disse var på til sammen 4,7 millioner kvadratmeter. Selskapet eier eiendommer i Sverige, Norge, Finland og Danmark. Den største delen av porteføljen er i Sverige, hvor de eide eiendommer for omtrent 94,7 milliarder ved utgangen av andre kvartal. Den norske delen av porteføljen var nest størst, med samlet verdi på omtrent 23,4 milliarder. I Finland og i Danmark eide de eiendommer for henholdsvis 10,7 milliarder og 2 milliarder. Ledigheten i den totale porteføljen til SBB var i første halvår av 2023 på 3,7%, ned fra 4,9% i første halvår av 2022 (SBB, 2023b).

Brorparten av SBBs eiendommer er klassifisert av selskapet som samfunnsbygg. Disse utgjorde 68% av boligmassen, målt etter eiendomsverdi, ved utgangen av andre kvartal 2022 (SBB, 2023b). Totalt utgjør samfunnsbygg 92 milliarder, der bygg til utdanning er den største

delen med 43,1 milliarder i verdi, etterfulgt av eldrehjem, som utgjør 15,1 milliarder. Utleieleiligheter utgjorde 28% av den totale eiendomsverdien ved utgangen av andre kvartal. Resterende 5% klassifiseres av selskapet som «annet» (SBB, 2023b).

Noen av SBBs største leietakere er statene i landene selskapet opererer i. Dette er stabile kunder med meget god kredittrating, hvor alle de nordiske statene har AAA-rating fra de største kredittratingselskapene, bortsett fra Finland som har AA+ (Trading Economics, u.d.). Andre store leietakere er nordiske kommuner, som også generelt har god kredittrating. I tillegg leier de ut eiendom til private selskaper som driver kommersiell drift av det som kan kategoriseres som offentlige tjenester. Dette inkluderer for eksempel privat barnehage- og skolevirksomhet. Felles for aktørene som driver med skattefinansierte tjenester er at de ofte signerer lange leiekontrakter. Gjennomsnittlig løpetid på SBBs kontrakter for samfunnsbygg var ved utgangen av andre kvartal på elleve år (SBB, 2023b). Noen av kontraktene er enda lenger, slik som for eksempel kontrakten med Örebro kommune på 30 år, signert i mars i år (SBB, 2023c).

I tillegg til kjernevirksomheten som er eiendomsforvaltning, driver selskapet med eiendomsutvikling og prosjektering, renovering og transaksjoner. Selskapet utvikler byggeretter, og bygger eiendommer som selskapet kan drifte videre etter ferdigstillelse. Målet er å utvikle og prosjektere nybygg som skal gi et årlig resultat på 2 – 2,5 milliarder. I tillegg har de som mål å årlig renovere 600 leiligheter, og investere i den eksisterende porteføljen av samfunnsbygg. Eiendommer selskapet ser på som ferdigutviklet selger de videre til andre aktører. Selskapet fokuserer på de eiendommene de anser å ha høyest potensial. SBB argumenterer for at dette bidrar til å øke kvaliteten på eiendomsporteføljen (SBB, 2023d).



Figur 2: Utvikling i rentebærende gjeld (SBB, 2019; SBB, 2021; SBB, 2022; SBB, 2023d; SBB, 2023b)

Ved utgangen av andre kvartal 2023 var total rentebærende gjeld 81 588 millioner. Av dette var 67 041 millioner langsiktig, mens 14 547 millioner kortsiktig. Obligasjonslån utgjorde totalt 54 038 millioner, gjeld til kredittinstitusjoner utgjorde 27 230 millioner, mens 320 millioner var kortsiktige gjeldsbrev. Som man kan se av figur 2, har bruken av rentebærende gjeld økt kraftig fra 2017, for å kunne forta investeringer. Total rentebærende gjeld gikk ned fra 2021 til utgangen av andre kvartal 2023. Dette må ses i sammenheng med at også totalkapitalen gikk ned, da SBB var nettoselgere av eiendom i perioden (SBB, 2023b).

I årsrapporten blir også tre lånevilkår presentert. Lånevilkår er krav til lånet som stilles fra kreditor, som debitor må oppfylle. Dette kan for eksempel være knyttet til egenkapitalandel eller rentedekningsgrad. Dersom disse kravene brytes blir det sett på som et brudd på låneavtalen. Dette kan føre til at kreditor øker renten, at avdragsnedbetalingen blir mer aggressiv, eller at hele lånet må nedbetales (Plenborg & Kinserdal, 2021). For SBB er lånevilkårene knyttet til at netto gjeldsandel ikke kan overstige 65%, at rentedekningsgraden må være minst 1,5 og at sikret gjeldsandel ikke kan overstige 45% (SBB, 2023d). Netto gjeldsandel måles som gjeld minus utsatt skatt, kontanter og kontantekvivalenter delt på totale eiendeler. Rentedekningsgraden måles som resultat fra eiendomsforvaltning, delt på netto finanskostnader. Sikret gjeldsandel måles som gjeld til kredittinstitusjoner og andre sikrede lån, delt på totale eiendeler. Vi skal nå se nærmere på hvordan disse nøkkeltallene er ved utgangen av andre kvartal.

Netto gjeld var ved utgangen av andre kvartal rapportert til 79 703 millioner, med kontanter og kontantekvivalenter på 1 679 millioner og finansielle investeringer på 206 millioner. Totale eiendeler var på 152 844 millioner, og dette gir en netto rentebærende gjeldsandel på 52%. Rentedekningsraden i perioden fra juli 2022 til og med juni 2023 rapporteres til å ha vært på 2,9, med resultat på 4 956 millioner og netto rentekostnad på 1 736 millioner. For hele året 2022 rapporteres rentedekningsgraden til å ha vært 3,9. Av total gjeld på 79 703 millioner var total 29 653 millioner av dette sikret, med pant i eiendommer eller i aksjer i datterselskap. Det gir en sikret gjeldsandel på 19,4%, målt mot totalkapital (SBB, 2023b). Alle disse nøkkeltallene er ifølge selskapet altså innenfor lånevilkårene.

I årsrapporten for 2022 rapporterer SBB en netto-yield på eiendomsporteføljen, sett bort fra byggeretter, på 4,1%, opp fra 3,8% året før (SBB, 2023d). Dette nøkkeltallet finnes ved å ta netto leieinntekter delt på verdien av eiendomsporteføljen minus byggeretter, og kan fortelle noe om hvor effektiv driften er. Grunnen til at dette nøkkeltallet har økt er todelt. For det første har telleren i nøkkeltallet økt fordi leiekontraktene som nevnt ofte er KPI-justert. Etter et år med relativ høy inflasjon, har dermed leieprisene også økt. I tillegg har nevneren blitt redusert på grunn av reduserte eiendomsverdier som følge av økt avkastningskrav. Vi kommer tilbake til hvordan eiendommer verdsettes i kapittel 2.3.2.

SBB har i sommer fått oppdatert kredittvurdering av de tre kredittratingforetakene, S&P Global, Fitch Ratings og Scope Ratings. Alle tre selskapene har gitt karakterer som er under BBB, og dermed under grensen for å bli klassifisert som «investment grade» (S&P Global, u.d.). Scope ga i juni karakteren BB-, S&P ga i juli CCC+, og Fitch ga i august B-. Kredittratingforetakene peker på at rentedekningsgraden vil forverres og at selskapet er avhengig av å selge eiendommer, for å bedre en likviditet som ikke er tilfredsstillende. Dette må gjøres i et tøft marked hvor svenske eiendomsselskaper i stor grad er nettoselgere (Scope Ratings, 2023; S&P Global, 2023; Fitch Ratings, 2023a). En grundig gjennomgang av rapportene vil vi komme tilbake til i kapittel 8.1. Enkelte obligasjonsfond har krav om at selskapene de investerer i gjelden til skal ha minimum «investment grade» (Christensen, 2023). Det vil bety at det kan bli vanskelig for SBB å oppdrive kapital i kapitalmarkedet fremover.

2.2 Makroforhold

I dette delkapittelet skal vi presentere makroforholdene som SBB og den nordiske eiendomsbransjen står overfor. Disse forholdene vil bli brukt som grunnlag for den eksterne risikoanalysen i kapittel 3.2.1.

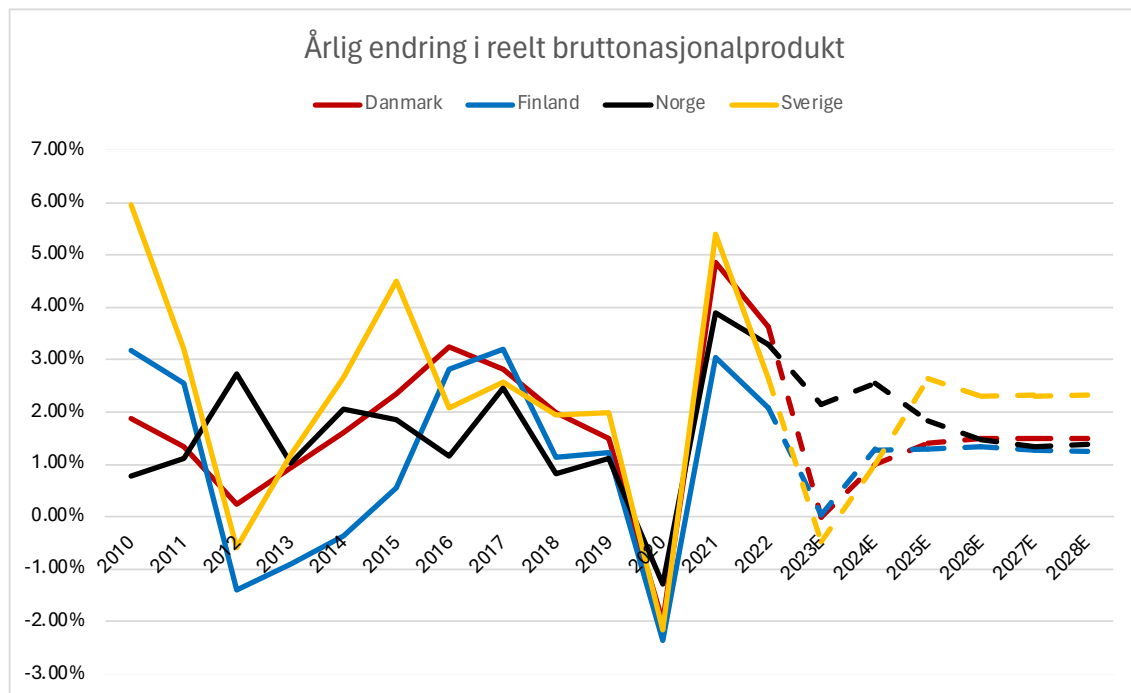
Det makroøkonomiske klimaet i Europa er for tiden preget av usikkerhet, blant annet på grunn av faktorer som økt inflasjon, etterslep etter Covid-19-pandemien, og sikkerhetspolitisk uro (IMF, 2023a). Verdensøkonomien vil naturlig nok prege de nordiske landenes økonomiske situasjon, og følgelig den nordiske eiendomsbransjen. Ifølge Newsec markedsrapport fra våren 2023, er det makroøkonomiske klimaet preget blant annet av økte finansieringskostnader og en stigende inflasjon (Newsec, 2023). SBB fokuserer i årsrapporten for 2022 på makroøkonomiske faktorer som generell økonomisk vekst, arbeidsledighet, demografisk utvikling, inflasjon og rentenivå, og de mener disse kan ha betydelig innvirkning på selskapet og bransjen (SBB, 2023d). Disse makrofaktorene har alle risikosider ved seg, og kan bidra til en økt kredittrisiko i bransjen. På bakgrunn av dette er det de nevnte makrofaktorene vi fokuserer på videre, og de vil bli analysert i den eksterne risikoanalysen.

2.2.1 Bruttonasjonalprodukt

Bruttonasjonalprodukt, heretter BNP, er et mål på den økonomiske aktiviteten i et land (SSB, u.d.). Vekst i BNP kan derfor oppfattes som en økonomisk driver for enhver bransje, også for eiendomsbransjen.

Figur 3 inneholder en oversikt over den årlige endringen i reel BNP for landene i Norden. Data fra Det internasjonale pengefondet (IMF) sin rapport om utsiktene til verdensøkonomien fra april 2023, viser at utsiktene til de nordiske landene vil preges av en svakere vekst i BNP i 2023, før den stabiliseres fra 2024 til og med 2028 (IMF, 2023b). Ifølge rapporten vil den årlige veksten i BNP i Finland og Danmark være rundt 0% i 2023, før veksten stabiliserer seg på henholdsvis 1,25% og 1,50% fra 2024 til og med 2028. Norge vil på sin side ha en årlig BNP-vekst på 2,15% i 2023 dersom man legger prognosene fra IMF til grunn, og deretter nærme seg Finland og Danmark sin årlige BNP-vekst etter 2026. Prognosene for Sveriges vekst i BNP er på kort sikt mer utfordrende, med en forventet vekst på -0,48% i 2023. IMF estimerer imidlertid at Sverige vil ha en sterkere vekst i BNP fra 2025 til og med 2028, på omtrent 2,30%.

En økt økonomisk aktivitet i de nordiske landene vil kunne påvirke eiendomsbransjen ved at leieprisene for utleiesegmentet stiger, noe som vil øke eiendomsverdiene, alt annet likt. Prognosene presentert i figur 3 antyder derimot en svakere økonomisk vekst i det inneværende året.

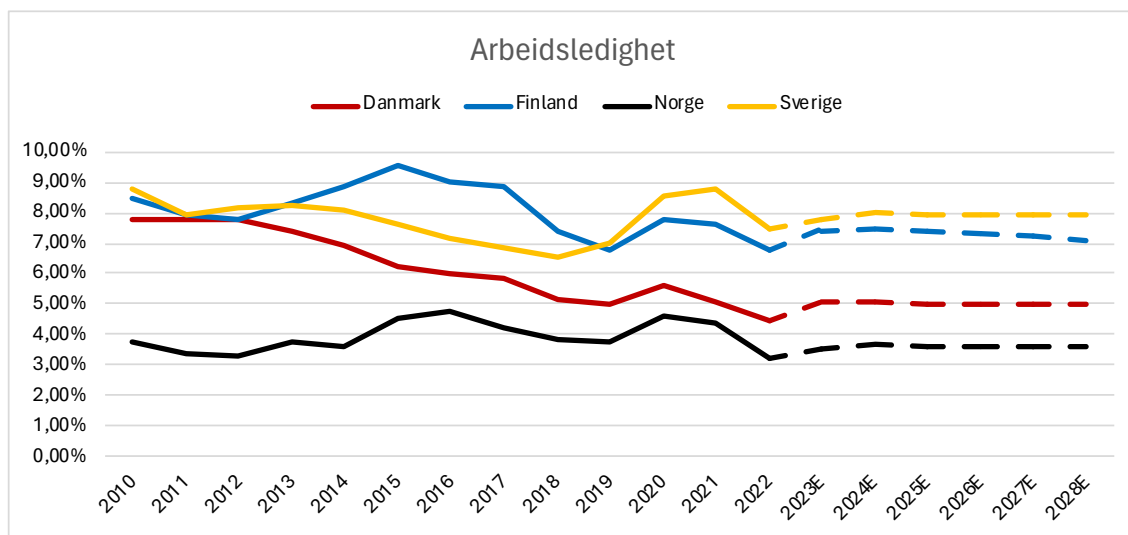


Figur 3: Årlig endring i bruttonasjonalprodukt (IMF, 2023b)

2.2.2 Arbeidsledighet

Arbeidsledighet måles i prosent av arbeidsstyrken, som er alle som tilbyr sin arbeidskraft på arbeidsmarkedet (SSB, 2023a). En svakere økonomisk vekst vil føre til økt arbeidsledighet. En lav arbeidsledighet vil på sin side føre til en høy lønnsvekst, som igjen kan føre til stigende inflasjon. Derfor er det ønskelig fra sentralbankenes standpunkt å ha noe arbeidsledighet. Likevel kan høy arbeidsledighet være en indikasjon på en negativ økonomisk utvikling (Norges Bank, 2021).

Landene i Norden har samlet sett en relativt lav arbeidsledighet, selv om Finland og Sverige det siste tiåret har hatt høyere ledighet enn Norge og Danmark (Nordisk samarbeid, u.d.). Prognosene for arbeidsledighet i Norden, som IMF har presentert i sin rapport om utsiktene til verdensøkonomien, er presentert i figur 4. Av figuren kan man se at arbeidsledigheten falt relativt markant i 2022, og at det av IMF forventes en økning i 2023, før den vil stabilisere seg.

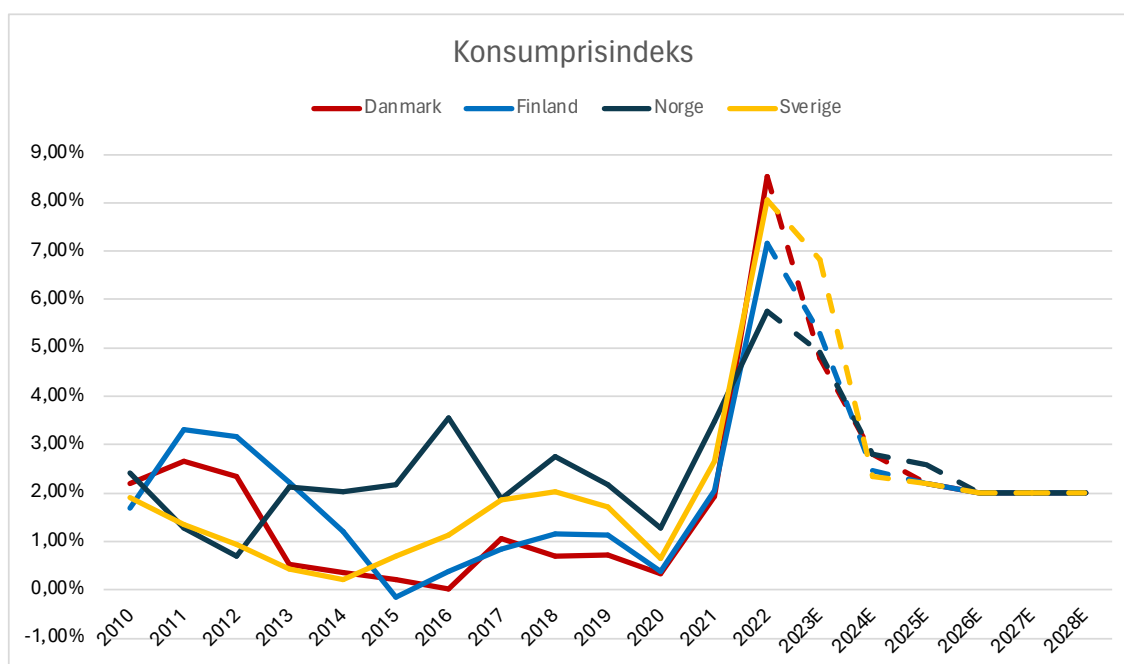


Figur 4: Arbeidsledighet (IMF, 2023b)

2.2.3 Konsumprisindeks

Utviklingen av konsumprisene for ulike varer og tjenester som er etterspurt av husholdningene er betegnet som konsumprisindeksen, heretter KPI, og måler prisveksten i et land (SSB, 2023b). Inflasjonen måles ofte ved hjelp av KPI, og målet til den europeiske sentralbanken, Norges Bank og Sveriges Riksbank er å holde den årlige inflasjonen på rundt 2% (ECB, 2023; Sveriges Riksbank, u.d.; Norges Bank, 2020). Finland er en del av eurosonen, og følger derfor målet til den europeiske sentralbanken med 2% årlig inflasjonsmål (Finlands Bank, u.d.). Danmark har på sin side et mål om å holde den danske kronen stabil mot euroen, og speiler derfor den europeiske sentralbankens inflasjonsmål (Danmarks Nationalbank, u.d.).

Inflasjonen har siden 2020 vært markant økende i de nordiske landene, slik man kan se av figur 5. IMF estimerer imidlertid at inflasjonen i de nordiske landene skal falle i de kommende årene, før den stabiliserer seg rundt inflasjonsmålet på 2% fra 2026 (IMF, 2023b). Det er viktig å huske at dette er estimater som det er knyttet usikkerhet til. Leieavtaler på næringseiendom er vanligvis regulert slik at de justeres etter KPI-indeksen, dermed vil en økning i inflasjonen gi en økning i nåverdien på kontrakten, alt annet likt (Næringseiendom, 2022).

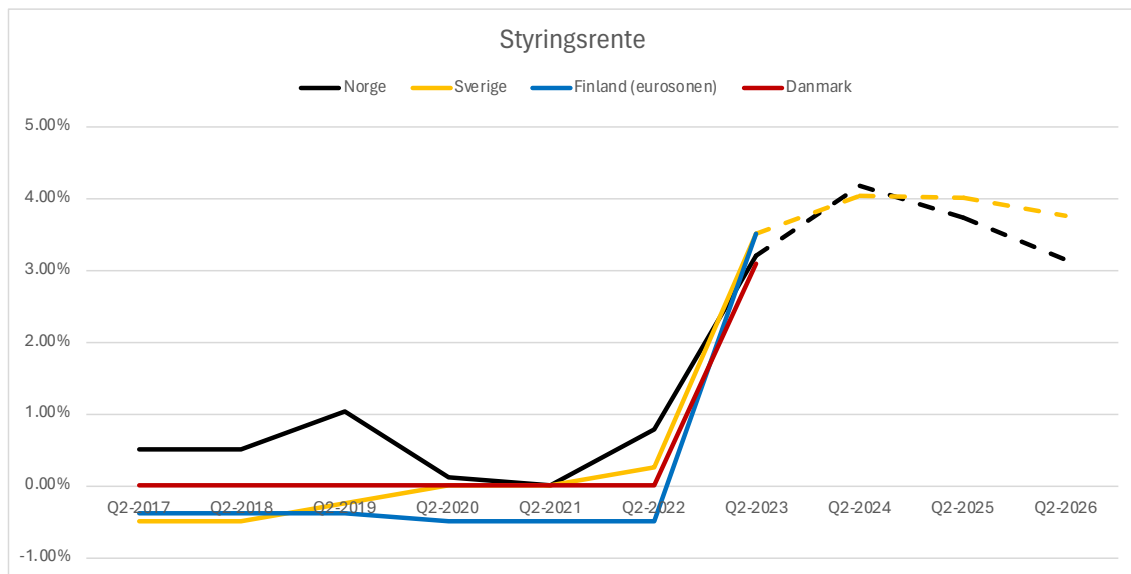


Figur 5: Konsumprisindeks (IMF, 2023b)

2.2.4 Styringsrente

Styringsrenten i de nordiske landene blir satt av landenes respektive sentralbanker, med unntak av Finland som er en del av eurosonen og har felles pengepolitikk med medlemmene i eurosystemet (Finlands Bank, u.d.). Fastsettelsen av styringsrenten er et av sentralbankenes handlingsalternativ for å kunne nå det overordnede målet om stabil inflasjon. Dette målet er i for eksempel Norge og Sveige på 2% (Norges Bank, u.d.a; Sveriges Riksbank, u.d.). Følgelig vil styringsrenten påvirke den økonomiske utviklingen i et land, i tillegg til at den har direkte innvirkning på finansieringskostnader og avkastningskrav, og er dermed en viktig økonomisk driver for eiendomsbransjen.

I figur 6 presenteres styringsrenten ved utgangen av andre kvartal for de nordiske landene. Figuren kan sees i sammenheng med figur 5, ettersom styringsrenten er tett knyttet til økonomisk vekst og inflasjon. Rentene har siden finanskrisen vært lave, frem til inflasjonen økte i 2022. Prognosene for fremtidig utvikling for Norge og Sverige frem til andre kvartal 2026 er også inkludert. Sveriges Riksbank og Norges Bank forventer at rentetoppen vil være rundt 4%, og at renten deretter vil settes gradvis nedover (Sveriges Riksbank, 2023; Norges Bank, 2023).

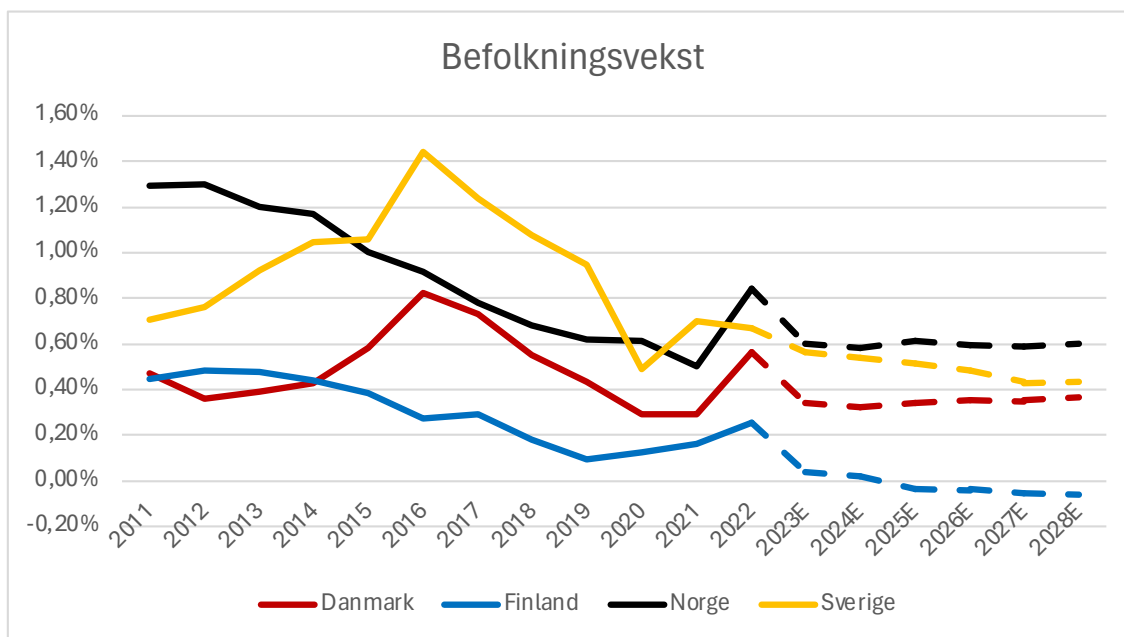


Figur 6: Styringsrente (Danmarks Nationalbank, 2023; Sveriges Riksbank, 2023; Norges Bank, 2023; ECB, 2023)

Styringsrenten vil også ha innvirkning på valutakursen. Dersom styringsrenten økes i et land og holdes konstant i andre land vil valutakursen i landet med renteheving styrke seg, alt annet likt (Norges Bank, u.d.b). Styringsrenten vil derfor også påvirke bransjen gjennom valutakurskanalen i de tilfellene der selskaper har operasjoner som er i en annen valuta.

2.2.5 Demografi

Demografisk utvikling kan være en viktig driver for eiendomsbransjen, da etterspørselen etter eiendom vil stige dersom befolkningen øker (Newsec, 2023). En høy fødselsrate og lengre levealder vil kunne øke etterspørselen etter offentlig eiendom slik som eldreheim, sykehjem og skoler (SBB, 2023d). Figur 7 viser historisk og forventet befolkning i de nordiske landene basert på data fra IMF (IMF, 2023b). Befolkningsveksten i Finland forventes å være i svak negativ utvikling. De skandinaviske landene er på sin side forventet å ha positiv befolkningsvekst på rundt 0,5%.



Figur 7: Befolkningsvekst (IMF, 2023b; SCB, 2023a)

2.3 Eiendomsbransjen

I denne delen skal vi presentere eiendomsbransjen. Vi vil presentere hvordan prisen i leiemarkedet blir til, i tillegg til hvordan verdien på eiendommer fastsettes. Konkurransforholdene i bransjen vil bli analysert i Porter-analysen i 3.2.2.

Hovedskillet i eiendomsbransjen går mellom boligmarkedet og næringseiendomsmarkedet (Brueggeman & Fisher, 2011, s. 254). SBB opererer både i boligmarkedet, ved at de driver utleie av leiligheter i Sverige, og i næringseiendomsmarkedet ved at de driver utleie av blant annet samfunnsbygg. Selv om SBB altså opererer i begge delbransjene vil vi legge størst fokus på næringseiendomsmarkedet på grunn av at de har 68% av eiendomsporteføljen i dette markedet (SBB, 2023b).

Brueggeman og Fisher (2011) deler næringseiendomsmarkedet videre inn i seks underkategorier. Det er kontor, retail, hotell, industri, rekreasjon og institusjon. En stor del av SBBs portefølje består som sagt av samfunnsbygg. Disse byggene ville i definisjonen til Brueggeman og Fisher (2011) falt inn under institusjon. Dette er bygg som er tilpasset institusjonene som holder til i bygget. Det fører til at byggene egner seg dårlig til å omreguleres til andre formål. (Brueggeman & Fisher, 2011). Det kan føre til at markedet i liten grad klarer å svare på en etterspørselsvridning på kort sikt. På den annen side vil man til en viss grad

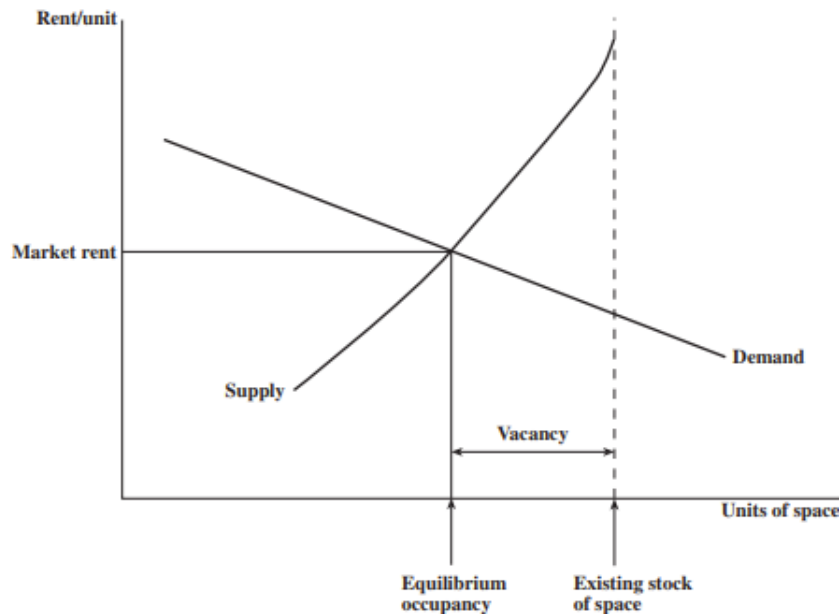
kunne predikere hvordan etterspørselen kommer til å være ved å lage prediksjoner av befolkningsvekst og demografi. Det vil da si at tilbyderne kan tilpasse seg samfunnsmessige trender på lang sikt, og bruke dette til å bestemme tilbudet.

De nordiske markedene som SBB opererer i skiller seg fra hverandre når det kommer til hvor stor del av transaksjonene som kommer fra de ulike eiendomssegmentene. SBB opplyser i årsrapporten for 2022 at boligeiendommer sto for 24% av det totale transaksjonsvolumet og var dermed det største segmentet i det svenske eiendomsmarkedet. Det nest største segmentet, med 21% av transaksjonsvolumet, var segmentet SBB klassifiserer som samfunnsbygg. Dette er, som sagt, det største segmentet i SBBs portefølje. Kontorsegmentet sto for 13% av transaksjonsvolumet, mens det selskapet klassifiserer som «andre» sto for 10%. Det totale transaksjonsvolumet i Sverige var på 220 milliarder (SBB, 2023d).

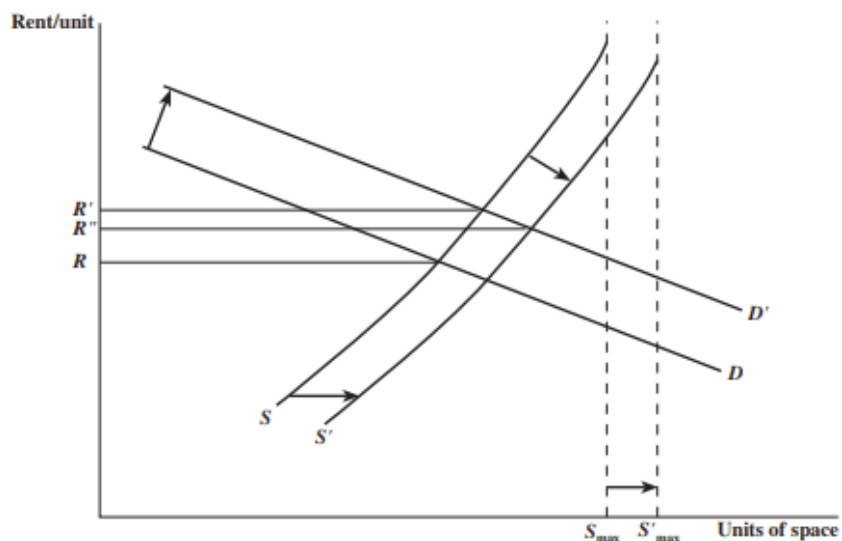
Det totale transaksjonsvolumet for eiendommer i Norge i 2022 var på NOK 101 milliarder. I Norge sto kontorsegmentet for den største delen av transaksjonsvolumet med 28%, etterfulgt av logistikk med 8,3%, retail med 17,6%, og samfunnsbygg med 17,4%. SBB opererer også i Finland og i Danmark. Her var transaksjonsvolumene henholdsvis €6,8 milliarder og DKK 26 milliarder i 2022. I Finland sto boligeiendommer for den største delen av transaksjonsvolumet, med 28%, etterfulgt av samfunnsbygg med 24%, retail med 16%, og kontor med 15%. Tilsvarende prosentmessige størrelser for Danmark var 47% fra boligeiendommer, 19% fra retail, 12% fra kontor, mens samfunnsbygg utgjorde knappe 2% (SBB, 2023d).

2.3.1 Tilbud og etterspørsel

Markedsprisen på leie av næringseiendom styres av tilbud og etterspørsel. Likevektsprisen finnes der tilbudskurven og etterspørselskurven krysser. Det vil til en vær tid være en viss ledighet i markedet, som kan kalles normalledighet. Dette kan komme av at bygg som nettopp er ferdigstilt ikke har fått inn leietakere, eller at bygg hvor den gamle leietakeren nettopp har flyttet gjøres klar til en ny leietaker. Likevel vil altså dette føre til at leieinntekten for et selskap er lavere enn hva den kunne har vært dersom alle byggene hadde vært fullt utleid til enhver tid. De potensielle leieinntektene til selskapet vil altså da på grunn av ledighet være høyere enn de faktiske leieinntektene (Brueggeman & Fisher, 2011).



Figur 8: Tilbud og etterspørsel i eiendomsbransjen (Brueggeman & Fisher, 2011)



Figur 9: Virkningen på leiepris av en økning i etterspørsel (Brueggeman & Fisher, 2011)

En økning i etterspørselen etter næringseiendom vil øke leieprisen. På kort sikt er tilbudet gitt. Dette er fordi det tar tid å regulere og bygge nye eiendommer eller omregulere andre typer eiendom til et nytt formål. En økning i leieprisen vil på mellomlang sikt gjøre nybygging av eiendom, eller omregulering mer lønnsomt. Det fører til økt tilbud av eiendom på mellomlang sikt, noe som gir en ny likevektspris som er lavere enn prisen på kort sikt, men høyere enn tidligere nivåer (Brueggeman & Fisher, 2011). Dette vises av figur 9, hvor opprinnelig leiepris er R , prisen på kort sikt etter en økning i etterspørselen er R' , og den nye likevektsprisen er R'' , som er prisen på lang sikt, med det nye tilbudet (Brueggeman & Fisher, 2011).

2.3.2 Verdivurdering av eiendom

Et eiendomsselskap får i tillegg til inntekt fra utleie av eiendom, regnskapsmessig inntekt dersom en eiendom stiger i verdi, når målemetoden på eiendommene er virkelig verdi etter IAS 40 (Deloitte, u.d.a). Det er flere måter å beregne markedsverdien til en eiendom på. Brueggeman og Fisher (2011) skiller mellom sammenlignbare transaksjoner, kostnadsbasert verdivurdering, og inntektsbasert verdivurdering (Brueggeman & Fisher, 2011).

Sammenlignbare transaksjoner går ut på å se hva tilsvarende eiendommer har blitt omsatt for i markedet og på den måten finne markedsprisen. En rasjonell investor vil ikke betale mer for en eiendom enn hva andre investorer nylig har betalt for en tilsvarende eiendom (Brueggeman & Fisher, 2011, s. 298).

En kostnadsbasert verdivurdering legger til grunn kostnaden av å bygge selve bygget og å kjøpe tomten. En rasjonell investor vil ikke betale mer enn hva det koster å kunne bygge et tilsvarende bygg på en tilsvarende tomt (Brueggeman & Fisher, 2011, s. 324).

Inntektsbasert verdivurdering baserer verdien til eiendommen på kontantstrømmen eiendommen leverer. Det finnes flere måter man kan gå frem på, men tre av metodene er: brutto leiemultiplikator-metoden, yield-metoden og kontantstrømanalyse (Brueggeman & Fisher, 2011).

Brutto leiemultiplikator-metoden tar utgangspunkt i tall om salgpris og brutto leie for tilsvarende eiendommer, og bruker tallene til å finne salgpris for eiendommen. Dersom man skal verdsette en tenkt eiendom, hvor en tilsvarende eiendom nettopp har blitt omsatt for fem ganger brutto leie, er et nærliggende anslag på verdien av eiendommen nettopp fem ganger brutto leie. Her er man da avhengig av data om salgpris og om bruttoleien for tilsvarende eiendommer. En ulempe med denne metoden er at den ikke tar hensyn til noe annet enn leieinntektene. Det vil si at man kan undervurdere effekten som kommer av forskjeller i kostnader ved utleie av byggene (Brueggeman & Fisher, 2011).

Yield-metoden tar utgangspunkt i netto leieinntekter og tar dermed høyde for forskjeller i eierkostnader. Man deler netto leieinntekter på en passende yield. Yelden vil her være netto leieinntekter delt på salgpris, og bør være basert på tilsvarende eiendommer i det samme området. For å finne yelden er man også her avhengig av data om, ikke bare bruttoleie og salgpris, men også om eierkostnadene for tilsvarende bygg (Brueggeman & Fisher, 2011).

Dette kan være vanskelig å fremskaffe. Analyseelskaper som for eksempel Malling & Co lager markedsrapporter hvor man kan finne yield for ulike typer eiendom i ulike områder. Et estimat på verdien av eiendommen kan da finnes ved å dele netto leieinntekter for eiendommen, på yelden. Et problem med denne metoden er at man antar at leieinntektene og risikoen ikke vil endres over tid (Mjølhø, 2022). Denne metoden vil derfor være en forenklet metode, sammenlignet med en kontantstrømanalyse.

Ved verdivurdering ved hjelp av kontantstrømanalyse går man frem på samme måte som ved verdivurdering av et hvilket som helst investeringsobjekt i finans. Verdien av eiendommen i dag vil være nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer, diskontert med et passende avkastningskrav (Brueggeman & Fisher, 2011). Når man bruker denne metoden, er man avhengig av å budsjettere fremtidig brutto leieinntekter og tilhørende eierkostnader. I tillegg er man avhengig av å bruke et fornuftig avkastningskrav. Forenklet sett kan man si at et avkastningskrav skal reflektere risikofri rente i tillegg til en passende risikopremie. Avkastningskravet brukt i eiendom kalles yield (Brueggeman & Fisher, 2011).

2.3.3 Virkning av økt inflasjon og høyere renter

I tiden etter korona-pandemien, med økt inflasjon, har flere sentralbanker økt styringsrentene. Dette øker avkastningskravet brukt for å verdsette eiendommer, og fører til at verdien av eiendom reduseres. Dette har for mange selskap i bransjen bydd på utfordringer knyttet til viktige finansielle nøkkeltall som belåningsgrad og rentedekningsgrad.

Michael Johansson og kolleger fra Arctic Securities, peker i en rapport fra juli 2023, på at de svenske eiendomsselskapene sett under ett trenger 115 milliarder i ny egenkapital for å komme seg innenfor netto belåningsgrad på 50%. Netto belåningsgrad på 50% pekes av analytikerne på som et viktig nøkkeltall for å beholde status som «investment grade» i obligasjonsmarkedet. Dersom man skal ta høyde for en eventuell videre verdinedgang på eiendommene, vil dette tallet være enda høyere. Analytikerne peker i rapporten på at en annen måte å komme på en lavere justert belåningsgrad på, er å selge eiendom og bruke pengene til å betale ned gjeld. De har regnet seg frem til at hele bransjen totalt må selge eiendommer for 230 milliarder for å komme ned på justert belåningsgrad på 50% samlet sett (Johansson et al., 2023).

2.4 SBB og sammenlignbare virksomheter

I dette delkapitlet skal vi se på SBB og tre sammenlignbare selskap. Vi skal presentere noen av ressursene deres, slik som eiendomsporteføljen og leiekontrakter, i tillegg til utvalgte nøkkeltall.

Som nevnt tidligere er det flere segmenter i eiendomsbransjen. Det er mange aktører, men de skiller seg fra hverandre i hva slags eiendommer de har i porteføljen. Med tanke på at SBB har en portefølje som i stor grad består av samfunnsbygg med lange leiekontrakter, mener vi det er mest hensiktsmessig å snevre markedet ytterligere inn og se på andre selskaper som driver med det samme. Det vil si at alle de sammenlignbare selskapene har samfunnsbygg som en del av porteføljen.

Selskapene vi har valgt å fokusere på her, i tillegg til SBB, er Hemsö Fastighets AB, Castellum AB og Rikshem AB, heretter Hemsö, Castellum og Rikshem. Vi vil presentere informasjon om eiendomsporteføljen og kundene deres, i tillegg til noen viktige nøkkeltall som sier noe om drift og risiko, slik som netto-yield, netto gjeldsandel, og rentedekningsgrad. To av selskapene er privateid, og har ikke børsnotert egenkapital. Samtlige selskaper har likevel børsnoterte gjeldsinstrumenter, og rapporterer etter IFRS. Derfor mener vi at de likevel gjør seg godt til å sammenligne med SBB.

2.4.1 Samhällsbyggnadsbolaget i Norden

Vi har tidligere omtalt eiendomsporteføljen og presentert noen nøkkeltall for SBB. Vi skal likevel gjenta de momentene vi skal bruke i denne sammenligningen. Markedsverdien av eiendomsporteføljen var ved utgangen av andre kvartal 2023, 131,8 milliarder. Den bestod av 2 043 eiendommer med 4,7 millioner kvadratmeter. Gjenværende løpetid på kontraktene for samfunnsbygg var 11 år (SBB, 2023b), mens rapportert netto-yield på porteføljen var i 2022 på 4,1% og ledigheten var i første halvår på 3,7% (SBB, 2023d). Gjeldsandelen var på 52% ved utgangen av andre kvartal, og rentedekningsgraden var på 2,9 rullerende fra juli 2022 til og med juni 2023 (SBB, 2023b). Den nyligst oppdaterte ratingen fra et kredittratingforetak er fra Fitch, som gir de en rating på B- (Fitch Ratings, 2023a).

2.4.2 Castellum AB

Castellum er det største av de fire selskapene målt i markedsverdi av porteføljen. Deres portefølje hadde ved utgangen av Q2 2023 en verdi på 145,9 milliarder. Porteføljen besto av 719 eiendommer på til sammen 5,6 millioner kvadratmeter. Selskapet har eiendommer i Sverige, Helsinki og København. Den største delen av porteføljen målt i markedsverdi besto ved utgangen av Q2 av kontor, med 60%, etterfulgt av samfunnsbygg som utgjorde 15% av markedsverdien til eiendomsporteføljen. Samfunnsbyggene Castellum eier består i hovedsak av politihus og rettsbygg. Resterende del av porteføljen besto av lagerbygg og retail-bygg. Castellum hadde i første halvår en ledighet på 7,2%. Gjenstående løpetid på leiekontraktene for Castellum var ved utgangen av Q2 på 3,9 år. Dette tallet kan ikke sammenlignes direkte opp mot tallet for SBB og de øvrige, da dette gjelder for hele porteføljen, og ikke kun for kontraktene for samfunnsbygg (Castellum, 2023a).

Castellum har flere store offentlige leietakere. Blant de ti største kundene målt i utleieverdi er fem av de svenske statlige og regionale aktører. Disse fem aktørene sto for til sammen rundt 12% av totale potensielle leieinntekter ved utgangen av andre kvartal (Castellum, 2023a).

Castellums netto-yield i 2022 var ifølge årsrapporten på 5,0% (Castellum, 2023b). Totale brutto leieinntekter for første halvår 2023 var 4 636 millioner, av dette utgjorde samfunnsbygg 682 millioner. Netto gjeldsandel var ved utgangen av andre kvartal 2023 på 36,9%. Her var rentebærende gjeld 65 480 millioner, kontanter og kontantekvivalenter var på 1 755 millioner, og totale eiendeler var på 172 572 millioner. Rapportert rentedekningsgrad var på 3,9 i perioden fra juli 2022 til og med juni 2023, med resultat på 6 041 millioner og netto finanskostnad på 1 531 millioner. (Castellum, 2023a). Gjelden fikk en rating på Baa3 fra Moody's, med stabil utsikt i februar 2023 (Moody's, 2023a). Det tilsvarer BBB- hos de øvrige kredittvurderingsselskapene. Det er verdt å merke at denne kredittvurderingen ble gjort før Castellum foretok en emisjon i juni i år.

2.4.3 Hemsö Fastighets AB

Hemsö er et privat-eid selskap som ved utgangen av andre kvartal hadde en eiendomsportefølje på 85 milliarder. Av dette består hele porteføljen av det vi tidligere har kategorisert som samfunnsbygg. Brorparten på 38% av porteføljen målt i markedsverdi er i eldrehjem, 36% er i utdanning, 15% er i helse, mens 11% av porteføljen består av eiendommer til rettssystemet. Hemsö eier totalt 484 eiendommer på totalt 2,4 millioner kvadratmeter. Deres

største marked er Sverige, som utgjør 63% av porteføljen, etterfulgt av Tyskland med 19%, og Finland med 18%. Hemsö opplyser å ha en ledighet i første halvår av 2023 på 2,4% ved utgangen av andre kvartal, og en gjenværende løpetid på kontraktene på 9,7 år (Hemsö, 2023a).

Siden hele porteføljen består av samfunnsbygg, er det naturlig at Hemsö har mange offentlige leietakere. Hele 62% av leietakerne var ved utgangen av andre kvartal offentlige. I tillegg hadde de private og non-profit-organisasjoner som leietakere (Hemsö, 2023a).

Hemsö opplyser i årsrapporten for 2022 at de hadde en netto-yield på porteføljen på 4,1% (Hemsö, 2023b). Deres netto gjeldsandel ved utgangen av andre kvartal rapporteres til å være på 57,5%. Rentebærende gjeld var til sammen 53 645 millioner, hvorav 9 295 millioner av dette var kortsiktig. Kontanter og kontantekvivalenter var på 439 millioner, i tillegg til at de hadde kortsiktige investeringer på 895 millioner. Totale eiendeler var på 90 993 millioner. Rentedeckningsgraden opplyses til å ha vært på 3,5 fra juli 2022 til og med juni 2023, med resultat på 3 189 millioner og netto finanskostnader på 911 millioner (Hemsö, 2023a). Hemsö opplyser i årsrapporten for 2022 at de hadde en netto-yield på porteføljen på 4,1% (Hemsö, 2023b). Fitch ga selskapet, i april, en kredittvurdering på A+ med stabile utsikter (Fitch Ratings, 2023b).

2.4.4 Rikshem AB

Rikshem er et privat-eid selskap som har en portefølje bestående av 515 eiendommer på til sammen 2,2 millioner kvadratmeter med en markedsverdi på 58 312 millioner. 70% av porteføljen, målt etter markedsverdi, består av utleieboliger som de leier ut til privatpersoner. I tillegg består 25% av eldrehjem og 5% av skolebygg. Alle eiendommene er lokalisert i Sverige (Rikshem, 2023a).

Rikshem hadde, som de øvrige selskapene, offentlige aktører som leietakere. Rikshem opplyser ikke om tall angående kundene i kvartalsrapporten, men i årsrapporten for 2022 var ni av de ti største kundene offentlige aktører. Disse sto for til sammen 24% av total potensiell leie. Gjennomsnittlig gjenværende løpetid på leiekontraktene for samfunnsbygg var ved utgangen av andre kvartal på 7,6 år og ledigheten i første halvår var på 3,2% (Rikshem, 2023a).

Netto-yielden var i 2022 ifølge årsrapporten på 3% (Rikshem, 2023b). Netto gjeldsandel ved utgangen av andre kvartal 2023 var på 49,9%, med rentebærende langsiktig gjeld på 21 913

millioner, i tillegg til gjeld til morselskapet på 145 millioner. Kortsiktig rentebærende gjeld var på 7 644 millioner, mens kontanter og kontantekvivalenter var på 592 millioner. Rentedekningsgraden i første halvår var på 2,9, med netto driftsresultat på 1 658 millioner og netto finanskostnad på 580 millioner (Rikshem, 2023a). Moody's gjennomførte i juni i år en kredittanalyse hvor de gir karakteren A3 (Moody's, 2023b), som tilsvarer A- hos Fitch og S&P.

2.5 SBBs kredittrisikoavvik fra gjennomsnittsvirksomheten

Her skal vi sammenligne SBB med den gjennomsnittlige virksomheten i bransjen, for å se hvordan kredittrisikoen til SBB avviker fra gjennomsnittet. Dette skal videre anvendes i SVIMA-analysen i kapittel 3.2.2. Først skal vi se på egenskaper ved eiendomsporteføljen, før vi ser på leieinntekter, kunder og kontrakter. Til slutt skal vi se på nøkkeltall som sier noe om drift og risiko.

2.5.1 Eiendomsportefølje

Selskap	Markedsverdi eiendommer	Antall kvm	Andel samf. bygg
SBB	130 799	4 699 000	68 %
Castellum	145 897	5 565 000	15 %
Hemsö	85 071	2 438 000	100 %
Rikshem	58 312	2 258 000	30 %
Gjennomsnitt	105 020	3 740 000	53 %

Tabell 1: Eiendomsportefølje for gjennomsnittsvirksomheten

Som man kan se av tabell 1 er markedsverdien av gjennomsnittsvirksomhetens eiendomsportefølje på 105 020 millioner og gjennomsnittlig antall kvadratmeter er 3 740 000. SBB har med det en større eiendomsportefølje enn gjennomsnittsvirksomheten, både målt i markedsverdi og målt i antall kvadratmeter. SBB har også en høyere andel samfunnsbygg, noe som kan tyde på at en større andel av kundene kan foretrekke lengre kontakter. Disse leietakerne kan ses på som mer stabile enn for eksempel privatpersoner som leier boligeiendom.

2.5.2 Leieinntekt og kontrakter

Selskap	Brutto leieinnt. Q1-Q2	Rap. netto-yield 2022	Ledighet Q1-Q2
SBB	3 407	4,8 %	3,7 %
Castellum	3 907	5,0 %	7,2 %
Hemsö	2 386	4,1 %	2,4 %
Rikshem	1 706	3,0 %	3,2 %
Gjennomsnitt	2 852	4,2 %	4,1 %

Tabell 2: Leieinntekt og netto-yield for gjennomsnittsvirksomhet

SBB er også større enn gjennomsnittsvirksomheten når det kommer til brutto leieinntekt, målt i første halvdel av 2023. I tillegg rapporterte selskapet i 2022 en netto-yield som var høyere enn gjennomsnittsvirksomheten. Dette kan man tolke som om at SBB har en drift som er mer effektiv enn gjennomsnittet, da netto-yield som nevnt er netto leieinntekt delt på verdien av eiendomsporteføljen.

Ledigheten i første halvår var for SBB lavere enn gjennomsnittet for bransjen. Castellum drar snittet for de fire opp og man kan tenke seg at dette har sammenheng med den relativt lave andelen samfunnsbygg.

Gjennomsnittlig gjenværende løpetid er lengst for SBB av de fire selskapene. Her er det viktig å huske at Castellum rapporterer tall for hele porteføljen og ikke bare den delen som gjelder samfunnsbygg. Likevel har SBB lengst gjennomsnittlig gjenværende løpetid på samfunnsbygg av de som rapporterer på det, med 11 år, sammenlignet med 9,7 år for Hemsö og 7,6 år for Rikshem.

2.5.3 Nøkkeltall og gjeld

Selskap	Netto rentebærende gjeld	I prosent av TK	Rdg	Rating
SBB	79 703	52,0 %	2,9	B-
Castellum	63 725	36,9 %	3,1	BBB-
Hemsö	53 206	57,5 %	3,5	A+
Rikshem	29 110	49,9 %	2,9	A-
Gjennomsnitt	56 436	49,1 %	3,1	BBB-

Tabell 3: Nøkkeltall og gjeld for gjennomsnittsvirksomheten

SBB har ved andre kvartal 2023 mer netto rentebærende gjeld, både i absolutte tall og i prosent av total kapital, sammenlignet med gjennomsnittsvirksomheten. Dette kan tyde på at den finansielle risikoen er høyere for SBB enn for gjennomsnittsvirksomheten. Som nevnt tidligere

pekte analytiker Michael Johansson med sine kollegaer fra Arctic på at for å beholde eller oppnå «investment grade», måtte blant annet netto gjeldsandel ikke overstige 50% (Johansson et al., 2023). Disse tallene viser altså at SBB ikke overholder dette kravet. SBB har også en lavere rentedekningsgrad enn gjennomsnittsvirksomheten. Dette betyr at rentekostnadene i forhold til driftsinntektene er høyere for SBB, sammenlignet med gjennomsnittsvirksomheten. Det at disse nøkkeltallene er svakest for SBB er med på å gjøre kredittratingen til SBB dårligere enn hva den er for gjennomsnittsvirksomheten. Dette betyr at kredittratingforetakene er mer kritiske til den finansielle gjeldssituasjonen til SBB enn for de øvrige selskapene.

3. Strategisk risikoanalyse

I dette kapitlet vil vi presentere den strategiske risikoanalysen. Først vil rammeverket bli presentert, før den strategiske risikoanalysen av SBB utføres i tråd med rammeverket. Avslutningsvis vil den strategiske risikoanalysen bli oppsummert med strategisk risiko og risikoring.

3.1 Rammeverk for strategisk risikoanalyse

En tradisjonell strategisk analyse av et selskaps strategiske posisjon består av analyse av strategisk fordel, strategisk vekst og strategisk risiko (Knivsflå, 2023c). Vår analyse vil fokusere på strategisk risiko, da man i et kreditorperspektiv er mest opptatt av kredittrisikoen. Likevel vil strategisk fordel være noe relevant for vår analyse, og dette kommer vi tilbake til i soliditetsanalysen i kapittel 7.

Utgangspunktet for den strategiske risikoanalysen er den offentlige informasjonen som er tilgjengelig om SBB og eiendomsbransjen. Formålet med analysen er å finne ut hva kredittrisikoelementene til SBB består av, og hvor stor den samlede kredittrisikoen er. Dette gjøres ved å dele opp risikoanalysen i en ekstern bransjerisikoanalyse og en intern risikoanalyse, i henholdsvis kapittel 3.2 og 3.3. Formålet med den bransjeorienterte risikoanalysen er å avdekke kredittrisikoen i bransjen og analysere hvordan denne kredittrisikoen påvirker kompensasjonen en kreditor vil kreve. Videre er internanalysen rettet mot selskapet, nærmere bestemt om SBB har ressurser som gjør at selskapet har en annen kredittrisiko enn gjennomsnittsvirksomheten. Disse analysene gir dermed innsikt i de underliggende strategiske risikoforholdene (Knivsflå, 2023c). Rammeverket for strategisk risikoanalyse er illustrert i figur 10.

For å analysere selskapet kan man sammenligne det med bransjen. Da er man interessert i forhold ved bransjen og hvordan selskapet avviker fra bransjen. Dette kan utledes ved følgende (Knivsflå, 2023c):

$$\text{Selskap} = \text{Bransje} + (\text{selskap} - \text{bransje})$$

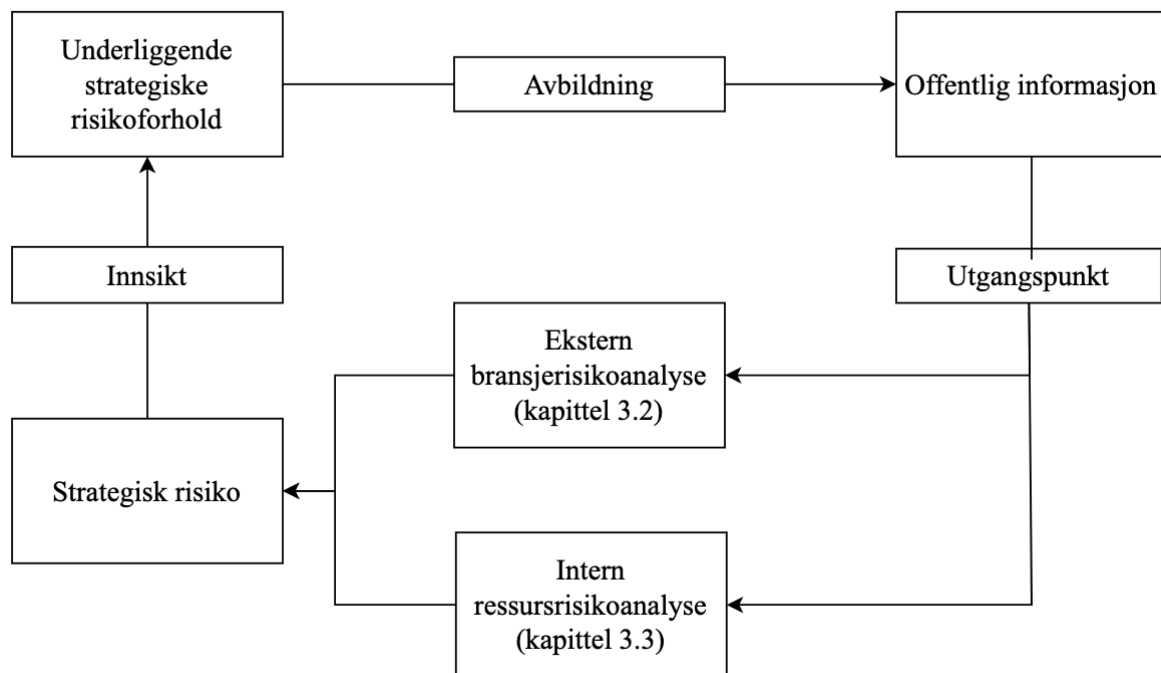
I en investororientert analyse er man interessert i å finne ut om selskapet har en strategisk fordel som genererer superrentabilitet, altså rentabilitet utover kravet (Knivsflå, 2023c). En

kreditororientert analyse vil på sin side ha fokus både på hvordan kredittrisikoen i bransjen er, og hvordan selskapets kredittrisiko avviker fra bransjens, altså selskapets kredittrisikoavvik. Disse vil utgjøre selskapets kredittrisiko, og kan for SBB utledes slik:

$$Kredittrisiko_{SBB} = Kredittrisiko_{Bransje} + (kredittrisiko_{SBB} - kredittrisiko_{Bransje})$$

$$Kredittrisiko_{SBB} = Kredittrisiko_{Bransje} + SBBs\ kredittrisikoavvik$$

Rammeverket illustrert i figur 10 skal vise at den strategiske risikoanalysen skal gi innsikt i de underliggende strategiske risikoforholdene. Som nevnt, er denne basert både på en ekstern analyse av risikoen i bransjen, og en intern analyse av hvordan ressursene til selskapet er risikodempende, eller -økende. Både den eksterne og interne analysen vil ha størst fokus på nedsiderisikoen, da det er nedsiden kreditorene er eksponert for. Denne delen av analysen skiller seg fra en investororientert analyse, da investorer er eksponert både for nedside- og oppsiderisiko. Vår analyse baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon, slik som årsregnskap og kvartalsrapporter, men også makroforhold presentert i kapittel 2.2.



Figur 10: Rammeverk for strategisk risikoanalyse (Knivsfå, 2023c)

3.2 Ekstern bransjerisikoanalyse

I den eksterne analysen vil eiendomsbransjens kredittrisiko være i fokus, slik det ble presentert i rammeverket i delkapittel 3.1. For å analysere bransjerisikoen vil vi først se på makrofaktorer som påvirker kredittrisikoen i bransjen, gjennom en PESTEL-analyse. Deretter vil vi analysere hvordan konkurranseforholdene påvirker bransjerisikoen ved bruk av Porters fem konkurransekrefter. I en ekstern bransjeorientert analyse vil man fra et investorperspektiv ha fokus på bransjefordelen. Vår analyse vil avvike fra dette fokuset, da det fra et kreditorperspektiv er viktigere å analysere nedsiderisikofaktorene. Generelt sett kan kredittrisikoen øke som følge av at risikofaktorer reduserer de totale kontantstrømmene, eller reduserer eiendomsverdiene. Reduserte kontantstrømmer fører til at aktørene i bransjen har økt risiko for å ikke betjene gjelden. Lavere eiendomsverdier vil føre til at selskapenes viktigste eiendeler taper seg i verdi, noe som går ut over kreditorene, både de som er sikret med pant og de er usikret. Ofte har aktørene i bransjen lånevilkår knyttet til eiendomsverdiene og rentedekningsgrad. Dette viser betydningen av reduserte kontantstrømmer og lavere eiendomsverdier for kredittrisikoen.

3.2.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse brukes for å identifisere og analysere bransjens makrofaktorer, og det skilles mellom seks makrofaktorer; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige, og juridiske (Fjeldstad & Lunnan, 2018). Makrofaktorene nevnt i kapittel 2.2 vil være utgangspunktet for analysen. Det vil også bli presentert og diskutert flere makroforhold som vi anser å ha betydning for kredittrisikoen i eiendomsbransjen. En PESTEL-analyse vil fra et investorperspektiv fokusere på hvordan makrofaktorene påvirker bransjefordelen. Fra kreditorperspektivet er det mer relevant å rette fokus på hvordan makrofaktorene påvirker nedsiderisikoen i bransjen.

Politiske faktorer

Aktørene i eiendomsbransjen er avhengig av reguleringer fra det offentlige når de skal utvikle nye eiendommer. Hvor de kan bygge, hva de kan bygge, og hvordan de kan bygge, avhenger av politiske planer for hvordan politikerne ønsker å utvikle et område. I enkelte pressområder, hvor det er høy etterspørsel etter eiendom, reguleres det lite til nybygg. Dette vil presse prisene opp og gjør at selskapene må stille mer kapital bak hver nyinvestering. Dette kan derfor ses på noe som øker risikoen for bransjen, og dermed er med på å gjøre kredittrisikoen større over

tid. På den annen side kan man argumentere for at regulering av færre attraktive eiendommer vil være risikodempende for bransjen, siden det vil være færre eiendommer tilgjengelig på leiemarkedet. Dette vil øke leieprisene, noe som gjøre at kontantstrømmen fra drift øker. Kontantstrømmen fra drift kan brukes til å betjene gjeld, og en økning i likvide midler kan redusere kredittrisikoen. I tillegg vil eiendommene de allerede eier vil øke i verdi, noe som sørger for at det er mer verdier en kreditor kan ta pant i. Totalt sett mener vi at nettoeffekten av reguleringer er risikodempende for bransjen og at den vil kunne ha middels påvirkning på bransjens risiko i fremtiden.

Myndigheter innad i et land og på et internasjonalt nivå gjennom for eksempel EU, vil kunne fatte beslutninger knyttet til klima og miljø som får stor innvirkning på risikoen i bransjen. I tillegg vil ulike politisk uavhengige aktører kunne ha påvirkningskraft gjennom for eksempel ulike sertifiseringer. Hvilke faktorer det rettes fokus på av disse, vil kunne slå ut på bransjerisikoen. Dersom politikerne fatter vedtak om skjerpede krav til nybygg eller rehabilitering, vil dette påvirke bransjens kredittrisiko i relativt stor grad. Selskapene vil da kunne oppleve økte byggekostnader, eller måtte rehabilitere oftere enn de hadde gjort uten slike krav, noe som vil kunne gå utover kontantstrømmen som er tilgjengelig for å betjene gjeld. Denne faktoren kan bidra til en økt nedsiderisiko, og dermed en økt kredittrisiko for bransjen.

Hvordan infrastrukturen bygges ut vil kunne påvirke eiendomsbransjen. Myndighetene i de nordiske landene er opptatt av at folk skal bruke privatbil i mindre grad for å kutte i klimagassutslipp, og de legger derfor opp til at folk skal kunne reise kollektivt. Hvor kollektivruter legges og hvor det kuttes i parkeringsplasser, vil kunne påvirke hvilke områder som får høyere etterspørsel. Derfor vil beslutningene lokale og nasjonale myndigheter fatter kunne påvirke bransjerisikoen.

Dersom vi avgrenser markedet til å omhandle den delen av eiendomsbransjen som driver med samfunnsbygg, vil bransjens risiko påvirkes av egne politiske vedtak som fattes. Dersom politikerne for eksempel vedtar at det offentlige ikke lenger skal leie bygg, men at de skal eie de selv, vil dette påvirke selskapene som eier byggene i dag. De ville da måtte selge byggene tilbake igjen til det offentlige, og vil ikke kunne foreta noen nyinvesteringer i segmentet. Dette vil da føre til en kraftig økning i nedsiderisikoen og må sies å kunne ha stor innvirkning på kredittrisikoen.

Økonomiske faktorer

De økonomiske faktorene som vil kunne påvirke bransjens kredittrisiko i størst grad er faktorene som er omtalt i kapittel 2.2: BNP, arbeidsledighet, inflasjon og styringsrente. En vekst i BNP vil være risikodempende for bransjen, ettersom høy økonomisk aktivitet øker etterspørselen etter eiendom. På den annen side vil økt arbeidsledighet kunne medføre lavere etterspørsel etter næringseiendom, noe som kan øke kredittrisikoen. De nordiske landene har imidlertid lav arbeidsledighet, og utsiktene indikerer en fortsatt stabil lav ledighet. Dette vil også være risikodempende for bransjens kredittrisiko. Utsiktene til BNP i Norden, presentert i figur 3, er også forbundet med risiko. En svakere økonomisk aktivitet enn forventet vil føre til at etterspørselen etter eiendom blir lavere enn forventet. Derfor fører usikkerhet rundt utviklingen i BNP til en økt bransjerisiko.

Økt inflasjon er en økonomisk faktor som alt annet likt vil redusere eiendomsbransjens risiko, ettersom bransjen hovedsakelig opererer med inflasjonsjusterte leiekontrakter. Isolert sett vil dette medføre økte kontantstrømmer for bransjen, og dermed redusere kredittrisikoen.

Eiendomsbransjen er en kapitalintensiv bransje, og en investering vil ofte kreve betydelige gjeldsopptak for det enkelte selskap. Derfor er rentenivået en økonomisk faktor som er viktig for bransjens kredittrisiko. Styringsrentene i de nordiske landene har det siste året økt drastisk, fra nivåer på mellom 0-1% opp til rundt 3%. Følgene av dette økte rentenivået er at det er dyrere med både ny og eksisterende gjeldsfinansiering, og dette kan skape et press på likviditeten i bransjen. Det nåværende og fremtidige rentenivået skaper en økt kredittrisiko i bransjen på kort sikt. Økt rente vil også føre til at eiendommenes verdsettelse blir påvirket negativt gjennom økt avkastningskrav, noe som videre kan skape større press mot selskapenes lånevilkår og likviditetssituasjon.

Økt styringsrente fra sentralbankene vil også, alt annet likt, redusere eiendomsverdiene, som vist i kapittel 2.3.2. Økt rente vil ved bruk av både inntektsbasert verdivurdering og yield-metoden redusere verdien gjennom et økt avkastningskrav, eller yield, alt annet likt. Man kan argumentere for at kredittrisikoen i eiendomsbransjen er høyere i en periode med fallende eiendomspriser. Dermed kan man argumentere for at høyere rente vil øke kredittrisikoen i bransjen.

Eiendomsbransjen er eksponert for endringer i valutakurs gjennom aktiviteter i andre valutaer. Den norske og svenske kronen er relativt små valutaer sett opp mot for eksempel euro og

dollar. Slike valutaer tenderer til å svekke seg når det er uro i de internasjonale finansmarkedene (Bernhardsen & Røisland, 2000). Valutasvingninger vil medføre økt risiko for eiendomsbransjen, både operasjonelt og finansielt, dersom de ikke driver med valutasikring. Dette er fordi aktørene i bransjen ofte har kontantstrømmer fra drift i utenlandske valutaer, så vel som finansielle forpliktelser.

Samlet sett anser vi at de økonomiske faktorene medfører høy risiko for bransjen. Økt inflasjon gjør at sentralbankene øker rentenivået i de nordiske landene, og dette medfører økt kredittrisiko på grunn av økte finansieringskostnader i bransjen og reduserte eiendomsverdier. I tillegg kan usikkerheten knyttet til utviklingen i BNP føre til en økt bransjerisiko.

Sosiokulturelle faktorer

Som figur 7 i kapittel 2.2 illustrerer, er befolkningsveksten i de nordiske landene forventet å være positiv i årene som kommer. Likevel er det samlede fruktbarhetstallet synkende i hele Norden (SSB, 2023c). Dette medfører en høyere gjennomsnittsalder på befolkningen. Dette kan være risikodempende for den delen av eiendomsbransjen som har eiendommer med offentlige leietakere, slik som eldrehjem.

Bransjerisikoen vil også kunne påvirkes av befolkningsveksten i de store byene i Norden. Tall fra den nordiske statistikkdatabasen fra 2022 indikerer en økende grad av sentralisering, altså at befolkningen migrerer mot de største byene (Nordic statistics database, 2022). I de store byene er det mer knapphet på areal hvor man kan bygge eiendom, og en befolkningsvekst i byene vil kunne bidra til å øke etterspørselen etter eiendom og øke leieprisene. Dette kan være risikodempende for bransjen, alt annet likt.

En aldrende befolkning vil kunne være risikodempende på mellomlang sikt, samtidig som økende grad av sentralisering kan forsterke dette i de store byene. Likevel er det knyttet relativt høy risiko til de sosiokulturelle faktorene, på grunn av at fremtidig befolkningsvekst er et estimat. Vi vurderer det likevel slik at risikoelementene knyttet til de sosiokulturelle faktorene ikke påvirker bransjerisikoen i særlig stor grad.

Teknologiske faktorer

Eiendomsbransjen har ved oppføring og forvaltning av eiendom et stort teknologisk potensial. Teknologi kan utnyttes både når det kommer til bærekraft, energiutnyttelse av eiendommer, og arealutnyttelse i de store byene. Bransjen har muligheter til å utnytte teknologiske nyvinninger til å effektivisere og forbedre eiendommene opp mot leietakerne. Teknologi fører

også med seg økt risiko, og det kan argumenteres for at en utleier ikke har noe incentiv til å ta i bruk ny teknologi dersom leietakerne er på lange kontrakter. Det vil også ta tid å implementere ny teknologi i bransjen. De teknologiske faktorene har potensiale for å endre bransjen i fremtiden, og kan derfor medføre en risiko for bransjen. Kredittrisikoen til bransjen anser vi likevel ikke å bli påvirket i stor grad av teknologiske faktorer, da nedsiderisikoen ikke synes å være av særlig stor grad.

Miljømessige faktorer

Eiendomsbransjen er en bransje med høye klimagassutslipp. Det er særlig ved bygging av nye bygg at klimagassutslippene er høye. Totalt står byggenæringen for 40% av utslippene av klimagasser globalt (Müller et al., 2023). Det er likevel viktig å huske at dette ikke bare omfatter bygging av eiendom, men også for eksempel infrastruktur. Det er derfor vanskelig å peke på hvor mye av dette selve eiendomsbransjen står for, men utslipp ved bygging av eiendom pekes likevel på som en viktig faktor i flere av eiendomsselskapenes bærekraftsrapporter (Hemsö, 2023b; SBB, 2023d).

SBB peker i sin årsrapport for 2022 på at eiendom står for nesten 40% av totalt energiforbruk i Sverige (SBB, 2023d). De peker derfor på at selskapets største kilde til utslipp av klimagasser kommer gjennom energibruk i eiendommene, til for eksempel oppvarming (SBB, 2023d). For bransjen vil det derfor være avgjørende å gjennomføre en omstilling til grønn energi i byggene. Kravene til investeringer kan øke kredittrisikoen i bransjen.

Flere av selskapene har satt seg mål om klimakutt. SBB har satt seg et mål om å være klimapositiv i hele verdikjeden innen 2030. For å klare dette har de satt seg mål om å årlig kutte utslipp med 5%, i tillegg til at 50% av nybyggingen skal gjøres i tre fra sertifisert skog. I tillegg planlegger de å være selvforsynt med egenprodusert fornybar energi, gjennom tiltak som bygging av solenergi i tilknytning til byggene (SBB, 2023d). Rikshem ønsker på sin side å halvere klimagassutslipp innen 2030. I tillegg har de satt mål om at selve eiendomsforvaltningsvirksomheten skal være klimanøytral innen 2030 og at hele virksomheten skal være klimanøytral innen 2045 (Rikshem, 2023b). Dette viser at aktørene i bransjen allerede ser på de miljømessige faktorene som noe med stor påvirkning på bransjen. Faktorene bringer også med seg økt risiko for bransjen, da det er knyttet stor usikkerhet til hvilke investeringer som er nødvendige, og størrelsen på disse. Leietakerne kan i større grad etterspørre bygg med et lavt klimaavtrykk for å nå egne mål, noe aktørene i større grad må ta hensyn til. Leietakernes fokus vil øke bransjerisikoen.

Det europeiske parlamentet kom i mars i år med forlag til tiltak for å få ned energibruken og klimaavtrykket i bygg- og eiendomssektoren innen 2030, og gjøre sektoren klimanøytral innen 2050. Disse forslagene innebærer at alle nye bygg må være utslippsfrie innen 2028, mens bygg eid av det offentlige må være utslippsfrie innen 2026. I tillegg foreslår parlamentet krav om solceller på alle nye bygg hvor dette er teknisk mulig, og økonomisk forsvarlig. De kom også med forslag til krav for boligbygg, hvor boligeiendommer minst må oppnå energiklasse E innen 2030 og D innen 2033 (European Parliament, 2023). Dette viser hvor stor vekt interessentene legger på miljømessige faktorer. Disse kravene, hvis de blir vedtatt, vil kreve enorme investeringer for eiendomsbransjen. Vi mener derfor usikkerheten rundt dette er med på å øke bransjerisikoen.

En annen faktor som kan påvirke bransjen, er ulike indirekte krav fra interesseorganisasjoner. Eksempler på dette er ved sertifisering av bygg, slik som BREEAM. BREEAM er en sertifiseringsordning som setter fokus på bærekraft i bygging og rehabilitering av bygg. Lokale tilpasninger finnes i ulike land, slik som BREEAM-SE og BREEAM-NO, i henholdsvis Sverige og Norge. Bygg vurderes blant annet på hvor energieffektive de er, hvordan avfallshåndteringen fungerer og hvor tilgjengelige de er for kollektivtransport (Sweden Green Building Council, u.d.). Det at det er usikkerhet rundt hvilke faktorer det legges vekt på i sertifiseringer vil øke risikoen i eiendomsbransjen, fordi det fører til usikkerhet rundt hvilke investeringer som vil bli nødvendige å gjennomføre i fremtiden.

Investorer og kreditorer er også aktører som setter krav til bransjen. For å få tilgang på så billig finansiering som mulig i obligasjonsmarkedet er selskapet ikke bare nødt til å oppfylle finansielle krav, men også krav til bærekraft. Fondsforvaltere stiller strenge krav, både finansielt og bærekraftsmessig, når de beslutter hvilke aksjer og obligasjoner de skal investere i (DNB, u.d.).

Samlet sett vil vi derfor argumentere for at miljømessige faktorer har høy risiko knyttet til seg. Dersom miljøkravene gjør at aktørene i bransjen ikke foretar investeringer som er økonomisk bærekraftige kan man argumentere for at dette øker kredittrisikoen. Økte investeringer for å oppnå sertifiseringer eller andre bærekraftsmål vil på kort sikt også øke kredittrisikoen, selv om det på lang sikt kan være et risikodempende element for selve driften i bransjen.

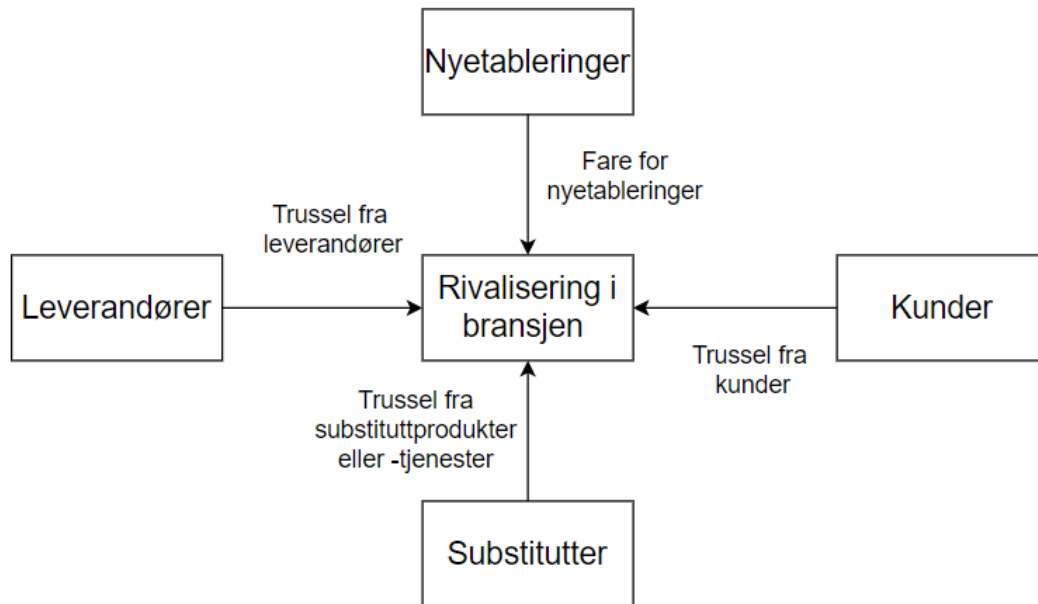
Juridiske faktorer

De juridiske faktorene henger tett sammen med de politiske faktorene, ettersom bransjen vil måtte innrette seg etter gjeldende lovverk bestemt av lovgivende myndighet. Kreditorer vil også kunne få reguleringsendringer som påvirker deres mulighet til å låne ut kapital til bransjen. Derfor er det noe kredittrisiko knyttet til de juridiske faktorene, men vi anser det for å være lav risiko knyttet til disse.

3.2.2 Porters fem konkurransekrefter

For å kunne analysere konkurransen i eiendomsbransjen benytter vi oss av Porters fem konkurransekrefter. Bransjen ble presentert i kapittel 2.3. Ved en tradisjonell analyse av de fem konkurransekreftene fra et investorperspektiv, ønsker man få innsikt i hvordan konkurransen påvirker bransjens lønnsomhet (Lien et al., 2016). Konkurransekreftene driver bransjens lønnsomhet, og en større konkurranse vil føre til at bransjens rentabilitet går mot kravet. (Knivsflå, 2023c). Fra et kreditorperspektiv er man mer interessert i hvilken risiko konkurransekreftene utgjør for bransjen, og hvordan det påvirker bransjerisikoen. De fem konkurransekreftene er illustrert i figur 11, og disse påvirker alle bransjerisikoen i større eller mindre grad.

Porter peker i boka *Competitive Strategy* fra 1980 på at konkurransen i et marked ikke bare handler om aktørene i bransjen, men at det er flere faktorer som spiller inn. De fem kreftene virker sammen, og bestemmer konkurranseintensiteten og muligheten for rentabilitet (Porter, 1980). Man kan argumentere for at Porters rammeverk har et investorperspektiv. Porter argumenterer nemlig for at bransjer med høy grad av konkurranse jevnt over vil ha lavere rentabilitet. Vi mener at en bransje med høy grad av konkurranse jevnt over også vil ha høyere bransjerisiko. Derfor konkluderer vi med at i de tilfellene Porter peker på kjennetegn ved bransjen som øker eller reduserer rentabiliteten, vil bransjerisikoen henholdsvis reduseres eller økes. Porter bruker papirbransjen og stålindustrien som eksempler på bransjer hvor konkurransekreftene er sterke, og hvor selskapene dermed har lav rentabilitet (Porter, 1980, s. 4). Følgelig vil vi argumentere for at bransjerisikoen vil være høy i disse bransjene. Kosmetikkbransjen og oljeservicebransjen pekes av Porter på som bransjer med mindre sterke konkurransekrefter, derfor vil selskaper i disse bransjene ha høyere rentabilitet (Porter, 1980, s. 4). Etter vårt syn vil derfor disse bransjene ha lavere bransjerisiko.



Figur 11: Porters fem konkurransekrefter (Porter, 1980)

Vi skal nå se nærmere på de fem ulike konkurransekreftene, slik de er omhandlet av Porter (1980) og analysere hvor sterke disse kreftene er i eiendomsbransjen, og hvordan de påvirker bransjerisikoen (Porter, 1980).

Fare for nyetableringer

Fare for nyetableringer handler om trusselen for at nye aktører entrer markedet. Det kan enten skje gjennom at et nyetablert selskap etabler seg i markedet, eller at et selskap fra en annen industri ønsker å diversifisere seg og kjøper opp en aktør. Med et investorperspektiv vil dette redusere rentabiliteten i markedet, enten gjennom at salgprisene blir lavere, eller at kostnadene økes. Med vårt kreditorperspektiv vil risikoen i bransjen øke dersom nye aktører etableres seg i markedet. Hvor stor trusselen for nyetableringer er, avhenger av etableringsbarrierene i markedet (Porter, 1980). Vi skal derfor analysere de etableringsbarrierene vi mener er de viktigste i eiendomsbransjen.

Kapitalbehov er et eksempel på en etableringsbarriere Porter mener reduserer nyetablerers mulighet til å etablere seg i en bransje. Han peker på at dette særlig er viktig i bransjer som krever risikable investeringer til for eksempel forskning og utvikling. Videre pekes det på at i kapitalintensive bransjer vil kreditorene kreve en risikopremie for nyetablerte selskap, noe som vil fungere som en etableringsbarriere (Porter, 1980). Siden eiendomsbransjen er en kapitalintensiv bransje, vil derfor tilgang på kapital være en etableringsbarriere. De etablerte

aktørene kan ha relasjoner til bankene og en rating i obligasjonsmarkedet, som gjør at de har tilgang på kapital til en lavere kostnad enn en nyetablert aktør ville ha hatt.

Tilgang på attraktive lokasjoner blir av Porter pekt på som en etableringsbarriere. Det vil føre til at nyetablerere vil ha en kostnadsulempe, da etablerte selskaper har tilgang på eiendommer med attraktiv beliggenhet. De etablerte selskapene kan ha kjøpt eiendommer i et område før markedet begynte å presse opp prisen i det området (Porter, 1980). Her kan man for eksempel tenke seg at et selskap som har vært med å utvikle en ny attraktiv bydel vil ha lavere kredittisiko, da de besitter eiendommene med best beliggenhet innad i disse bydelene og at prisen de betalte er lavere enn hva en nyetablerer måtte ha betalt.

En annen etableringsbarriere Porter peker på er erfaring om hvordan produktet bør utformes (Porter, 1980). Her kan man tenke seg at et eiendomsselskap som har vært i markedet i lang tid vil kjenne til behovene til leietakerne bedre enn en nyetablert aktør. Denne erfaringen kan de bruke til å utforme lokalene slik at de blir mest mulig attraktive for leietakerne. Denne erfaringen vil dermed kunne fungere som en etableringsbarriere for nye aktører.

Byttekostnad er en kostnad kundene må bære ved å bytte fra en aktør til en annen og vil fungere som en etableringsbarriere for eventuelle nye aktører i et marked, ifølge Porter. De nye aktørene må derfor tilby et produkt med forbedrede egenskaper, enten i utforming, eller i form av lavere pris, for at kundene skal bytte aktør (Porter, 1980). I eiendomsbransjen vil dette være aktuelt fordi det for leietakerne vil medføre kostnader å bytte lokaler. I tillegg til kostnaden av selve flyttingen kan det også medføre andre kostnader. For en butikk vil det å flytte fra en del av en by til en annen kunne medføre at de mister kunder. For et selskap som leier kontorlokaler, kan flytting gå utover trivselen på arbeidsplassen. Dermed kan man argumentere for at byttekostnaden for en leietaker er relativt høy.

Vi vurderer samlet sett at etableringsbarrierene i eiendomsbransjen er høye og at trusselen for nyetablering dermed er relativt lav. Dermed vurderer vi faren for nyetablering til å påvirke bransjerisikoen i relativt liten grad.

Rivalisering i bransjen

Intern rivalisering handler, ifølge Porter, om konkurranse mellom de etablerte aktørene i markedet. Dette omhandler ulike taktikker som priskonkurranse, markedsføringskampanjer, produktutvikling og forbedret kundeservice eller garantier (Porter, 1980, s. 17).

I bransjer med mange aktører, eller relativt få aktører som er relativt like i størrelse, er konkurransen tøffere enn dersom det er noen få som kontrollerer markedet. Generelt sett mener vi at bransjerisikoen er høyere i bransjer med flere aktører enn i bransjer med få aktører. Porter peker på at aktøren eller aktørene som kontrollerer markedet kan bruke makten sin til å sette prisen i markedet (Porter, 1980). Eiendomsbransjen i Norden preges av mange aktører, hvor det ikke kan sies å være én eller noen enkeltaktører med uforholdsmessig markedsrett og som dermed kan bestemme prisen. I kapittel 2.3.1 forklarte vi nærmere hvordan markedsprisen i eiendomsbransjen settes. Det faktum at det ikke er få enkeltaktører med uforholdsmessig markedsrett, kan man si er med på å øke bransjerisikoen.

Porter argumenterer for at i en bransje med lite vekst vil konkurransen om markedsandeler være tøffere enn i en bransje med rask vekst (Porter, 1980). Eiendomsbransjen er en bransje med relativt liten vekst og markedet vil dermed kunne preges av konkurranse mellom aktørene for å få leid ut eiendommer. Videre peker han også på at det i bransjer hvor det er høye faste kostnader vil lav utnyttelsesgrad av ressursene føre til at aktørene presser ned prisene, for å få utnyttet ressursene bedre. Eiendomsbransjen har høye faste kostnader knyttet til blant annet kapital. Dette vil bety at dersom selskapene opplever høy ledighet i byggene vil markedsprisen presses nedover. Vi har sett i kapittel 2.4 at ledigheten blant aktørene vi har sett på er lav. Dermed virker dette risikodempende på bransjerisikoen. Likevel er det verdt å nevne at en periode med økt ledighet vil kunne føre til at leieprisene reduseres, noe som vil kunne sies å være med på å øke bransjerisikoen.

Dersom produktene eller tjenestene aktørene tilbyr oppleves som like, eller nesten helt like, vil kundene ifølge Porter velge tilbyderer som tilbyr varen til lavest pris, eller som gir best servicetilbud. Dette vil gå ut over rentabiliteten i bransjen (Porter, 1980). Lavere rentabilitet i bransjen vil som nevnt øke bransjerisikoen. Man kan argumentere for at enkelte eiendommer ikke skiller seg særlig mye fra hverandre. Kanskje spesielt innen delmarkedet samfunnsbygg, hvor for eksempel to eldrehjem vil oppleves som ganske like hverandre. Dette vil da ifølge Porter kunne føre til at aktørene presser hverandre på pris, eller på levering av ulike tilleggstjenester. Samtidig vet man at lokasjon generelt i eiendomsbransjen er en viktig faktor for kundene. Dette kan dermed gjøre at konkurransen blant aktørene blir mindre tøff. Byttekostnadene diskutert tidligere vil også kunne være med på å dempe rivaliseringen mellom aktørene, og man kan argumentere for at dette vil redusere bransjerisikoen.

Dersom det i et marked er høye exit-kostnader, vil det føre til at aktører som utnytter ressursene sine dårlig og med det har mye ledig kapasitet, ikke avviker. Disse aktørene kan ifølge Porter iverksette tiltak som går utover, ikke bare egen lønnsomhet, men lønnsomheten til hele bransjen (Porter, 1980). Vi mener at dette også vil øke bransjerisikoen. Exit-kostnader er kostnader som oppstår når en aktør avviker driften. Dette inkluderer sluttpakker til de ansatte og salgskostnader, men også en emosjonell kostnad for ledelsen. Den emosjonelle kostnaden omhandler blant annet at ledelsen er knyttet til selskapet og at en avvikling vil kunne gå utover deres omdømme. På den ene siden kan man argumentere for at eiendomsbransjen har lave exit-kostnader, da hver enkel eiendom ofte har sitt eget AS, noe som gjør at man slipper dokumentavgift og utløsning av utsatt skatt. På den annen side vil man være avhengig av en megler som kan legge til rette for salget, noe som kan øke kostnadene. I tillegg vil man kunne måtte selge med rabatt når man skal kvitte seg med en stor eiendomsportefølje.

Samlet sett vil vi konkludere med at rivaliseringen i markedet er moderat. Det er mange aktører i bransjen, men dagens lave ledighet og byttekostnadene vil være med på å dempe konkurranseintensiteten. Vi anser rivaliseringen i bransjen for å ha moderat påvirkning på bransjerisikoen.

Trussel fra substituttprodukter eller -tjenester

Eventuelle substitutter for produktet eller varen markedet tilbyr, vil også være med på å påvirke konkurranseintensiteten i et marked. Et substitutt er et alternativt produkt eller tjeneste som utfyller den samme funksjonen som produktet bransjen tilbyr. Dersom det finnes substitutter, vil det kunne øke risikoen i bransjen. Det er fordi substitutt gjør at det, slik Porter beskriver det, legges et tak på prisen aktørene kan ta for tjenesten eller produktet (Porter, 1980).

For eiendomsbransjen vil det være ulike substitutt for de ulike delmarkedene. For kontorbransjen for eksempel, vil selskapers tilrettelegging av hjemmekontor kunne føre til at selskaper samlet sett etterspør færre kontor plasser. Det er fordi hjemmekontor i noen tilfeller kan fylle deler av den samme funksjonen som kontorlokaler gjør. Man kan dermed si at hjemmekontor fungerer som et substitutt til tradisjonelle kontor. For handelsbransjen har økt netthandel erstattet en del av handelen i tradisjonelle butikker. Dette gjør at etterspørselen etter butikklokaler blir mindre. For samfunnsbygg vil en endring i hvordan tilbyderne av de skattefinansierte tjenestene leverer tjenesten, kunne føre til at etterspørselen etter samfunnsbygg blir mindre. Eksempler på dette kan være at personer som kunne ha bodd på

eldrehjem heller får tilrettelagte tjenester i sitt eget hjem. Likevel er en del av tjenesteytingen avhengig av å utføre tjeneste på tradisjonelt vis, noe som krever bygg som er tilrettelagt tjenesten. Det gjelder for blant annet eldrehjem, barnehager og skoler. Samlet sett for hele eiendomsbransjen vurderer vi trusselen fra substitutt til å være moderat til lav, og dermed påvirke bransjerisikoen i relativt liten grad.

Trussel fra kunder

I et marked vil kundene konkurrere med aktørene i bransjen for å presse prisene ned og for å få levert høyere kvalitet på produktet eller tjenesten som leveres. Dette er noe som vil gå utover lønnsomheten, eller superprofitten til bransjen. Hvor sterk forhandlingsmakten til kundene er vil avhenge av flere faktorer, ifølge Porter. Den første handler om hvor stor andel av kjøpene hver enkelt kunde står for. Dersom enkeltkunder står for en stor del av kjøpene, kan disse presse på for å få lavere priser. Dette gjelder spesielt i bransjer med høye faste kostnader (Porter, 1980). Mange eiendomsselskap, spesielt innenfor bransjen for samfunnsbygg, har relativt få kunder, og kundene vil dermed kunne få relativ stor forhandlingsmakt. Dette mener vi kan sies å øke bransjerisikoen.

Hvor stor andel av de totale kostnadene til kjøperen produktet eller tjenesten står for, vil være avgjørende for hvor prissensitiv kjøperen er. Dette kommer av at når kjøpet utgjør en stor del av kostnadene til kjøper, vil selskapet bruke mer tid på å innhente flere tilbud og velge den laveste prisen. Dette vil ikke skje i like stor grad dersom kjøpet utgjør en liten del av de totale kostnadene (Porter, 1980). Hvor stor andel av de totale kostnadene leiekostnader utgjør for kundene til eiendomsselskapene vil variere fra delbransje til delbransje.

Andre faktorer som også innvirker på forhandlingsmakten til kundene, er hvor viktig produktet er for den opplevde kvaliteten til sluttbrukeren. Også her vil det være store variasjoner fra delbransje til delbransje. Størrelsen på byttekostnader og om produktene er differensierte vil også avgjøre forhandlingsmakten til kundene (Porter, 1980).

En siste viktig faktor når det kommer til kundens forhandlingsmakt er hvor stor trusselen for vertikal integrering er (Porter, 1980). I eiendomsbransjen vil dette typisk være at leietakerne kjøper bygget istedenfor å leie. Christina Gustafsson med flere (2022) har stilt spørsmål i det svenske tidsskriftet «*Balans*», om hvorfor offentlige aktører leier samfunnsbygg, heller enn å eie de selv. Forfatterne argumenterer for at de offentlige aktørene istedenfor å leie samfunnsbygg, bør utnytte at de har en meget god kredittvurdering og at de dermed kan få

billig finansiering, i motsetning til å selge byggene til eiendomsselskap, for å så leie de tilbake. I løpet av den siste tiden har dette blitt stadig mer aktuelt da flere eiendomsselskap har fått nedgradert kredittrating, slik man har sett med SBB. Forfatterne mener at dette vil føre til at offentlige aktører som leier av slike selskap i realiteten vil få høyere kapitalkostnader av å selge bygg for å leie de tilbake, enn de kunne ha fått ved å eie byggene selv og finansiere de med obligasjoner med lav kredittrisikopremie (Gustafsson et al., 2022). Dette vil bety at leietakerne til samfunnsbyggselskapene i realiteten vil kunne komme bedre ut ved å heller eie byggene selv. Hvis så er tilfellet, vil det bety at leietakerne vil ha en høy forhandlingsmakt ovenfor utleierne, noe som vil tilsi en betydelig økt bransjerisiko.

Samlet sett vil vi konkludere med at trusselen fra kundene leder til økt bransjerisiko.

Trussel fra leverandører

Den siste konkurransekraften i Porters modell er trusselen fra leverandørene. Leverandører med høy forhandlingsmakt vil ifølge Porter kunne øke prisen, eller senke kvaliteten på varen eller tjenesten. Dette vil gå utover rentabiliteten i bransjen, dersom den ikke klarer å øke sine egne priser til sine kunder. Hvor høy forhandlingsmakten til leverandørene er vil avhenge av ulike faktorer (Porter, 1980). Vi mener at bransjer hvor leverandørene har høy forhandlingsmakt vil ha økt bransjerisiko.

Dersom leverandøren opererer i et mer konsentrert marked, med færre aktører enn markedet den selger til, vil leverandøren ha høy makt og vil kunne bruke dette til å kapre rentabilitet fra kunden (Porter, 1980). Den viktigste leverandøren i en så kapitaltung industri som eiendomsbransjen er, er kreditorer. Kredittmarkedet består av mange aktører, både banker som tilbyr banklån og obligasjonseiere. Dette tyder på at deres forhandlingsmakt er lav, og tilsier at dette ikke er en konkurranseøkende faktor.

Hvor viktig produktet eller tjenesten leverandøren leverer er for selskapene i bransjen, er også avgjørende for hvor stor forhandlingsmakt leverandøren får, ifølge Porter (Porter, 1980). For eiendomsbransjen er kapital en helt avgjørende innsatsfaktor. Dette tyder på at makten til leverandørene er høy. Porter peker videre på at hvor store byttekostnadene er, også er viktig for forhandlingsmakten til leverandørene (Porter, 1980). Et eiendomsselskap kan bytte leverandør gjennom å refinansiere et lån. Dette kommer ofte med en kostnad gjennom gebyrer og for eventuell tilrettelegging av kapitalinnhenting. Hvor høy denne er, vil da være med på å avgjøre hvor høy forhandlingsmakten leverandørene har.

Samlet vil vi argumentere for at trusselen fra leverandører ikke øker bransjerisikoen i nevneverdig grad.

3.2.3 Oppsummering av bransjerisikoanalysen

De viktigste risikofaktorene inn mot bransjen, slik vi ser det, er økende rentenivå, usikkerhet knyttet til makroøkonomisk utvikling og miljøkrav. Økte rentenivåer vil som nevnt gå utover viktige nøkkeltall som rentedekningsgrad og gjeldsgrad. Dette vil dermed lede til økt kredittrisiko. Dersom utviklingen i økonomien blir lavere enn forventet, vil det etterspørres mindre eiendom og dermed vil kredittrisikoen i bransjen øke. Usikkerheten knyttet til utformingen av miljøkrav vil også kunne føre til økt kredittrisiko.

Vår Porter-analyse viser de viktigste risikofaktorene i bransjen. I segmentet for samfunnsbygg er en risikoøkende faktor, slik vi ser det, at kundene kan velge å eie byggene selv istedenfor å leie. De viktigste konkurransedependende faktorene mener vi er de betydelige etableringsbarrierene, og liten trussel fra substitutter. Vi anser konkurransekraftene samlet sett for å ha en moderat påvirkning på bransjerisikoen.

For å oppsummere bransjerisikoanalysen vil vi på bakgrunn av PESTEL- og Porter-analysene konkludere med at bransjerisikoen er moderat til høy.

3.3 Intern ressursrisikoanalyse

I motsetning til den eksterne bransjeorienterte analysen, er utgangspunktet for en investororientert intern analyse selskapets ressurser, og hvordan de er i forhold til gjennomsnittsvirksomheten i bransjen. Ettersom vi skal analysere SBB fra et kreditorperspektiv vil utgangspunktet for analysen være SBBs kredittrisiko og hvordan denne er i forhold til gjennomsnittsvirksomheten i bransjen. Rammeverket presentert i delkapittel 3.1 viser at det eksisterer et kredittrisikoavvik dersom kredittrisikoen til selskapet avviker fra kredittrisikoen til bransjen. Dette betyr at dersom kredittrisikoen til SBB er høyere enn kredittrisikoen til bransjen vil den strategiske risikoen for SBB være høyere enn bransjen. For å analysere kredittrisikoavviket benytter vi oss av SVIMA-rammeverket, der vi istedenfor å fokusere på ressursfordelen fokuserer på kredittrisikoavviket SBBs ressurser skaper.

3.3.1 SVIMA

SVIMA-rammeverket kan benyttes for å analysere hvilke ressurser som kan skape et varig konkurransefortrinn, som vil være til stede dersom det er avvik mellom ressursene til selskapet og ressursene til bransjen (Knivsflå, 2023c). Vi vil argumentere for at et selskap som har konkurransefortrinn vil ha lavere kredittrisiko enn de øvrige aktørene i bransjen. Dette er fordi konkurransefortrinnet kan utnyttes til å skape en høyere kontantstrøm fra driften, noe som gjør at det er lavere sannsynlighet for at de vil misligholde sine forpliktelser. SVIMA er et akronym, som står for: sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert, appropriert (Lien et al., 2016).

Sjelden

En ressurs som skal være i stand til å gi konkurransefortrinn for selskapet må være sjelden, som vil si at den ikke er i besittelse av de andre konkurrentene i bransjen. Dersom ressursen som skaper avkastning er utbredt i bransjen, vil avkastningen den skaper bli konkurrert vekk. Det kan likevel være flere i en bransje som har de samme ressursene når det gjelder sjeldenhet og dermed få avkastning utover gjennomsnittet i bransjen, så lenge ikke alle aktørene i bransjen besitter den sjeldne ressursen (Lien et al., 2016)

Viktig

Det neste kriteriet er at ressursene er viktig for selskapet, altså skaper verdi. Dette kan være en ressurs som har betydelig effekt på kostnadsnivået eller inntektsnivået til selskapet. Kriteriet om viktighet gjør at analysen av ressursene blir mer presis, ettersom ressurser som anses som ordinære og alminnelige ikke blir inkludert (Lien et al., 2016).

Ikke-imiterbar

Etter kriteriene sjelden og viktig, er det neste kriteriet ikke-imiterbar. Dersom et selskap har en ressurs som ikke alle i bransjen innehar, og den i tillegg er viktig for selskapet, vil konkurransefortrinnet være varig. Dersom ressursen kan imiteres, vil imidlertid konkurransefortrinnet være midlertidig. Andre selskaper i bransjen kan imitere ved å utvikle ressursene eller anskaffe seg disse ved kjøp. Dersom selskapet har ressurser som ikke kan imiteres, slik som for eksempel attraktive tomter eller renommé, kan dette øke konkurransefortrinnet varighet (Lien et al., 2016).

Mobilisert

For at en ressurs skal kunne materialisere seg i avkastning utover gjennomsnittet i bransjen, må den kunne benyttes av selskapet, altså være mobiliserbar. Utforming av strategier er derfor viktig for å kunne utnytte ressursene (Lien et al., 2016).

Appropriert

Det siste kriteriet er en forlengelse av kriteriet mobilisering. Det som skapes av verdi fra ressursen, må i tillegg til å benyttes av selskapet, også tilfalle selskapet. En ressurs som skaper verdi utover gjennomsnittet i bransjen, men tilfaller bransjen istedenfor selskapet, er ikke et konkurransefortrinn for selskapet (Lien et al., 2016). Et eksempel i eiendomsbransjen kan være at det ikke vil hjelpe å eie det beste bygget i byen dersom det også er det dyreste bygget i byen. Da vil ikke selskapet appropriere verdien av ressursen.

3.3.2 Analyse av SBB i SVIMA

På bakgrunn av presentasjonen av SBB og bransjen i kapittel 2.4, og hvordan SBB avviker fra gjennomsnittet i bransjen i kapittel 2.5, vil vi i det følgende delkapitlet analysere SBBs ressurser ved bruk av SVIMA-rammeverket forklart ovenfor. Formålet med analysen er å analysere SBBs kredittrisiko sammenlignet med de andre aktørene i bransjen, altså kredittrisikoavviket. Vi har valgt å fokusere på de følgende ressursene, da vi anser de som særlig viktige for kredittrisikoen til SBB:

- Eiendomsportefølje
- Leietakere
- Tilgang på kapital
- Miljø

Eiendomsportefølje

Eiendomsporteføljen til SBB kan sies å være en av de viktigste ressursene til selskapet, ettersom det er eiendommene som skaper inntektene og legger grunnlaget for at SBB skal nå sine strategiske mål.

Av SBBs eiendomsportefølje ved utgangen av andre kvartal 2023, er 68% klassifisert som samfunnsbygg og 28% klassifisert som utleieleiligheter (SBB, 2023b). På den delen av porteføljen som er samfunnsbygg er det større grad av spesialiserte bygg. Dette er bygg som ikke er alminnelige, men i de fleste tilfellene kun kan brukes av et mindre utvalg leietakere,

slik som barnehager, skoler, eldreheim og sykehjem. Dermed kan det argumenteres for at den delen av eiendomsporteføljen som inneholder samfunnsbygg er sjelden og skiller seg fra noen av de mest relevante konkurrentene. Likevel er det enkelte konkurrenter i bransjen som også har betydelig andel av samfunnsbygg i sin eiendomsportefølge. Dette tilsier at samfunnsbyggene SBB eier ikke er av sjelden karakter i seg selv, da andre aktører i bransjen også er i besittelse av slike bygg. Sammensetningen av eiendomsporteføljen kan derimot være sjelden. Ser man på kombinasjonen SBB har i sin eiendomsportefølge så er denne nokså sjelden sammenlignet med andre eiendomsselskap.

Eiendommene i seg selv er imiterbare, men det krever mye kapital for en annen aktør i bransjen for å imitere eiendomsporteføljen til SBB. I tillegg vil det være begrenset med samfunnsbygg i de mest attraktive byene. Derfor synes ikke eiendomsporteføljen å være imiterbar på kort til mellomlang sikt. Eiendommene i porteføljen har videre bidratt til inntekter til selskapet, både i form av leieinntekter og salg av prosjekter. Dermed er også ressursen mobiliserbar. SBB selv viser til en okkupasjonsgrad på 96,3% i andre kvartal 2023, som indikerer at de fleste eiendommene er mobiliserbare. Dette kommer hovedsakelig SBB til gode, som vil si at ressursen også er approprierbar. Kredittrisikoen til SBB vil som følge av eiendomsporteføljen være lavere enn bransjen, fordi den kan sies å utgjøre et konkurransefortrinn.

Leietakere

For de fleste eiendomsselskapene vil leietakere være en særdeles viktig ressurs. Det er leietakerne som gir inntekter på eiendomsporteføljen i bransjen. Leietakerne til SBB er tett knyttet opp til sammensetningen av eiendomsporteføljen, ettersom okkupasjonsgraden er på 96,3%.

Ser man på samfunnsbyggene til SBB, genererte de 20 største leietakerne 51,1% av leieinntektene for første halvår 2023 (SBB, 2023b). Leietakerne er store virksomheter som yter tjenester finansiert av det offentlige, direkte eller indirekte, og det kan argumenteres for at disse leietakerne er stabile leietakere og at SBB løper relativt lav risiko på grunn av dette. Dette kan bidra til å skape et konkurransefortrinn for SBB. Likevel vil de fleste selskapene som leier ut samfunnsbygg ha en relativt stor andel av slike leietakere, og dermed anser vi ikke leietakerne i seg selv som sjeldne, da det er en ressurs som andre i bransjen også besitter. Gjennomsnittlig gjenværende løpetid på disse leiekontraktene er 11 år, noe som er over gjennomsnittet av aktørene som rapporterer på dette. Dermed kan lengden på kontraktene være et moment som gjør leietakerne til en sjelden ressurs, da lengre kontrakter skaper mer

forutsigbarhet og lavere kredittrisiko for SBB enn gjennomsnittsvirksomheten. Dette kan i tillegg skape et konkurransefortrinn.

Den delen av eiendomsporteføljen som er utleieleiligheter befinner seg kun i Sverige, og leietakerne av disse eiendommene er ikke offentlige selskaper, men privatpersoner (SBB, 2023b). Disse leietakerne vil normalt ha en relativt kort oppsigelsestid, noe som gjør at de ikke oppfyller kriteriet om sjeldenhet. Dermed synes ikke leietakerne på utleieleilighetsdelen av eiendomsporteføljen å være en ressurs som kan gi konkurransefortrinn. Selv om leietakerne av utleieleilighetene ikke i seg selv kan skape konkurransefortrinn, kan de føre til økt kredittrisiko. SBB vil på disse leietakerne ha lik kredittrisiko som de andre aktørene i bransjen, da vi antar at de har like lange leiekontrakter. En portefølje med en større andel av leietakere med korte oppsigelsestider enn gjennomsnittsvirksomheten, vil øke kredittrisikoavviket. SBB har en større andel leietakere fra samfunnsbygg enn gjennomsnittsvirksomheten, og vil derfor ha en lavere kredittrisiko enn bransjen på i din leietaker-portefølje.

Det er opp til leietakerne selv hvem de skal inngå kontrakt med, og derfor kan det argumenteres for at leietakerne kan imiteres av andre virksomheter i bransjen. Likevel vil det være vanskeligere for de øvrige aktørene å imitere leietakerne til SBB siden SBB har en gjennomsnittlig gjenværende kontraktstid på 11 år. Hvorvidt disse kundene er lojale og ønsker å forlenge med SBB etter endt kontraktperiode er vanskelig å spå, men på generelt grunnlag kan det være momenter som gjør at leietakerne vil foretrekke å fornye kontrakten sin, for eksempel for å spare kostnader knyttet til å flytte til nye lokaler. Derfor anser vi disse leietakerne for å være delvis imiterbare.

Leietakerne spiller en sentral rolle i SBB sin strategi om å eie, forvalte og utvikle samfunnsbygg i hele Norden. Det er uttalt av selskapet at de ønsker å styrke likviditeten, og for å gjennomføre dette er det viktig å ha stabile leietakere som genererer inntekter til kjernevirksomheten (SBB, 2023b). Ressursen er derfor å anse som mobiliserbar for selskapet.

Verdien av ressursen leietakere tilfaller SBB gjennom leieinntekter, og kan derfor sies å være appropriert. Det kan likevel argumenteres for at noe av verdien også tilfaller leietakeren. Offentlige leietakere som bidrar med en risikoprofil som er lavere enn den gjennomsnittlige leietakeren vil være gunstig å ha kontrakt med, og dermed kan det tenkes at leieprisen er noe lavere på disse leietakerne. På den annen side vil SBB få en verdi av at de offentlige leietakerne

har lav risiko og at det kan etableres lange kontraktperiode. Derfor taler det for at hele verdien av leietakerne er appropriert av SBB.

På bakgrunn av det ovennevnte anser vi at ressursen leietakere skaper et konkurransefortrinn som reduserer kredittrisikoen til SBB sammenlignet med bransjen.

Tilgang på kapital

Eiendomsbransjen er, som tidligere nevnt, en kapitalintensiv bransje. Det er eiendommene som genererer inntekter, og investeringer i eiendommene krever betydelig kapital. Tilgangen på kapital er følgelig en viktig ressurs for samtlige aktører i bransjen. Denne kapitalen kan enten komme som egenkapital, eller gjennom låneopptak. Motivasjonen for opptak av gjeld, er at det fører til at forventet egenkapitalavkastning øker, alt annet likt. Samtidig øker også risikoen for tap for egenkapitalinvestorene seg (Higgins et al., 2019).

Som vist i tabell 3 har SBB en kredittrating fra Fitch på B-, noe som er lavere enn gjennomsnittsvirksomhetens kredittrating på BBB-. En kredittrating på B- innebærer at gjelden blir klassifisert som «speculative grade», og belyser at det er høy risiko knyttet til å yte kreditt til SBB. Som nevnt tidligere har obligasjonsfond ofte retningslinjer som sier at de ikke investerer i gjelden til selskap med lavere rating enn «investment grade» (Christensen, 2023). Siden gjennomsnittsvirksomheten blir klassifisert som «investment grade», vil det være både vanskeligere og dyrere for SBB å utstede nye obligasjoner, sammenlignet med bransjen for øvrig. Dette mener vi er med på å øke kredittrisikoavviket.

SBB rapporterer en netto rentebærende gjeldsandel på 52% i andre kvartal 2023, og gjennomsnittsvirksomheten rapporterer 49,1%. Dette er som nevnt tett knyttet opp til lånevilkårene til selskapet. For SBBs del er lånevilkårene at netto gjeldsandel ikke skal overstige 65%. Castellum på sin side har lånevilkår som sier at netto rentebærende gjeldsandel ikke skal overstige 65%, (Castellum, 2023b) som er tilnærmet likt SBBs lånevilkår, da det aller meste av gjelden er rentebærende. Vi antar derfor at dette lånevilkåret også er gjeldende for hele bransjen. En høyere netto rentebærende gjeldsandel for SBB enn gjennomsnittet tilsier i seg selv at kredittrisikoen er høyere i SBB enn de øvrige selskapene. I tillegg vil det faktum at SBB ligger nærmere lånevilkår-grensen for gjeldsandel enn de øvrige, gjøre at det er høyere risiko for at de bryter lånevilkåret. Et brudd på lånevilkåret vil kunne medføre økte rentekostnader eller tvinge selskapet til å innfri gjelden med en gang, noe som vil kunne føre

til tap som følge av salg av eiendeler. En høyere gjeldsandel for SBB enn for gjennomsnittsvirkosomheten mener vi derfor vil øke kredittrisikoavviket.

Vi vil på bakgrunn av argumentasjonen over, konkludere med at ressursen tilgang på kapital øker kredittrisikoavviket.

Miljø

Miljø og bærekraft har i de seneste årene fått større oppmerksomhet, og SBB sin visjon er som nevnt å være klimapositiv gjennom hele sin verdikjede innen 2030 (SBB, 2023b). Dette vil være en viktig ressurs for selskapet, både i form av kostnadsbesparelser og økte inntekter. Miljøsertifisering av eiendommer kan også bidra til billigere finansiering og økte leieinntekter. Med det økte fokuset på miljø vil det være fordelaktig for SBB å være ledende i bransjen, og dermed en viktig ressurs, som kan være med på å redusere kredittrisikoavviket.

Miljøfokuset som SBB har er ikke unikt, og andre aktører i bransjen jobber også med dette. Rikshem har, som nevnt, mål om å være klimanøytral innen 2045 (Rikshem, 2023b). Hemsö sin målsetting er å være klimanøytral innen 2040 (Hemsö, 2023a), og Castellums visjon er å være klimanøytral innen 2030 (Castellum, 2023b). Miljøfokuset er i seg selv ikke en sjelden ressurs, men heller en ny standard for bransjen. Andelen miljøsertifiserte eiendommer SBB eier er også på nivå med bransjen, og anses dermed ikke å være en ressurs som påvirker kredittrisikoen i særlig grad.

Miljøsertifiserte bygg og det generelle miljøfokuset er noe som er imiterbart av andre aktører i bransjen. Store deler av bransjen virker å ha sett verdien av et økt fokus på miljø, og det kan derfor ikke karakteriseres som en ressurs som er ikke-imiterbar. Videre tyder det på at miljøsertifisering kan føre til høyere leieinntekter for et selskap (Grønn Byggallianse, u.d.). Dette tilsier at de miljøsertifiserte eiendommene og miljøfokuset til SBB kan mobiliseres. Økte leieinntekter på de miljøsertifiserte byggene som SBB eier vil tilfalle SBB direkte, som betyr at ressursen er appropriert.

Ressursene knyttet til miljø har i utgangspunktet potensiale for å påvirke kredittrisikoavviket. Siden kredittrisikoen for ressursene er på tilnærmet likt nivå med bransjen, anser vi ikke disse ressursene for å ha særlig påvirkning på kredittrisikoavviket.

Oppsummering SVIMA-analyse

Ressurs	Sjelden	Verdifull	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Påvirkning på kredittrisikoavviket
Eiendomsportefølje	Ja	Ja	Delvis	Ja	Ja	Risikodempende
Leietakere	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Risikodempende
Tilgang på kapital	-	-	-	-	-	Risikoøkende
Miljø	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Ingen påvirkning

Tabell 4: Oppsummering av SVIMA-analyse

Tabell 4 oppsummerer de ressursene som er sentrale for SBB og hvordan de ulike ressursene påvirker kredittrisikoavviket. Vi anser eiendomsporteføljen og leietakerne til å være ressurser som har innehar lavere kredittrisiko for SBB enn gjennomsnittsvirksomheten, og er derfor risikodempende. Tilgangen på kapital er på sin side risikoøkende, ettersom SBBs kredittrating og gjeldsandel skaper høyere kredittrisiko for selskapet enn gjennomsnittsvirksomheten.

3.4 Oppsummering av strategisk risikoanalyse

Vi har i de foregående delkapitlene analysert eiendomsbransjen i en ekstern bransjerisikoanalyse, for å avdekke hvilke risikofaktorer som påvirker bransjen, både inn mot bransjen og innad i bransjen. Videre har vi brukt en SVIMA-analyse for å kartlegge SBBs ressursrisiko. Oppsummeringen av den eksterne og interne risikoanalysen vil bli gjennomført i en SWOT-analyse, før vi konkluderer med en strategisk risikorating.

3.4.1 Strategisk risiko (SWOT)

SWOT er et engelsk akronym, som oversatt til norsk blir: styrker, svakheter, muligheter og trusler. Dette er et rammeverk for analyse av strategisk risiko, der styrker og svakheter tar utgangspunkt i de interne forholdene, og mulighetene og truslene omhandler bransjeforholdene (Knivsflå, 2023c). Ettersom fokuset er på kredittrisiko så vil svakhetene og truslene være de som er mest relevant å analysere.

Styrker	Svakheter	Muligheter	Trusler
Eiendomsportefølje Lange og stabile leiekontrakter	Høy gjeldandel "Junk-bond"-klassifisert	Demografisk utvikling	Makroøkonomisk situasjon Høy kundemakt Økte rentekostnader Reduserte eiendomsverdier Økte miljøkrav

Tabell 5: SWOT-analyse av SBB

SWOT-analysen gir et bilde på den overordnede strategiske risikoen til SBB. Den store eiendomsporteføljen SBB besitter er å anse som en styrke, da dette kan bidra til å redusere kredittrisikoen. Den høye andelen av offentlige leietakere på eiendommene er også noe vi anser for å være en styrke. Lange leiekontrakter og stabile leietakere gir lavere kredittrisiko for SBB. Den demografiske utviklingen anser vi for å være en faktor som kan gi muligheter for bransjen, og dermed være risikodempende for bransjen.

Videre er tilgangen på finansering en klar svakhet for selskapet. Kredittratingen fra kredittratingforetakene S&P, Fitch og Scope klassifiserer som nevnt alle gjelden til SBB som «speculative grade». Dette kan by på problemer for SBB sine muligheter for å hente kapital i markedet, og er en klar risikookkende faktor for selskapet. Utfordringene selskapet har når det gjelder tilgangen på kapital kan bidra til å presse likviditeten, og det kan skape økt kredittrisiko for selskapet dersom de må selge ressurser som bidrar til lønnsomhet i kjernevirksomheten for å bedre likviditeten.

Som tidligere nevnt i den eksterne risikoanalysen er dagens makroøkonomiske situasjon utfordrende for en bransje som er så kapitaltung som eiendomsbransjen. Økte renter fører til økte finansieringskostnader og reduserte eiendomsverdier. På kort sikt anser vi dette som den største risikookkende faktoren for bransjen. Kundenenes forhandlingsmakt kan også true bransjen dersom leietakerne av samfunnsbyggene heller velger å eie eiendommene selv. I en slik situasjon vil en stor del av bransjen sin operasjonelle virksomhet være truet. Dette vil øke bransjerisikoen. I tillegg anser vi usikkerheten rundt de økte miljøkravene når det kommer til miljøsertifisering av bygg for å være en risikookkende faktor.

3.4.2 Strategisk risikoring

Den strategiske bransjerisikoen anser vi å ha vært relativt lav historisk sett, da eiendomsbransjen lenge har vært en bransje som har dratt nytte av lave renter og har hatt relativt lav operasjonell risiko. SBB har dratt nytte av dette historisk sett og har siden etableringen i 2016 anskaffet seg en stor eiendomsportefølje og blitt en av de største aktørene i samfunnsbygg-segmentet i Norden. Følgelig vurderer vi den historiske ressursrisikoen til å være relativt lav.

Fremtiden for både bransjen og SBB er usikker. Som vi har vært inne på i den strategiske risikoanalysen eksisterer det betydelige risikookkende elementer, både innad i og inn mot bransjen. Vi anser derfor bransjerisikoen på kort sikt for å være høyere enn det den historisk

har vært, og at det er fare for at rentabiliteten i bransjen vil bli lavere. På kort sikt anser vi også kredittrisikoavviket til SBB til å kunne bli høyere enn tidligere. Selv om SBB besitter lavere ressursrisiko i eiendomsporteføljen og leiekontraktene, er likviditetssituasjonen presset og tilgangen på finansiering dårlig på kort sikt. På lang sikt tror vi at bransjerisikoen vil reduseres, i takt med de makroøkonomiske utsiktene. Risikoavviket vil trolig forsvinne på lang sikt, slik som ressursfordelen gjør, på grunn av «mean reversion» (Knivsflå, 2023c). Derfor vil det ikke være mulig å konkludere med hva ressursrisikoen er på lang sikt.

Den strategiske risikoringen er oppsummert i tabell 6, der vi har konkludert med en høyere risiko på kort sikt enn hva den har vært historisk, før risikoen blir mindre på lang sikt.

	Historisk	Kort sikt	Lang sikt
Bransjerisiko	BBB	BB	BBB
Ressursrisiko	BBB	B+	-
Strategisk risiko	BBB	BB-	BBB

Tabell 6: Strategisk risikoring

4. Rapportert, trailet og omgruppert finansregnskap

I denne delen av oppgaven skal vi legge til rette for kreditororienterte regnskapsanalysen, som skal gi en regnskapsbasert rating i kapittel 8. Den skal sammen med den strategiske risikoringen fra kapittel 3 gi en samlet rating, som vi kommer tilbake til i kapittel 8. I dette kapitlet presenterer vi det rapporterte finansregnskapet til SBB, før vi bearbeider dette slik at det kan brukes til å analysere kortsiktig og langsiktig risiko. Regnskapsanalyse defineres av Arne Kinserdal (2005) som «*en systematisk bruk av regnskapsdata for å kartlegge og belyse de bakenforliggende økonomiske forhold i bedriften*» (Kinserdal A. , 2005, s. 161).

Det er viktig å skille mellom en kreditororientert og investororientert regnskapsanalyse. Når en investor foretar en regnskapsanalyse, vil han eller hun være mer interessert i selskapets lønnsomhet og vekst. En kreditor vil på sin side være opptatt av selskapets evne til å betjene gjeld og hvilke eiendeler selskapet har som kan fungere som sikkerhet for lånet. Således er fokuset i en kreditororientert analyse å få innsikt i om verdien av eiendelene er tilstrekkelige til at kreditor får utlånet tilbake, og om lånerenten reflekterer risikoen for at selskapet går konkurs (Knivsflå, 2023d).

4.1 Rammeverk og praktiske valg for analyse

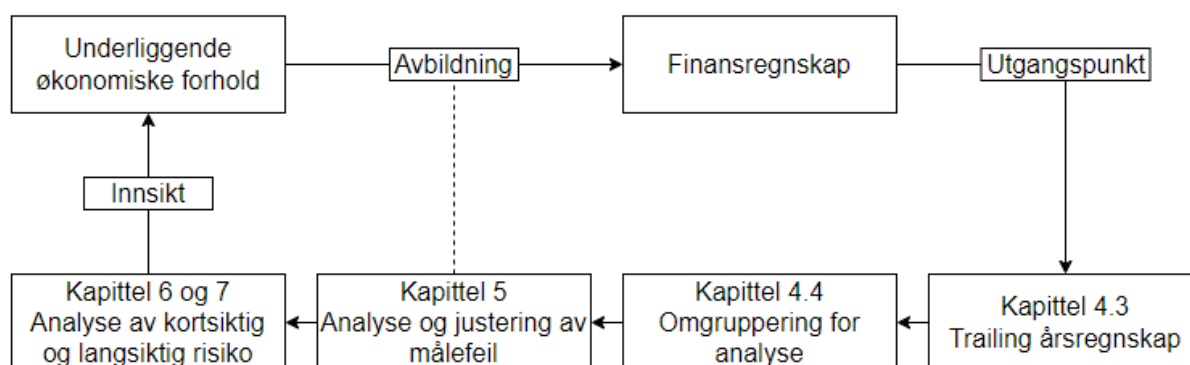
I det følgende delkapitlet skal vi presentere rammeverket for den kreditororienterte regnskapsanalysen og redegjøre for de praktiske valgene vi tar som påvirker analysen.

4.1.1 Rammeverk for kreditororientert regnskapsanalyse

Vi skal benytte oss av rammeverket presentert av Knivsflå i faget ACC421A – Verdsettelse (Knivsflå, 2023d). Vi gjennomfører, som nevnt, en kreditororientert analyse. Dette vil komme til uttrykk i de ulike delene av analysen. Utgangspunktet for den kreditororienterte analysen er SBBs finansregnskap, som omfatter blant annet årsregnskap, delårsregnskap, balanse, kontantstrøm og noter. For å få innsikt i de underliggende økonomiske risikoforholdene er det nødvendig med analyser, da finansregnskapet ikke gir direkte innsikt. Rammeverket er illustrert i figur 12.

I analysen vil vi i første omgang utarbeide en «trailing» av årsregnskapet, der vi benytter oss av delårsrapportene for første og andre kvartal 2023. Dette gjøres for å få regnskapstall som er mest mulig oppdaterte. Det er utført forenklet revisorkontroll av delårsrapportene, som er mindre i omfang enn en fullstendig revisjon. Derfor kan det være verdt å nevne at revisor ikke har oppnådd sikkerhet for at han har blitt oppmerksom på alle vesentlige forhold.

I henhold til rammeverket i figur 12, skal vi etter «trailingen» omgruppere finansregnskapet. Dette gjøres for å kunne analysere den kortsiktige og langsiktige risikoen, i henholdsvis kapittel 6 og 7. Diskusjonen om hvorvidt omgruppering er nødvendig i en kreditororientert regnskapsanalyse vil vi komme tilbake til i delkapittel 4.4. Videre skal vi analysere eventuelle målefeil i finansregnskapene i kapittel 5, og eventuelt justere for disse. Dette gjøres for å få et tallgrunnlag som i størst mulig grad gir en riktig avbildning av de underliggende økonomiske risikoforholdene. Avslutningsvis vil vi analysere regnskapet fra et kreditorperspektiv, ved bruk av forholdstall. Fokuset i forholdstallsanalysen vil være på kredittrisikoen, og vi vil skille mellom kortsiktig og langsiktig risiko.



Figur 12: Rammeverk for den kreditororienterte regnskapsanalysen
(Knivsflå, 2023d)

4.1.2 Praktiske valg

Informasjonen benyttet i analysen vil kun basere seg på offentlig informasjon. Det er SBBs konsernregnskap som benyttes, da dette gir bedre bilde av omfanget på grunn av at SBBs ulike eiendommer ofte er organisert i datterselskap. SBB presenterer i finansregnskapene sine en segmentrapport der de skiller på forretningsområdene. En analyse av hvert enkelt forretningsområde vil gi ytterligere innsikt i de underliggende risikoforholdene. Likevel er forretningsområdene tett knyttet sammen, og relativt like hverandre. Det eksisterer heller ikke tilstrekkelig informasjon i regnskapet om hvert forretningsområde for å kunne foreta en

fullstendig analyse. Dette gjelder også for de komparative selskapene vi skal sammenligne med. Derfor har vi valgt å analysere forretningsområdene samlet.

SBB har siden oppstarten i 2016 vært et selskap i vekst. Dette taler for å velge en relativt kort analyseperiode, ettersom selskapets regnskapstall ikke vil være representative for dagens drift dersom de er for gamle. I en investororientert regnskapsanalyse kan man argumentere for en kort analyseperiode dersom selskapet er i vekst, fordi en lang analyseperiode ikke vil gi et representativt bilde av selskapets nåværende situasjon. Det vil i en kreditororientert regnskapsanalyse være mer hensiktsmessig å velge en analyseperiode som fokuserer på en periode der kredittrisikoen er relativt lik. Det vil for eksempel ikke være representativt å bruke regnskapstall fra perioder hvor kredittrisikoen var relativt lav for å sammenligne med perioder der kredittrisikoen er relativt høy. Likevel ønsker vi å se på SBBs utvikling i kredittrisiko, og anser det relevant for analysen å inkludere årene 2020 og 2021. På bakgrunn av dette har vi valgt en analyseperiode som starter i 2020. Ettersom de to siste kvartalene i 2023 ikke er publisert enda, vil vi utarbeide et «trailing»-regnskap for 2023 basert på kvartalsrapportene for første og andre kvartal 2023. Analyseperioden blir derfor fra 2020 til 2023T.

De komparative selskapene vi skal sammenligne SBB med er presentert i kapittel 2.4, og er Castellum, Hemsö, og Rikshem. Selskapene vil bli benyttet som sammenligningsgrunnlag i analysen, og vil danne et gjennomsnitt for bransjen. Ettersom SBB er den del av bransjen vil vi inkludere SBB ved beregning av bransjegjennomsnittet.

4.2 Rapporterte tall

I tabell 7 og 8 er henholdsvis resultat- og balanseregnskapet til SBB for 2020 til og med andre kvartal 2023 presentert. SBB er et børsnotert selskap, notert på Nasdaq Stockholm, og er derfor pålagt å rapportere finansregnskapet etter International Financial Reporting Standards (IFRS). Tallene er rapportert i millioner svenske kroner, og regnskapslinjene er oversatt til norsk.

mSEK	2020	2021	2022	H1 2022	H1 2023
Leieinntekt	5 121	5 930	7 447	3 709	3 472
Driftskostnader	-987	-1 114	-1 567	-804	-726
Vedlikehold	-323	-322	-393	-175	-156
Eiendomsadministrasjon	-217	-317	-465	-218	-177
Eiendomsskatt	-115	-130	-141	-69	-60
Totale eiendomskostnader	-1 642	-1 883	-2 566	-1 266	-1 119
Netto driftsinntekt	3 479	4 047	4 881	2 443	2 353
Sentraladministrasjon	-224	-290	-433	-277	-155
Anskaffelses- og restruktureringskostnader	-52	-86	-120	-30	-157
Resultat fra fellesforetak	144	2 814	-1 866	358	-3661
Resultat før finansposter	3 347	6 485	2 462	2 494	-1 620
Renteinntekter og lignende resultatposter	166	274	239	157	140
Rentekostnad og lignende resultatposter	-973	-1 011	-1 526	-605	-1 037
Resultat fra førtidig nedbetaling av lån	-199	-155	424	-3	-112
Valutatap/-gevinster	118	118	-1 991	-732	-2 112
Leasingkostnader	-25	-21	-24	-12	-8
Sum resultat fra finansposter	-913	-795	-2 878	-1 195	-3 129
Resultat inkl. verdiendringer	2 434	5 690	-416	1 299	-4 749
Verdiendring eiendomer	8 065	21 360	-4 571	1 526	-8 284
Kapitaltap ved distribusjon av Neobo	0	0	-3 202	0	0
Eliminering av goodwill ved eiendomssalg	-468	-252	-387	-192	-78
Nedskrivning av goodwill	0	0	-395	0	0
Resultat boligproduksjon	0	9	-17	12	-2
Verdiendring finansielle instrument	-207	2 487	-1 560	-1 785	-1 949
Resultat før skatt	9 824	29 294	-10 548	860	-15 061
Betalbar skatt	-165	-247	-294	-284	-460
Utsatt skatt	-1 431	-3 698	645	-549	1 647
Oppløsning av utsatt skattefordel goodwill	444	252	387	192	78
Årets resultat	8 672	25 601	-9 811	218	-13 796
Morselskapets aksjonærer	8 598	24 583	-9 634	258	-14 322
Minoritetsinteresser	74	1 018	-177	-40	526
Årets resultat	8 672	25 601	-9 811	218	-13 796
Andel annet fullstendig resultat fra fellesforetak		6	169	46	-178
Valutaeffekter ved omregning	-884	1 120	427	-107	-890
Totalresultat	7 788	26 727	-9 215	157	-14 864

Tabell 7: Rapportert resultatregnskap fra 2020 til H1 2023

mSEK	2020	2021	2022	H1 2023
Eiendeler				
Anleggsmidler				
Immaterielle eiendeler				
Goodwill	6 319	6 066	5 283	5 205
Totale immaterielle anleggsmidler	6 319	6 066	5 283	5 205
Materielle eiendeler				
Investerings eiendom	90 185	149 335	135 616	130 799
Leasingavtaler	614	639	829	842
Utstyr, maskiner og installasjoner	22	48	37	106
Totale materielle anleggsmidler	90 821	150 022	136 482	131 747
Finansielle anleggsmidler				
Investeringer i fellesforetak	2 867	16 373	12 649	5 883
Fordringer fra fellesforetak	827	3 885	1 737	1 363
Derivater	129	547	1 696	1 300
Finansielle anleggsmidler til virkelig verdi	2 931	4 530	2 298	948
Andre langsiktige fordringer	0	207	939	2 024
Totale finansielle anleggsmidler	6 753	25 542	19 319	11 518
Totale anleggsmidler	103 893	181 630	161 084	148 469
Omløpsmidler				
Eiendommer holdt for salg	0	279	156	139
Kortsiktige fordringer				
Derivater	0	0	0	207
Kundefordringer	91	219	106	117
Andre fordringer	2 398	1 959	1 434	1 306
Forskuddsbetalte kostnader og påløpte inntekter	243	540	740	722
Totale kortsiktige fordringer	2 732	2 718	2 280	2 490
Kortsiktige aksjeinvesteringer	0	53	421	206
Kontanter og kontantekvivalenter	13 606	9 837	4 429	1 679
Sum likvide midler	13 606	9 890	4 850	1 885
Totale omløpsmidler	16 338	12 887	7 286	4 375
Totale eiendeler	120 231	194 517	168 370	152 844
Egenkapital og forpliktelser				
Aksjekapital	150	165	165	165
Overkurs	24 102	26 371	26 587	26 587
Reserver	-213	834	142	-1 643
Opptjent egenkapital	12 826	34 778	17 424	288
Egenkapital til morselskapets aksjonærer	36 865	62 148	44 319	25 397
Hybridobligasjoner	15 096	17 295	15 748	15 748
Andre reserver	-616	-543	577	1 470
Minoritetsinteresser	412	4 071	2 691	12 103
Total egenkapital	51 756	82 971	63 337	54 719
Langsiktige forpliktelser				
Forpliktelser til kredittinstitusjoner	11 995	21 974	30 496	21 367
Obligasjoner	34 663	51 919	48 310	45 674
Derivater	267	30	375	400
Utsatt skatteforpliktelse	7 075	10 428	9 120	7 337
Leasingforpliktelser	614	639	829	842
Annen langsiktige forpliktelser	1 259	292	141	237
Totale langsiktige forpliktelser	55 873	85 282	89 271	75 857
Kortsiktige forpliktelser				
Forpliktelser til kredittinstitusjoner	69	1 758	3 400	5 863
Kortiktige gjeldsbrev	5 418	11 169	1 111	320
Obligasjoner	3 121	1 175	3 768	8 364
Derivater	0	0	596	1 249
Leverandørgjeld	117	181	456	340
Betalbar skatt	166	418	310	128
Forpliktelse, kontantsikkerhet	0	5 607	2 178	0
Andre forpliktelser	2 336	3 923	2 019	4 452
Påløpte kostnader og forskuddsbetalt inntekt	1 375	2 033	1 924	1 553
Totale kortsiktige forpliktelser	12 602	26 264	15 762	22 268
Totale forpliktelser	68 475	111 546	105 033	98 125
Total egenkapital og forpliktelser	120 231	194 517	168 370	152 844

Tabell 8: Rapportert balanse

4.3 Trailing

I vår analyse ønsker vi å bruke så ferske tall som mulig. Per i dag er tallene fra første halvår 2023 de nyeste tallene som foreligger. Disse passer ikke inn i regnskapsanalysen, da vi i analysen bruker tall for hele år. De ferskeste tallene som foreligger for et helt år gjelder for 2022. For å få inkludert de rapporterte tallene fra første halvår 2023, må vi utarbeide en «trailing» av årsregnskapet, som går ut på å fremskrive halvårsregnskapet til et helårsregnskap. Dette er basert på metoden presentert av Knivsfå i faget ACC421A (Knivsfå, 2023d). På den måten kan vi komme frem til et estimat for hva tallene for hele året kommer til å bli.

4.3.1 Trailing av resultatregnskap

Vi har som sagt kun tallene for første halvår, altså de to første kvartalene. Derfor blir vår trailing lik:

$$Trailing = Q_{1t} + Q_{2t} + Q_{3t-1} + Q_{4t-1}$$

I vårt tilfelle kan vi istedenfor å basere oss på kvartalstall, heller basere oss på halvårstall. Trailingen vår blir dermed:

$$Trailing = H_{1t} + H_{1t-1}$$

Her vil tallene for tredje og fjerde kvartal være basert på tall fra de tredje og fjerde kvartal i fjor, men justeres for veksten fra i fjor til i år. I tillegg vil vi anta at unormale poster for tredje og fjerde kvartal blir lik 0 (Knivsfå, 2023d).

De postene vi definerer som normale vil vekst-justeres på følgende måte:

$$Trailing_{2023} = H_{1t} + H_{2t-1} * (1 + g)$$

Her er g:

$$g = \frac{H_{1t}}{H_{1t-1}} - 1$$

Vi vekst-justerer ikke poster vi klassifiserer som unormale. Unormale poster er poster som bare påvirker de periodene de oppstår. Dette betyr at hvor store disse postene var i fjor ikke er relevant for hvor store de vil være i år (Penman, 2007). Eksempler på slike poster er

nedskrivninger og gevinst/tap fra salg av eiendeler som ikke er driftsrelaterte. De unormale postene vil blir dermed:

$$Trailing_{2023} = H_{1t} + 0$$

Finansposter

Finansposter må estimeres på egne måter for å få et mest mulig rettviseende bilde av hvordan årets kostnader eller inntekter kan bli. Finanspostene vil være avhengige av gjelds- og rentenivået. For å finne renteinntekter og rentekostnader bruker vi metoden presentert av Knivsflå i faget ACC421A (Knivsflå, 2023d). Metoden går ut på å finne tre estimat og deretter trekke en konklusjon på bakgrunn av estimatene. Det første estimatet baserer seg på å anta at finanskostnaden eller finansinntekten i år blir kostnaden eller inntekten for første halvår i år pluss kostnaden eller inntekten for andre halvår i fjor. Det andre estimatet er vekstjustering, hvor man behandler posten som om den skulle vært normal. Det tredje estimatet er å finne rentabiliteten, eller rentesatsen, til finansinntektene og rentekostnadene for første halvår i år, og anta at denne renten gjelder for hele året. For finansinntektene vil det tredje estimatet regnes ut slik:

$$Finansinntekter_{2023T} = \frac{Finansinntekt_{H1,2023}}{Finansielle eiendeler_{2022}} * \frac{2}{1} * Finansielle eiendeler_{2022}$$

Rentekostnaden vil regnes ut slik ved bruk av det tredje estimatet:

$$Rentekostnad_{2023T} = \frac{Rentekostnad_{H1,2023}}{Finansiell gjeld_{2022}} * \frac{2}{1} * Finansiell gjeld_{2022}$$

Vi skal altså avgjøre trailingen til finansinntekt og rentekostnad for 2023T ved å anvende disse estimatene til å lage ett samlet estimat. I følge Knivsflå vil hvor mye rentenivået er ventet å endre seg i løpet av perioden man skal utarbeide trailing, avgjøre om man legger seg i øvre eller nedre sjikt av estimatet (Knivsflå, 2023d). I vårt tilfelle vil det være mest hensiktsmessig å legge oss i det øvre sjiktet av estimatet, da rentenivået har endret seg relativt mye så langt i andre halvår.

$$Finansinntekter_{2023T,uten\ vekst} = 140 + (239 - 157) = 222$$

$$Finansinntekter_{2023T,med\ vekst} = 140 + \frac{140}{157} * (239 - 157) = 213$$

$$Finansinntekter_{2023T,den\ tredje\ metoden} = \frac{140}{8\ 844} * \frac{2}{1} * 8\ 844 = 280$$

Ettersom det er mest hensiktsmessig å legge seg i det øvre sjiktet velger vi det estimatet som gir finansinntekter på 280 for 2023.

$$Rentekostnad_{2023T,uten\ vekst} = 1\ 045 + (1\ 550 - 617) = 1\ 978$$

$$Rentekostnad_{2023T,med\ vekst} = 1\ 045 + \left(\frac{1\ 045}{617}\right) * (1\ 550 - 617) = 2\ 625$$

$$Rentekostnad_{2023T,den\ tredje\ metoden} = \frac{1\ 045}{89\ 026} * \frac{2}{1} * 89\ 026 = 2\ 090$$

Også for rentekostnaden ønsker vi å legge oss i det øvre sjiktet av estimatene og vi går for en rentekostnad for trailing-året på 2 625. Merk at vi her også har tatt med rentekostnad på leasing som rentekostnad.

Skattekostnad

Trailing av skattekostnaden skal også utarbeides på en annen måte enn ved normal vekstjustering. Her benytter vi oss også av metoden presentert av Knivsflå i faget ACC421A (Knivsflå, 2023d). Følgende formel benyttes:

$$SK = dss * DR + fiss * (FI + UFR) - rkss * RK$$

Der:

SK = Skattekostnad

dss = Driftsskattesats

DR = Driftsresultat

fiss = Finansinntektsskattesats

FI = Finansinntekt

UFR = Unormalt finansresultat

rkss = rentekostandskattesats

RK = Rentekostnad.

I Sverige er selskapsskattesatsen 20,6% (Skatteverket, 2022), og det er denne som vil være relevant siden SBB er hjemmehørende i Sverige. Sverige har skatteregler som ligner på den norske fritaksmetoden, som gjør utbytte for et aksjeselskap skattefritt så lenge noen vilkår er

oppfylt. Vilkårene sier at utbytte er skattefritt hvis aksjen selskapet eier enten er unotert, de eier mer enn 10% av et børsnotert selskap, eller at selskapet de eier aksjer i driver i en tilknyttet virksomhet (Skatteverket, 2022). Vi antar at aksjene SBB eier i andre selskap faller innenfor denne bestemmelsen og at mottatt utbytte dermed er skattefritt. Hvor høy finansinntektsskattesatsen er vil avhenge av hvor mye av finansinntektene som kommer fra utbytte og gevinst fra salg av aksjer, og hvor mye som kommer fra renteinntekter som er skattepliktig (Knivsflå, 2023d). I 2022 var finansinntektene til SBB 239 millioner, av dette var 142 millioner fra renteinntekter. Dermed blir finansinntektsskattesatsen:

$$fiss = 0,206 * \frac{142}{239} = 0,122 = 12,2\%$$

Rentekostnadsskattesatsen vil være lik selskapsskattesatsen på 20,6%, da rentekostnader er fullt ut fradragsberettiget.

For å finne driftsskattesatsen for 2023 må vi først finne driftsskattesatsen for første halvår 2023. Deretter skal vi finne driftsskattesatsen for 2022. Formelen er som følger:

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

Når driftsskattesatsene for første halvår 2023 og året 2022 er regnet ut, finner vi driftsskattesatsen for hele 2023 ved å ta gjennomsnittet av de to nevnte driftsskattesatsene:

$$dss_{2023T} = \frac{1}{2} * dss_{H1,2023} + \frac{1}{2} * dss_{2022}$$

Vi starter først med å finne driftsskattesatsen for første halvår 2023. Her er normal skattekostnad bestående av betalbar skatt på -460, og utsatt skatt på 1 647, som til sammen er 1 187. Det er verdt å merke seg at siden utsatt skatt er større enn betalbar skatt så vil SBB i realiteten ha en total skattekostnad som øker resultatet. Derfor vil vi i utregningene nedenfor sette negativt fortegn på normal skattekostnad, da den ikke er en kostnad for SBB. Videre benytter vi finansinntektsskattesatsen på 12,2% og rentekostnadsskattesatsen på 20,6% for å finne skatten på finansresultatet. Dermed får vi følgende driftsskattesats for første halvår av 2023:

$$dss = \frac{NSK - fiss * (FI + UFR) + rkss * RK}{DR}$$

$$dss_{H1,2023} = \frac{-1\,187 - 0,122 * (280 + (-4\,173)) + 0,206 * 2\,625}{-7\,714} = 0,0222 = 2,22\%$$

For å finne driftskattesatsen for 2022 benytter vi oss av den samme formelen som over, med tall fra 2022. Her var normal skattekostnad på 351, med betalbar skatt på -294 og utsatt skatt på 645. Heller ikke for 2022 er skattekostnaden en kostnad, som gjør at vi må anvende negativt fortegn på skattekostnaden. Det gir følgende driftsskattesats for 2023:

$$dss_{2022} = \frac{-351 - 0,122 * (239 + (-3\,127)) + 0,206 * 1\,550}{-6\,110} = -0,0525 = -5,25\%$$

For hele trailingåret 2023T blir da driftsskattesatsen gjennomsnittet av driftskattesatsene vi nå har funnet:

$$dss_{2023T} = \frac{1}{2} * 2,22\% + \frac{1}{2} * -5,25\% = -1,51\%$$

Nå kan vi estimere skattekostnaden for 2023T ved å benytte følgende formel:

$$Skattekostnad_{2023T} = dss * DR + f_{iss} * (FI + UFR) - rk_{ss} * RK$$

$$SK_{2023T} = -0,015 * -7\,714 + 0,122 * (280 + (-4\,173)) - 0,206 * 2\,625 = -899$$

Ettersom skattekostnaden er negativ vil det bety at skattekostnaden øker resultatet, noe som er å forvente når resultat før skatt er negativt.

Unormale poster som verdiendring på eiendommer og anskaffelses- og restruktureringskostnader er inkludert i driftsresultatet. Vi vil som sagt ikke estimere noen endring i de unormale postene, og skattekostnadens grunnlag er derfor driftsresultatet for 2023T inkludert verdiendring på eiendommer i første halvår 2023. Driftsresultatet er dermed etter unormale poster, og inkludert resultat fra fellesforetak.

SBB har minoritetsinteresser, og deres andel av resultatet er skilt ut på egen linje. Vi forutsetter at minoritetsinteressene rapportert i første halvår 2023 vil være det samme ved årsslutt 2023.

I tabell 9 presenteres det estimerte resultatregnskapet for 2023T.

mSEK	H1 2023	H1 2022	2022	Trailing		2023T
				uten vekst	Vekstfaktor	
Leieinntekt	3 472	3 709	7 447	7 210	0,94	6 971
Driftskostnader	-726	-804	-1 567	-1 489	0,90	-1 415
Vedlikehold	-156	-175	-393	-374	0,89	-350
Eiendomsadministrasjon	-177	-218	-465	-424	0,81	-378
Eiendomsskatt	-60	-69	-141	-132	0,87	-123
Resultat boligproduksjon	-2	12	-17	-31	-0,17	3
Sentraladministrasjon	-155	-277	-433	-311	0,56	-242
Ordinært driftsresultat før unormale poster	2 196	2 178	4 431			4 466
Verdiendring eiendommer	-8 284	1 526	-4 571			-8 284
Kapitaltap ved distribusjon av Neobo	0	0	-3 202			0
Eliminering av goodwill ved eiendomssalg	-78	-192	-387			-78
Nedskrivning av goodwill	0	0	-395			0
Anskaffelses- og restruktureringskostnader	-157	-30	-120			-157
Driftsresultat etter unormale poster	-6 323	3 482	-4 244			-4 053
Resultat fra fellesforetak	-3 661	358	-1 866			-3 661
Samlet driftsresultat	-9 984	3 840	-6 110			-7 714
Renteinntekter og lignende resultatposter	140	157	239			280
Rentekostnad og lignende resultatposter	-1 045	-617	-1 550			-2 625
Resultat fra førtidig nedbetaling av lån	-112	-3	424			-112
Valutatap/-gevinster	-2 112	-732	-1 991			-2 112
Verdiendring finansielle instrument	-1 949	-1 785	-1 560			-1 949
Resultat før skatt	-15 062	860	-10 548			-14 232
Skattekostand	1 187	-833	351			899
Oppløsning av utsatt skattefordel goodwill	78	192	387			78
Årsresultat	-13 797	219	-9 810			-13 255
Tilordning av resultat til:						
Morselskapets aksjonærer	-14 322	258	-9 634			-13 781
Minoritetsinteresser	526	-40	-177			526
Årets resultat	-13 796	218	-9 811			-13 255
Andel annet fullstendig resultat fra fellesforetak	-178	46	169			-178
Valutaeffekter ved omregning	-890	-107	427			-890
Totalresultat	-14 864	157	-9 215			-14 323

Tabell 9: Traillet resultatregnskap for 2023

4.3.2 Trailing av balanseregnskap

Den estimerte balansen for 2023, settes lik balansen ved utgangen av andre kvartal, og er presentert i kolonnen 2023T, i tabell 10.

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Eiendeler				
Anleggsmidler				
Immaterielle eiendeler				
Goodwill	6 319	6 066	5 283	5 205
Totale immaterielle anleggsmidler	6 319	6 066	5 283	5 205
Materielle eiendeler				
Investeringseiendom	90 185	149 335	135 616	130 799
Leasingavtaler	614	639	829	842
Utstyr, maskiner og installasjoner	22	48	37	106
Totale materielle anleggsmidler	90 821	150 022	136 482	131 747
Finansielle anleggsmidler				
Investeringer i fellesforetak	2 867	16 373	12 649	5 883
Fordringer fra fellesforetak	827	3 885	1 737	1 363
Derivater	129	547	1 696	1 300
Finansielle anleggsmidler til virkelig verdi	2 931	4 530	2 298	948
Andre langsiktige fordringer	0	207	939	2 024
Totale finansielle anleggsmidler	6 753	25 542	19 319	11 518
Totale anleggsmidler	103 893	181 630	161 084	148 469
Omløpsmidler				
Eiendommer holdt for salg	0	279	156	139
Kortsiktige fordringer				
Derivater	0	0	0	207
Kundefordringer	91	219	106	117
Andre fordringer	2 398	1 959	1 434	1 306
Forskuddsbetalte kostnader og påløpte inntekter	243	540	740	722
Totale kortsiktige fordringer	2 732	2 718	2 280	2 490
Kortsiktige aksjeinvesteringer	0	53	421	206
Kontanter og kontantekvivalenter	13 606	9 837	4 429	1 679
Sum likvide midler	13 606	9 890	4 850	1 885
Totale omløpsmidler	16 338	12 887	7 286	4 375
Totale eiendeler	120 231	194 517	168 370	152 844
Egenkapital og forpliktelses				
Aksjekapital	150	165	165	165
Overkurs	24 102	26 371	26 587	26 587
Reserver	-213	834	142	-1 643
Opptjent egenkapital	12 826	34 778	17 424	288
Egenkapital til morselskapets aksjonærer	36 865	62 148	44 319	25 397
Hybridobligasjoner	15 096	17 295	15 748	15 748
Andre reserver	-616	-543	577	1 470
Minoritetsinteresser	412	4 071	2 691	12 103
Total egenkapital	51 756	82 971	63 337	54 719
Langsiktige forpliktelses				
Forpliktelses til kredittinstitusjoner	11 995	21 974	30 496	21 367
Obligasjoner	34 663	51 919	48 310	45 674
Derivater	267	30	375	400
Utsatt skatteforpliktelse	7 075	10 428	9 120	7 337
Leasingforpliktelses	614	639	829	842
Annen langsiktige forpliktelses	1 259	292	141	237
Totale langsiktige forpliktelses	55 873	85 282	89 271	75 857
Kortsiktige forpliktelses				
Forpliktelses til kredittinstitusjoner	69	1 758	3 400	5 863
Kortiktige gjeldsbrev	5 418	11 169	1 111	320
Obligasjoner	3 121	1 175	3 768	8 364
Derivater	0	0	596	1 249
Leverandørgjeld	117	181	456	340
Betalbar skatt	166	418	310	128
Forpliktelse, kontantsikkerhet	0	5 607	2 178	0
Andre forpliktelses	2 336	3 923	2 019	4 452
Påløpte kostander og forskuddsbetalt inntekt	1 375	2 033	1 924	1 553
Totale kortsiktige forpliktelses	12 602	26 264	15 762	22 268
Totale forpliktelses	68 475	111 546	105 033	98 125
Total egenkapital og forpliktelses	120 231	194 517	168 370	152 844

Tabell 10: Traillet balanseregnskap

I tabell 11 presenteres endringen i SBBs egenkapital for årene 2023T og 2022. For at trailingbalansen skal gå opp, har vi foretatt en korrigeringspost. Posten «dirty surplus» settes lik forskjellen mellom det opptjente årsresultatet for første halvår 2023 og årsresultatet for 2023T. Dette gjøres for at egenkapitalen for 2023T skal bli lik egenkapitalen for første halvår 2023.

mSEK	2023T	2022
Inngående egenkapital	63 337	82 971
Årets resultat	-13 255	-9 811
Utvidet resultat	-1 068	596
Dirty surplus ved trailing	-545	
Rapportert fullstendig nettoresultat	-14 323	-9 215
Utbytte	-2 760	-2 798
Kapitalinnskudd og andre -endringer	9 010	-7 621
Utgående egenkapital	54 719	63 337

Tabell 11: Trailet endring i egenkapital

4.4 Omgruppering for analyse

I en analyse fra et kreditorperspektiv er man mest opptatt av selskapets evne til å tilbakebetale gjelden. Fra investorperspektivet er man mer interessert i hvordan lønnsomheten er på selskapets kjernevirksomhet. Dermed vil en omgruppering av finansregnskapet, der man blant annet skiller mellom driftsrelaterte og finansielle poster, være nyttig for en investor for å forstå den underliggende driften. Likevel vil omgrupperingen også være nyttig for en kreditororientert analyse, da den kan avdekke egenskaper ved gjelden som kan være relevant for kreditor. Selv om forpliktelsene er presentert i finansregnskapene vil en omgruppering kunne gi et mer detaljert bilde, da informasjonen fra notene til regnskapet inkluderes. Ved å avdekke elementer ved forpliktelsene som ikke vises direkte i regnskapene kan omgrupperingen bidra til en ytterligere innsikt i kredittrisikoen (Penman, 2007). Den endelige omgrupperingen av finansregnskapene til SBB fra året 2020 til og med 2023T vil bli presentert i kapittel 5.3. Det er verdt å nevne at kontantstrømoppstillingen ikke vil bli omgruppert, da denne vektlegger likviditet og er således kreditororientert. Derfor har vi ingen behov for å omgruppere den for vår kreditororienterte analyse.

4.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

I omgrupperingen av resultatregnskapet skal vi bruke rammeverket presentert av Knivsflå i faget ACC421A (Knivsflå, 2023e). Dette rammeverket består av fire steg, som er:

Steg 1: Identifisere fullstendig nettoresultat, FNR

Steg 2: Fordele FNR på kilder til verdiskaping og mottaker

Steg 3: Dele resultatet i normalt og unormalt

Steg 4: Fordele skatten på alle resultatene

I det videre vil vi gå gjennom de ulike stegene, og på den måten presentere det omgrupperte resultatregnskapet.

Steg 1: Identifisere fullstendig nettoresultat

Det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen består av rapportert årsresultat i tillegg til annet fullstendig resultat og «dirty surplus». Det rapporterte årsresultatet er det resultatet vi finner i IFRS-regnskapet som SBB presenterer. Annet fullstendig resultat, eller «other comprehensive income» som det heter på engelsk, oppstår ved at resultatposter rapporteres som en del av totalresultatet, men ikke som en del av det rapporterte nettoresultatet. «Dirty surplus» oppstår fordi IFRS tillater at enkelte resultatposter føres direkte mot egenkapitalen. Dette er poster som ikke er en del av totalresultatet, men som påvirker endringen i egenkapital (Knivsflå, 2023e).

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Rapportert årsresultat	8 672	25 601	-9 811	-13 255
Andel av AFR fra fellesforetak		6	169	-178
Valutaeffekter ved omregning	-884	1 120	427	-890
Sum annet fullstendig resultat	-884	1 126	596	-1 068
Rapportert totalresultat	7 788	26 727	-9 215	-14 323
Dirty surplus	-122	-61	-15	-545
Fullstendig nettoresultat til EK	7 666	26 666	-9 230	-14 868

Tabell 12: Identifisering av fullstendig nettoresultat

«Dirty surplus» fra årene 2020 til 2022 består her av netto emisjonskostander. Følgelig er dette en finansielt «dirty surplus».

Steg 2: Fordele FNR på kilder til verdiskaping og mottaker

I dette steget skal vi fordele det fullstendige nettoresultat, forkortet FNR, på alle de ulike kapitalene i balansen. Dette gjør vi for å finne de ulike kildene til det fullstendige resultatet, altså driftsresultat og finansinntekt, og hvordan resultatet blir fordelt på finanskostnad, skattekostnad, minoritetetsresultat og resultat til egenkapital (Knivsflå, 2023e). Siden vi skal se på kildene til det fullstendige resultatet, blir vi nødt til å skille driftsposter fra finansposter

i regnskapet. Utgangspunktet for dette er resultatregnskapet, men i noen tilfeller vil vi bli nødt til å omklassifisere fra drift til finans, eller motsatt. Vi må også avgjøre om annet fullstendig resultat og «dirty surplus» er finansrelatert eller operasjonelt. En post er operasjonell, eller driftsrelatert, dersom den er knyttet til selskapets drift. Hvorvidt posten er operasjonell eller finansiell kommer altså an på karakteristikker ved selskapet og ved bransjen den opererer i. (Plenborg & Kinserdal, 2021).

I resultatregnskapet er det i utgangspunktet leieinntektene som er driftsinntekter og totale eiendomskostnader, i tillegg til sentraladministrasjonskostnader, som er driftskostnader. I tillegg er det en rekke andre poster som er driftsrelaterte. Dette er resultat fra fellesforetak, endring i eiendomsverdier, resultat fra produksjon av boliger, endring i goodwill, anskaffelses- og restruktureringskostnader, og kapitaltap fra distribueringen av «Neobo». Grunnen til at sistnevnte blir klassifisert som driftsrelatert er at dette var et tilknyttet datterselskap. Finansinntektene og finanskostnadene er i resultatregnskapet skilt ut som en egen linje. Også her er det øvrige poster som er relevante. Dette er gevinst/tap fra førtidig nedbetaling av lån, valutatap/-gevinster, leasingkostnader og verdiendring finansielle instrumenter.

Annet fullstendig resultat, forkortet AFR, består i løpet av analyseperioden av andeler fra fellesforetak og fra valutaeffekter ved omregning fra utenlandsk valuta til presentasjonsvaluta. Valutaendringer ved omregning fra utenlandsk valuta til presentasjonsvaluta kommer fra når selskapet har konsolidert regnskapene til datterselskaper. Dette klassifiserer vi som finansrelatert. Delen av annet fullstendig resultat som kommer fra annet fullstendig resultat i fellesforetak har vi ikke informasjon om hva består av. Siden vi har konkludert med at SBBs rene AFR er finansielt, konkluderer vi med at også AFR fra fellesforetakene er finansielt. Det vil si at hele AFR er finansielt i analyseperioden.

«Dirty surplus» må også deles opp i en del som er driftsrelatert og en som er finansiell. For årene 2020 til 2022 kommer «dirty surplus» fra emisjonskostnader. Dette er finansrelatert. I trailing-året kommer dirty surplus fra endringen i egenkapital fra andre halvår 2023 til 2023T, som vi klassifiserer som driftsrelatert.

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Leieinntekter	5 121	5 930	7 447	6 971
Totale eiendomskostnader	-1 642	-1 883	-2 566	-2 265
Resultat fra produksjon av boliger	0	9	-17	3
Sentraladministrasjon	-224	-290	-433	-242
Driftsresultat fra egen virksomhet	3 255	3 766	4 431	4 466
Andel fra fellesforetak	144	2 814	-1 866	-3 661
Driftsresultat	3 399	6 580	2 565	805
Verdiendring investeringseiendommer	8 065	21 360	-4 571	-8 284
Nedskrivning og eliminering goodwill	-468	-252	-782	-78
Anskaffelses- og restruktureringskost	-52	-86	-120	-157
Kapitaltap ved distribusjon av Neobo	0	0	-3 202	0
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	0	0	0	0
Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	-545
Fullstendig driftsresultat før skatt	10 944	27 602	-6 110	-8 259

Tabell 13: Fullstendig driftsresultat før skatt

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Finansinntekt	166	274	239	280
Finanskostnad	-973	-1 011	-1 526	-2625
Gev/tap fra førtidig nedbetaling av lån	-199	-155	424	-112
Valutatap/-gevinster	118	118	-1 991	-2112
Leasingkostander	-25	-21	-24	0
Verdiendring finansielle instrumenter	-207	2 487	-1 560	-1949
Finansielt annet fullstendig resultat	-884	1 126	596	-1 068
Finansielt dirty surplus	-122	-61	-15	0
Fullstendig finansresultat før skatt	-2 126	2 757	-3 857	-7 586

Tabell 14: Fullstendig finansresultat før skatt

Steg 3: Dele resultatet i normalt og unormalt

For en kreditor vil det være relevant å predikere hva resultatet til selskapet vil bli i fremtiden, for å avgjøre hvor mye de vil generere av inntekter til å betjene gjeld i fremtiden. I en slik predikering vil det kun være de normale postene som er relevante, altså de som vil komme igjen i fremtiden (Plenborg & Kinserdal, 2021). Det betyr at vi blir nødt til å skille ut engangspostene i resultatet til SBB.

Blant driftsresultatet mener vi de unormale postene er nedskrivning og eliminering av goodwill, i tillegg til kapitaltapet ved distribusjon av «Neobo» som helt klart var en engangspost i 2022. Dette er kostnader som vi fjerner helt. I mange tilfeller vil man ønske å glatte ut restruktureringskostnader, dersom det er store avvik mellom årene. Restruktureringskostnader er kostnader man må regne med at selskapet vil ha i fremtiden for

å holde seg konkurransedyktig, derfor vil de være relevante også for fremtiden. I SBBs tilfelle er utviklingen i anskaffelses- og restruktureringskostnadene så stabil at vi ikke endrer den, da vi anser at den allerede gir et godt bilde på utviklingen i kostnaden.

Vi har i tillegg klassifisert verdiendring investeringseiendom som en unormal post. Investeringseiendommene til SBB er målt til virkelig verdi, noe som gjør at urealisert verdiendring blir ført over resultatet. På den ene siden kan man argumentere for at det for et eiendomsselskap vil være normalt med endringer i verdi på eiendommene de eier. På den annen side kan man argumentere for at det er vanskelig å si hva denne vil bli i fremtiden og at den på grunn av det ikke bør inngå som en del av det normale driftsresultatet. Man kan også argumentere for at man som kreditor ønsker å analysere hvordan den underliggende driften gjør det. Forretningsmodellen til SBB går ut på å kjøpe eiendommer som de skal eie i lang tid for å drive med utleie. Kun de eiendommene som de ser på som ferdigutviklet selger de (SBB, 2023d). Kortsiktig kjøp og salg av eiendommer er altså ikke en del av kjernevirksomheten og vi velger derfor å se på verdiendringen som unormal. I tillegg vil «dirty surplus» fra trailingen bli klassifisert som unormalt.

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Verdiendring investeringseiendom	8 065	21 360	-4 571	-8 284
Nedskrivning/eliminering av goodwill	-468	-252	-782	-78
Kapitaltap ved distribusjon av Neobo	0	0	-3 202	0
Unormalt driftsresultat før skatt	7 597	21 108	-8 555	-8 362
Unormalt driftsrelatert AFR	0	0	0	0
Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	-545
Fullstendig unormalt driftsres. før skatt	7 597	21 108	-8 555	-8 907

Tabell 15: Unormalt driftsresultat før skatt

For finansresultatet anser vi gevinst/tap fra førtidig nedbetaling av lån som unormalt. I tillegg vurderer vi valutatap/-gevinster og verdiendring finansielle instrumenter som unormalt. Det historiske nivået på disse postene egner seg dårlig til prediksjon av hvordan postene vil være i fremtiden og derfor har vi definert de som unormale.

I tillegg klassifiserer vi finansielt annet fullstendig resultat, som kommer av valutaendringer ved konsolidering av datterselskap i annen valuta og AFR fra datterselskap, som unormalt. Dette gjelder også for finansielt «dirty surplus».

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Gev/tap fra førtidig nedbetaling av lån	-199	-155	424	-112
Valutatap/-gevinster	118	118	-1 991	-2 112
Verdiendring finansielle instrumenter	-207	2 487	-1 560	-1 949
Unormalt finansresultat før skatt	-288	2 450	-3 127	-4 173
Finansielt annet fullstendig resultat	-884	1 126	596	-1 068
Finansielt dirty surplus	-122	-61	-15	0
Fullstendig unormalt finansres. før skatt	-1 294	3 515	-2 546	-5 241

Tabell 16: Fullstendig unormalt finansresultat før skatt

Skattekostnaden består av en unormal del og en normal del. I regnskapet til SBB har selskapet oppløsning av utsatt skattefordel i forbindelse med nedskrivningen. Dette er en unormal skattekostnad. Oppløsningen av utsatt skattefordel har vært med på å redusere den totale skattekostnaden, derfor er det en negativ skattekostnad, og har negativt fortegn. Dette er en unormal skattekostnad, siden den har kommet som følge av en unormal reduksjon av goodwill.

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Oppløsning utsatt skattefordel	-444	-252	-387	-78
Fullstendig unormal skattekostnad	-444	-252	-387	-78

Tabell 17: Fullstendig unormal skattekostnad

Steg 4: Fordele skatten på alle resultatene

I det siste steget skal vi fordele skattekostnaden på de ulike resultatene (Knivsflå, 2023e). Da trenger vi å finne den normaliserte driftsskattesatsen. For å finne denne må vi beregne driftsskattesatsen for de ulike årene, og deretter ta et veid gjennomsnitt av disse. Vi regner ut dette på samme måte som i delkapittel 4.3.1. Selskapsskattesatsen i Sverige var lik i 2021 som i 2022, men den var 21,4% i 2020 (SBB, 2021; SBB, 2022).

	2020	2021	2022	2023T	ndss
Selskapsskattesats, sss	0,214	0,206	0,206	0,206	
Rentekostnadsskattesats, rkss	0,214	0,206	0,206	0,206	
Finansinntektsskattesats, fiss	0,119	0,114	0,122	0,122	
Driftsinntektsskattesats, dss	0,167	0,139	-0,052	-0,015	0,060

Tabell 18: Skattesatser

Først skal vi bruke normal driftsskattesats, forkortet «ndss», fra tabell 18 til å beregne den normale driftsskatten på det normale driftsresultatet.

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Driftsinntekter	5 121	5 939	7 447	6 974
Driftskostander	-1 866	-2 173	-3 016	-2 508
Anskaffelses- og restruktureringskostnad	-52	-86	-120	-157
Normalt driftsresultat fra egen virksomhet	3 203	3 680	4 311	4 309
Andel fra fellesforetak	144	2 814	-1 866	-3 661
Normalt driftsresultat før skatt	3 347	6 494	2 445	648
Normal driftsskatt på normalt driftsres.	-199	-387	-146	-39
Netto normalt driftsresultat	3 148	6 107	2 299	610

Tabell 19: Normal driftsskatt på normalt driftsresultat

Deretter finner vi unormalt driftsskatt på normalt driftsresultat, ved å multiplisere normalt driftsresultat med forskjellen mellom driftsskattesats for året og normal driftsskattesats, altså driftsskattesatsavviket. I tillegg finner vi skatten på unormalt driftsresultat, ved å bruke driftsskattesatsen for det tilhørende året. For å finne netto unormalt driftsresultat legger vi til driftsrelatert AFR og «dirty surplus», da disse er etter skatt.

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Normalt driftsresultat før skatt	3 347	6 494	2 445	648
Unormal driftsskatt på normalt driftsres	-358	-518	274	48

Tabell 20: Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Unormalt driftsresultat før skatt	7 597	21 108	-8 555	-8 362
Skatt på unormalt driftsresultat	-1 266	-2 941	-449	-127
Unormalt driftsskatt på normalt driftsres	-358	-518	274	48
Driftsrelatert AFR	0	0	0	0
Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	-545
Netto unormalt driftsresultat	5 972	17 649	-8 730	-8 985

Tabell 21: Netto unormalt driftsresultat

Til slutt må vi finne skatt på finansinntekt, finanskostnad og på unormalt finansresultat. Det gjøres ved å multiplisere finansinntektene, finanskostnadene og det unormale finansresultatene, med henholdsvis finansinntektsskattesats, selskapsskattesatsen, og finansinntektsskattesatsen.

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Finansinntekt	166	274	239	280
Skatt på finansinntekt	-20	-31	-29	-34
Netto finansinntekt	146	243	210	246
Finanskostnad	-998	-1 032	-1 550	-2 625
Skatt på finanskostnad	214	213	319	541
Netto finanskostnad	-784	-819	-1 231	-2 084
Unormalt finansresultat før skatt	-288	2 450	-3 127	-4 173
Skatt på unormalt finansresultat	34	-280	381	509
Finansielt AFR	-884	1 126	596	-1 068
Finansiell dirty surplus	-122	-61	-15	0
Netto unormalt finansresultat	-1 260	3 235	-2 165	-4 732

Tabell 22: Skatt på finansinntekt, -kostnad og unormalt finansresultat

	2020	2021	2022	2023T
Normal driftsskatt på normalt driftsres.	-199	-387	-146	-39
Unormal driftsskatt på normalt driftsres	-358	-518	274	48
Skatt på unormalt driftsresultat	-1 266	-2 941	-449	-127
Skatt på finansinntekt	-20	-31	-29	-34
Skatt på finanskostnad	214	213	319	541
Skatt på unormalt finansresultat	34	-280	381	509
Skattekostnad	-1 596	-3 945	351	899

Tabell 23: Fordeling av skatt på ulike resultater

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Driftsinntekter	5 121	5 939	7 447	6 974
Driftskostnader	-1 918	-2 259	-3 136	-2 665
Driftsresultat i egen virksomhet	3 203	3 680	4 311	4 309
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	199	387	146	39
Nettoresultat fra fellesforetak	144	2 814	-1 866	-3 661
Netto driftsresultat	3 546	6 881	2 591	687
Netto finansinntekt	146	243	210	246
Nettoresultat til sysselsatt kapital	3 693	7 124	2 801	933
Netto finanskostnad	-784	-819	-1 231	-2 084
Netto minoritetsresultat	-74	-1 018	177	40
Nettoresultat til egenkapital	2 834	5 286	1 747	-1 112
Unormalt netto driftsresultat	5 972	17 649	-8 730	-8 985
Unormalt netto finansresultat	-1 260	3 235	-2 165	-4 732
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	7 547	26 170	-9 148	-14 829
Betalt utbytte	-1 453	-2 303	-2 798	-2 760
Kjøp av egne aksjer	14 648	6 851	-7 610	9 010
Endring i egenkapital	20 742	30 718	-19 556	-8 579

Tabell 24: Normalisert resultat for SBB

4.4.2 Omgruppering av balanseregnskapet

SBB rapporterer etter IFRS, og de skal dermed etter IAS 1 rapportere forpliktelsene i balanseregnskapet slik at de skiller mellom kortsiktige og langsiktige forpliktelser (Deloitte, u.d.b). Balanseregnskapet kan sies å være strukturert fra et kreditorperspektiv, fordi det ikke er noen forskjell fra kreditorene sin side om forpliktelsene er operasjonelle eller finansielle, da de uansett må tilbakebetales. Likevel vil vi i denne oppgaven omgruppere balanseregnskapet på grunn av at det vil være fordelaktig for analysen av den langsiktige risikoen i kapittel 7.

Omgrupperingen av balansen går hovedsakelig ut på å skille mellom driftsrelaterte poster og finansielle poster. Regnskapsposter som klassifiseres som driftsrelaterte, er de som er knyttet til kjernevirksomheten til selskapet, og de finansielle postene er de som ikke vedrører kjernevirksomheten (Plenborg & Kinserdal, 2021). Videre skilles det også mellom langsiktige og kortsiktige eiendeler og forpliktelser. Vi vil i det videre forklare om vi klassifiserer de enkelte eiendelene og forpliktelsene som operasjonell eller finansiell, før vi omgrupperer totalkapitalen.

Utbytte

Før vi kan foreta selve omgrupperingen av hele balanseregnskapet, må eventuelt utbytte som er avsatt, omklassifiseres fra gjeld til egenkapital. Den 28 april 2023 ble det av generalforsamlingen til SBB vedtatt et månedlig utbytte per aksje på 1,44 svenske kroner for aksjeklasse A og B, og et kvartalsvis utbytte på 2 svenske kroner per aksje for aksjeklasse D. Den 14 juni 2023 ble det av en ekstraordinær generalforsamling imidlertid vedtatt at styret til SBB kunne endre på det vedtatte utbyttet. Det ble den 21 juni 2023 vedtatt av styret at utbyttet til alle aksjeklasser skulle bli utsatt til 28 juni 2024 (SBB, 2023b). SBB har ikke noen avsetning til utbytte i 2023, fordi et utbytte etter IFRS ikke skal innregnes som en forpliktelse før det er vedtatt av generalforsamlingen. For det estimerte året 2023 er det heller ikke nødvendig å reklassifisere utbyttet fra gjeld til egenkapital, da det er vedtatt at det ikke skal utdeles utbytte i 2023 (SBB, 2023b).

Operasjonelle eiendeler

Langsiktige operasjonelle eiendeler

SBBs goodwill stammer fra oppkjøp av virksomheter, hovedsakelig etter oppkjøpet av «Hemfosa». Oppkjøp av virksomheter er en naturlig del av driften til SBB, da virksomhetene

de kjøper opp blir inkludert i kjernevirksomheten. Goodwill klassifiseres derfor som en operasjonell eiendel.

For SBB vil den viktigste driftsrelaterte eiendelsposten være investeringseiendommene, da disse tydelig er en del av kjernevirksomheten, som er å forvalte eiendom. Utstyr, maskiner og installasjoner er også en naturlig del av driften.

Investeringer i fellesforetak er av SBB klassifisert som et finansielt anleggsmiddel. Vi mener imidlertid at de tilknyttede selskapene i all hovedsak opererer innenfor forretningsområdet til SBB, og klassifiserer det som en operasjonell eiendel.

Derivatene vil kunne klassifiseres som en operasjonell eiendel dersom det blir benyttet til å sikre en driftsposisjon. Dersom derivatene blir benyttet til spekulasjon er det en finansiell eiendel (Plenborg & Kinserdal, 2021). SBB opplyser i notene til finansregnskapet at derivatene består av valutaderivater, rentederivater, og «andre» derivater. På bakgrunn av mangelfull spesifisering og noteinformasjon ser vi oss nødt til å foreta en antagelse om at den delen av derivatene som er klassifisert som kortsiktig forpliktelse benyttes til å sikre en driftsposisjon. Følgelig vil denne delen klassifiseres som en operasjonell eiendel. Andelen av derivatene som er klassifisert som langsiktig forpliktelse er på sin side en finansiell eiendel, da det hovedsakelig er tilknyttet obligasjonsforpliktelsene.

Kortsiktige operasjonelle eiendeler

De kortsiktige derivatene er å anse som driftsrelatert da vi antar at de benyttes til å sikre driftsposisjoner, og klassifiseres derfor som operasjonell eiendel.

Kundefordringene består av fordringer på leiebetalinger SBB har mot sine kunder. Dette stammer fra utleie av eiendommene, og er med det driftsrelatert.

Posten «andre fordringer» består av oppgjør fra eiendomssalg, utsatt skattefordel og «annet». Det eksisterer ingen informasjon om hva som er under «annet», så denne antar vi er en operasjonell eiendel ettersom den er en kortsiktig fordring. Oppgjøret fra eiendomssalget klassifiseres som finansiell eiendel, så den kommer vi tilbake til nedenfor. Den utsatte skattefordelen kan derimot klassifiseres som en operasjonell eiendel. Det eksisterer ingen informasjon om hvor den utsatte skattefordelen stammer fra, men vi forutsetter at denne er fra driftsrelaterte aktiviteter.

Forskuddsbetalte kostnader og påløpte inntekter er driftsrelaterte, da disse består av driftsrelaterte kostnader og inntekter, og klassifiseres som operasjonell eiendel.

Finansielle eiendeler

Langsiktige finansielle eiendeler

Leasingavtalene SBB har er leieavtaler på tomter, som etter IFRS 16 varer i ubegrenset tid. Vi behandler denne som en finansiell eiendel, da det er knyttet rentekostnader til leasingavtalen.

Fordringer fra fellesforetak er rentebærende utlån SBB har utstedt til fellesforetakene, og er derfor en finansiell eiendel.

Den delen av derivatene som er klassifisert som langsiktig forpliktelse antas å være finansiell eiendel, jf. diskusjonen om derivater på langsiktige operasjonelle eiendeler.

SBB eier aksjer i både noterte og unoterte selskaper som ikke har sin virksomhet innenfor SBBs kjernevirksomhet. Disse finansielle anleggsmidlene er derfor vurdert til å være en finansiell eiendel. Hva posten «andre langsiktige fordringer» inneholder er ikke opplyst i noteinformasjonen. Vi klassifiserer de som en finansiell eiendel, da vi antar at disse fordringene er rentebærende.

Kortsiktige finansielle eiendeler

Eiendommer som er holdt for salg er per definisjon ikke en del av driften, og klassifiseres derfor som en finansiell eiendel.

I posten «andre fordringer» eksisterer det, som nevnt tidligere, oppgjør fra eiendomssalg. Dette er en fordring SBB har, som stammer fra et eiendomssalg. Det kan argumenteres for at denne skiller seg fra de andre kundefordringene, fordi denne ikke er en fordring tilknyttet utleie av eiendom. Derfor vil vi konkludere med at eiendomssalg ikke er en del av SBB sin kjernevirksomhet, og at denne posten er en finansiell eiendel.

De kortsiktige aksjeinvesteringene er ikke en del av driften, og klassifiseres som finansiell eiendel.

I eiendelsposten «kontanter og kontantekvivalenter» er det en del av kontantene som er sperret. Dette kan ikke brukes av SBB, da det er et beløp som er stilt for sikkerhet knyttet til en finansiell garanti. Dermed klassifiseres denne sperrede delen av kontantbeholdningen som finansiell eiendel, fordi den ikke er driftsrelatert.

Den resterende kontantbeholdningen er gjenstand for en skjønnsmessig vurdering for om den skal klassifiseres som en operasjonell eller finansiell eiendel. Kontantbeholdningen kan være driftsrelatert, ettersom en virksomhet som regel har behov for kontanter for å drive virksomheten på daglig basis (Plenborg & Kinserdal, 2021). Likevel eksisterer det ikke noe skille i balanseregnskapet mellom operasjonelle kontanter og overskuddslikviditet. Et alternativ kan være å fordele en skjønnsmessig andel til kontanter som er nødvendig å ha til løpende drift. Det eksisterer imidlertid lite informasjon om dette i notene til SBBs finansregnskap. I tillegg har kontantbeholdningen variert i relativt stor grad fra år til år. For å unngå upresise estimer knyttet til kontantbeholdningen og renteinntekten, velger vi å klassifisere hele kontantbeholdningen som en finansiell eiendel.

Operasjonelle forpliktelser

Langsiktige operasjonelle forpliktelser

Utsatt skatt er en forpliktelse som hovedsakelig stammer fra forskjellen mellom den regnskapsmessige- og skattemessige verdien på eiendommene. I resultatregnskapet føres eiendommene etter virkelig verdi, mens det i skatteregnskapet føres etter historisk kost (Plenborg & Kinserdal, 2021). Ettersom eiendommene er en del av driften, klassifiseres den utsatte skatten som en operasjonell forpliktelse.

Kortsiktige operasjonelle forpliktelser

De kortsiktige derivatene antas som nevnt tidligere å være for å sikre driftsposisjoner, og klassifiseres som en operasjonell forpliktelse.

Leverandørgjelden stammer fra driftsrelaterte aktiviteter, og er ikke rentebærende. Følgelig klassifiserer vi den som en operasjonell forpliktelse.

Betalbar skatt klassifiseres også som operasjonell forpliktelse, da denne skatten stammer direkte fra driften.

Påløpte kostnader og forskuddsbetalte inntekter består av blant annet påløpte lønns- og driftskostnader, og forskuddsbetalt leieinntekt. Dette er driftsrelatert, og klassifiseres av oss som operasjonell forpliktelse. Denne posten består også av noe påløpte rentekostnader. Dette skilles ut og klassifiseres av oss som finansiell forpliktelse.

Finansielle forpliktelser

Langsiktige finansielle forpliktelser

Forpliktelser til kredittinstitusjoner og obligasjoner er begge langsiktige rentebærende gjeldsposter med løpetid på over ett år. Disse forpliktelsene skal finansiere en betydelig del av eiendelene til SBB, og har tilhørende rentekostnader som klassifiseres som finansiell kostnad. Derfor klassifiserer vi disse som finansielle forpliktelser.

De langsiktige derivatene klassifiserer vi som finansiell forpliktelse, da disse antas å være brukt til å sikre blant annet renten på obligasjonene.

Forpliktelsen knyttet til leasing-avtalene er rentebærende, og klassifiseres som en finansiell forpliktelse.

Det spesifiseres ikke i noteinformasjonen hva posten «andre langsiktige forpliktelser» består av, foruten at det er tilknyttet finansieringsaktiviteter. Denne posten setter vi derfor som en finansiell forpliktelse.

Kortsiktige finansielle forpliktelser

Kortsiktig forpliktelse til kredittinstitusjoner, obligasjoner og kortsiktige gjeldsbrev, er alle rentebærende forpliktelser med løpetid på mindre enn ett år. Disse klassifiserer vi derfor som finansielle forpliktelser.

Forpliktelsen knyttet til kontantsikkerhet består av en «total return swap» som omhandler kontantinvesteringer i aksjer, og kontantsikkerhet knyttet til derivater. Dette er ikke driftsrelatert, og vi klassifiserer de som en finansiell forpliktelse.

Posten «andre forpliktelser» består hovedsakelig av en kortsiktig forpliktelse i forbindelse med oppgjør av eiendomssalg. Dette er ikke en del av kjernevirksomheten, og klassifiseres som en finansiell forpliktelse.

Som nevnt under de kortsiktige operasjonelle forpliktelsene så inneholder posten «påløpte kostnader og forskuddsbetalte inntekter» en del påløpte rentekostnader. Dette er ikke knyttet til driften, og klassifiseres av oss som en finansiell forpliktelse.

I tabellen under presenteres det omgrupperte balanseregnskapet for SBB i analyseperioden.

Omgruppert balanseregnskap (mSEK)	2020	2021	2022	2023T
Operasjonelle eiendeler				
Goodwill	6 319	6 066	5 283	5 205
Investerings eiendom	90 185	149 335	135 616	130 799
Utstyr, maskiner og installasjoner	22	48	37	106
Investeringer i fellesforetak	2 867	16 373	12 649	5 883
Derivater	0	0	596	1 249
Totale langsiktige operasjonelle eiendeler	99 393	171 822	154 181	143 242
Derivater	0	0	0	207
Kundefordringer	91	219	106	117
Utsatt skattefordel	208	282	210	164
Andre fordringer	109	15	45	37
Forskuddsbetalte kostnader og påløpte inntekter	243	540	740	722
Totale kortsiktige operasjonelle eiendeler	651	1 056	1 101	1 247
Totale operasjonelle eiendeler	100 044	172 878	155 282	144 489
Finansielle eiendeler				
Leasingavtaler	614	639	829	842
Fordringer fra fellesforetak	827	3 885	1 737	1 363
Derivater	129	547	1 100	51
Finansielle anleggsmidler til virkelig verdi	2 931	4 530	2 298	948
Andre langsiktige fordringer	0	207	939	2 024
Totale langsiktige finansielle eiendeler	4 501	9 808	6 903	5 228
Eiendommer holdt for salg	0	279	156	139
Oppgjør fra eiendomssalg	2 081	1 662	1 179	1 105
Kortsiktige aksjeinvesteringer	0	53	421	206
Kontanter og kontantekvivalenter	13 606	9 837	4 429	1 679
Totale kortsiktige finansielle eiendeler	15 686	11 831	6 185	3 127
Totale finansielle eiendeler	20 187	21 639	13 088	8 355
Totale eiendeler	120 231	194 517	168 370	152 844
Egenkapital				
Aksjekapital	150	165	165	165
Overkurs	24 102	26 371	26 587	26 587
Reserver	-213	834	142	-1 643
Opptjent egenkapital	12 826	34 778	17 424	288
Egenkapital til morselskapets aksjonærer	36 865	62 148	44 319	25 397
Hybridobligasjoner	15 096	17 295	15 748	15 748
Andre reserver	-616	-543	577	1 470
Minoritetsinteresser	412	4 071	2 691	12 103
Total egenkapital	51 756	82 971	63 337	54 719
Operasjonelle forpliktelser				
Utsatt skatteforpliktelse	7 075	10 428	9 120	7 337
Totale langsiktige operasjonelle forpliktelser	7 075	10 428	9 120	7 337
Derivater	0	0	596	1 249
Leverandørgjeld	117	181	456	340
Betalbar skatt	166	418	310	128
Påløpte kostnader og forskuddsbetalt inntekt	849	1 475	1 253	1 032
Totale kortsiktige operasjonelle forpliktelser	1 132	2 074	2 615	2 749
Totale operasjonelle forpliktelser	8 207	12 502	11 735	10 086
Finansielle forpliktelser				
Forpliktelser til kredittinstitusjoner	11 995	21 974	30 496	21 367
Obligasjoner	34 663	51 919	48 310	45 674
Derivater	267	30	375	400
Leasingforpliktelse	614	639	829	842
Andre langsiktige forpliktelser	1 259	292	141	237
Totale langsiktige finansielle forpliktelser	48 798	74 854	80 151	68 520
Forpliktelser til kredittinstitusjoner	69	1 758	3 400	5 863
Kortsiktige gjeldsbrev	5 418	11 169	1 111	320
Obligasjoner	3 121	1 175	3 768	8 364
Forpliktelse, kontantsikkerhet	0	5 607	2 178	0
Andre forpliktelser	2 336	3 923	2 019	4 452
Påløpte rentekostnader	526	558	671	521
Totale kortsiktige finansielle forpliktelser	11 470	24 190	13 147	19 520
Totale finansielle forpliktelser	60 268	99 044	93 298	88 040
Totale forpliktelser	68 475	111 546	105 033	98 125
Total egenkapital og forpliktelser	120 231	194 517	168 370	152 844

Tabell 25: Omgruppert balanseregnskap

Omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital

Videre vil vi foreta en omgruppering av total kapitalen slik at vi finner sysselsatt kapital. Dette gjøres ved å ta ut den driftsrelaterte gjelden fra total kapitalen, da det antas at den driftsrelaterte gjelden er investert gjennom løpende drift og ikke investert kapital av eiere eller finansielle långivere. Selv om en kreditororientert analyse i utgangspunktet ikke behøver å skille mellom driftsrelaterte og finansielle forpliktelser, fordi begge må tilbakebetales, så vil denne omgrupperingen være nyttig for en soliditetsanalyse. Formålet med omgrupperingen fra total kapital til sysselkapital er å synliggjøre at de driftsrelaterte forpliktelsene er en del av driftssyklusen. Driftsrelaterte forpliktelser, slik som leverandørgjeld, er ikke direkte rentebærende, men renten kommer inn som et element i varekostnaden (Knivsflå, 2023f).

I tabell 26 følger omgrupperingen av balansen der vi grupperer eiendelene og kapitalen inn i sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital.

Omgruppert balanseregnskap (mSEK)	2020	2021	2022	2023T
Langsiktige operasjonelle eiendeler	99 393	171 822	154 181	143 242
Langsiktige operasjonelle forpliktelser	7 075	10 428	9 120	7 337
Netto langsiktige operasjonelle eiendele	92 318	161 394	145 061	135 905
Kortsiktige operasjonelle eiendeler	651	1 056	1 101	1 247
Kortsiktige operasjonelle forpliktelser	1 132	2 074	2 615	2 749
Netto kortsiktige operasjonelle eiendele	-481	-1 018	-1 514	-1 502
Netto operasjonelle eiendeler	91 837	160 376	143 547	134 403
Finansielle eiendeler	20 187	21 639	13 088	8 355
Sysselsatte eiendeler	112 024	182 015	156 635	142 759
Egenkapital	51 344	78 900	60 645	42 615
Minoritetsinteresser	412	4 071	2 691	12 103
Finansielle forpliktelser	60 268	99 044	93 298	88 040
Sysselsatt kapital	112 024	182 015	156 635	142 758

Tabell 26: Omgruppert balanseregnskap inndelt i sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital

Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Det siste steget i omgrupperingen av balanseregnskapet, er å omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital. Netto driftskapital er den kapitalen som er brukt til å investere i driften. For å finne netto driftskapital flytter vi de finansielle eiendelene over på gjeldssiden, og finner netto finansielle forpliktelser. Formålet er å finne den kapitalen som finansierer de operasjonelle eiendelene, altså driften, og ikke de finansielle eiendelene. De finansielle eiendelene er ikke en del av driften, og kan derfor brukes til å for eksempel betale ned på de finansielle forpliktelsene. Derfor er denne omgrupperingen relevant for vår kreditororienterte

analyse, fordi vi kan nytte omgrupperingen senere ved analyse av likviditet og soliditet (Knivsflå, 2023f).

I tabell 27 presenteres balansen omgruppert i netto operasjonelle eiendeler og netto driftskapital.

Omgruppert balanseregnskap (mSEK)	2020	2021	2022	2023T
Netto langsiktige operasjonelle eiendeler	92 318	161 394	145 061	135 905
Netto kortsiktige operasjonelle eiendeler	-481	-1 018	-1 514	-1 502
Netto operasjonelle eiendeler	91 837	160 376	143 547	134 403
Egenkapital	51 344	78 900	60 645	42 615
Minoritetsinteresser	412	4 071	2 691	12 103
Netto finansielle forpliktelser	40 081	77 405	80 210	79 684
Netto driftskapital	91 837	160 376	143 547	134 403

Tabell 27: Omgruppert balanseregnskap inndelt i netto operasjonelle eiendeler og netto driftskapital

5. Analyse og justering av målefeil

I dette kapittelet skal vi identifisere og justere for eventuelle målefeil i finansregnskapene til SBB. En kreditororientert regnskapsanalyse skal etter rammeverket i 4.1.1 benytte finansregnskapet til å gi innsikt i de underliggende økonomiske forholdene. I de fleste tilfeller kan man som nevnt ikke gå direkte til finansregnskapet for å få innsikt i de virkelige økonomiske forholdene. Fordi finansregnskapet føres etter regnskapsregler, kan det eksistere målefeil som gjør at finansregnskapet ikke gir det «sanne» bildet av selskapet (Penman, 2007). Formålet med regnskapsreglene i IFRS, som SBB benytter, er at den finansielle informasjonen skal være nyttig for eksisterende og potensielle investorer, i tillegg til långivere og andre kreditorer (IFRS Foundation, 2018). Dersom det eksisterer avvik mellom de rapporterte tallene og virkeligheten, bryter rapporteringen med formålet. Følgelig må eventuelle målefeil justeres for at man skal få et rettviseende bilde av finansregnskapet. Fokuset på vår analyse av målefeil vil være kreditororientert, og ettersom kreditorene ønsker en mer konservativ regnskapsføring enn investorene vil fokuset rettes mot målefeilene som kan bryte med dette.

5.1 Kilder til målefeil

Man skiller mellom tre ulike typer av målefeil, kalt type 1, 2 og 3 (Knivsflå, 2023g). Vi vil i dette underkapittelet presentere de ulike typene, og diskutere hvorvidt dette kan skape målefeil i regnskapene til SBB.

Type 1

Den første typen målefeil oppstår når det er avvik mellom selskapets egenkapitalrentabilitet og egenkapitalens avkastningskrav (Knivsflå, 2023g). Dette er relevant i en investororientert analyse, fordi den kan synliggjøre en strategisk fordel. I vår kreditororienterte analyse vil det ikke være relevant, da vi ikke har fokus på strategisk fordel, men strategisk risiko. I tillegg finnes denne målefeilen som regel i regnskaper som føres etter historisk kost, og SBBs eiendommer måles etter IAS 40 til virkelig verdi (Deloitte, u.d.a). Ved vurdering til virkelig verdi vil ikke denne målefeilen eksistere, og vi vil følgelig ikke analysere og justere for denne typen målefeil.

Type 2

Målefeil av type 2 oppstår i de tilfellene regnskapsreglene tillater eller krever en måling som gir et «dårligere» bilde enn hva som er tilfellet i en «god» måling. I en investororientert analyse

ønsker man fokus på hva som er den strategiske fordelene, og man er derfor interessert i type 1-målefeil. I en kreditororientert analyse er man mer opptatt av kredittrisikoen, og da vil det være mer relevant å ha et regnskap som er ført etter konservative regnskapsregler (Knivsflå, 2023g).

Det er hovedsakelig tre kilder til målefeil av type 2. Den første kilden er manglende balanseføring, den andre kilden er feil målemodell etter balanseføring, og den tredje kilden er feil periodisering. For enkelte eiendeler tillater ikke IFRS balanseføring. Et eksempel på dette er at IFRS ikke tillater balanseføring av egengenererte immaterielle eiendeler. Denne konservative regnskapsregelen er noe vi ikke ønsker å justere for, på grunn av at vi har en kreditororientert analyse. Regnskapsreglene sammenfaller med vårt kreditorperspektiv i dette tilfellet. SBBs klart største eiendelspost er investeringseiendommene. IAS 40 tillater måling av disse investeringseiendommene til enten virkelig verdi eller historisk kost (Deloitte, u.d.a). Dermed vil en målemodell som ikke reflekterer eiendomsverdiene på en god måte kunne føre til målefeil av type 2. Goodwill skal etter IAS 36 testes årlig for nedskrivning, og ikke avskrives (Deloitte, u.d.c). I en slik nedskrivningstest vil det bli foretatt skjønsmessige vurderinger (Bernhoft et al., 2018). Ettersom målemodellen inneholder skjønsmessige vurderinger, kan målingen føre til målefeil av type 2 dersom den bokførte verdien ikke reflekterer den faktiske verdien.

Type 3

Type 3-målefeil oppstår som følge av kreativ regnskapsføring, eller tilfeldige feil i regnskapsføringen. Målefeilen kan skyldes manipulering av både inntekter og kostnader, og gjør at de rapporterte tallene avviker fra virkeligheten fordi de rapporterer noe annet enn de ville gjort etter regnskapsreglene i IFRS (Knivsflå, 2023g). SBB har på fått revisjonsberetning med umodifisert konklusjon på samtlige årsrapporter i analyseperioden. Derfor forutsetter vi at det ikke eksisterer vesentlige feil i regnskapene, og dermed ingen vesentlige målefeil av type 3.

5.2 Justering for risikoanalyse

Formålet med justeringen av eventuelle målefeil er å kunne gi et bedre bilde av de underliggende risikoforholdene. Fokuset vårt vil ligge på målefeil som gjør at rapporterte regnskapstall ikke reflekterer den reelle kredittrisikoen. Det kan også i noen tilfeller være hensiktsmessig å ikke justere for målefeil, da man som en ekstern analytiker ikke har

fullstendig informasjon om de underliggende forholdene, og således vil tilføre mer støy ved en justering (Penman, 2007).

Investerings eiendommene til SBB vurderes som nevnt til virkelig verdi. IAS 40 presenterer to mulige målemodeller for investerings eiendommer; virkelig verdi og historisk kost. Dersom målemodellen historisk kost benyttes, skal eiendommene bruksverdi reflekteres etter avskrivninger i henhold til IAS 16. Velger man derimot å benytte seg av virkelig verdi, skal investerings eiendommene verdijusteres. Denne verdijusteringen føres over resultatet for den aktuelle perioden, og gir dermed gevinst eller tap i perioden (Deloitte, u.d.a). SBB har valgt å benytte seg av virkelig verdi for å måle sine investerings eiendommer. Dette gjenspeiles i resultatet, i regnskapsposten «verdiendring eiendommer». Virkelig verdi skal reflektere verdien SBB vil få igjen for sine eiendommer ved salg, og det er et krav til at verdien skal kunne måles pålitelig. For å oppfylle dette kravet har SBB basert vurderingen av eiendomsverdiene på eksterne rapporter, utarbeidet av en rekke analyseselskaper, slik som Newsec, JLL, Savills, Cushman & Wakefield, og Colliers (SBB, 2023b).

Kredittrisikoen til SBB avhenger av om de er i stand til å tilbakebetale forpliktelsene, og hvor stor sannsynlighet det er for at de går konkurs. Verdiene på selskapets eiendeler er derfor viktig for kreditor (Plenborg & Kinserdal, 2021). Derfor er det nærliggende å anta at det er ønskelig med en konservativ regnskapsføring, og da spesielt av den største eiendelsposten, investerings eiendom. Dersom eiendommene er vurdert til en høyere verdi enn det som faktisk er verdien av disse, vil det være nødvendig å justere for dette for å få innsikt i den korrekte kredittrisikoen. Spørsmålet blir da om vurderingen til virkelig verdi av eiendommene skaper målefeil, og om SBB rapporterer tall som ikke gir et rettvise bilde av kredittrisikoen. Som nevnt er verdivurderingen av eiendommene basert på eksterne rapporter, som i utgangspunktet antas å gjøre verdivurderingen mer pålitelig. Vi som en ekstern part har heller ikke tilgang til den underliggende informasjon som SBB besitter i sin vurdering av eiendommene. Dermed har vi ikke grunnlag til å konkludere med sikkerhet om den virkelige verdien på eiendommene er korrekt eller ikke.

Måling av eiendommene til virkelig verdi skal, som sagt, reflektere hvilken salgspris SBB kan få for eiendommene i markedet. Som vi tidligere har vært inne på er det mye som tyder på at bransjen går en utfordrende tid i møte, på grunn av blant annet økte finansieringskostnader. Det kan bety at SBB ikke har muligheten til å selge eiendommene til antatt salgsverdi, fordi markedet som skal kjøpe disse også er i nedgang. Likevel blir dette kun antagelser, og vi velger

å ikke justere verdien på eiendommene på grunn av at det gir en økt risiko for støy i regnskapet da vi ville måtte tatt en rekke forutsetninger for å beregne korrekt verdi på eiendommene.

Det eksisterer immaterielle eiendeler i regnskapet til SBB, og disse er alle knyttet til goodwill fra tidligere virksomhetskjøp. En immateriell eiendel kan skape målefeil fordi verdien er basert på utregningsmodeller og målemodeller med skjønnsmessige vurderinger. Således kan det være relevant å justere for dette. En kreditor vil ønske en konservativ vurdering av de immaterielle eiendelene, og derfor kan det tenkes at det er mest relevant å justere ned til en verdi som er lavere enn bokført verdi. Goodwill testes som sagt årlig for nedskrivning, og det har derfor ikke blitt gjort noen nedskrivningstest for 2023T. Likevel er goodwillen til SBB en relativt uvesentlig eiendelspost, da den utgjør kun rundt 3% av de totale eiendelene i både 2022 og 2023T. På bakgrunn av dette, og risikoen for å skape støy i regnskapet ved justering, velger vi å ikke justere verdien på goodwill.

Det har i analyseperioden ikke blitt endret målemodell på andre vesentlige eiendeler eller forpliktelser. På bakgrunn av at vi har en kreditororientert risikoanalyse og ikke en investororientert analyse, vil vi ikke justere for virkelig verdi på investeringseiendommene da vi primært er opptatt av kredittrisikoen, og ikke rentabiliteten. Vi velger også å ikke justere verdien på immaterielle eiendeler, da vi anser denne som en uvesentlig eiendelspost. Konklusjonen blir derfor at vi ikke velger å justere for målefeil.

5.3 Omgruppert og justert finansregnskap

I tabellene under presenteres endelig omgruppert og justert finansregnskap for SBB i perioden 2020 til og med 2023T. Ettersom vi ikke har justert for målefeil vil omgruppert og justert finansregnskap tilsvare omgruppert finansregnskap.

mSEK	2020	2021	2022	2023T
Driftsinntekter	5 121	5 939	7 447	6 974
Driftskostnader	-1 918	-2 259	-3 136	-2 665
Driftsresultat i egen virksomhet	3 203	3 680	4 311	4 309
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	199	387	146	39
Nettoresultat fra fellesforetak	144	2 814	-1 866	-3 661
Netto driftsresultat	3 546	6 881	2 591	687
Netto finansinntekt	146	243	210	246
Nettoresultat til sysselsatt kapital	3 693	7 124	2 801	933
Netto finanskostnad	-784	-819	-1 231	-2 084
Netto minoritetsresultat	-74	-1 018	177	40
Nettoresultat til egenkapital	2 834	5 286	1 747	-1 112
Unormalt netto driftsresultat	5 972	17 649	-8 730	-8 985
Unormalt netto finansresultat	-1 260	3 235	-2 165	-4 732
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	7 547	26 170	-9 148	-14 829
Betalt utbytte	-1 453	-2 303	-2 798	-2 760
Kjøp av egne aksjer	14 648	6 851	-7 610	9 010
Endring i egenkapital	20 742	30 718	-19 556	-8 579

Tabell 28: Omgruppert og justert resultat for SBB

Omgruppert balanseregnskap (mSEK)	2020	2021	2022	2023T
Langsiktige operasjonelle eiendeler	99 393	171 822	154 181	143 242
Kortsiktige operasjonelle eiendeler	651	1 056	1 101	1 247
Operasjonelle eiendeler	100 044	172 878	155 282	144 489
Langsiktige finansielle eiendeler	4 501	9 808	6 903	5 228
Kortsiktige finansielle eiendeler	15 686	11 831	6 185	3 127
Finansielle eiendeler	20 187	21 639	13 088	8 355
Totale eiendeler	120 231	194 517	168 370	152 844
Egenkapital	51 344	78 900	60 645	42 615
Minoritetsinteresser	412	4 071	2 691	12 103
Total egenkapital	51 756	82 971	63 337	54 719
Langsiktige operasjonelle forpliktelser	7 075	10 428	9 120	7 337
Kortsiktige operasjonelle forpliktelser	1 132	2 074	2 615	2 749
Operasjonelle forpliktelser	8 207	12 502	11 735	10 086
Langsiktige finansielle forpliktelser	48 798	74 854	80 151	68 520
Kortsiktige finansielle forpliktelser	11 470	24 190	13 147	19 520
Finansielle forpliktelser	60 268	99 044	93 298	88 040
Totale forpliktelser	68 475	111 546	105 033	98 125
Total egenkapital og forpliktelser	120 231	194 517	168 370	152 844

Tabell 29: Omgruppert og justert balanseregnskap for SBB

Omgruppert balanseregnskap (mSEK)	2020	2021	2022	2023T
Langsiktige operasjonelle eiendeler	99 393	171 822	154 181	143 242
Langsiktige operasjonelle forpliktelser	7 075	10 428	9 120	7 337
Netto langsiktige operasjonelle eiendele	92 318	161 394	145 061	135 905
Kortsiktige operasjonelle eiendeler	651	1 056	1 101	1 247
Kortsiktige operasjonelle forpliktelser	1 132	2 074	2 615	2 749
Netto kortsiktige operasjonelle eiendele	-481	-1 018	-1 514	-1 502
Netto operasjonelle eiendeler	91 837	160 376	143 547	134 403
Finansielle eiendeler	20 187	21 639	13 088	8 355
Sysselsatte eiendeler	112 024	182 015	156 635	142 759
Egenkapital	51 344	78 900	60 645	42 615
Minoritetsinteresser	412	4 071	2 691	12 103
Finansielle forpliktelser	60 268	99 044	93 298	88 040
Sysselsatt kapital	112 024	182 015	156 635	142 758

Tabell 30: Omgruppert og justert balanseregnskap for SBB, inndelt i sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital

Omgruppert balanseregnskap (mSEK)	2020	2021	2022	2023T
Netto langsiktige operasjonelle eiendeler	92 318	161 394	145 061	135 905
Netto kortsiktige operasjonelle eiendeler	-481	-1 018	-1 514	-1 502
Netto operasjonelle eiendeler	91 837	160 376	143 547	134 403
Egenkapital	51 344	78 900	60 645	42 615
Minoritetsinteresser	412	4 071	2 691	12 103
Netto finansielle forpliktelser	40 081	77 405	80 210	79 684
Netto driftskapital	91 837	160 376	143 547	134 403

Tabell 31: Omgruppert og justert balanseregnskap for SBB, inndelt i netto operasjonelle eiendeler og netto driftskapital

5.4 Omgruppert og justert finansregnskap for bransjen

I tabellene under er omgruppert og justert finansregnskap for bransjen presentert. Selskapene som sammen utgjør bransjegjennomsnittet er SBB, Castellum, Hemsö, og Rikshem. Omgrupperingen av resultat- og balanseregnskapene følger samme fremgangsmåte som omgrupperingen av SBB, foretatt i delkapittel 4.4. Finansregnskapene er i likhet med SBB sitt finansregnskap ikke justert, da konklusjonen i delkapittel 5.2 også gjelder for bransjen.

Omgruppert resultatregnskap bransje (mSEK)	2020	2021	2022	2023T
Driftsinntekter	4 363	4 748	5 927	6 369
Driftskostnader	-1 535	-1 728	-2 351	-2 496
Driftsresultat i egen virksomhet	2 828	3 020	3 576	3 873
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-345	-131	-500	-602
Nettoresultat fra fellesforetak	48	1 086	-539	-1 065
Netto driftsresultat	2 531	3 975	2 537	2 207
Netto finansinntekt	54	72	57	98
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 585	4 048	2 594	2 305
Netto finanskostnad	-559	-579	-841	-1 495
Netto minoritetsresultat	-38	-314	20	28
Nettoresultat til egenkapital	1 988	3 155	1 773	837
Unormalt netto driftsresultat	3 130	8 798	-3 283	-4 545
Unormalt netto finansresultat	-379	1 005	352	-1 118
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	4 739	12 959	-1 158	-4 825
Betalt utbytte	-1 027	-1 293	-1 592	-1 066
Kjøp egne aksjer	-600	-1 508	-2 452	-171
Emisjon	4 712	9 805	6 781	4 924
Endring i egenkapital	7 824	19 962	1 580	-1 139

Tabell 32: Omgruppert og justert resultat for bransjen

Omgruppert balanseregnskap bransje (mSEK)	2020	2021	2022	2023T
Langsiktige operasjonelle eiendeler	80 187	120 571	118 571	113 255
Kortsiktige operasjonelle eiendeler	649	997	1 188	1 519
Operasjonelle eiendeler	80 836	121 568	119 759	114 775
Langsiktige finansielle eiendeler	2 370	3 382	3 746	3 501
Kortsiktige finansielle eiendeler	4 447	3 568	2 112	1 807
Finansielle eiendeler	6 817	6 950	5 859	5 308
Totale eiendeler	87 653	128 517	125 617	120 082
Egenkapital	35 496	54 570	49 467	45 405
Minoritetsinteresser	255	1 383	891	3 227
Total egenkapital	35 751	55 953	50 358	48 633
Langsiktige operasjonelle forpliktelser	6 643	9 759	9 655	8 621
Kortsiktige operasjonelle forpliktelser	1 220	1 732	1 897	1 926
Operasjonelle forpliktelser	7 864	11 491	11 552	10 547
Langsiktige finansielle forpliktelser	36 916	46 243	52 966	48 541
Kortsiktige finansielle forpliktelser	7 123	14 830	10 742	12 362
Finansielle forpliktelser	44 039	61 073	63 708	60 903
Totale forpliktelser	51 902	72 564	75 260	71 450
Total egenkapital og forpliktelser	87 653	128 517	125 617	120 082

Tabell 33: Omgruppert og justert balanseregnskap for bransjen

Omgruppert balanseregnskap (mSEK)	2020	2021	2022	2023T
Langsiktige operasjonelle eiendeler	80 187	120 571	118 571	113 255
Langsiktige operasjonelle forpliktelser	6 643	9 759	9 655	8 621
Netto langsiktige operasjonelle eiendeler	73 544	110 813	108 916	104 634
Kortsiktige operasjonelle eiendeler	649	997	1 188	1 519
Kortsiktige operasjonelle forpliktelser	1 220	1 732	1 897	1 926
Netto kortsiktige operasjonelle eiendeler	-572	-736	-710	-406
Netto operasjonelle eiendeler	72 972	110 077	108 207	104 227
Finansielle eiendeler	6 817	6 950	5 859	5 308
Sysseisatte eiendeler	79 789	117 026	114 065	109 535
Egenkapital	35 496	54 570	49 467	45 405
Minoritetsinteresser	255	1 383	891	3 227
Finansielle forpliktelser	44 039	61 073	63 708	60 903
Sysseisatt kapital	79 789	117 026	114 065	109 535

Tabell 34: Omgruppert og justert balanseregnskap for bransjen, inndelt i sysseisatte eiendeler og sysseisatt kapital

Omgruppert balanseregnskap (mSEK)	2020	2021	2022	2023T
Netto langsiktige operasjonelle eiendeler	73 544	110 813	108 916	104 634
Netto kortsiktige operasjonelle eiendeler	-572	-736	-710	-406
Netto operasjonelle eiendeler	72 972	110 077	108 207	104 227
Egenkapital	35 496	54 570	49 467	45 405
Minoritetsinteresser	255	1 383	891	3 227
Netto finansielle forpliktelser	37 222	54 123	57 849	55 595
Netto driftskapital	72 972	110 077	108 207	104 227

Tabell 35: Omgruppert og justert balanseregnskap for bransjen, inndelt i netto operasjonelle eiendeler og netto driftskapital

6. Analyse av kortsiktig risiko: Likviditetsanalyse

I dette kapitlet skal vi analysere den kortsiktige risikoen til SBB. I analysen skal vi se på ulike nøkkeltall, hvordan disse har utviklet seg i analyseperioden, og hvordan disse er sammenlignet med bransjen, i henhold til Penmans rammeverk i boka *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (Penman, 2007). En analyse av likviditetsrisikoen er sentral i en kredittanalyse, da den sier noe om likviditetssituasjonen til selskapet. Når vi sammenligner med bransjen, vil vi som nevnt tidligere, inkludere SBB i bransjen.

6.1 Rammeverk for likviditetsanalyse

I en likviditetsanalyse ønsker vi å analysere om SBB har tilfredsstillende andel likvide midler for å dekke kravene som forfaller. Penman (2007) beskriver at både kortsiktige og langsiktige kreditorer er interessert i selskapets evne til å dekke sine kortsiktige krav. De kortsiktige kreditorene er opptatt av at selskapet har nok midler til å dekke deres egne krav. De langsiktige kreditorene er også opptatt av selskapets evne til å betale kortsiktige krav, selv om deres krav er langsiktige, fordi dersom selskapet ikke dekker sine kortsiktige krav vil de ikke overleve langsiktig (Penman, 2007). Med kortsiktig mener vi i denne sammenhengen det som skjer i løpet av ett år (Plenborg & Kinserdal, 2021).

Et typisk nøkkeltall for likviditetsanalyse viser likviditeten i forhold til krav som forfaller på kort sikt (Knivsflå, 2023c):

$$\text{Typisk forholdstall for analyse av likviditet} = \frac{\text{Likviditet}}{\text{Krav som forfaller på kort sikt}}$$

Vi skal se på likviditet eller gjeldsdekning i balansen, gjennom resultatet, og gjennom kontantstrømmen. Avslutningsvis skal vi se på forfallsstrukturen og spesielle lånevilkår på SBBs forpliktelser, da dette kan gi innsikt i hvilke krav som forfaller til hvilken tid, og om lånevilkårene kan ha betydning for likviditeten.

6.2 Likviditet i balansen

Formålet med å analysere likviditeten i balansen er å få innsikt om de kortsiktige midlene til selskapet evner å dekke den kortsiktige gjelden (Knivsflå, 2023c). Et nøkkeltall som ofte

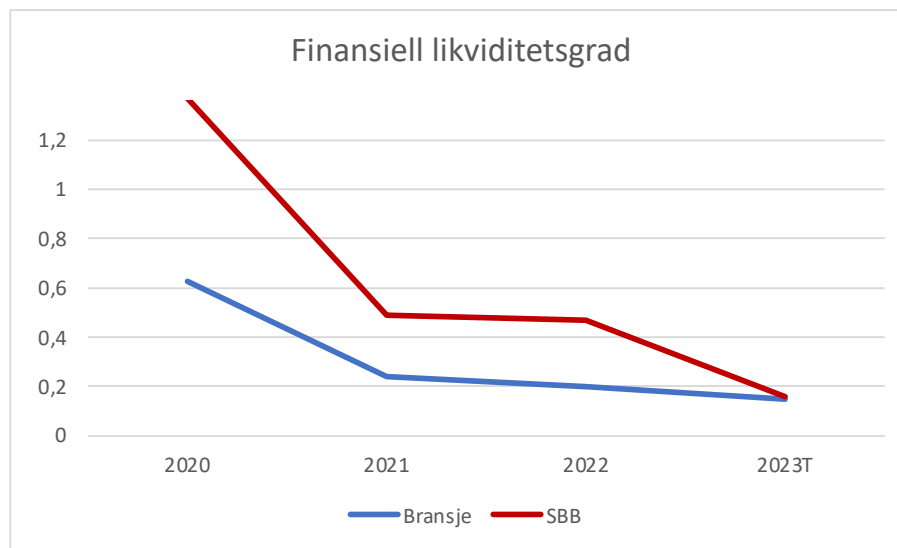
brukes i denne sammenhengen er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, kalt likviditetsgrad 1. Dette nøkkeltallet gir forholdet mellom de kortsiktige eiendelene og den kortsiktige gjelden, og indikerer derfor om selskapet har tilstrekkelige kortsiktige midler til å dekke den kortsiktige gjelden (Penman, 2007). Jo større dette forholdstallet er, jo større er sannsynligheten for at selskapet ikke havner i en likviditetsskvis.

Selv om likviditetsgrad 1 er et nøkkeltall som er mye brukt, argumenterer Plenborg og Kinserdal (2021) for at det ikke nødvendigvis er det beste nøkkeltallet når man skal analysere den kortsiktige risikoen (Plenborg & Kinserdal, 2021). Omløpsmidlene består av både operasjonelle og finansielle eiendeler, og den kortsiktige gjelden består av både operasjonelle og finansielle forpliktelser. En kortsiktig operasjonell forpliktelse, som leverandørgjeld, blir kontinuerlig refinansiert gjennom at et selskap kjøper inn varer til varelageret. Derfor vil man refinansiere den operasjonelle gjelden ved at man driver virksomheten. Videre er omløpsmidlene heller ikke alltid et presist mål på likvide midler, da operasjonelle eiendeler som varelager og kundefordringer er inkludert. Et selskap som selger varer fra varelageret for å bruke det til å betale kortsiktige forpliktelser, vil i et slikt tilfelle selge det som faktisk genererer inntekter. Derfor kan man argumentere for at likviditetsskvisen vil bli enda større i fremtiden om man bruker operasjonelle eiendeler til å betale forpliktelsene, og at et stort varelager som gir en høy likviditetsgrad 1 ikke er et godt tegn i seg selv (Plenborg & Kinserdal, 2021). På bakgrunn av denne argumentasjonen vil et nøkkeltall som uttrykker forholdet mellom de kortsiktige finansielle eiendelene og de kortsiktige finansielle forpliktelsene være mer nyttig for å analysere likviditeten. Et slikt nøkkeltall vil gi innsikt i hvordan de likvide midlene kan dekke inn de forpliktelsene som forfaller på kort sikt og ikke blir refinansiert av den løpende driften. Nøkkeltallet blir derfor (Plenborg & Kinserdal, 2021):

$$\text{Finansiell likviditetsgrad} = \frac{\text{Kortsiktige finansielle eiendeler}}{\text{Kortsiktige finansielle forpliktelser}}$$

De kortsiktige operasjonelle eiendelene til SBB består blant annet av kundefordringer, derivater, og andre fordringer. Ser man på de kortsiktige operasjonelle forpliktelsene, består disse av blant annet derivater, leverandørgjeld, og påløpte kostnader. Både de kortsiktige operasjonelle eiendelene og de kortsiktige operasjonelle forpliktelsene består av poster som er av relativt uvesentlig størrelse. Dette gjelder også for bransjen. Det taler for at nøkkeltallet «finansiell likviditetsgrad» ikke er like relevant. Likevel ønsker vi ikke å inkludere de

driftsrelaterte eiendelene og forpliktelsene, fordi vi ønsker et nøkkeltall som på best mulig måte gir uttrykk for den kortsiktige finansielle likviditeten.

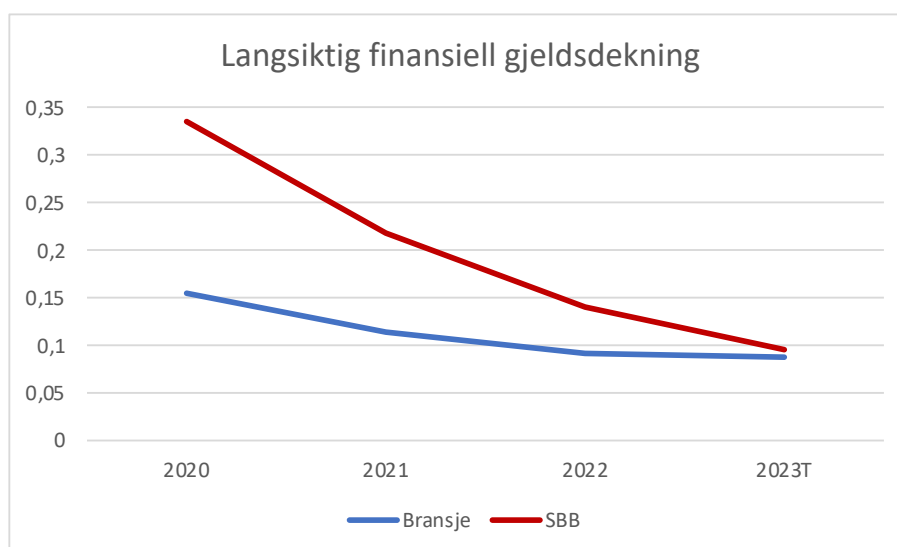


Figur 13: Finansiell likviditetsgrad for SBB og bransjen

Figuren ovenfor viser den finansielle likviditetsgraden for SBB og bransjen. SBB har fra 2020 til og med 2022 hatt en kortsiktig finansiell likviditet i balansen som er bedre enn bransjen. Dette skyldes hovedsakelig SBBs store kontantbeholdning, på 13 606 millioner i 2020. Det er også nedgangen i denne kontantbeholdningen, kombinert med en økning i kortsiktig rentebærende gjeld, som er årsaken til nedgangen i den finansielle likviditetsgraden. Likviditeten er fallende gjennom perioden, og er i 2023T på nivå med bransjen, på omtrent 0,15. Dette viser at de kortsiktige finansielle eiendelene ikke er tilstrekkelig til å dekke de kortsiktige finansielle forpliktelsene, og er dermed en indikator på et kortsiktig likviditetsproblem.

For å se på likviditeten i balansen på lengre sikt, inkluderer vi de langsiktige finansielle eiendelene og forpliktelsene. Vi holder fortsatt de operasjonelle eiendelene og forpliktelsene utenfor beregningen av nøkkeltallet. Følgende nøkkeltall kan da utledes:

$$\text{Langsiktig finansiell gjeldsdekning} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansielle forpliktelser}}$$



Figur 14: Langsiktig finansiell gjeldsdekning for SBB og bransjen

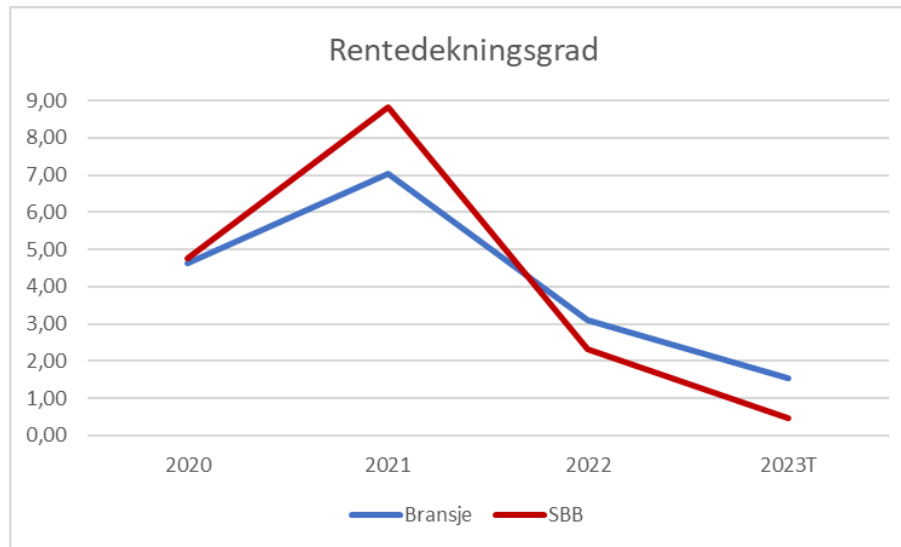
Også for dette nøkkeltallet er det bedre jo høyere det er. Figur 14 sammenligner SBBs langsiktige finansielle gjeldsdekning med bransjen. Som ved den finansielle likviditetsgraden, er det bedre likviditet hos SBB i 2020, men den er fallende. Dette skyldes både nedgang i kontantbeholdning og en økning i rentebærende gjeld. Det faktum at SBB har en betydelig større andel finansielle forpliktelser enn finansielle eiendeler kan tyde på et langsiktig likviditetsproblem. Likevel kan det være at SBB får refinansiert den langsiktige rentebærende gjelden. Vi vil i delkapittel 6.5 gå nærmere inn på forfallsstrukturen på gjelden, som kan gi et tydeligere helhetsbilde på likviditeten i balansen.

6.3 Likviditet gjennom resultatet

Et mye brukt nøkkeltall for å analysere likviditeten gjennom resultatet er rentedekningsgrad. Nøkkeltallet viser i hvor stor grad selskapet klarer å betale sine finansielle kostnader og er resultat til sysselsatt kapital over netto finanskostnader. Jo høyere rentedekningsgraden er, jo lavere er kredittrisikoen, og motsatt (Plenborg & Kinserdal, 2021). Dersom nøkkeltallet er lavere enn 1, vil dette bety at driften ikke klarer å dekke de løpende finanskostnadene, noe som vil tale for en økt kredittrisiko. I eiendomsbransjen kan dette sies å være et spesielt sentralt nøkkeltall, ettersom finanskostnadene er en av største kostnadspostene. Tallene er basert på de normaliserte tallene, fra kapittel 4 og 5.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekt}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

$$= \frac{\text{Resultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$



Figur 15: Rentedekningsgrad

Utviklingen i rentedekningsgraden for bransjen viser en nedadgående trend i perioden. Dette henger sammen med at selskapene ikke har klart å øke driftsresultatet like mye som rentekostnadene har økt. For bransjen har rentedekningsgraden gått fra 7,00 i 2021 til 1,54 i 2023T. SBB hadde en rentedekningsgrad på 8,69 i 2021 og 0,45 i 2023T. Dette viser at utviklingen i nøkkeltallet har vært dårligere for SBB enn for bransjen samlet sett og taler for at kredittrisikoen er høyere i SBB enn i bransjen. Det at nøkkeltallet er lavere enn 1 tyder også på at SBB har et likviditetsproblem.

Plenborg og Kinserdal (2021) peker på at et problem med dette nøkkeltallet er at det ikke tar høyde for avdragsbetalinger. På den ene siden trenger ikke dette være et problem, siden selskapene kan refinansiere gjelden etter hvert som den forfaller. Likevel kan det være verd å ta høyde for avdragene i en analyse for å undersøke om selskapet kan komme i en likviditetsskvis (Plenborg & Kinserdal, 2021). Dette vil vi komme tilbake til i kapittel 6.5.

Rentedekningsgraden er som nevnt knyttet til lånevilkårene. Den sier at rentedekningsgraden ikke skal være lavere enn 1,5 (SBB, 2023d). Vår analyse viser at rentedekningsgraden i trailingåret er lavere enn dette. Det er verd å merke seg at i rapporteringen av dette, regner SBB rentedekningsgraden på en litt annen måte enn vi gjør, hvor de for eksempel ikke har med resultat fra fellesforetak. Vi vil komme tilbake til lånevilkårene i kapittel 6.5.

6.4 Kontantstrømanalyse

For å kunne analysere den kortsiktige risikoen til SBB, må man i tillegg til å se på likviditet i balansen og resultatet, også se på kontantstrømmen. Det er kontantstrømmen fra driften som må generere midler til å dekke inn forpliktelsene. Dermed blir det naturlig å analysere hvordan kontantstrømmen er for SBB, blant annet for å se hvordan den frie kontantstrømmen fra de sysselsatte eiendelene er, i forhold til kontantstrømmen som går til kreditorene. Gjeldsdekningen gjennom fri kontantstrøm kan utledes av følgende nøkkeltall (Knivsflå, 2023c):

$$\frac{\text{Fri kontantstrøm fra drift} + \text{Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler}}{\text{Netto finanskostnader} + \text{Endring i finansielle forpliktelser}}$$

$$= \frac{\text{Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler}}{\text{Fri kontantstrøm til finansiell gjeld}}$$

I tabellen under er kontantstrømmen til SBB inndelt i de frie kontantstrømmene til sysselsatte eiendeler og til finansiell gjeld. Ettersom denne oppgaven er kreditororientert, har vi ikke inkludert fri kontantstrøm til egenkapitalen. Det er verdt å merke seg at nøkkeltallet presentert ovenfor ikke vil være like relevant dersom endringen i finansielle forpliktelser er større enn finanskostnadene. Dette er tilfellet i 2020 og 2021, og det vil si at SBB i disse årene tok opp mer gjeld enn de nedbetalte. Det vil derfor ikke være aktuelt å bruke nøkkeltallet for disse årene, men selve kontantstrømanalysen er likevel nyttig da den kan gi innsikt i hvordan kontantstrømmene fordeler seg.

Fri kontantstrøm (mSEK)	2020	2021	2022	2023T
Netto driftsresultat	3 546	6 881	2 591	687
+ Unormalt netto driftsresultat	5 972	17 649	-8 730	-8 985
- Endring i netto operasjonelle eiendeler	11 631	68 539	-16 829	-9 144
= Fri kontantstrøm fra drift	-2 112	-44 009	10 690	846
+ Netto finansinntekter	146	243	210	246
+ Unormalt netto finansresultat	-1 260	3 235	-2 165	-4 732
- Endring i finansielle eiendeler	3 552	1 452	-8 551	-4 733
= Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler	-4 666	2 026	6 596	247
= Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler	-6 778	-41 983	17 286	1 092
- Netto finanskostnad	-784	-819	-1 231	-2 084
+ Endring i finansielle forpliktelser	5 424	38 776	-5 746	-5 258
= Fri kontantstrøm til finansielle forpliktelser	6 208	39 595	-4 515	-3 174

Tabell 36: Kontantstrømsanalyse av SBB

I 2020 og 2021 var fri kontantstrøm fra drift negativ, selv om netto driftsresultat var positivt. Dette skyldes hovedsakelig investeringer i operasjonelle eiendeler, der store deler av dette har blitt finansiert med gjeld, slik man kan se av økningen på finansielle forpliktelser. I 2022 og 2023T er derimot fri kontantstrøm fra drift positiv, grunnet salg av operasjonelle eiendeler. Verdiendring på investeringseiendommene kommer til uttrykk i unormalt netto driftsresultat, og har ikke effekt på kontantstrømmen fordi den blir nullet ut av endringen i netto operasjonelle eiendeler. Den delen av endringen i netto operasjonelle eiendeler som er salg av operasjonelle eiendeler bidrar til å øke fri kontantstrøm fra drift i årene 2022 og 2023T.

Ser man på nøkkeltallet presentert ovenfor, altså fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler i forhold til fri kontantstrøm til finansielle forpliktelser, viser kontantstrømanalysen at kontantstrømmen SBB genererer fra sysselsatte eiendeler ikke er tilstrekkelig for å dekke inn renter og avdrag på gjelden. Dette tyder på en forverret likviditet, og et behov for å skaffe likvide midler gjennom å ta opp mer gjeld, utstede egenkapital eller selge eiendeler. Samlet sett gjennom analyseperioden tyder kontantstrømanalysen på en likviditetssituasjon som har forverret seg, og SBB har i 2023T ikke vært i stand til å nedbetale av de finansielle forpliktelsene med kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler.

6.5 Forfallsstruktur på gjeld og lånevilkår

Ved analyse av den kortsiktige risikoen vil vi som nevnt fokusere på likviditetssituasjonen på kort sikt, altså i løpet av ett år. Likevel kan det være nyttig å utvide denne tidshorizonten noe, og se om det er noen betydelige krav som forfaller rett etter ett år. SBB opplyser i kvartalsrapporten for andre kvartal at det er finansielle forpliktelser på 14 283 millioner som forfaller innen andre kvartal 2024, og 12 744 millioner som forfaller innen andre kvartal 2025. Dette tilsvarer henholdsvis 17% og 16% av den utestående gjelden (SBB, 2023b). Til sammen vil altså 33% av de finansielle forpliktelsene forfalle innen ett og et halvt år. Dersom SBB ikke har mulighet til å refinansiere disse forpliktelsene kan det skape et likviditetsproblem. Det faktum at en stor andel av de finansielle forpliktelsene forfaller på relativt kort sikt kan føre til en dårligere likviditet i fremtiden. SBB har fått nedgradert kredittratingen sin av blant annet Fitch, som gjør at det vil være vanskeligere og dyrere å refinansiere forpliktelsene (Fitch Ratings, 2023a). Ser man forfallsstrukturen i sammenheng med kredittratingen kan det tyde på et likviditetsproblem som kreditorer må være oppmerksomme på.

Det eksisterer lånevilkår på SBBs utestående finansielle forpliktelser. For den delen av forpliktelsene som er obligasjoner innenfor «European Medium Term Note Programme», forkortet EMTN, eksisterer det noen spesielle lånevilkår. Lånevilkårene er knyttet til at netto gjeldsandel ikke kan overstige 65%, at rentedekningsgraden må være minst 1,5, og at sikret gjeldsandel ikke kan overstige 45%. Forpliktelser på 49 744 millioner er ved utgangen av 2022 omfattet av disse lånevilkårene (SBB, 2023d).

I tillegg eksisterer det et spesifikt lånevilkår for 23 848 millioner av disse obligasjonsforpliktelsene, som er at kredittratingen ikke kan falle under «investment grade», som er lavere enn BBB. Dersom kredittratingen faller under BBB, vil finansieringskostnaden for disse obligasjonslånene øke med 125 basispunkter. Dette vil i følge SBB medføre økte årlige rentekostnader på 298 millioner, dersom man legger verdien av obligasjonslånene i 2022 til grunn. Faller kredittratingen under BBB vil det også gi banken som har stilt tilgjengelig kredittfasilitet rett til å tilbakekalle denne kreditten, med umiddelbar virkning. Den tilgjengelige kreditten er ved utgangen av 2022 på 1 335 millioner (SBB, 2023d).

SBB har ved utgangen av 2022 en finansiell forpliktelse som er pantesikret i eiendommene på 636 millioner. Lånevilkåret på denne forpliktelsen er at kredittratingen ikke kan falle under BBB, som er «investment grade». Dersom ratingen går under dette, vil renten på lånet øke med 20 basispunkter, som utgjør 1,3 millioner i økte rentekostnader (SBB, 2023d).

De nyeste kredittratingene som foreligger for SBB fra kredittratingforetakene Fitch, Scope, og S&P er, som nevnt i kapittel 2.1, henholdsvis B-, BB-, og CCC+ (Fitch Ratings, 2023a; Scope Ratings, 2023; S&P Global, 2023). Lånevilkårene knyttet til kredittratingen er altså brutt. Dette medfører økte rentekostnader for SBB, og svekker likviditeten.

Lånevilkårene knyttet til netto gjeldsandel, rentedekningsgrad og sikret gjeldsandel er ifølge SBBs beregninger ikke brutt ved utgangen av andre kvartal 2023 (SBB, 2023b). Likevel tilsier vår beregning av rentedekningsgraden i delkapittel 6.3 at lånevilkåret er brutt, da vi har kommet frem til en rentedekningsgrad på 0,45 i 2023T, som er lavere enn vilkåret på 1,5. Årsaken til dette er at vi har inkludert resultat fra fellesforetak i beregningen, da vi har klassifisert dette som en del av driften. SBB på sin side klassifiserer ikke dette som en del av driften, og får en rentedekningsgrad på 2,9 i andre kvartal 2023, som ikke bryter med lånevilkåret (SBB, 2023b). Likevel har rentedekningsgraden vært fallende de siste årene, og det kan være et moment å være oppmerksom på, da hele obligasjonsgjelden kan forfalle ved

brudd på lånevilkåret. Lånevilkåret knyttet til netto gjeldsandel sier at denne ikke kan være over 65%. Denne var ved utgangen av 2022 på 54%, mens den i 2023T er 58%.

Oppsummert vil vi konkludere med at forfallsstrukturen til SBB også indikerer likviditetsproblem på kort til mellomlang sikt. Lånevilkårene knyttet til kredittrating har blitt brutt, og de økte rentekostnadene er med på å svekke likviditeten ytterligere.

6.6 Oppsummering analyse av kortsiktig risiko

Analysen av likviditeten til SBB gjennom balansen, resultatet og kontantstrømmen viser en nedadgående trend. Den finansielle likviditetsgraden var bedre enn bransjen fra 2020 til og med 2022, men trenden viser at likviditeten har vært svekkende. I 2023T er den finansielle likviditetsgraden marginalt dårligere enn bransjen, og SBB har få kortsiktige finansielle eiendeler til å dekke inn de kortsiktige finansielle forpliktelsene. Dette tyder på en presset likviditet. Rentedekningsgraden har falt markant fra 2021, og SBB kommer dårligere ut enn bransjen på dette nøkkeltallet i 2023T. Det faktum at rentedekningsgraden er under 1 i 2023T viser at SBB ikke evner å dekke inn finanskostnadene med resultat til sysselsatt kapital. Ser man dette i sammenheng med kontantstrømanalysen, er det tydelige tegn på at SBB har behov for likvide midler. Lånevilkårene er ifølge selskapets årsrapport ikke brutt per 2022, men de nyligste kredittratingene gjør at enkelte lånevilkår brytes i løpet av 2023T, og finansieringskostnadene øker ytterligere på grunn av dette. Det er med på å legge ytterligere press på en anstrengt likviditetssituasjon. Samlet sett vil vi derfor konkludere med at den kortsiktige risikoen er høyere for SBB enn for bransjen, som også har antydninger til et likviditetsproblem. På bakgrunn av dette vil vi gi den kortsiktige risikoen en rating på CCC+, som betyr at det er høy risiko knyttet til SBB sin likviditetssituasjon.

7. Analyse av langsiktig risiko: Soliditetsanalyse

I dette kapitlet skal vi analysere soliditeten til SBB. Vi skal analysere relevante nøkkeltall, hvordan disse har utviklet seg over perioden, og hvordan de er sammenlignet med bransjen. En soliditetsanalyse er sentral for en langsiktig kreditor, fordi soliditeten sier noe om i hvor stor «buffer» selskapet har for å stå imot tap (Plenborg & Kinserdal, 2021). I tillegg skal vi analysere rentabiliteten og gjennomføre en statistisk finansieringsanalyse.

7.1 Rammeverk for soliditetsanalyse

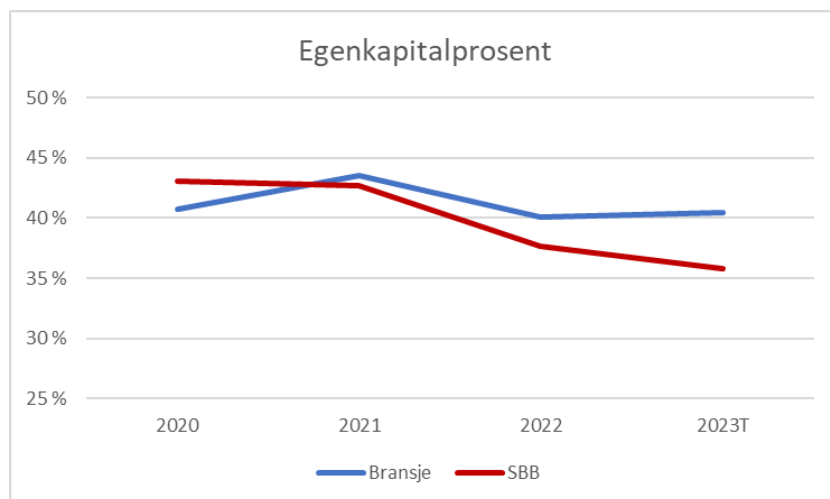
Vår soliditetsanalyse vil ta utgangspunkt i rammeverket presentert av Knivsflå i faget ACC421A (Knivsflå, 2023c). Rammeverket består av tre deler; analyse av egenkapitalprosent, analyse av rentabilitet, og analyse av kapitalstruktur. Dersom selskapet har negativ rentabilitet vil dette tære på egenkapitalen, noe som vil øke soliditetsrisikoen og følgelig kredittrisikoen. En lite hensiktsmessig sammensetning av finansieringen vil også øke soliditetsrisikoen (Knivsflå, 2023c).

7.2 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent viser egenkapital i forhold til total kapital (Plenborg & Kinserdal, 2021).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{minoritetsinteresser}}{\text{Total kapital}} * 100$$

Egenkapitalprosent er et viktig nøkkeltall for å analysere hvorvidt et selskap klarer å stå imot tap. Beaver publiserte i 1966 en studie som viste at selskaper med en lav egenkapitalandel har større sannsynlighet for å gå konkurs. Dette viste han ved å sammenligne selskaper som hadde gått konkurs, med selskaper som ikke hadde gått konkurs. I studien fant han at selskapene som hadde gått konkurs hadde hatt høyere gjeldsandel enn selskapene som ikke gikk konkurs, og at gjeldsandelen økte i de siste årene før konkurs (Beaver W. H., 1966). Derfor kan man argumentere for at egenkapitalprosenten er et viktig nøkkeltall for en kreditor for å analysere kredittrisiko, da dette er en omskrivning av gjeldsandel.



Figur 16: Egenkapitalprosent

Utviklingen i egenkapitalprosent har vært relativt stabil for bransjen gjennom perioden. For SBBs del kan man se en negativ utvikling. I 2020 hadde SBB en egenkapitalandel på 43,05%, bransjen hadde 40,79%. I trailingåret hadde SBB en egenkapitalandel på 35,8%, mens bransjen hadde 40,50%. Det at SBBs egenkapitalandel har forverret seg sammenlignet med bransjen, taler for en økt soliditetsrisiko.

I utgangspunktet bør man være varsom når man bruker egenkapitalprosent som et nøkkeltall for å uttale seg om langsiktig risiko. I tillegg til å se på egenkapitalandelen er det ifølge Finn Kinserdal (2023) viktig å se på hva egenkapitalen består av (Kinserdal F., 2023). Etter IFRS sitt rammeverk, er egenkapitalen den gjenværende delen av eiendelene når man har trukket fra alle forpliktelsene (IFRS Foundation, 2018). Kredittrisikoen vil generelt være større om egenkapitalen i stor grad består av immaterielle eiendeler som goodwill, sammenlignet med for eksempel faste driftsmidler, alt annet like. Det er fordi eiendeler som goodwill er gjenstand for nedskrivning når selskapet går dårlig og kan forverre en dårlig situasjon (Kinserdal F., 2023). Eiendelssiden til SBB består i relativt liten grad av immaterielle eiendeler, så dette anser vi som lite relevant i vår analyse. Likevel er det viktig å huske på at den største eiendelsposten i regnskapet til SBB er investeringseiendom. Etter IAS 40 er det som nevnt tillatt å vurdere eiendommene til virkelig verdi (Deloitte, u.d.a). Dette vil si at i en periode med fallende eiendomspriser, slik man har sett de siste to årene, vil dette redusere egenkapitalen. Dette gjør eiendelene og egenkapitalen volatile for verdiendringer, noe som kan sies å øke soliditetsrisikoen.

SBB har et lånevilkår knyttet til obligasjonsgjelden som sier at netto gjeldsgrad ikke kan overstige 65%.

7.3 Rentabilitetsanalyse

I kapittel 6.3 utledet vi rentedekningsgraden og vi argumenterte for at dette kunne brukes til å analysere likviditeten. I tillegg til dette kan rentedekningsgraden være et mål på soliditetsrisiko, fordi en negativ rentedekningsgrad vil tære på egenkapitalen (Knivsflå, 2023c).

Som nevnt i kapittel 6.3 kan rentedekningsgraden utledes slik:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Resultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Egenkapitalrentabiliteten kan i utgangspunktet utledes ved å ta resultat til sysselsatt kapital og trekke fra netto finanskostnad og dele på egenkapital:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat til sysselsatt kapital} - \text{netto finanskostnad}}{\text{Total egenkapital}}$$

Her kan man se at dersom rentedekningsgraden er lavere enn én, vil altså telleren i dette uttrykket være negativ og egenkapitalrentabiliteten vil dermed være negativ. Her tar vi også hensyn til minoritetsinteressene. Dette er fordi vi ønsker å se på rentabiliteten til hele egenkapitalen og ikke bare egenkapitalen til morselskapet (Plenborg & Kinserdal, 2021). Det vil altså da si at vi ikke deler nettoresultat til morselskapets egenkapital på morselskapets egenkapital, men resultatet til hele egenkapitalen på hele egenkapitalen.

Siden vi ønsker å se på rentabiliteten til egenkapitalen gjennom hele året, tar vi høyde for dette i nevneren. En måte kunne vært å ta gjennomsnittet av inngående og utgående kapital, eller inngående kapital pluss halvparten av endringen i kapital i perioden. Her forutsetter man at kapitalendringen skjer midt i året. Ved å bruke denne metoden ville vi fått en kontinuerlig rente, men det vi ønsker er en etterskuddsrente. Da blir vi nødt til å trekke fra resultatet fra kapitalendringen (Knivsflå, 2023h). Dermed får vi:

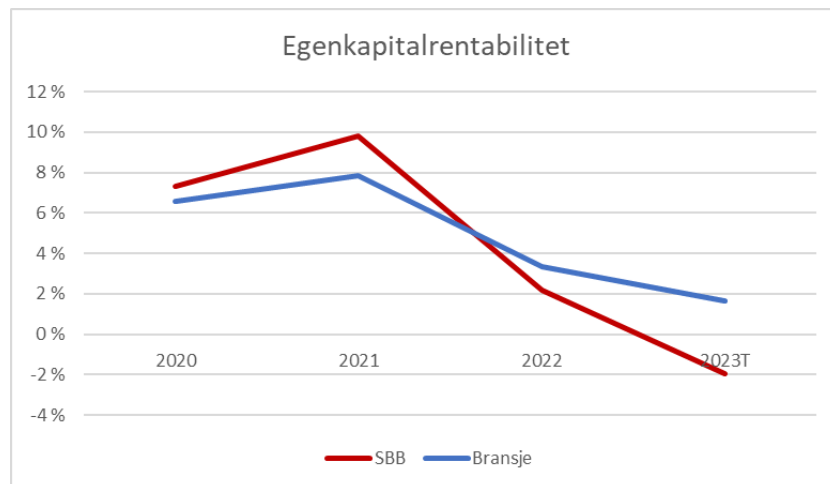
$$ekr = \frac{RSK - NFK}{TEK_{t-1} + \frac{\Delta TEK_t - (RSK - NFK)}{2}}$$

Der:

RSK = Resultat til sysselsatt kapital

NFK = Netto finanskostnad

TEK = Total egenkapital



Figur 17: Egenkapitalrentabilitet

Man kan se av figur 17 at i trailingåret, hvor SBB hadde en rentedekningsgrad som var lavere enn 1, så er egenkapitalrentabiliteten negativ. Dette vil altså si at det er en sammenheng mellom den svake likviditeten og soliditeten. Når resultatet til sysselsatt kapital er lavere enn netto finanskostnad, vil dette tære på egenkapitalen. Dersom SBB ikke klarer å snu denne trenden i årene som kommer vil dette bety at egenkapitalen vil bli mindre for hvert år. Utsiktene for styringsrenten fra kapittel 2.2.4 viser at renten vil øke, før den utvikler seg relativt flatt de neste årene. Det vil si at SBB vil være avhengig av å bedre driftsresultatet for å kunne opprettholde, eller forbedre egenkapitalandelen. Selv om egenkapitalrentabiliteten i seg selv ikke er interessant for en kreditor, vil det altså være relevant ved å se det i sammenheng med rentedekningsgrad og lånevilkår.

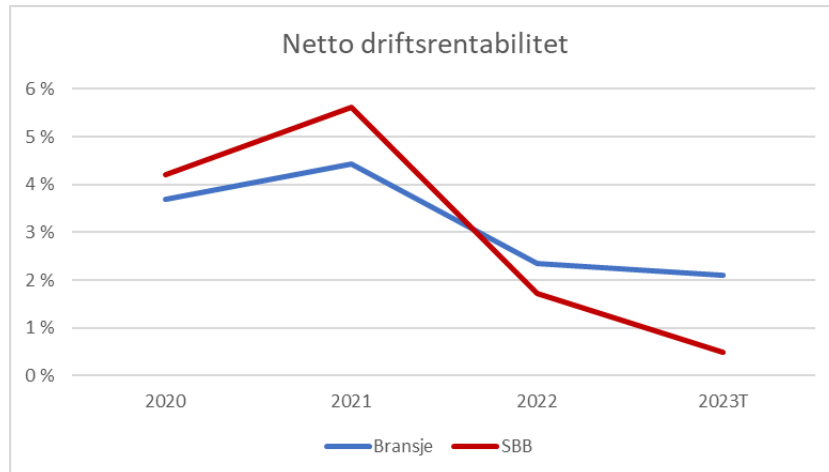
Plenborg og Kinserdal (2021) argumenterer for at kreditor er opptatt av at det operasjonelle resultatet, da dette er selskapets primærkilde til å betjene gjeld. Unormale poster er ikke mulig å predikere og egner seg derfor ikke til å analysere hvor mye selskapet vil generere for å betjene gjeld (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 113).

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

Der:

NDR = Netto driftsresultat

NDE = Netto driftseiendeler



Figur 18: Netto driftsrentabilitet

Som man kan se av figur 18 at netto driftsrentabilitet har falt for bransjen og for SBB. SBB har hatt en større nedgang enn bransjen for øvrig. I 2020 hadde SBB en netto driftsrentabilitet på 4,21%, mens bransjen hadde 3,69%. I trailingåret har selskapet hatt en netto driftsrentabilitet på 0,5%, og bransjen 2,10%. Denne er altså ikke negativ hverken for bransjen eller for SBB. Det er viktig å huske på at vi bruker normaliserte tall og at for eksempel verdiendring for investeringseiendommene ikke er med. Dersom denne hadde vært med i telleren hadde nøkkeltallet vært negativt for SBB i både 2022 og i trailingåret, noe som vil tære på egenkapitalen.

7.4 Statisk finansieringsanalyse

For å analyse den langsiktige risikoen er det nødvendig å analysere hvordan eiendelene er finansiert. Plenborg og Kinserdal (2021) argumenterer for at de langsiktige operasjonelle eiendelene pluss den faste delen av netto arbeidskapital bør være finansiert med langsiktig kapital, altså egenkapital eller langsiktige forpliktelser. En kortsiktig finansiering av langsiktige operasjonelle eiendeler vil kreve hyppig refinansiering, noe som vil øke den langsiktige risikoen (Plenborg & Kinserdal, 2021).

For å analysere kapitalstrukturen til SBB benytter vi oss av finansieringsmatrisen presentert i faget ACC421A av Knivsflå (Knivsflå, 2023c). Finansieringskildene sorteres etter hvor langsiktige de er, mens eiendelene sorteres etter hvor illikvide de er. Egenkapital er den mest langsiktige finansieringskilden, mens kortsiktig finansielle forpliktelser er den mest kortsiktige. Langsiktige operasjonelle eiendeler er minst likvide, mens kortsiktige finansielle eiendeler er mest likvide. Man ønsker at matrisen skal gå «mot bunnen» så fort som mulig. Dette vil tyde på at eiendelene er langsiktig finansiert og taler for en lavere soliditetsrisiko (Knivsflå, 2023c).

mSEK	EK	MI	LOF	LFF	KOF	KFF	TE
LOE	42 615	12 103	7 337	68 520	2 749	9 918	143 242
LFE						5 228	5 228
KOE						1 247	1 247
KFE						3 127	3 127
TK	42 615	12 103	7 337	68 520	2 749	19 520	152 844

Tabell 37: Finansieringsmatrise, SBB - i absolutte tall

mSEK	EK	MI	LOF	LFF	KOF	KFF	TE
LOE	45 405	3 227	8 621	48 541	1 926	5 534	113 255
LFE						3 501	3 501
KOE						1 519	1 519
KFE						1 807	1 807
TK	45 405	3 227	8 621	48 541	1 926	12 362	120 082

Tabell 38: Finansieringsmatrise, bransje – i absolutte tall

	EK	MI	LOF	LFF	KOF	KFF	TE
LOE	29,75 %	8,45 %	5,12 %	47,84 %	1,92 %	6,92 %	93,72 %
LFE						100,00 %	3,42 %
KOE						100,00 %	0,82 %
KFE						100,00 %	2,05 %
TK	27,88 %	7,92 %	4,80 %	44,83 %	1,80 %	12,77 %	100,00 %

Tabell 39: Finansieringsmatrise, SBB - i prosent

	EK	MI	LOF	LFF	KOF	KFF	TE
LOE	40,09 %	2,85 %	7,61 %	42,86 %	1,70 %	4,89 %	94,31 %
LFE						100,00 %	2,92 %
KOE						100,00 %	1,27 %
KFE						100,00 %	1,50 %
TK	37,81 %	2,69 %	7,18 %	40,42 %	1,60 %	10,29 %	100,00 %

Tabell 40: Finansieringsmatrise, bransje - i prosent

I finansieringsmatrisen, både for SBB og for bransjen ser man at man ikke går «mot bunnen» før man kommer til kortsiktig finansielle forpliktelser. Dette betyr at SBB og bransjen finansierer langsiktige eiendeler med kortsiktig finansielle forpliktelser. Selskapet og bransjen

har dermed en risikabel finansiering som kan sørge for at selskapet må ty til refinansieringer. Ved å sammenligne tabell 39 og 40 kan man se at SBB i større grad finansierer langsiktige operasjonelle eiendeler med kortsiktig finansielle forpliktelser, sammenlignet med bransjen. Finansieringsanalysen oppsummeres i tabell 41. Her kan man se hvordan eiendelene er finansiert. Analysen vår tyder på at bransjen generelt har utfordringer knyttet til finansieringsstrukturen og at dette øker soliditetsrisikoen. SBB finansierer en større andel av de langsiktige eiendelene kortsiktig, noe som betyr at SBB har en høyere soliditetsrisiko enn bransjen.

	SBB	Bransje
Langsiktige eiendeler med kortsiktig finansiering	12,05%	9,39%
Langsiktige eiendeler med langsiktig finansiering	87,95%	90,61%
Kortsiktige eiendeler med langsiktig finansiering	0,00%	0,00%
Kortsiktige eiendeler med kortsiktig finansiering	100,00%	100,00%

Tabell 41: Oppsummering finansieringsanalyse

7.5 Oppsummering av langsiktig risiko

Soliditetsanalysen av SBB viser at den langsiktige risikoen til selskapet er høy. SBBs soliditet synes å være svakere enn bransjens, i en bransje som sliter med fallende verdier på eiendommene. Selskapets egenkapitalandel er fallende, og selskapet kan i nær fremtid få problemer med å oppfylle lånevilkåret om å ikke ha en høyere netto gjeldsandel enn 65%. Dette vil kunne føre til at kreditorene setter inn tiltak knyttet til den eksisterende gjelden, som nevnt i delkapittel 6.5. Eksempler på ytterligere tiltak kreditorene kan iverksette er å kreve umiddelbar innfrielse av gjelden. Dette vil kunne skape problemer for SBB. Analysen av finansieringsstrukturen viser at selskapet har finansiert langsiktige operasjonelle eiendeler med kortsiktig finansiell gjeld. Dette er gjeld som må refinansieres i løpet av det neste året og dersom man ser dette i sammenheng med utfordringene knyttet til lånevilkårene kan dette vise seg å være vanskelig. Netto driftsrentabilitet er lav, men ikke negativ, som vil si at driftsrentabiliteten ikke tærer på egenkapitalen. Som nevnt er det verdt å merke seg at denne kun baserer seg på det normaliserte driftsresultatet, og at rentabiliteten er negativ dersom verdiendringen av eiendommene regnes inn. Finansieringsstrukturen taler for en lav rating, det samme gjør den fallende rentabiliteten som vil kunne svekke soliditeten. Egenkapitalnivået er fallende, men enn så lenge innenfor lånevilkår-kravet. Samlet vil vi gi SBB en rating på den langsiktige risikoen på B.

8. Syntetisk rating og analyse av rente

I dette kapitlet skal vi først presentere hva som menes med rating, og hvilken rating SBB har fått fra ratingselskapene. Deretter skal vi gjennomføre en syntetisk rating av SBB basert på den kreditororienterte regnskapsanalysen. Videre vil den syntetiske ratingen, sammen med den strategiske risikoringen, danne grunnlaget for vår endelige rating av SBB. Avslutningsvis i dette kapitlet skal vi analysere kravet til SBBs eksisterende finansielle forpliktelser, og sammenligne dette med rentabiliteten for å finne ut om det eksisterer en finansieringsfordel.

8.1 Generelt om rating

I en kredittanalyse er man opptatt av hva det forventede tapet ved utlånet er. Tapet bestemmes av sannsynligheten for mislighold, og hvor stort et tap ved mislighold vil være. Hvor stor tapet ved mislighold vil være avhenger av utestående gjeld ved mislighold og gjenvinningsgrad (Plenborg & Kinserdal, 2021).

En kredittrating er ifølge S&P en mening om den framoverskuende betalingsvillighet og betalingskapasiteten til et selskap, etter hvert som kravene forfaller. Den sier altså noe om sannsynligheten for at selskapet misligholder sine forpliktelser i fremtiden, og er et uttrykk for kredittrisiko (S&P Global, u.d.) En kredittrating går fra AAA, som er den høyeste ratingen til D, som er den laveste ratingen (Fitch Ratings, u.d.). Ifølge Plenborg og Kinserdal (2021) kan en kredittrating, i tillegg til å si noe om sannsynligheten for mislighold, gi en indikasjon på prisen på kreditten (Plenborg & Kinserdal, 2021). S&P har utarbeidet en skala som sier noe om hva som kjennetegner selskapene med ulik rating. I tabell 42 har vi oversatt disse kjennetegnene til norsk.

Rating	Kjennetegn	
AAA	Ekstrem sterk evne til å møte sine finansielle forpliktelser	Investment grade
AA	Veldig sterk evne til å møte sine finansielle forpliktelser	
A	Sterk evne til å møte sine finansielle forpliktelser, men noe utsatt for økonomiske forhold og endrede forutsetninger	
BBB	Adekvat evne til å møte sine finansielle forpliktelser, men er mer utsatt for nedgang i de økonomiske forholdene	
BB	Mindre sårbar på kort sikt, men opplever store usikkerheter knyttet til lite gunstige forretningsmessige, finansielle og økonomiske forhold	Speculative grade
B	Mer sårbar for lite gunstige forretningsmessige, finansielle og økonomiske forhold, men har kapasitet til å møte sine finansielle forpliktelser	
CCC	Sårbar og avhengig av gunstige forretningsmessige, finansielle og økonomiske forhold for å klare å møte sine finansielle forpliktelser	
CC	Meget sårbar; mislighold har enda ikke forkommet, men forventes å være nesten sikkert	
C	Meget sårbar for manglende betaling og forventet gjenvinningsgrad er lavere enn for gjeld med høyere rating	
D	Mislighold på en finansiell forpliktelse. Brukes også ved innsendt konkursbegjæring	

Tabell 42: Kjennetegn ved ulike ratingklasser (S&P Global, u.d.)

En kredittvurdering med en tilhørende rating vil være av interesse for flere interessenter. En bank eller en obligasjonseier er selvsagt interessert i av selskapets økonomiske helsetilstand. De er interessert i å finne ut hvor stor sannsynlighet det er for at selskapet misligholder kravet, og hvor mye de kan forvente å få tilbakebetalt ved eventuelt mislighold. Disse vil i mange tilfeller utarbeide også sine egne kredittvurderinger, men vil også bruke innsikt fra kredittvurderingene til kredittratingforetakene. Det at SBB har lånevilkår knyttet opp til at selskapet skal ha «investment grade» viser at de finansielle kreditorene bruker innsikten fra kredittratingforetakene. Kunder er en annen interessent som vil dra nytte av en kredittvurdering. De er opptatt av at selskapet klarer å levere på garantier og reparasjoner (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 377). For et eiendomsselskap vil dette være leietakere som er opptatt av at utleier klarer å oppfylle krav om for eksempel vedlikehold. En leverandør vil også være opptatt av at kunden klarer å gjøre opp for seg etter at en vare eller tjeneste har blitt levert. Det er nærliggende å anta at kunder og leverandører ikke i like stor grad gjennomfører

egne kredittvurderinger. Derfor kan man argumentere for at de vil være mer avhengig av tredjepartsvurderinger fra kredittratingsselskap.

SBB har, som nevnt, i løpet av 2023 fått oppdaterte kredittvurderinger fra Scope, S&P og Fitch. Vi skal nå gå gjennom hva de ulike kredittratingforetakene ga i rating, og hva de pekte på i analysen.

Scope ga i juni 2023 en utsteder-rating på BB- (Scope Ratings, 2023). De pekte på en fallende rentedekningsgrad og dårligere tilgang på kapital som hovedutfordringene, i tillegg til at de vil være avhengig av å selge eiendeler for å møte kortsiktige forpliktelser. De peker også på at kvaliteten på eiendomsporteføljen kan forverres som følge av salgene de vil bli nødt til å foreta seg. I tillegg peker de på at mange svenske eiendomsselskap i tiden fremover vil være nettoselgere av eiendom, noe som vil gjøre det vanskelig å selge eiendommer. Scope ga i tillegg den kortsiktige gjelden karakteren S-4, som er den laveste karakteren før mislighold. Scope mener at ratingen kan bli lavere i fremtiden dersom refinansieringen av gjelden blir dyrere enn hva Scope har lagt til grunn i sine beregninger, eller at noen av bankene fryser kredittfasilitetene. Ratingen kan bli høyere i fremtiden dersom SBB forbedrer rentedekningsgraden og gjeldsgraden. Til slutt peker Scope på at de gir den usikrede seniorgjelden en rating på BB- (Scope Ratings, 2023).

S&P ga i juli 2023 en utsteder-rating på CCC+ med negative utsikter (S&P Global, 2023). Likt Scope, peker S&P på SBBs likviditetsproblemer og dårlig tilgang på kapital som noen av grunnene til den lave ratingen. Det faktum at SBB i andre kvartalsrapport rapporterte om mindre tilgjengelig kontanter og mer kortsiktig gjeld som forfaller i løpet av det neste året, mener de taler for en høyere kredittrisiko på kort sikt. De peker på at SBB blir mer avhengig av gunstige avtaler når de skal selge eiendommer, men at dette kan være utfordrende i et tøft marked. I tillegg peker de på at gjeldsgraden har forverret seg som følge av verdinedgang på eiendommene og på de finansielle instrumentene. S&P ga en langsiktig utsteder-rating på CCC+/C og en utsteder-rating på usikret seniorgjeld på CCC+. I tillegg ga de en gjenvinningsgrad på 3 på den usikrede gjelden (S&P Global, 2023). Dette er en skala som går fra 1 til 6 og sier noe om hvor mye de usikrede gjeldshaverne kan forvente å få tilbake av kravet sitt (S&P Global, 2016). De har også sett på forfallstrukturen, som viser at kortsiktige obligasjoner på rundt SEK 8,5 milliarder forfaller i løpet av de neste syv månedene. Av dette forfaller rundt SEK 6,5 milliarder 8. februar 2024. De mener også at det finansielle presset har økt i løpet de siste ukene før de skrev kredittvurderingen, som ble skrevet to uker etter andre

kvartalsrapport ble publisert av SBB. Tilgangen på kapital har blitt dårligere og S&P tror at SBB nå har undersøkt mulighetene for å refinansiere obligasjonsgjelden med sikrede obligasjoner. S&P har i tillegg regnet ut at justert gjeldsgrad har økt fra 59% til 65,5% (S&P Global, 2023). De har også regnet seg frem til en «like-for-like» leieinntektsøkning på 8% og de ser for seg at ledigheten skal ligge på et lavt nivå, rundt fire til fem prosent, men at dette ikke kan gjøre opp for at de får et lavere resultat fra fellesforetak. De forventer derfor at rentedekningsgraden fortsatt skal være på et lavt nivå det neste året, rundt 1,7 til 1,8 og at gjeldsgraden skal holde seg på 65%. I tillegg klassifiserer de utsiktene som negative på grunn av SBBs svake evne til å skaffe kapital som kan dekke de kortsiktige kravene (S&P Global, 2023).

Fitch ga i sin kredittvurdering fra august 2023 en utsteder-rating på B- og en rating til den usikrede gjelden på B+. I tillegg ga de gjenvinningskarakteren RR2, på en skala som går fra 1 til 6, hvor 6 er den svakeste karakteren (Fitch Ratings, 2023a; Fitch Ratings, u.d.). Som de andre kredittratingforetakene, peker også Fitch på den pressede likviditeten og vanskeligheter knyttet til å skaffe nok kapital for å dekke de kortsiktige forpliktelsene. De peker på at SBB bør utstede ny egenkapital i løpet av siste halvår i 2023, og at dette sammen med salg av eiendeler vil kunne dekke de kortsiktige kravene frem til første halvår av 2024. I tillegg peker de på at de tror kreditorene som har utstedt sikret gjeld, i større grad enn obligasjonseierne vil være villig til å refinansiere gjelden som forfaller i løpet av de neste 12 månedene (Fitch Ratings, 2023a). Fitch mener at driften til SBB, med høy grad av offentlige leietakere, reduserer kredittrisikoen og muliggjør en høyere gjeldsandel sammenlignet med et selskap som driver med kommersielle eiendommer. I tillegg vil de kunne tillate seg å ha en lavere rentedekningsgrad. De mener at SBB har en stabil eiendomsportefølje som er mindre volatil for endringer i økonomien, sammenlignet med et ordinært eiendomsselskap (Fitch Ratings, 2023a).

Kredittratingforetakene peker altså på den svake likviditeten som en kilde til kredittrisiko. I tillegg mener de at SBB vil kunne slite med å skaffe ny kapital, som vil kunne tvinge de til å måtte selge eiendommer for å møte gjeldskrav på kort og mellomlang sikt.

8.2 Syntetisk rating

Selv om SBB har offentlig tilgjengelige ratinger fra ulike ratingselskaper, ønsker vi å foreta en egen rating basert på nøkkeltall. Selv om ratingen fra de ulike ratingselskapene kan

sammenlignes og gi et godt bilde av kredittrisikoen, vil en egen rating gi ytterligere innsikt og sammenligningsgrunnlag. Ratingen vi skal utarbeide i dette delkapittelet baseres på ulike nøkkeltall fra likviditets- og soliditetsanalysen. Dette kalles syntetisk rating, og formålet er å plassere selskapet i en ratingklasse basert på nøkkeltall fra regnskapet. En svakhet med den syntetiske ratingen er imidlertid at man benytter historiske regnskapstall for å forklare den fremtidige kredittrisikoen (Damodaran, 2015).

For å kunne plassere SBB i en ratingklasse må vi først velge hvilke nøkkeltall som den syntetiske ratingen skal baseres på. Vi ønsker å ha nøkkeltall som er knyttet til risiko, og ser det derfor hensiktsmessig å benytte nøkkeltall fra både den kortsiktige- og langsiktige risikoanalysen.

I følge Damodaran (2015) kan det være relevant å se på selskapers sammenheng mellom nøkkeltallet rentedekningsgrad og ratingklassene til S&P (Damodaran, 2015). Sammenhengen mellom rentedekningsgraden og ratingklassene i tabellen nedenfor er basert på alle noterte ikke-finansielle selskap i USA som har en markedsverdi over 5 millioner dollar, og inkluderer også den relevante kredittrisikopremien (Damodaran, 2023). Videre i tabellen under har vi også inkludert nøkkeltallet gjeldsgrad, som er totale forpliktelser delt på total kapital, og $\frac{Gjeld}{EBITDA}$. Vi anser disse nøkkeltallene som relevante på grunn av at S&P bruker disse som nøkkeltall ved utarbeidelse av rating for eiendomsbransjen (S&P Global, 2018). Sammenhengen mellom nøkkeltallet gjeldsgrad og ratingklassene er basert på selskaper som vurderer eiendommene til virkelig verdi, og ettersom SBB gjør det, anser vi denne sammenhengen mellom ratingklasse og nøkkeltall for å være særdeles relevant. Likevel har vi sett oss nødt til å ta enkelte forutsetninger ved utarbeidelsen av tabellen nedenfor, der vi viser sammenhengen mellom ratingklassene og de ulike nøkkeltallene. S&P har ikke informasjon om hvordan de vurderer nøkkeltallene sammenlignet med nøkkeltallene tilgjengelig offentlig. Rangeringen baserer seg på hvordan de rangerer den finansielle risikoen, fra «minimal» til «highly leveraged» (S&P Global, 2018). Vi har derfor forutsatt at den finansielle risikoen som er klassifisert som «minimal» korresponderer med ratingklasse AA og høyere, og at «highly leveraged» korresponderer med ratingklasse CCC og lavere. Sammenhengen mellom ratingklasse og sannsynligheten for konkurs ett år frem i tid er også inkludert i tabellen nedenfor (Knivsflå, 2023c). Av tabellen ser man at sannsynligheten for konkurs stiger eksponentielt, og øker betraktelig fra ratingklasse BB og nedover. Som vist i tabell 42 så er det fra ratingklasse BB at skillet mellom «Investment grade» og «Speculative grade» går.

	Rentedekningsgrad	Gjeldsgrad	Gjeld / EBITDA	Kreditrisikopremie	Sannsynlighet for konkurs
AAA	8,5			0,69%	0,00%
AA	6,5	< 25%	< 2,5	0,85%	0,02%
A	4,25	25-35%	2,5-4,5	1,42%	0,08%
BBB	2,5	35-50%	4,5-7,5	2,00%	0,26%
BB	2	50-60%	7,5-9,5	3,13%	0,97%
B	1,5	60-65%	9,5-13	5,26%	4,93%
CCC	0,8	> 65%	> 13	11,57%	12,61%
CC	0,65			15,78%	27,96%
C	0,2			17,50%	50,99%
D	<0,2			20,00%	85,54%

Tabell 43: Sammenhengen mellom ratingklasser og utvalgte forholdstall, med kreditrisikopremie og sannsynlighet for konkurs (Damodaran, 2023; S&P Global, 2018; Knivsflå, 2023b).

Det er verdt å påpeke at tabellen over ikke er fullstendig, da det ikke eksisterer offentlig informasjon om den fullstendige sammenhengen mellom ratingklasser og nøkkeltallene gjeldsgrad og $\frac{Gjeld}{EBITDA}$. Dette er en svakhet ved tabellen, fordi det blir en skjønsmessig vurdering av hvilken ratingklasse SBB vurderes til, i de tilfellene der disse nøkkeltallene blir klassifisert som lavere enn CCC. Dette er tilfellet for SBB i hele analyseperioden for nøkkeltallet $\frac{Gjeld}{EBITDA}$. Likevel gir sammenhengen en pekepinn på hva den syntetiske ratingen til SBB kan være i de ulike årene. Tabellen under viser at gjennomsnittsratingen av disse tre nøkkeltallene har gått fra BB- i 2020, til CC i 2023T. Fra 2021 til og med 2023T har det vært en negativ utvikling, og en rating på CC betyr at SBB har en meget sårbar økonomisk tilstand og at det forventes mislighold i fremtiden.

SBB	2020	2021	2022	2023T
Rentedekningsgrad	4,71	8,69	2,28	0,45
Rating	A+	AAA	BB+	C+
Gjeldsgrad	57,0%	57,3%	62,4%	64,2%
Rating	BB-	BB-	B	B-
Gjeld / EBITDA	20,46	17,20	42,66	39,34
Rating	Under CCC	Under CCC	Under CCC	Under CCC
Gjennomsnittsrating	BB-	BB+	CCC+	CC

Tabell 44: Forslag til syntetisk rating av SBB

På grunn av at tabell 43 er utarbeidet basert på flere forutsetninger, og med tanke på manglende informasjon om sammenhengen mellom alle ratingklassene og de tilhørende nøkkeltallene, ønsker vi å utarbeide enda et forslag til syntetisk rating. Dette er for å kunne få et sammenligningsgrunnlag, og på denne måten styrke påliteligheten til vår syntetiske rating. For den alternative syntetiske ratingen benytter vi oss av rammeverket til Knivsflå (2023c), som

viser sammenhengen mellom ratingklasser og de fire nøkkeltallene likviditetsgrad, rentedeckningsgrad, egenkapital-prosent, og netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2023c). Selv om dette rammeverket ikke er spesifikt rettet mot eiendomsbransjen, vil det gi et referansegrunnlag som vi kan bruke til å sammenligne med den syntetiske ratingen i tabell 44. I tabellen nedenfor er også kredittrisikopremien og sannsynligheten for konkurs ett år frem i tid inkludert (Damodaran, 2023; Knivsflå, 2023b).

	Likviditetsgrad	Rentedekningsgrad	EK / TK	Netto driftsrentabilitet	Kredittrisikopremie	Sannsynlighet for konkurs
AAA	11,4	16,9	0,934	0,33	0,69%	0,00%
	8,7	11,6	0,886	0,288		
AA	6	6,3	0,837	0,246	0,85%	0,02%
	4,4	4,825	0,738	0,196		
A	2,8	3,35	0,638	0,146	1,42%	0,08%
	2,15	2,755	0,527	0,111		
BBB	1,5	2,16	0,417	0,076	2,00%	0,26%
	1,25	1,69	0,358	0,062		
BB	1	1,22	0,3	0,048	3,13%	0,97%
	0,85	1,06	0,252	0,034		
B	0,7	0,9	0,204	0,02	5,26%	4,93%
	0,55	0,485	0,162	0,006		
CCC	0,4	0,07	0,12	-0,008	11,57%	12,61%
	0,35	-0,345	0,096	-0,022		
CC	0,3	-0,76	0,073	-0,036	15,78%	27,96%
	0,25	-1,17	0,028	-0,05		
C	0,2	-1,58	-0,018	-0,064	17,50%	50,99%
	0,15	-1,995	-0,09	-0,078		
D	0,1	-2,41	-0,161	-0,092	20,00%	85,54%

Tabell 45: Sammenhengen mellom ratingklasser og utvalgte forholdstall, med kredittrisikopremie og sannsynlighet for konkurs (Damodaran, 2023; Knivsflå, 2023b)

SBB	2020	2021	2022	2023T
Likviditetsgrad	1,37	0,49	0,47	0,16
Rating	BBB-	B-	CCC+	C-
Rentedekningsgrad	4,71	8,69	2,28	0,45
Rating	A+	AA+	BBB	CCC+
EK / TK	0,430	0,427	0,376	0,358
Rating	BBB+	BBB+	BBB-	CCC+
Netto driftsrentabilitet	0,042	0,056	0,017	0,005
Rating	BB-	BB+	B+	B-
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BB-	CCC-

Tabell 46: Alternativt forslag til syntetisk rating av SBB

I tabell 46 har de fire nøkkeltallene for SBB blitt klassifisert inn i ratingklasser for hele analyseperioden. Alle nøkkeltallene, utenom egenkapital-prosent, benytter seg av omgrupperte og normaliserte tall. Likviditetsgraden er derfor ikke likviditetsgrad 1, men den finansielle likviditetsgraden utledet i kapittel 6.2. Den finansielle likviditetsgraden og

rentedekningsgraden er nøkkeltallene som er knyttet til den kortsiktige risikoen. Egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet er på sin side knyttet til den langsiktige risikoen.

Nøkkeltallene hver for seg indikerer en økt risiko, både kortsiktig og langsiktig. Dette gjenspeiles i ratingklassene, der gjennomsnittsratingen har gått fra BBB i 2020 til CCC- i 2023T. Dette antyder, slik tabell 42 viser, en sårbar økonomisk stilling for SBB, og de er avhengig av gunstige forretningsmessige og økonomiske forhold i fremtiden for å kunne møte sine forpliktelser. Den finansielle likviditetsgraden er klassifisert i ratingklasse C-, og dermed meget sårbar. Dette er sammenfallende med analysen av den kortsiktige risikoen, som viser et likviditetsproblem. Legger man ratingklasse C- til grunn er det høyst sannsynlig med mislighold på kort sikt.

Tabell 44 og 46 viser to syntetiske ratinger av SBB basert på ulike nøkkeltall og antagelser, og ved sammenligning av disse ønsker vi å ende opp med en endelig syntetisk rating for hvert av årene i analyseperioden. Gjennomsnittsratingen i tabell 44 er lavere enn hva den er i tabell 46, for hele analyseperioden. Dersom man sammenligner nøkkeltallet rentedekningsgrad, som er inkludert i begge tabellene, så er det tydelig at tabell 44 gir større utslag enn tabell 46. For eksempel er ratingklassen for rentedekningsgraden i 2021 AAA i tabell 44, og AA+ i tabell 46. I 2023T er ratingklassen for rentedekningsgraden C+ og CCC+ i henholdsvis tabell 44 og tabell 46. En syntetisk rating som baserer seg på ratingklassene fra både tabell 44 og tabell 46 vil derfor kunne gi oss en mer presis syntetisk rating. På bakgrunn av at forskjellen i hvordan nøkkeltallene blir klassifisert i de to forskjellige tabellene er relativt liten, og at begge inneholder relevante nøkkeltall for risikoen, ser vi det som hensiktsmessig å ta et veid gjennomsnitt av de to forslagene for å utarbeide den syntetiske ratingen. Den endelige syntetiske ratingen for analyseperioden er presentert i tabell 47, der «Forslag til syntetisk rating 1» er den syntetiske ratingen fra tabell 44, og «Forslag til syntetisk rating 2» er den syntetiske ratingen fra tabell 46.

SBB	2020	2021	2022	2023T
Forslag til syntetisk rating 1	BB-	BB+	CCC+	CC
Forslag til syntetisk rating 2	BBB	BBB	BB-	CCC-
Syntetisk rating	BB+	BBB-	B	CC+

Tabell 47: Syntetisk rating av SBB

For å kunne utarbeide en endelig syntetisk rating for SBB må de syntetiske ratingene for hvert av analyseårene legges til grunn. Det kan da benyttes tidsvektning, der den nyeste

informasjonen vil ha største vektning, da denne egnes bedre til å forklare fremtiden (Knivsflå, 2023c). Analysene av kortsiktig og langsiktig risiko viser at det fra og med 2022 var en betydelig økning i risiko. Derfor anser vi årene 2020 og 2021 for å være mindre egnet til å forklare den fremtidige situasjonen, enn 2022 og 2023T. På bakgrunn av dette velger vi å benytte oss av en vektning på 5% for årene 2020 og 2021, en vektning på 40% av 2022, og 50% vektning av 2023T. Med denne vektningen lagt til grunn blir den endelige syntetiske ratingen av SBB på CCC+. Denne vil sammen med den strategiske risikoringen danne grunnlaget for den endelige ratingen i neste delkapittel.

8.3 Endelig rating

Den syntetiske ratingen foretatt i foregående delkapittel er basert på historiske regnskapstall, og forsøker å forklare fremtiden basert på fortiden. Vi vil i dette delkapittelet foreslå en endelig rating for SBB, og for å hensynta fremtidsperspektivet den syntetiske ratingen mangler, benytter vi oss også av den strategiske risikoringen. Det ble i den strategiske risikoanalysen avdekket forhold som kan påvirke SBB i fremtiden. Den endelige ratingen skal reflektere både fortiden og fremtiden, ved bruk av både syntetisk rating og strategisk risikoring.

Den strategiske risikoringen ble i delkapittel 3.4.2 konkludert med å være BB- på kort sikt, og BBB på lang sikt. Det overordnede fokuset i den strategiske risikoanalysen var kredittrisikoen, og derfor var svakhetene og truslene de faktorene som ble lagt størst vekt på. Det ble avdekket relativt høy kredittrisiko på kort sikt. Bakgrunnen for dette var blant annet tilgang på finansiering og den makroøkonomiske situasjonen. Ettersom SBB sin obligasjonsgjeld har blitt klassifisert som «speculative grade» av kreditratingforetakene S&P, Fitch, og Scope, vil det være dyrere for SBB å utstede ny gjeld i fremtiden. Den makroøkonomiske situasjonen er preget av økte renter, som fører til reduserte eiendomsverdier og økte finanskostnader for SBB.

I den kreditororienterte regnskapsanalysen ble det utført analyser på kortsiktig og langsiktig risiko, i henholdsvis kapittel 6 og 7. Den kortsiktige risikoanalysen fokuserte på likviditeten til SBB. Det ble avdekket at likviditeten har vært sviktende, og klare indikasjoner på et likviditetsproblem. De kortsiktige finansielle eiendelene har siden 2022 ikke vært på et tilstrekkelig nivå til å dekke inn de kortsiktige finansielle forpliktelsene. I tillegg viste likviditetsanalysen at driften ikke er i stand til å dekke de løpende finanskostnadene i 2023T. Selv om dette er basert på historiske regnskapstall, ga analysen av forfallsstrukturen på gjeld

og lånevilkår en pekepinn på den fremtidige situasjonen. Av de totale finansielle forpliktelsene er det 33% som forfaller innen ett og et halvt år. Disse finansielle forpliktelsene kan antageligvis refinansieres, men basert på ratingen fra kredittratingselskapene vil det trolig bli til en høyere rente. I tillegg har SBB fått økte finanskostnader som følge av brudd på lånevilkåret knyttet til kredittrating. Selskapet er også etter våre beregninger i brudd med lånevilkåret knyttet til rentedekningsgrad. Disse faktorene tyder på et nåværende likviditetsproblem, og en fremtidig situasjon som forverrer seg dersom lånevilkårene også brytes i fremtiden. Analysen av den langsiktige risikoen viste at SBB har en negativ utvikling i egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Det ble også avdekket i den statiske finansieringsanalysen at SBB finansierer 12% av sine langsiktige eiendeler med kortsiktige finansielle forpliktelser, som er en finansieringsstruktur som er mer risikabel enn bransjen. Den langsiktige risikoen til SBB ble derfor ansett som høy.

Vår strategiske risikorating av SBB er på kort sikt BB-, og den syntetiske ratingen er på CCC+. Dersom vi vektlegger disse ratingene like mye ender vi opp med en endelig rating på B. Likevel vil vi argumentere for en endelig rating som er lavere enn B. Det har i den kortsiktige risikoanalysen blitt avdekket forhold knyttet til lånevilkårene som ikke blir gjenspeilet i den syntetiske ratingen. Lånevilkåret som er knyttet til kredittratingene SBB har fått fra kredittratingforetakene er i 2023T brutt, ettersom kredittratingene er under BBB. Dette bruddet øker rentekostnadene med omtrent 300 millioner, som vil gi en økning på ca. 11% av de totale finanskostnadene i 2023T. Denne kostnaden er ikke inkludert ved utarbeidingen av den syntetiske ratingen, men er relevant for kredittrisikoen til SBB. Bruddet på dette lånevilkåret taler derfor for at den endelige ratingen skal være lavere enn B.

Vi konkluderer på bakgrunn av strategisk risikorating, syntetisk rating, og argumentasjonen ovenfor, med en endelig rating av SBB på B-.

8.4 Krav til avkastning på eksisterende finansielle forpliktelser

Vi ønsker nå å finne et uttrykk for hva kravet til SBBs finansielle gjeld har vært i løpet av analyseperioden. Kravet til avkastning etter skatt på finansiell gjeld kan uttrykkes på følgende måte (Knivsflå, 2023i):

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = \text{risikofri rente etter skatt} + \text{kredittrisikopremie}$$

Her er vi altså nødt til å finne risikofri rente etter skatt og legge til en kredittrisikopremie basert på ratingen de ulike årene (Knivsfå, 2023i). Vi skal starte med å finne risikofri rente etter skatt for de ulike årene, i tillegg til en kredittrisikopremie for hvert år.

Ifølge Higgins med flere i boka *Analysis for Financial Management* fra 2019, er summen av risikofri rente og inflasjonspremien lik forventet avkastning på en statsobligasjon uten misligholdsrisiko (Higgins et al., 2019, s. 299). I denne oppgavens kapittel 2.1 viste vi at alle de nordiske landene, bortsett fra Finland, har en kredittrating på AAA (Trading Economics, u.d.). Å bruke et av de nordiske landenes lange statsobligasjon som risikofri rente er derfor en god tilnærming. På den annen side argumenterer Kaldestad og Møller, i boka *Verdivurdering* fra 2016, for å ta hensyn til likviditeten og inflasjonspremien i de lange rentene når man beregner risikofri rente. Det er ofte lav likviditet i de norske lange rentepapirene, og dermed vil en investor som ikke kan selge når han vil, kreve et tillegg (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158). En premie for inflasjonsrisiko i renten kan også være innbakt i den lange obligasjonsrenten (Higgins et al., 2019, s. 299). Derfor ønsker vi å trekke fra likviditetspremien og premie for inflasjonsrisiko, for å få et uttrykk for ren risikofri rente. Ifølge tabell 45 i delkapittel 8.2 skal det legges til en kredittrisikopremie på 0,69% for gjeld med AAA-rating. Vi vil derfor bruke denne premien som en tilnærming på likviditetspremie og premie for inflasjon, og trekker denne i fra statsobligasjonen. Siden bransjen og SBB har størsteparten av sin virksomhet i Sverige, mener vi det er mest hensiktsmessig å bruke renten på den svenske tiårige statsobligasjonen.

Ved å bruke tall fra Statistikmyndigheten SCB i Sverige kan vi få ut renten på tiårige statsobligasjoner, måned for måned. Vi finner deretter et snitt for året ved å ta gjennomsnittet av de månedlige rentesatsene (SCB, 2023b). For 2023 bruker vi tall til og med august, da dette er det ferskeste som foreligger i september. Den risikofrie renten for de ulike årene er presentert i tabell 48:

	2020	2021	2022	2023T
Tiårig svensk statsobligasjon	-0,04%	0,27%	1,52%	2,40%
Kredittrisikopremie	0,69%	0,69%	0,69%	0,69%
Skatt	-0,01%	0,06%	0,31%	0,49%
Risikofri rente	-0,72%	-0,48%	0,52%	1,22%

Tabell 48: Risikofri rente (SCB, 2023b)

Når vi nå har funnet den risikofrie renten, kan vi legge til kredittrisikopremien for de ulike årene for å finne det finansielle gjeldskravet. En kreditor vil ifølge Penman (2007) analysere sannsynlighet for konkurs og kreve en pris for å yte kreditt til selskapet (Penman, 2007, s. 722). Vi skal finne en kredittrisikopremie basert på innsikten fra den strategiske og den regnskapsbaserte analysen. For 2023T kan vi bruke den endelige ratingen fra delkapittel 8.3, da denne hensyntar både den strategiske og regnskapsbaserte analysen. For årene fra 2020 til 2022 kan vi bruke den syntetiske ratingen for hvert år fra tabell 47 i delkapittel 8.2, og den historiske strategiske risikoringen fra tabell 6 i kapittel 3.4.2. Vi konkluderte i delkapittel 3.4.2 med å fastsette den historiske strategiske risikoringen for selskapet til BBB. For årene 2020 til 2022 ga vi en syntetisk rating på henholdsvis BB+, BBB- og B. Den samlede rating med tilhørende kredittrisikopremie er dermed presentert i tabell 49:

	2020	2021	2022	2023T
Strategisk risikoring	BBB	BBB	BBB	
Syntetisk rating	BB+	BBB-	B	
Samlet rating	BBB-	BBB-	BB	B-
Estimert kredittrisikopremie	2,28 %	2,28 %	3,13 %	6,84 %

Tabell 49: Estimert kredittrisikopremie

I tabell 49 har vi kommet frem til en estimert kredittrisikopremie for hvert år. Denne er basert på tall fra Damodaran presentert i tabell 45 (Damodaran, 2023). For de ratingene vi ikke har en gitt kredittrisikopremie, har vi brukt veid gjennomsnitt. For samlet rating i 2020, som er på BBB-, finner vi kredittrisikopremie for BBB og BB som henholdsvis 2% og 3,13%. For å finne kredittrisikopremien for BBB- har vi regnet på følgende måte: $0,75 * 2\% + 0,25 * 3,13\% = 2,28\%$. Dette vil være en forenkling vi er nødt til å foreta på grunn av manglende tilgjengelig informasjon om kredittrisikopremien til hver ratingklasse.

Når vi nå har funnet den risikofrie renten for hvert av årene, og i tillegg har kredittrisikopremien, kan vi regne ut det finansielle gjeldskravet:

	2020	2021	2022	2023T
Risikofri rente	-0,72%	-0,48%	0,52%	1,22%
Estimert kredittrisikopremie	2,28%	2,28%	3,13%	6,84%
Finansielt gjeldskrav	1,56%	1,81%	3,65%	8,06%

Tabell 50: Finansielt gjeldskrav

Som vi ser av tabell 50 har det finansielle gjeldskravet økt betraktelig fra 2020 til trailingåret. Dette henger sammen med en økt risikofri rente og en økt kredittrisikopremie. Under koronapandemien i 2020 og 2021 var renten på svenske statsobligasjoner negativ, men har i tiden etter økt. Innsikten fra både den strategiske og regnskapsmessige analysen har vist en økt kredittrisiko for SBB fra 2020 til trailingåret og forklarer den økte kredittrisikopremien.

8.5 Analyse av rente i forhold til krav

Når vi nå har analysert det finansielle gjeldskravet i analyseperioden, skal vi se på om SBB har hatt en finansieringsfordel. Altså om de har hatt tilgang på finansiell gjeld til en lavere rente enn kravet. Det vil være fordelaktig for selskapet, da de får tilgang på billigere finansiering enn hva den hadde vært ved korrekt prising. Tilsvarende er det ufordelaktig for kreditor at renten på kapitalen som har blitt lånt til selskapet har vært lavere enn den burde ha vært for å kompensere for risikoen (Knivsfå, 2023h). Formelen for finansieringsfordel for finansiell gjeld, FFFG, kan utledes som (Knivsfå, 2023h):

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

Der:

Fgk = Finansiell gjeldskrav

Fgr = Finansiell gjeldsrentabilitet

Fgg = Finansiell gjeldsgrad

Den finansielle gjeldsrentabiliteten kan finnes på følgende måte:

$$fgr = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG_t - NFK_t}{2}}$$

Dette er samme fremgangsmåte som vi brukte som vi brukte når vi regnet på rentabilitet i kapittel 7.3. Der argumenterte vi for at vi ønsket å se på rentabiliteten basert på hvor stor kapitalen har vært i løpet av året. Derfor tar vi med økningen i finansiell gjeld, men tar bort økningen som kommer som følge av netto finanskostnad og antar at økningen kommer midt i året (Knivsfå, 2023h). Samme argumentasjon kan vi også bruke når vi skal utlede formelen for finansiell gjeldsgrad. Her ønsker vi også å basere vektene på den finansielle gjelden, og egenkapitalen som har vært i løpet av året på best mulig måte (Knivsfå, 2023h):

$$f_{gg} = \frac{FG_{t-1} + \Delta FG_t - NFK_t/2}{EK_{t-1} + \Delta EK_t - NRE_t/2}$$

	2020	2021	2022	2023T
fgk	0,023	0,025	0,043	0,087
fgr	0,013	0,010	0,013	0,023
(fgk - fgr)	0,010	0,015	0,031	0,064
fgg	1,570	1,234	1,320	1,504
FFFG	0,016	0,018	0,040	0,097

Tabell 51: Finansieringsfordel, finansiell gjeld

Tabell 51 viser SBBs finansieringsfordel over analyseperioden. Den har økt gjennom hele perioden. Den finansielle gjeldsgraden har holdt seg relativt stabil, hele perioden sett under ett, selv om den gikk ned i perioden fra 2020 til 2022. Man kan også se at avviket mellom det finansielle gjeldskravet og finansiell gjeldsrentabilitet har økt. Dette tyder på at rentabiliteten på gjelden ikke har økt like mye som kravet. I sum har dette ført til at finansieringsfordelen knyttet til den finansielle gjelden har økt. Dette betyr at kreditorene ikke har klart å øke renten på lånene til SBB like mye som kravet. Kreditorene har altså ikke klart å øke kredittrisikopremien like mye som kredittrisikoen tilsier at den burde ha økt. SBB opplyser i årsrapporten for 2022 at 78% av gjelden deres er med fastrente, enten gjennom en avtale med kreditor om fastrente, eller gjennom derivater (SBB, 2023d). Dette kan være bakgrunnen for at finansieringsfordelen har vært så stor som den har vært. Etter hvert som disse rentebindingsavtalene må reforhandles kan dette slå ut i økte rentekostnader for SBB og det kan dermed tenkes at finansieringsfordelen vil minke. SBB opplyser i årsrapporten for 2022 at den gjennomsnittlige gjenværende rentebindingstiden er 3,2 år (SBB, 2023d).

9. Konkurssansynlighet og likvidasjonsverdier

Kredittrisikoen er som nevnt risikoen for at et selskap ikke tilbakebetaler gjelden til kreditor i henhold til avtalen. Videre vil forventet tap for en kreditor avhenge av konkurssansynligheten, og om likvidasjonsverdiene av selskapet kan dekke den utestående gjelden ved en eventuell konkurs (Plenborg & Kinserdal, 2021). I dette kapittelet skal vi først se på ulike statistiske konkursmodeller for å se om disse kan bidra til innsikt i SBB sin konkurssansynlighet. Deretter skal vi beregne likvidasjonsverdien ved en eventuell konkurs, for å vurdere verdien av eiendelene til SBB opp mot verdien av forpliktelsene. I tilknytning til beregningen av likvidasjonsverdien skal vi vurdere om en restrukturering kan være aktuelt for SBB.

9.1 Statistiske konkursmodeller

Sannsynligheten for konkurs kan beregnes på flere måter. En fremgangsmåte er å benytte de ulike ratingklassene sin historiske konkurssansynlighet, slik vi har presentert i delkapittel 8.2. En annen fremgangsmåte er å estimere konkurssansynligheten ved hjelp av statistiske konkursmodeller, basert på historiske regnskapsdata. Årsaken til at vi ønsker å benytte oss av statistiske konkursmodeller er for å kunne få innsikt i SBB sin konkurssansynlighet, da dette kan gi en pekepinn på kredittrisikoen.

Konkursmodellen til William Beaver (1966) benytter seg av et sett med nøkkeltall, og disse benyttes individuelt for å skille mellom konkurs-selskap og ikke-konkurs-selskap, og gir en pekepinn på konkurssansynligheten (Beaver W. H., 1966). Noen år senere utviklet Altman (1968) en statistisk konkursmodell, kalt Altmans Z-score, som benytter seg av flere nøkkeltall samtidig for å predikere konkurs (Altman, 1968). En annen konkursmodell som kan være relevant for konkurssansynligheten til SBB er Ohlson (1980) sin logistiske regresjon. Denne benytter nøkkeltall, «dummy»-variabler knyttet til om nettoresultatet er negativt eller ikke, og en variabel som justerer for selskapets størrelse (Ohlson, 1980). Felles for disse tre konkursmodellene er at de benytter seg av relativt like nøkkeltall, slik som blant annet gjeldsgrad, likviditetsgrad, kontantstrømsgrad, og nettoresultatgrad.

Slik vi tidligere har nevnt, vurderer SBB investeringseiendommene etter virkelig verdi i henhold til regnskapsreglene i IAS 40 (Deloitte, u.d.a). Selskapene som Beaver, Altman, og Ohlson baserte utarbeidelsen av konkursmodellene på, var hovedsakelig selskaper som

utarbeidet regnskap etter regnskapsregler som krevde måling av eiendelene til historisk kost. Innføringen av IFRS har gjort det mulig å velge virkelig verdi som målemetode for enkelte eiendeler. Beaver med flere (2012) finner at konkursprediksjonen er svakere etter innføringen av IFRS (Beaver et al., 2012). Selv om regnskapene har endret seg de siste 50 årene, har ikke nøkkeltallene som benyttes i de fleste konkursmodellene endret seg i takt med dette (Aae et al., 2018). Nøkkeltallene som benyttes i de fleste konkursmodellene ser ut til å ikke være like gode til å predikere konkurs etter dagens regnskapsregler (Kinserdal F. , 2018). Hadde SBB vurdert investeringseiendommene til historisk kost ville antageligvis konkursmodellene vært mer relevant, siden SBB er et driftsmiddel-tungt selskap. Siden dette ikke er tilfellet, gir hverken Altman eller Ohlson sine konkursmodeller særlig relevante konkurs-prediksjoner for SBB. Vi velger derfor å ikke anvende statistiske konkursmodeller i denne oppgaven.

Konkurssannsynligheten som er knyttet til ratingklassen B-, er 6,18% (Plenborg & Kinserdal, 2021). Denne konkurssannsynligheten kan sies å være høy, og reflekterer den høye kredittrisikoen vi har funnet i den kreditororienterte regnskapsanalysen. Den endelige ratingen er basert på blant annet nøkkeltallene rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet. Disse nøkkeltallene bruker begge driftsresultat i beregningene, og unormale resultatposter er ikke inkludert. Verdiendring av investeringseiendommene blir derfor ikke inkludert i analysene, fordi de defineres som unormale. En eventuell videre nedgang i eiendomsbransjen vil føre til at investeringseiendommene til SBB vil reduseres ytterligere i verdi. Dersom den dårlige trenden i bransjen fortsetter, kan det resultere i at eiendelene til SBB blir lavere enn forpliktelsene, og dermed en egenkapital som blir negativ. Negativ egenkapital er en sterk konkurs-predikator (Plenborg & Kinserdal, 2021). Derfor er det verdt å nevne at det kan være forhold utenfor SBB sitt normale resultat som kan øke konkurssannsynligheten, og det viktigste forholdet synes å være verdiendringen på investeringseiendommene.

9.2 Likvidasjonsverdier

Med bakgrunn i den høye kredittrisikoen vi har avdekket, finner vi det hensiktsmessig å se på likvidasjonsverdiene av eiendelene til SBB ved en eventuell konkurs. Ved å se på hva som er igjen av verdier ved en konkurs, kan vi si noe om hva egenkapitalen består av, om kreditorene får dekning, og dermed få ytterligere innsikt i kredittrisikoen. Ettersom kredittrisikoen er risikoen for at et selskap ikke tilbakebetaler forpliktelsene til kreditor i henhold til avtalen, består kredittrisikoen av hvilke verdier som selskaper har ved en konkurs. Dersom likvidasjonsverdiene viser at kreditor vil få igjen utlånet, vil dette redusere kredittrisikoen, og vice versa. Dette gjelder kun for de usikrede kreditorene, da de sikrede kreditorene vil få igjen utlånet gjennom for eksempel pant (Plenborg & Kinserdal, 2021).

SBBs eiendeler består hovedsakelig av investeringseiendommer, som i 2023T utgjør 86% av de totale eiendelene. Dermed er det likvidasjonsverdien av denne eiendelsposten som er mest relevant for kreditorene. Selv om investeringseiendommene er målt til virkelig verdi i balanseregnskapet, er ikke dette nødvendigvis likvidasjonsverdien. Bransjen er i nedgang på grunn av den makroøkonomiske situasjonen, transaksjonsvolumet har falt, og de fleste børsnoterte eiendomsselskaper er nå netto selgere (Newsec, 2023). Dette indikerer en lavere salgsverdi av eiendommene enn virkelig verdi, selv om virkelig verdi skal reflektere salgsverdien. Ved salg av en stor eiendomsmasse er det få kjøpere, spesielt slik situasjonen i bransjen er nå. I tillegg vil det ved en konkurs være noe likvidasjonsrabatt, som vil si at eventuelle kjøpere av eiendommene vil forvente at eiendommene selges til rabatterte priser fordi det er snakk om et oppgjør fra konkurs (Plenborg & Kinserdal, 2021).

Kredittratingforetaket Fitch benytter i sin kredittrating, fra august 2023, en likvidasjonsrabatt på 20% på investeringseiendommene (Fitch Ratings, 2023a). I 2023T var verdien av investeringseiendommene til SBB 130 799 millioner. Det er sikrede forpliktelser, hovedsakelig knyttet til forpliktelsene til kredittinstitusjoner, på 29 653 millioner. Vi forutsetter at disse forpliktelsene er sikret i investeringseiendommene. Dermed blir verdien av investeringseiendommene som er tilgjengelig for usikrede kreditorer på 101 146 millioner. Med en likvidasjonsrabatt på 20% gir dette en likvidasjonsverdi på 80 917 millioner. De totale usikrede forpliktelsene, både kortsiktige og langsiktige, er på 68 472 millioner i 2023T. Dette viser at investeringseiendommene alene gir tilstrekkelig verdi til at alle de usikrede kreditorene får tilbakebetalt utlånene sine ved en konkurs.

Ved bruk av en likvidasjonsrabatt som er høyere er det imidlertid ikke full dekning til alle kreditorer. Dersom likviditetsrabatten er 33% eller større, vil det ikke være nok likvidasjonsverdi i investeringseiendommene alene til å dekke inn alle forpliktelsene. Likevel anser vi en likvidasjonsrabatt på større enn 33% for å være for høy, hovedsakelig basert på det faktum at Fitch bruker 20% likvidasjonsrabatt. I tillegg er verdien på investeringseiendommene, som nevnt, basert på eksterne rapporter, utarbeidet av en rekke analyseselskaper, slik som Newsec, JLL, Savills, Cushman & Wakefield, og Colliers. SBB må nok godta salgspriser under det som er markedspris ved en konkurs, og eiendommer er relativt lite likvide, som taler for en betydelig rabatt dersom de må selges raskt i forbindelse med en konkurs. Selv om bransjen er i en nedgangstid, har trolig leietakerne for samfunnsbyggene muligheten til å kjøpe eiendommene, da de i følge Newsecs markedsrapport vil være netto kjøpere i 2023 (Newsec, 2023). På bakgrunn av argumentasjonen ovenfor, og for å unngå at likvidasjonsrabatten skal være fastsatt skjønnsmessig, anser vi det mest presist å benytte oss av Fitch sin likvidasjonsrabatt på 20% for investeringseiendommene. Vi forutsetter videre at den utsatte skatten faller bort ved konkurs, da konkursbo normalt ikke er skattepliktige (Plenborg & Kinserdal, 2021). Dette vil redusere de totale forpliktelsene. Presentasjon av likvidasjonsverdien av investeringseiendommene i forhold til de usikrede forpliktelsene er presentert i tabellen nedenfor. Vi har også inkludert kostnader til advokater, revisor og lignende, som er fastsatt skjønnsmessig til 2 millioner.

Likvidasjonsverdi SBB (mSEK)	2023T	Likvidasjonsrabatt	Likvidasjonsverdi
Investeringseiendom, uten pant	101 146	20%	80 917
Kostnader til advokater, revisor, etc.			-2
Sum			80 915
Totale usikrede forpliktelser, eksl. Utsatt skatt			61 135
Netto likvidasjonsverdi			19 780

Tabell 52: Forenklet likvidasjonsverdi SBB

SBB sin egenkapital består blant annet av hybridobligasjoner. Disse obligasjonene kan innregnes i balansen som enten egenkapital eller forpliktelse etter IAS 32 (Deloitte, u.d.d.). Ettersom hybridobligasjonene ikke følger med seg noen kontraktsfestede krav om å gjøre opp avtalen ved å betale kontanter eller andre finansielle eiendeler, har SBB innregnet hybridobligasjonene som egenkapital (SBB, 2023d). Disse obligasjonene er også underordnet alle andre forpliktelser, som betyr at i en konkurs vil alle kreditorer bli prioritert før hybridobligasjonseierne (Fitch Ratings, 2020). Dette betyr likevel at hybridobligasjonene blir prioritert før egenkapitalen ved en konkurs (SBB, 2023d). På grunn av at vi ønsker å se om

det er grunnlag for en restrukturering, ønsker vi å se om det fortsatt er igjen midler til aksjonærene ved en konkurs, og inkluderer hybridobligasjonene som forpliktelse. De totale usikrede forpliktelsene, ekskludert den utsatte skatten og inkludert hybridobligasjonene, blir for 2023T på 76 883 millioner. Med en likvidasjonsrabatt på 20% på investeringseiendommene, som gir likvidasjonsverdi på 80 917 millioner, ser man at det er full dekning til hybridobligasjonseierne. Vi har kun beregnet likvidasjonsverdi for investeringseiendommene, og ikke de andre eiendelene. De finansielle eiendelene vil trolig være mulig å selge raskt ved en konkurs, og uten betydelig likvidasjonsrabatt. Dermed er det grunnlag for å konkludere med at likvidasjonsverdiene av alle eiendelene overstiger de totale forpliktelsene, også når vi inkluderer hybridobligasjonene som forpliktelse. Tabellen nedenfor viser netto likvidasjonsverdi, kun basert på likvidasjonsverdien til investeringseiendommene, og med hybridobligasjonene inkludert som forpliktelse.

Likvidasjonsverdi SBB (mSEK)	Likvidasjonsverdi
Investeringseiendom, uten pant	80 917
Kostnader til advokater, revisor, etc.	-2
Sum	80 915
Totale usikrede forpliktelser, ekskl. Utsatt skatt	61 135
Hybridobligasjoner	15 748
Totale usikrede forpliktelser	76 883
Netto likvidasjonsverdi	4 032
Markedsverdi av egenkapital 01.09	5 906

Tabell 53: Forenklet likvidasjonsverdi av SBB, inkludert hybridobligasjoner

Som man kan se av tabell 53 stemmer vår forenklede netto likvidasjonsverdi ganske godt overens med markedsverdien av egenkapitalen per 01.09. Tallene er hentet fra Nasdaq (Nasdaq, u.d.a; Nasdaq, u.d.b), og er summen av antall B- og D-aksjer multiplisert med prisen på henholdsvis én B- og D-aksje. SBB har i tillegg A-aksjer, men disse er ikke børsnoterte. I årsrapporten fra 2022 beregner SBB verdien av A-aksjene ved å multiplisere antall A-aksjer med prisen på B-aksjen, derfor gjør vi det samme. Antall A-, B- og D-aksjer per 31.08 var henholdsvis 209 977 491, 1 244 638 157 og 193 865 905 (SBB, 2023e) og verdien av B- og D-aksjene 3,584 og 3,572 (Nasdaq, u.d.b; Nasdaq, u.d.a). Som kjent er en måte å beregne verdien av egenkapitalen på, å trekke verdien av gjelden fra verdien av eiendelene. For et selskap hvor markedet anerkjenner at det er en viss konkurssannsynlighet til stede mener vi derfor at det er nærliggende at markedsverdien av egenkapitalen skal reflektere likvidasjonsverdien av de viktigste eiendelene til selskapet ganske godt.

9.2.1 Tilnærming til selskapsverdi

Som nevnt er kredittrisikoen avhengig av substans- og likvidasjonsverdier. Det vil si at substansverdien av eiendelene og egenkapitalen i tillegg til likvidasjonsverdien, er av betydning for en kreditor. Substansverdimetoden er en måte å regne verdien av eiendelene, og dermed egenkapitalen til selskapet, som skiller seg fra en diskontert kontantstrømanalyse. I en diskontert kontantstrømanalyse verdsetter man selskapet basert på hvordan selskapet genererer kontantstrømmer med eiendelene (Kaldestad & Møller, 2016). Ved bruk av substansverdimetoden ser man hvor mye man kunne ha solgt eiendelene for i markedet i dag (Kaldestad & Møller, 2016). Substansverdien av investeringseiendommene vil, siden SBB vurderer de etter virkelig verdi, komme til uttrykk i balansen. Av balansen i trailingåret ser man at balanseført verdi av investeringseiendommene var på 130 799 millioner, mens totale forpliktelser var på 98 125 millioner. Dette gir en forenklet substansverdi av egenkapital, kun basert på investeringseiendommene, på 32 674 millioner.

9.2.2 Vurdering av restrukturering

En restrukturering kan være aktuelt i de tilfeller der likvidasjonsverdien av eiendelene er lavere enn de totale forpliktelsene. I en slik situasjon er egenkapitalen tapt, og det kan være aktuelt å konvertere gjeld til egenkapital (PwC, 2017). Som vist i det foregående delkapittelet, er det konkursdividende på over 100%, og kreditorene får dermed full dekning ved likvidasjon av eiendelene. Derfor er det ikke grunnlag for en restrukturering, der kreditorene tar over kontrollen av SBB.

Som vi har vist i den kreditororienterte regnskapsanalysen, er den kortsiktige og langsiktige risikoen høy for SBB. I 2022 var verdinedgangen på investeringseiendommene 4 571 millioner, og i det første halvåret i 2023 var verdinedgangen 8 284 millioner. Dersom denne trenden fortsetter, er det ikke lenge før likvidasjonsverdien av investeringseiendommene er lavere enn de totale forpliktelsene. Derfor er det verdt å nevne at selv om en restrukturering ikke er aktuelt nå, så tyder nedgangen eiendomsverdiene på at det kan være aktuelt på kort sikt gitt at situasjonen i bransjen ikke bedrer seg. Det kan også være aktuelt med en restrukturering dersom SBB ikke klarer å betjene gjelden. Dette er situasjoner som ikke har inntruffet enda, men er verdt å påpeke, da de ifølge analysen av kortsiktig risiko kan inntreffe om relativt kort tid.

10. Vurdering av nytt lån

Som vi nå har sett er det ikke aktuelt med en restrukturering. Likevel er det aktuelt å se på et nytt lån. SBB har behov for å refinansiere de eksisterende forpliktelsene som forfaller på kort til mellomlang sikt. Vi skal i dette kapittelet se på hvilke vilkår vi mener en kreditor bør ha på et eventuelt nytt lån, herunder lånevilkår og rente.

10.1 Generelt om gjeldsfinansiering

Et selskap er avhengig av investeringer for å opprettholde eller øke aktivitetsnivået. Prosjekter selskapet ikke har muligheten til å finansiere med oppspart egenkapital, må de finansiere med fremmedkapital. Her har selskaper i utgangspunktet to valg, utstedelse av ny egenkapital, eller opptak av gjeld (Higgins et al., 2019, s. 194). Ved utstedelse av ny egenkapital vil de nye investorene være likestilt de gamle, og ta del i både oppside- og nedsiderisiko. Ved utstedelse av gjeld, er hvor mye som skal betales i renter og avdrag forhåndsavtalt. Lånebeløpet pluss rentene skal tilbakebetales, uavhengig av hvor vellykket prosjektet er. Fra debtors ståsted vil dette medføre at de får hele oppsidepotensialet av prosjektet, men til en høyere risiko. Samlet sett vil altså da forventet avkastning til egenkapitalen øke, i tillegg til risikoen ved opptak av gjeld (Higgins et al., 2019).

Opptak av gjeld har også en skattemessig fordel, da gjeldsrenter er fradragsberettiget, i motsetning til utbytte til aksjonærer (Schjelderup & Jacobsen, 2011, s. 2). Dette taler for at selskaper heller tar opp gjeld, enn å utstede ny egenkapital. Det finnes også andre argumenter som taler for gjeldsfinansiering, som for eksempel signaleffekter til markedet ved utstedelse av egenkapital (Higgins et al., 2019). Likevel er det viktig at gjeldsnivået holdes på et nivå som er forsvarlig. SBB har som kjent lånevilkår knyttet til gjeldsnivået. Total gjeld etter fratrukk for likvide midler kan ikke overstige 65% av totale eiendeler, totale sikrede lån kan ikke overstige 45% av totale eiendeler, og i tillegg kan ikke rentedekningsgraden komme under 1,5 (SBB, 2023d). Dette begrenser SBBs mulighet til å ta opp lån. Det å beholde en finansiell fleksibilitet er et annet argument som taler mot opptak av gjeld. Dersom SBB havner enda nærmere maksimalt lånenivå, gitt lånevilkårene, vil de kunne få problemer dersom det oppstår uventede situasjoner som krever et kontraktmessig utlegg, rett og slett fordi de ikke får lånt opp mer uten å bryte lånevilkårene. Dette vil tale for å holde lånenivået på et nivå under kravet i lånevilkårene (Higgins et al., 2019).

Næringseiendomsbransjen er, som nevnt, en kapitaltung bransje med store investeringer i eiendom, som egner seg godt til å bruke som panteobjekt (Bjørland, 2023). I Norge utgjør, ifølge Christian Bjørland i Norges Bank (2023), lån til næringseiendom omtrent halvparten av totale utlån fra norske banker. Likevel har andelen obligasjonsgjeld i bransjen har økt de siste ti årene (Bjørland, 2023). I det svenske næringseiendomsmarkedet er finansiering med obligasjoner mer vanlig enn i det norske markedet. Av totale utlån i 2021 utgjorde, ifølge Bjørland, obligasjoner rundt 40% av total gjeldsfinansiering for de svenske næringseiendomsselskapene, mens det for norske selskap utgjorde rundt 20% (Bjørland, 2023). Total gjeld til norske næringseiendomsselskap utgjorde i Norge 23% av fastlands-BNP, mens lånene til svenske næringseiendomsselskap utgjorde 42% av BNP i Sverige (Bjørland, 2023). Dette betyr altså at total lånestørrelse i bransjen både i Norge og i Sverige er stor, og eventuelle nedskrivninger av lån vil kunne få stor effekt for den totale økonomien i begge land.

10.2 Prosedyre for vurdering av lån i bank

Som vi har nevnt er kreditor kun eksponert for nedsiderisiko når de låner ut penger. Det vil altså si at kreditor ikke kan sette sammen en portefølje hvor tap i et utlån kompenseres av unormal inntjening i et annet utlån. Kreditor vil derfor kreve å bli kompensert med en risikopremie for å påta seg risiko (Knivsfå, 2023i). Det vil være avgjørende at kreditor har gjort omfattende kartlegging av både risikoen knyttet til selskapets drift, og av konkurransesituasjonen i bransjen selskapet opererer i, før de utsteder et lån. Banker er en tilbyder av kreditt og gjør egne vurderinger av debtors evne til å betjene lånet for å kunne sørge for at bankens samlede risikoeksponering ikke blir for stor (Penman, 2007, s. 722).

Risikopremien på lånet banken tilbyr, skal som sagt være en kompensasjon for risikoen banken påtar seg. Den vil sammen med risikofri rente være rentesatsen som legger grunnlaget for selskapets rentekostnad (Penman, 2007). Risikoen banken påtar seg omtales av Penman (2007) som misligholdsrisiko, altså risikoen for at selskapet ikke betaler renter og avdrag som avtalt på forhånd (Penman, 2007). Som tabell 45 viser, øker konkursrisikoen, eller misligholdsrisikoen eksponentielt når ratingen forverres. Siden man som kreditor skal kompenseres for risikoen man påtar seg, er det ikke overraskende at risikopremien også øker eksponentielt når ratingen forverres.

Et annet virkemiddel en långiver, som en bank, kan bruke er å legge til lånevilkår til låneavtalen. Lånevilkår etableres ifølge Kinserdal og kolleger (2021) for å sette rammer i låneforholdet mellom kreditor og debitor. Dersom lånevilkårene brytes vil kreditor kreve at hele lånet forfaller, eller utvidet innsyn (Kinserdal et al., 2021, s. 93). John K. Paglia skriver i en artikkel fra 2002 at lånevilkår fungerer som et automatisk bremsesystem som slår inn i dårlige tider (Paglia, 2002, s. 42). Paglia argumenterer for at lånevilkår kan brukes av banken for å styre risikoen på låneporteføljen, men at det samtidig også sørger for at debitor kan få lavere rentekostnad. Dermed er det ikke et nullsumspill, men begge aktørene i låneavtalen kan dra nytte av lånevilkårene (Paglia, 2002).

Paglia (2002) mener at lånevilkår fungerer på to ulike måter, «ex post» og «ex ante». «Ex post»-funksjonen er at lånevilkårene fungerer etter at avtalen har blitt brutt ved at kreditor kan gripe inn og kreve restrukturering eller melde oppbud. Lånevilkårene har også en «Ex ante»-funksjon, ved at de sørger for at selskapet ikke gjør noe som beriker aksjonærene på bekostning av kreditor (Paglia, 2002). Videre skiller Paglia mellom bekreftende («affirmative») og negative («negative») lånevilkår. Bekreftende lånevilkår skal sørge for at selskapet oppfyller diverse plikter. Disse pliktene kan for eksempel være at de må betale renter og avdrag, betale skatt, og opprettholde driften. Negative lånevilkår skal sørge for at selskapet ikke gjør diverse handlinger. Eksempler på dette kan være å ikke investere for mye eller å ikke betale ut for mye i utbytte. De kan også innebære at visse nøkkeltall må være på et visst nivå og kan kalles finansielle lånevilkår. De finansielle lånevilkårene kan videre deles inn i opprettholdelse-lånevilkår («maintenance covenants») og hendelse-lånevilkår («incurrence covenants»). Opprettholdelse-lånevilkårene skal alltid være oppfylt, mens hendelse-lånevilkårene skal regulere når selskapet kan gjøre investeringer eller påta seg mer gjeld (Paglia, 2002).

I en masteroppgave ved Norges Handelshøyskole fra 2020 undersøkte Hans Christian Sjøvik og Tore Norum Tronsmoen hvilke regnskapsmessige nøkkeltall norske banker brukte som lånevilkår. De fant at egenkapitalandel og gjeld/EBITDA er de lånevilkårene som brukes mest. I tillegg brukes for eksempel minstebeholdning av kontanter, markedsbaserte nøkkeltall, som gjeldsandel og verdijustert egenkapital, og rente- og gjeldsdekningsgrad. De fant også ut at bankene i liten grad omarbeidet regnskapstallene, for å holde låneavtalene så enkle som mulig (Sjøvik & Tronsmoen, 2020).

SBBs lånevilkår er som sagt knyttet til at netto gjeldsgrad ikke kan overstige 65%, at rentedekningsgraden minst må være 1,5 og at sikret gjeldsgrad ikke kan overstige 45% (SBB, 2023d).

For å få sikkerhet for sitt lånekrav kan kreditor avtale pantesikkerhet i debitors eiendeler. Pant er en avtale mellom kreditor og debitor hvor kreditor tar sikkerhet i en eiendel eller en gruppe eiendeler hos debitor. Ved en eventuell likvidering av selskapet vil kontrollen av den pantsikrede eiendelen gå over til den sikrede kreditoren, og dermed gå til å dekke kravet (Higgins et al., 2019). Dette vil sørge for at kreditoren sørger for at sitt eget krav er dekt dersom selskapet skulle gå konkurs. Dermed vil kreditor kunne begrense kredittrisikoen med pantesikkerhet, ved at forventet tap ved en konkurs blir lavere.

10.3 Vurdering av vilkår for eventuelt nytt lån

Vi skal nå vurdere hvilke lånevilkår vi ville rådet en kreditor å knytte til et nytt lån til SBB. I kapittel 10.2 fant vi at lånevilkår har ulike funksjoner og at de kan deles inn i flere kategorier. Som nevnt skiller Paglia (2002) mellom ex-ante og ex-post-funksjonen til lånevilkårene (Paglia, 2002). Dette er noe man må være klar over når man utarbeider lånevilkår. Som kreditor ønsker man å kunne gripe inn dersom lånevilkåret brytes. Det kan være fordi man ønsker å kunne iverksette tiltak i driften, eller ha mulighet til å kreve førtidig innløsning. Lånevilkårene bør altså derfor ha en ex-post-funksjon. Som sagt går ex-ante-funksjonen ut på at man ønsker å utarbeide lånevilkårene på en slik måte at aksjonærene ikke beriker seg selv på bekostning av kreditorene.

Debt og asset sweep er to lånevilkår som omtales av Andrea Gamba og Alexander Triantis, i deres artikkel fra 2014 (Gamba & Triantis, 2014). Dette er lånevilkår som har en ex-ante-funksjon. Debt sweep er et lånevilkår som sier at dersom selskapet tar opp ny gjeld må den nye gjelden gå til å nedbetale eksisterende gjeld. Dette sørger blant annet for at selskapet ikke tar opp gjeld for å så bruke låneopptaket til å betale utbytte (Gamba & Triantis, 2014, s. 3). Asset sweep er et lånevilkår som sier at dersom selskapet selger eiendeler, må de bruke pengene fra salget til å redusere utestående gjeld. Dette sørger blant annet for at selskapet ikke selger eiendeler for å betale utbytte til aksjonærene (Gamba & Triantis, 2014, s. 3). Disse lånevilkårene skal altså sørge for at selskapet ikke foretar seg noe som beriker aksjonærene på bekostning av kreditorene. I tillegg har forfatterne sett på et lånevilkår knyttet til Gjeld/EBITDA, hvor denne ikke kan overstige 4 (Gamba & Triantis, 2014).

I studien undersøkte forfatterne hvordan innføringen av disse tre lånevilkårene kunne løse agent-prinsipal-problemer mellom selskapet og kreditorene i ulike situasjoner. Disse problemene er blant annet at selskapets aksjonærer kommer bedre ut dersom selskapet selger unna eiendeler når selskapet går dårlig og underinvesterer når selskapet gjør det bra. De finner at alle tre lånevilkårene er effektive i å løse problemet knyttet til å selge unna eiendeler når selskapet går dårlig, i tillegg til underinvestering når selskapet går bra. Debt sweep-lånevilkåret er mer effektivt i å løse problemet når gjelden er lav mens asset sweep-lånevilkåret er mer effektivt når gjelden er høy (Gamba & Triantis, 2014). Med tanke på at SBB er kapitaltungt og har relativt mye gjeld vil dette tale for å inkludere asset sweep som et lånevilkår.

Som nevnt i kapittel 10.2, skilte også Paglia (2002) mellom bekreftende og negative lånevilkår (Paglia, 2002). Lånevilkårene som settes for SBB bør påkrevne selskapet å betale skatter og avgifter, slik at de ikke får problemer med tilsynsmyndigheter. I tillegg bør lånevilkårene ha en negativ funksjon, som hindrer de fra å gjøre ulike handlinger. Dette kan for eksempel være å sette begrensinger hvor mye de kan investere, hindre de fra å betale utbytte, eller også å hindre de fra å selge deler av driften som kreditor ser på som viktig. Vi nevnte også i 10.2 at finansielle lånevilkår er eksempler på negative lånevilkår (Paglia, 2002).

I masteroppgaven til Sjøvik og Tronsmoen (2020) undersøkte de, som nevnt i 10.2, hvilke lånevilkår som var vanligst blant bankene (Sjøvik & Tronsmoen, 2020). De finansielle lånevilkårene som velges må gi et best mulig bilde på kredittrisikoen til selskapet. Hvilke nøkkeltall som viser dette på best mulig måte vil variere fra bransje til bransje. I en artikkel fra 2018 av Finn Kinserdal i *Revisjon og regnskap*, argumenterer forfatteren for at normaliserte størrelser er bedre til å predikere konkurs. Det normaliserte resultatet bør altså benyttes, heller enn rapportert resultat og verdijustert egenkapital bør brukes, heller enn bokført egenkapital (Kinserdal F. , 2018). Normaliserte regnskapsstørrelser vil altså kunne gi et bedre bilde av kredittrisikoen. Derfor bør de finansielle lånevilkårene for SBB være basert på verdijusterte størrelser. Rentedekningsgrad er et finansielt nøkkeltall vi mener gir et godt bilde på SBBs kredittrisiko, men dette bør være basert på normaliserte størrelser. Vi mener også at egenkapitalandelen gir et godt bilde på kredittrisikoen. Kinserdal (2018) argumenterer for at egenkapitalen bør være verdijustert (Kinserdal F. , 2018). I SBBs tilfelle er den mest vesentlige eiendelsposten, investeringseiendommer, verdijustert. Det vil si at den rapporterte egenkapitalandelen eller gjeldsgraden, vil kunne gi et godt bilde av kredittrisikoen og kan således være et godt finansielt lånevilkår.

Pagila (2002) skilte også de finansielle lånevilkårene i opprettholdelses-lånevilkår og hendelses-lånevilkår (Paglia, 2002). Det at SBB er nødt til å opprettholde en viss egenkapitalandel eller rentedekningsgrad er et eksempel på et opprettholdelses-lånevilkår. I tillegg kan man argumentere for å inkludere hendelses-lånevilkår som sier at SBB ikke kan dele ut utbytte før egenkapitalandelen har kommet opp til en viss andel.

Ideelt sett mener vi også at kreditor bør sikre kravet sitt ved å ta pant i eiendommer. Dersom dette ikke gjøres mener vi at man bør inkludere asset-sweep som et lånevilkår, slik at man som kreditor sikrer seg at SBB ikke selger eiendeler for å dele ut utbytte.

For å oppsummere mener vi at man som kreditor for SBB bør ha finansielle lånevilkår knyttet til rentedekningsgrad og egenkapitalandel, eller eventuelt gjeldsgrad. I tillegg bør kreditor ha bekreftende lånevilkår som pålegger de å betale skatter og avgifter i henhold til lovverket. Lånevilkårene bør også ha en ex-post-funksjon, som gjør at kreditor kan iverksette tiltak dersom lånevilkårene brytes. Ex-ante-funksjonen er oppfylt ved at SBB er nødt til å rapportere løpende på rentedekningsgrad og egenkapitalandel/gjeldsgrad.

10.4 Prising av renten på eventuelt nytt lån

I dette delkapittelet skal vi komme frem til en pris på renten på et eventuelt nytt lån utstedt til SBB. Prisingen av renten avhenger av en rekke faktorer, slik som konkurssansynlighet, risikofri rente, lånevilkår og eventuell pant. En høy kredittrisiko vil gi en høyere rente, mens lånevilkår og panteretter vil på den annen side redusere prisen på renten (Penman, 2007). Selv om det er knyttet lånevilkår til den utstedte gjelden, vil det alltid være noe risiko knyttet til gjelden som er utstedt til et selskap, nemlig risikoen for at renter og avdrag ikke blir betalt i henhold til avtalen (Gjesdal & Johnsen, 1999).

Som nevnt i delkapittel 10.2, er det risikofri rente og kredittrisikopremien som sammen danner grunnlaget for lånerenten som kreditor krever. Kredittrisikopremien er det kravet som en kreditor krever i kompensasjon for risikoen kreditor påtar seg ved å utstede lån til selskapet (Penman, 2007, s. 722). I et risikonøytralt lånemarked vil den kredittrisikopremien som kreditor krever, være tapstillet som skal dekke kreditors forventede tap (Gjesdal & Johnsen, 1999, s. 40). Dermed vil det forventede resultat av et risikabelt utlån være lik resultatet av et risikofritt utlån. Dette kan utledes slik:

$$\text{Lånerente} - \text{Forventet tap} = \text{Risikofri rente}$$

Dermed vil lånerenten avhenge av den risikofrie renten og kompensasjonen som skal dekke kreditors forventede tap. Kreditors forventede tap består av konkurssannsynligheten og den forventede tapsandelen (Plenborg & Kinserdal, 2021). Dette kommer til uttrykk gjennom kredittrisikopremien, og derfor har vi her omtalt forventet tap som kredittrisikopremie:

$$\text{Lånerente} = \text{Risikofri rente} + \text{Kredittrisikopremie}$$

For å finne lånerenten benytter vi risikofri rente utledet i delkapittel 8.4, og kredittrisikopremien som korresponderer med den endelige ratingen på B- etter Damodaran sin sammenheng (Damodaran, 2023).

$$\text{Lånerente} = 1,22\% + 6,84\% = 8,06\%$$

En lånerente på 8,06% består av den kompensasjonen en kreditor vil kreve for å påta seg risikoen ved å utstede et lån til selskapet, uttrykt gjennom kredittrisikopremie, i tillegg til den risikofrie renten. Lånerenten på 8,06% er likt det finansielle gjeldskravet vi har utledet i delkapittel 8.4 for 2023T. Dette mener vi er et realistisk bilde på kompensasjonen en kreditor krever for å påta seg risikoen ved å utstede et lån til SBB. Det vil med denne lånerenten ikke være noen finansieringsfordel for SBB, og dermed vil den høye kredittrisikoen vi har avdekket i analysene komme til uttrykk gjennom kredittrisikopremien.

11. Oppsummering – konklusjon

Denne oppgavens problemstilling var følgende:

«Hva er kredittratingen til Samhallsbyggnadsbolaget i Norden AB, og hvilket krav til de finansielle forpliktelsene kompensere for risikoen en kreditor påtar seg?»

Gjennom den strategiske risikoanalysen fant vi en kortsiktig kredittrisiko som er høyere enn den historiske kredittrisikoen, både for bransjen og SBB. Dette skyldes hovedsakelig dagens makroøkonomiske situasjon, der økte renter fører til økte finansieringskostnader og reduserte eiendomsverdier. Vi fant imidlertid en strategisk risiko som på kort sikt er høyere for SBB enn bransjen, som hovedsakelig skyldes SBB sine problemer knyttet til tilgang på finansiering. Den strategiske risikoringen ble fastsatt til BB og B+ for henholdsvis bransjen og SBB på kort sikt.

Den kreditororienterte regnskapsanalysen har gitt innsikt i både kortsiktig og langsiktig risiko for SBB. Det ble avdekket at SBB har likviditetsproblemer og en usunn finansieringsstruktur. En syntetisk rating av SBB, basert på analysene av kortsiktig og langsiktig risiko, ble fastsatt til CCC+.

Basert på strategisk risikoring og syntetisk rating, ble en endelig rating for SBB fastsatt til B-. Bakgrunnen for den lave ratingen er i hovedsak den svake likviditeten og dårlig tilgang på kapital. I tillegg er finansieringsstrukturen ugunstig på lang sikt, da langsiktige operasjonelle eiendeler er finansiert med kortsiktig finansielle forpliktelser. Fremtidsutsiktene for bransjen er også usikre, hvor økte renter vil kunne føre til ytterligere nedganger i eiendomsverdiene.

For å kompensere for kredittrisikoen mener vi at en kreditor bør kreve 6,84% i kredittrisikopremie. Med en risikofri rente på 1,22%, gir dette en lånerente på 8,06%. Vi mener at en kreditor vil være tjent med å inkludere finansielle lånevilkår knyttet til rentedekningsgrad og gjeldsgrad. Lånevilkårene bør utformes på en slik måte at kreditor kan iverksette tiltak dersom lånevilkårene brytes. I utgangspunktet mener vi at kreditor bør sikre kravet sitt ved å ta pant i eiendommer, eller eventuelt inkludere asset-sweeps som et lånevilkår.

Som nevnt ga altså Scope en rating på BB- i juni (Scope Ratings, 2023), S&P ga i juli en rating på CCC+ (S&P Global, 2023) og Fitch ga i august en rating på B- (Fitch Ratings, 2023a). Vår samlede rating er, som nevnt, B-. Dette stemmer altså overens med hva som er konsensus fra

kredittratingforetakene, og er under kravet for «investment grade». Det som er verdt å merke seg av forskjeller er at kredittratingforetakene har regnet med at likvidasjonsverdiene ikke gir dekning til alle kreditorer. Vi finner imidlertid, basert på vår analyse av likvidasjonsverdien, at det er dekning til alle kreditorer ved en eventuell konkurs. Likevel er dette basert på skjønnsmessige vurderinger. Det vil uansett være viktig for en kreditor å merke seg at eiendomsverdiene kan reduseres ytterligere i verdi i fremtiden, noe som vil påvirke kredittrisikoen.

Litteraturliste

- Altman, E. I. (1968). *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*. The Journal of Finance.
- Beaver, W. H. (1966). *Financial Ratios as Predictors of Failure*. Chicago: Journal of Accounting Research.
- Beaver, W. H., Correia, M., & McNichols, M. F. (2012). *Do differences in financial reporting attributes impair the predictive ability of financial ratios for bankruptcy?* Review og Accounting Studies.
- Bernhardsen, T., & Røisland, Ø. (2000). *Hvilke faktorer påvirker kronekursen*. Retrieved from Norges Bank: https://www.norges-bank.no/globalassets/upload/publikasjoner/penger_og_kreditt/2000-03/bernh.pdf?fbclid=IwAR3S6-edv9foxLRWZ9OzaLJVW5nkocVc3A977tPNdu95cOA57B8kCzLjrJI
- Bernhoft, A.-C., Kvifte, S. S., & Røsok, K. O. (2018). *IFRS i Norge - en håndbok* (Vol. 8. utgave). Bergen: Fagbokforlaget.
- Bjørland, C. (2023, Mai 10). *Næringseiendomsforetakenes refinansiering og kontantstrømmer i moderne dyrtid*. Retrieved from Norges Bank: https://www.norges-bank.no/contentassets/05429e0ee2d7497cbeebf5c3210ca4da/staff-memo-11-2023_20_6.pdf?v=06202023144434&fbclid=IwAR1VZVEJckgwLzhX1eJMsuaPEvk_RGYr-JrpAVtASc0ssdBar8ahbeqwmd0
- Brueggeman, W. B., & Fisher, J. D. (2011). *Real Estate Finance and investments*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Castellum. (2023a). *Q2 Half-year report January-June 2023*. Castellum.
- Castellum. (2023b). *2022 Annual Report and sustainability Report*. Castellum.
- Christensen, J. (2023, August 23). *Svensk eiendomsmell for DNB-fond*. Retrieved from Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/marked/svensk-eiendomsmell-for-dnb-fond/2-1-1497172>

Damodaran, A. (2015). *Applies Corporate Finance (4. utg)*. New Jersey: John Wiley and Sons.

Damodaran, A. (2023). *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*. Retrieved from Damodaran Online: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html

Danmarks Nationalbank. (2023). *Interest rates*. Retrieved from Nationalbankens Statbank: <https://nationalbanken.statbank.dk/901>

Danmarks Nationalbank. (u.d.). *Learn about inflation, interest rates and the fixed wxchange rate policy*. Retrieved from Danmarks Nationalbank: <https://www.nationalbanken.dk/en/what-we-do/stable-prices-monetary-policy-and-the-danish-economy/learn-about-inflation-interest-rates-and-the-fixed-exchange-rate-policy>

Deloitte. (u.d.a). *IAS 40 - Investment Property*. Retrieved from IAS Plus: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias40>

Deloitte. (u.d.b). *IAS 1 - Presentation of Financial Statements*. Retrieved from IAS Plus: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias1>

Deloitte. (u.d.c). *IAS 36 — Impairment of Assets*. Retrieved from IAS Plus: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias36>

Deloitte. (u.d.d). *IAS 32 - Financial Instruments: Presentation*. Retrieved from IAS Plus: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias32>

DNB. (u.d.). *Ansvarlige investeringer*. Retrieved from DNB: <https://www.dnb.no/om-oss/barekraft/barekraftig-finans/ansvarlige-investeringer>

ECB. (2023, Juli 27). *ECB deposit facility* . Retrieved from ECB Data Portal: https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/FM/FM.B.U2.EUR.4F.KR.DFR.LEV?chart_props=W3sibm9kZUIkIjoiMzQ2NTY1IiwicHJvcGVydGllcyI6W3siY29sb3JIZXgiOiIiLCJjb2xvclR5cGUiOiIiLCJjaGFydFR5cGUiOiJsaW5lY2hhcnQiLCJsaW5lU3R5bGUiOiJTB2xpZCIsImxpbnVXaWR0aCI6IjEuNSIsImF4a

-
- ECB. (2023, Juli 27). *Monetary policy decisions*. Retrieved from European Central Bank: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230727~da80cfcf24.en.html>
- European Parliament. (2023, Mars 14). *MEPs back plans for a climate neutral building sector by 2050*. Retrieved from European Parliament: <https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20230310IPR77228/meps-back-plans-for-a-climate-neutral-building-sector-by-2050>
- Finlands Bank. (u.d.). *Monetary policy*. Retrieved from Finlands Bank: <https://www.suomenpankki.fi/en/monetary-policy/>
- Fitch Ratings. (2020, November 12). *Rating Criteria, Corporate Hybrids Treatment and Notching Criteria*. Retrieved from Fitch Ratings: <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/corporate-hybrids-treatment-notching-criteria-12-11-2020>
- Fitch Ratings. (2023a, August 21). *RATING ACTION COMMENTARY: Fitch Downgrades Swedish SBB's IDR to 'B-' and Unsecured Debt to 'B+'; Maintains RWN*. Retrieved from Fitch Ratings: <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-downgrades-swedish-sbb-idr-to-b-unsecured-debt-to-b-maintains-rwn-21-08-2023?fbclid=IwAR3yzvN3bOmHnxAVeP9TP7owxDG9LmI0vSHnv11yDiLVLueZuID4Zx0EqiM>
- Fitch Ratings. (2023b, April 27). *Hemsö Fastighets AB*. Retrieved from Fitch Ratings: <https://www.hemso.se/cdn.triggerfish.cloud/uploads/sites/3/2023/09/07062931/rating-fitch-march-2023.pdf>
- Fitch Ratings. (u.d.). *Rating Definitions*. Retrieved from Fitch Ratings: <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions#about-rating-definitions>
- Fjeldstad, Ø. D., & Lunnan, R. (2018). *Strategi, 2. utgave*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Gamba, A., & Triantis, A. J. (2014). *How Effectively Can Debt Covenants Alleviate Financial Agency Problems?* Retrieved from SSRN - WBS Finance Group Research Paper (186): https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2101645

- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Grønn Byggallianse. (u.d.). *Hvorfor sertifisere?* Retrieved from Grønn Byggallianse: <https://byggalliansen.no/sertifisering/hvorfor-sertifisering/>
- Gustafsson, C., Lundström, S., & Nordlund, B. (2022, Januar 31). *Hur borde innehav av samhällsfastigheter redovisas?* Retrieved from Tidningen Balans: <https://backend.tidningenbalans.se/app/uploads/2022/01/Hur-borde-innehav-av-samhallsfastigheter-redovisas.pdf?fbclid=IwAR3t0mcKKpbyBmf2OUJevyGkXOkKbwU1bogOW9Hhy2DewY8-RqGjpumuXnY>
- Hemsö. (2023a). *Q2 Half-year report*. Hemsö.
- Hemsö. (2023b). *2022 Annual Report*. Hemsö.
- Higgins, R. C., Koski, J. L., & Mitton, T. (2019). *Analysis for Financial Management*. New York: Mc Graw Hill Education.
- IFRS Foundation. (2018). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. Retrieved from IFRS Foundation: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/conceptual-framework-for-financial-reporting.pdf?bypass=on>
- IMF. (2023a). *Regional Economic Outlook. Europe's balancing act: taming inflation without a recession*. Retrieved from IMF: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/REO/EUR/2023/April/English/text.ashx>
- IMF. (2023b, April). *World Economic Outlook Database*. Retrieved from International Monetary Fund: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April>
- Johansson, M., Olson, M. B., & Gustafsson, A. (2023). *What if higher interest rates remain?* Stockholm: Arctic Securities.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Kinserdal, A. (2005). *Grunnleggende regnskapsforståelse*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

-
- Kinserdal, F. (2018). Nye og bedre nøkkeltall i regnskapsanalysen. *Revisjon og Regnskap, utgave 7*, pp. 22-27. Retrieved from https://www.revregn.no/journal/2018/7/revregn-650/Nye_og_bedre_n%C3%B8kkeltall_i_regnskapsanalysen
- Kinserdal, F. (2023). *ACC420 - Regnskapsanalyse, forelesning 9a: Konsekvensen av fleksibilitet i regnskapet for brukerne*. Bergen: NHH.
- Kinserdal, F., Pelja, I., Sjøvik, H. C., & Tronsmoen, T. N. (2021). *Hvilke regnskapsmessige nøkkeltall bruker norske banker som lånevilkår, og hvorfor brukes disse?* Retrieved from Magma 07/21: <https://nye.econa.no/faglig-oppdatering/medlemsbladet-magma/7-2021/hvilke-regnskapsmessige-nokkeltall-bruker-norske-banker-som-lanevilkar-og-hvorfor-brukes-disse/>
- Knivsflå, K. H. (2023a). *Masteroppgåve i kredittvurdering*. Retrieved from NHH - ACC421A: <https://course.nhh.no/master/ACC421A/utgreiing/KREDITTVURDERING.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2023b). *ACC421A: Forelesning 1: Verdivurdering*. Retrieved from NHH - ACC421A: <https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/ACC421A%20-%2001.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2023c). *ACC421A: Forelesning 2 Strategisk analyse*. Retrieved from NHH - ACC421A: <https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/ACC421A%20-%2002.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2023c). *ACC421A: Forelesning 9: Kredittvurdering*. Retrieved from NHH - ACC421A: <https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2009.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2023d). *ACC421A: Forelesning 3: Regnskapsanalyse - Ramme og "trailing"*. Retrieved from NHH - ACC421A: <https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2003.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2023e). *ACC421A: Forelesning 4: Omgruppering for analyse*. Retrieved from NHH - ACC421A: <https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2004.pdf>

-
- Knivslå, K. H. (2023f). *ACC421A: Forelesning 5: Omgruppering, balanse og kontantstrøm*. Retrieved from NHH - ACC421A: <https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2005.pdf>
- Knivslå, K. H. (2023g). *ACC421A: Forelesning 7: Målefeil*. Retrieved from NHH - ACC421A: <https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2007.pdf>
- Knivslå, K. H. (2023h). *ACC421A: Forelesning 11: Strategisk rentabilitetsanalyse*. Retrieved from NHH - ACC421A: <https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2011.pdf>
- Knivslå, K. H. (2023i). *ACC421A: Forelesning 10: Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet*. Retrieved from NHH - ACC421A: <https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2010.pdf>
- Lien, L. B., Knudsen, E. S., & Baardsen, T. Ø. (2016). *Strategiboken*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Mjøllhus, J. (2022). *BUS466: Forelesning 3 Verdivurdering*. Bergen: NHH.
- Moody's. (2023a). *Moody's affirms Castellum's Baa3 issuer rating, outlook stable*. Retrieved September 15., 2023, from Moody's: https://www.moody's.com/research/Moodys-affirms-Castellums-Baa3-issuer-rating-outlook-stable-Rating-Action--PR_473826
- Moody's. (2023b, Juni 27). *Rikshem AB Update to credit analysis*. Retrieved from Moody's: <https://www.rikshem.se/media/kxjiupqh/moodys-credit-opinion-2023-06-27.pdf?fbclid=IwAR05TnRrwqBLduZvkGnOd90dCpiCXOdv3PfH5nfWyZ3H9ungZvPYvr0RQY0>
- Müller, M., Krick, T., & Blohmke, D. J. (2023, September 14.). *Putting the construction sector at the core of the climate change debate*. Retrieved from Deloitte: <https://www2.deloitte.com/ce/en/pages/real-estate/articles/putting-the-construction-sector-at-the-core-of-the-climate-change-debate.html>
- Nasdaq. (u.d.a). *SBB D, SAMHÄLLSBYGGNADSBO. I NORDEN D, (SE0011844091)*. Retrieved from Nasdaq: <https://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=SSE164962>

-
- Nasdaq. (u.d.b). *SBB B, SAMHÄLLSBYGGNADSBO. I NORDEN B, (SE0009554454)*. Retrieved from Nasdaq: <https://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=SSE103614>
- Newsec. (2023, Mars 7). *Newsec Property Outlook Spring 2023*. Retrieved from Newsec: <https://www.newsec.no/insights/reports/newsec-property-outlook-spring-2023?fbclid=IwAR2Ug64cz9a364ivaG6q-GzoCkXkRLwDDdJFmVuvNy9gEajAyLA943Q7-Oc>
- Nordic statistics database. (2022, Oktober 17). *Demography*. Retrieved from Nordic statistics database: <https://www.nordicstatistics.org/areas/demography/>
- Nordisk samarbeid. (u.d.). *Arbeidsmarkedet i Norden*. Retrieved from Nordisk samarbeid: <https://www.norden.org/no/information/arbeidsmarkedet-i-norden>
- Norges Bank. (2020, April 2). *Inflasjon*. Retrieved from Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>
- Norges Bank. (2021, Desember 16). *Norges Banks pengepolitiske strategi*. Retrieved from Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/pengepolitisk-strategi/>
- Norges Bank. (2023). *Monetary Policy Report 2/23*. Retrieved from Norges Bank: https://www.norges-bank.no/contentassets/afd298a18fc04b3a984b12993c9610dc/mpr_2_2023_eng.pdf?v=06%2F22%2F2023164715&fbclid=IwAR1ocXF1B6zn1c4yzP4K5GyN4hG8X6mC1-4D8IfxE3RmENKySasjEemLPXQ
- Norges Bank. (u.d.a). *Styringsrenten*. Retrieved from Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Bank. (u.d.b). *Hvordan påvirker styringsrenten økonomien?* Retrieved from Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/kort-forklart/styringsrenten/hvordan-pavirker-styringsrenten-okonomien/>
- Næringseiendom. (2022, November 17). *KPI-regulering av husleien*. Retrieved from Næringseiendom: <https://ne.no/2022/11/17/kpi-regulering-av-husleien/>

- Ohlson, J. A. (1980). *Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy*. Chicago: Journal of Accounting Research.
- Paglia, J. K. (2002). *An Overview of Covenants in Large Bank Loans*. Retrieved from The RMA Journal: [https://cms.rmau.org/uploadedFiles/Credit_Risk/Library/RMA_Journal/Other_Topics_\(1998_to_present\)/An%20Overview%20of%20Covenants%20in%20Large%20Bank%20Loans.pdf?fbclid=IwAR0Yngl2Q-kWfGJNNMmvg7Nw1DukQyb8TFtCEr3qtT1AuCsFEM-vH8adQfl](https://cms.rmau.org/uploadedFiles/Credit_Risk/Library/RMA_Journal/Other_Topics_(1998_to_present)/An%20Overview%20of%20Covenants%20in%20Large%20Bank%20Loans.pdf?fbclid=IwAR0Yngl2Q-kWfGJNNMmvg7Nw1DukQyb8TFtCEr3qtT1AuCsFEM-vH8adQfl)
- Penman, S. H. (2007). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin.
- Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2021). *Financial Statement Analysis*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy*. New York: The Free Press.
- PwC. (2017, Januar). *Finansiell restrukturering av større selskaper*. Retrieved from PwC: <https://www.pwc.no/no/tjenester/kapitalmarkeder/pwc-rapport-finansiell-restrukturering.pdf>
- Rikshem. (2023a). *Rikshem's Six-month report January-June 2023*. Rikshem.
- Rikshem. (2023b). *Annual Report and Sustainability Report 2022*. Rikshem.
- S&P Global. (2016). *Loan and Recovery Ratings: Benchmarks For New Debt*. Retrieved from S&P Global: https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/loan-recovery-ratings.pdf
- S&P Global. (2018, Februar 26). *Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry*. Retrieved from S&P Global : <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/10366360>
- S&P Global. (2023, Juli 28). *Research Update: Samhallsbyggnadsbolaget Downgraded To 'CCC+' On Upcoming High Debt Maturities And Liquidity Pressure; Outlook Negative*. Retrieved from S&P Global: <https://corporate.sbbnorden.se/en/wp->

content/uploads/sites/2/2020/06/sp-juli.pdf?fbclid=IwAR2QWvI-
THpCsLR7rBReyOvvxI7y9Mhck9MUo8JVjEu2V4Nd5VHRPDoO61I

S&P Global. (u.d.). *Credit Ratings*. Retrieved from S&P Global :
<https://www.spglobal.com/ratings/en/products-benefits/products/credit-ratings>

SBB. (2019). *Annual Report 2018*. SBB.

SBB. (2021). *Annual Report 2020*. SBB.

SBB. (2022). *Annual Report 2021*. SBB.

SBB. (2023a, Juni 2). *Leiv Synnes ersätter Ilija Batljan som vd*. Retrieved from SBB:
<https://corporate.sbbnorden.se/sv/leiv-synnes-ersatter-ilija-batljan-som-vd-for-sbb/>

SBB. (2023b). *Q2 January - June 2023*. SBB.

SBB. (2023c, Mars 8). *SBB invests and signs a 30-year lease with the Municipality of Örebro*. Retrieved from SBB: <https://corporate.sbbnorden.se/en/sbb-invests-and-signs-a-30-year-lease-with-the-municipality-of-orebro/>

SBB. (2023d, Mars 31.). *Annual Report 2022*. SBB. Retrieved from
<https://corporate.sbbnorden.se/en/wp-content/uploads/sites/2/2023/03/sbb-sbb-publishes-annual-and-sustainability-report-for-2022-230331.pdf>

SBB. (2023e). *Change in number of shares and votes in Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB*. Retrieved from SBB: <https://corporate.sbbnorden.se/en/change-in-number-of-shares-and-votes-in-samhallsbyggnadsbolaget-i-norden-ab-21/>

SBB. (u.d.a). *SBB i korthet*. Retrieved from SBB: <https://corporate.sbbnorden.se/sv/sbb-i-korthet/>

SBB. (u.d.b). *Business Idea*. Retrieved from SBB: <https://corporate.sbbnorden.se/en/business-idea/>

SCB. (2023a, April 18). *Folkmängd efter kön och födelseland 1970–2022 samt framskrivning 2023–2070*. Retrieved from Statistikmyndigheten: <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter->

amne/befolkning/befolkningsframskrivninger/befolkningsframskrivninger/pong/tabel
l-och-diagram/folkmangd-efter-kon-och-fodelseland-samt-framskrivning/

SCB. (2023b). *Kort och lång ränta*. Retrieved from SCB Statistikmyndigheten:
<https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/ovrigt/allmant/sveriges-ekonomi/pong/tabell-och-diagram/kort-och-lang-ranta-1989-/>

Schjelderup, G., & Jacobsen, M. R. (2011, Desember). *Nye utfordringer i bedriftsbeskatninger*. Retrieved from Samfunns- og næringslivsforskning AS, NHH:
https://snf.no/media/r5vje5wp/a38_11.pdf?fbclid=IwAR1-Qrd5svY1oVbhPAGzv2QQpdGY93iHsOgm3X725XfsaPQwb2NLd1KJqFE

Scope Ratings. (2023, Juni 28). *Credit Rating Announcement: Scope downgrades SBB's issuer rating to BB-; still under review for possible downgrade*. Retrieved from Scope Ratings:
https://www.scooperatings.com/ratings-and-research/rating/EN/174580?fbclid=IwAR0ks4BL6KgE95M4JdUHn1asA89JwC1QB_P_oE1sKBGIPStfr3Ez6Thtxr1Y

Sjåvik, H. C., & Tronsmoen, T. N. (2020). *Regnskapsmessige nøkkeltall som lånevilkår*. Retrieved from Norges Handelshøyskole: <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/2678776/masterthesis.pdf?sequence=1&isAllowed=y&fbclid=IwAR0XEFp81mkqxLC8a38Lnf9wlP8nttQ4I8pcde1LUchpwBYPfwh1XBoJW6E>

Skatteverket. (2022). *SKV 294 utgåva 22: Skatteregler för aktie- och handelsbolag – med deklara-tionsanvisningar*. Retrieved from Skatteverket :
<https://skatteverket.se/download/18.7d2cc99c18b24bd07c38e19/1699446640741/skatte-regler-for-aktie-och-handelsbolag-skv294-utgava22.pdf>

SSB. (2023a, Mars 22). *Arbeidsledighet i Norge*. Retrieved from Statistisk sentralbyrå:
<https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/sysselsetting/artikler/arbeidsledighet-i-norge>

SSB. (2023b, August 10). *Konsumprisindeksen*. Retrieved from Statistisk sentralbyrå:
<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen>

-
- SSB. (2023c, Mars 7). *Rekordlav fruktbarhet i 2022*. Retrieved from Statistisk Sentralbyrå: <https://www.ssb.no/befolkning/fodte-og-dode/statistikk/fodte/artikler/rekordlav-fruktbarhet-i-2022>
- SSB. (u.d.). *Fakta om norsk økonomi*. Retrieved from Statistisk Sentralbyrå: <https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>
- Sveriges Riksbank. (2023, Juni 29). *Monetary Policy Report, June 2023*. Sveriges Riksbank. Retrieved from Sveriges Riksbank: <https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/monetary-policy-report/2023/monetary-policy-report-june-2023/>
- Sveriges Riksbank. (u.d.). *Monetary policy*. Retrieved from Sveriges Riksbank: <https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/>
- Sweden Green Building Council. (u.d.). *Vad är BREEAM-SE?* Retrieved from Sweden Green Building Council: <https://www.sgbc.se/certifisering/breem-se/vad-ar-breem-se/>
- Trading Economics. (u.d.). *Credit Rating*. Retrieved from Trading Economics: <https://tradingeconomics.com/country-list/rating>
- Aae, E. L., Hansen, M. A., Pelja, I., Stemland, T. B., & Kinserdal, F. (2018). Er tradisjonelle regnskapsnøkkeltall relevante i en «moderne» IFRS-verden? *Magma*, 6 utgave, pp. 52-62.