



Erlend Bekkesletten

**En verdsettelse av
Fastighets AB Balder**

**Masteroppgave våren 2023
OsloMet – storbyuniversitetet
Handelshøyskolen (HHS)**

Masterstudiet i økonomi og administrasjon

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven har vært å benytte ulike verdsettelsesmetoder for å komme frem til egenkapitalverdien av Fastighets AB Balder. Det finnes flere forskjellige metoder for å verdsette et eiendomsselskap, og jeg har benyttet meg av kontantstrømbasert, relativ og multipelbasert verdsettelse. Her har jeg lagt størst vekt på en kombinasjon av diskonterte kontantstrømmer, og multipelbasert verdsettelse.

Problemstillingen til oppgaven var dermed: «Hva er verdien til Balder per 12.05.2023?» Den teoretisk riktige metoden å verdsette et selskap på er ved å diskontere ned de fremtidige kontantstrømmene, og ved bruk av egenkapitalmetoden kom jeg frem til en verdi per aksje på 47 kroner, noe som gir en oppside på 13,1% ut ifra dagens aksjekurs på 40,84 per 12.05. 2023. Hoveddelene i oppgavene består av en strategisk-analyse, regnskapsanalyse, og ulike metoder for verdsettelse. Totalt sett bidrar den strategiske analysen, og regnskapsanalysen til å skape best mulig forutsetninger for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene.

Summary

The purpose of this assignment has been to utilize various valuation methods to determine the company value of Fastighets AB Balder. There are several different methods for valuing a real estate company, and I have employed cash flow-based, relative, and multiple-based valuation. In this analysis, I have placed the greatest emphasis on a combination of discounted cash flows and multiple-based valuation.

The research question for this assignment was, "What is the value of Balder as of May 12, 2023?" The theoretically correct method for valuing a company is to discount the future cash flows, and by using the equity method, I arrived at a per-share value of 47 kroner, which represents an upside of 13.1% based on the current stock price of 40.84 as of May 12, 2023. The main components of the assignment consist of a strategic analysis, financial analysis, and various valuation methods. Collectively, the strategic analysis and financial analysis contribute to creating the best possible assumptions for discounting the future cash flows.

Forord

Denne oppgaven har vært et selvstendig arbeid som avslutter mastergraden i økonomi og administrasjon ved OsloMet. Med hovedprofil i finans anser jeg en verdsettelsesoppgave som en god oppsummering av hele studieløpet, der jeg får benyttet meg av teknikker og metoder jeg også vil få nytte av i det fremtidige arbeidslivet. Oppgaven har dermed vært veldig interessant å jobbe med, og den har vært lærerik på flere forskjellige områder. Bedre forståelse for verdsettelsesteknikk, og ulike faktorer som gir verdsettelsesrabatter mener jeg har vært det som har gitt størst læringsutbytte av oppgaven.

Selskapet jeg har valgt å verdsette er det svenske eiendomsselskapet Balder. Bakgrunnen for valget er at eiendomsselskapene er veldig utsatt for høyere renter som en følge av høy belåning. I dagens makromiljø sliter dermed flere av aktørene, og verdsettelsene i hele bransjen har falt betydelig. Dette fanget opp min interesse, og jeg valgte å verdsette et av de større anerkjente selskapene som har en god del gjeld. Etersom hele sektoren har fått seg en solid nedgradering kan det være interessant å analysere om Balder har god nok balanse til å komme seg gjennom tiden med økende renter og refinansieringer.

Til slutt vil jeg takke Sturla Fjesme for god veiledning underveis med kjappe svar på fortløpende spørsmål.

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	1
FORORD	2
1 INTRODUKSJON	7
1.1 MOTIVASJON	7
1.2 FORMÅL OG PROBLEMSTILLING	7
1.3 OPPGAVENS OPPBYGGING.....	8
2 PRESENTASJON AV BALDER OG EIENDOMSBRANSJEN	9
2.1 INTRODUKSJON AV FASTIGHETS AB BALDER	9
2.2 INTRODUKSJON TIL BRANSJEN	11
3 STRATEGISK ANALYSE	12
3.1 PESTEL-ANALYSE.....	12
3.1.1 Politiske forhold	12
3.1.2 Økonomiske forhold	13
3.1.3 Sosiokulturelle forhold	14
3.1.4 Teknologiske forhold.....	15
3.1.5 Miljømessige forhold	16
3.1.6 Juridiske (legale forhold).....	17
3.1.7 Oppsummering PESTEL	18
3.2 PORTERS FEM KONKURRANSEKREFTER- KONKURRENTANALYSE	19
3.2.1 Trusselen fra nye aktører	19
3.2.2 Trusselen fra substitutter.....	20
3.2.3 Kundens forhandlingsmakt	21
3.2.4 Leverandørers forhandlingsmakt	22
3.2.5 Rivalisering mellom de ulike aktørene	23
3.2.6 Oppsummering Porters Fem konkurransekrefter	24
3.3 INTERN ANALYSE.....	25
3.3.1 Finansielle ressurser	25
3.3.2 Eiendommene.....	26
3.3.3 Human kapital	27
3.3.4 Kundebase	28
3.4 OPPSUMMERING SVIMA-TABELL	29
3.5 OPPSUMMERING SWOT-TABELL	30
4 REGNSKAPSANALYSE	31
4.1 RESULTATFORDELING	31
4.2 LEIEINNTEKTER	32
4.3 UTVIKLING I KVADRATMETER	33
4.4 RESULTATFORDELING I PROSENT.....	34
4.5 SOLIDITET.....	35
4.6 LØNNSOMHETSANALYSE	37
4.7 POSTER FOR PROGNOSEFORMÅL	38
5 PROGNOSE	42
5.1 LEIEINNTEKTER	42
5.2 EIENDOMSKOSTNADER	42
5.3 LEDELSE OG ADMINISTRASJONSKOSTNADER	42
5.4 FORVALTNINGSRESULTAT I TILKNYTTETE SELSKAPER.....	43
5.5 SKATTEKOSTNAD TILKNYTTETE SELSKAPER	43
5.6 AVSKRIVNINGER.....	44
5.7 NETTO FINANSKOSTNADER.....	44
5.8 SKATT	44

5.9	INVESTERINGER	45
5.10	ENDRING I ARBEIDSKAPITAL	45
5.11	MINORITETSINTERESSER	45
6	AVKASTNINGSKRAV	46
6.1	RISIKOFRI RENTE	46
6.2	BETA	46
6.3	MARKEDETS RISIKOPREMIE	47
6.4	GJELDSKOSTNADEN	47
6.5	OPPSUMMERING WACC	48
7	VERDSETTELSESMODELL- EGENKAPITALMETODEN	48
7.1	VERDIEN AV BALDER VED BRUK AV EGENKAPITALMETODEN	49
8	VERDSETTELSESMODELL- SELSKAPSMETODEN	50
8.1	VERDIEN AV BALDER VED BRUK AV SELSKAPSMETODEN	50
9	RELATIV VERDSETTELSE	51
9.1	P/E	51
9.2	EV/EBIT	52
9.3	P/B	54
9.4	EV/SALES	55
9.5	OPPSUMMERING MULTIPPELBASERT VERDSETTELSE	56
10	SENSITIVITETSANALYSE	57
10.1	VEKST I LEIEINNEKTER	57
10.2	FINANSKOSTNADER	58
10.3	INVESTERINGER	59
10.4	AVKASTNINGSKRAVET	60
11	AVSLUTNING	61
	LITTERATURLISTE:.....	62

Figuroversikt

Figur 1: Realrenten i Sverige, hentet fra Riksbankens rapport.	14
Figur 2: Utvikling i eiendomsindeksen VINX Nordic Real Estate.	27
Figur 3: Utvikling i leieinntekter	32
Figur 4: Utvikling i kvadratmeter	33
Figur 5: Relativ verdsettelse med P/E-multippel.	52
Figur 6: Relativ verdsettelse med EV/EBIT-multippel.	53
Figur 7: Relativ verdsettelse med P/B-multippel.	55
Figur 8: Relativ verdsettelse med EV/Sales-multippel.	56
Figur 9: Sensitivitetsanalyse- vekst i leieinntekter	58
Figur 10: Sensitivitetsanalyse- endring i finanskostnader	59
Figur 11: Sensitivitetsanalyse- endring i investeringsnivå.	60
Figur 12: Sensitivitetsanalyse- endring i avkastningskrav	61

Tabelloversikt

Tabell 1: Geografisk eksponering av eiendommene.....	10
Tabell 2: Oppsummering av SVIMA-analysen.....	29
Tabell 3: Oppsummering med SWOT-tabell.....	30
Tabell 4: Historisk resultatfordeling.....	31
Tabell 5: Forholdstall knyttet til antall kvadratmeter.....	33
Tabell 6: Resultatfordeling mellom forvaltningsresultat og verdiendringer i prosent.....	34
Tabell 7: Nøkkeltall knyttet til soliditet.....	35
Tabell 8: Oversikt over tidsforløp av renteforfall.....	35
Tabell 9: Oversikt over tidsforløp av gjeldsforfall.....	36
Tabell 10: Nøkkeltall for historisk lønnsomhet.....	37
Tabell 11: Regnskapsposter for prognoseformål.....	38
Tabell 12: Poster for justering til fri kontantstrøm.....	40
Tabell 13: Prognose frem til EBITDA.....	42
Tabell 14: Prognose for avskrivninger og finanskostnader.....	43
Tabell 15: Prognose av skatt, investeringer og arbeidskapital.....	44
Tabell 16: Oppsummering av beregning av WACC.....	48
Tabell 17: Beregning av terminalverdi til egenkapitalmodellen.....	49
Tabell 18: Beregning av verdien til Balder ved bruk av egenkapitalmetoden.....	49
Tabell 19: Beregning av terminalverdi til selskapsmetoden.....	50
Tabell 20: Beregning av verdien til Balder ved bruk av selskapsmetoden.....	50

1 Introduksjon

Under introduksjonen av oppgaven vil jeg gå gjennom motivasjonen og bakgrunnen for valg av tema. I tillegg vil jeg kort ta for meg formålet med problemstillingen, og gjennomgå oppgavens oppbygging.

1.1 Motivasjon

Motivasjonen for oppgaven kommer av at jeg har stor interesse for aksjer og verdsettelse. Jeg følger godt med på finansmarkedene, og bruker mye tid på å analysere ulike selskaper. Ettersom jeg ønsker å jobbe innenfor dette område antok jeg at en verdsettelsesoppgave ville være en relevant og lærerik oppgave for meg. Ved å analysere kvartals- og årsrapporter får man god innsikt et selskap, og får større regnskapsforståelse. I tillegg opparbeider man seg mye erfaring ved å jobbe med en slik oppgave over et helt semester når man analyserer de ulike konkurrentene og bransjen som helhet.

Da jeg skulle velge tema for oppgaven ønsket jeg å velge noe dagsaktuelt, og jeg synes det er interessant å analysere selskaper som har falt betydelig i verdi som en følge av ulike faktorer. I dagens makrobilde sliter flere av de tungt belånte svenske eiendomsselskapene med økende renter. Hele eiendomsbransjen i Sverige har blitt vandt til negative renter, og den plutselige renteøkninger har skapt problemer for flere av aktørene. Slike nye faktorer skaper frykt blant investorer, og flere av selskapene handles til P/B under 0,5. Dersom verdiene bak egenkapitalen er reelle, er det interessant å analysere om Balder er betydelig underpriset, eller om det er andre faktorer som spiller inn på prisingen. Alt i alt var det motiverende å få jobbe med dette over et helt semester.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med denne masteroppgaven er dermed å finne ut hva som er riktig verdi av egenkapitalen til Fastighets AB Balder. Denne verdien kommer jeg frem til ved å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene, og sammenligne denne verdien med markedsverdien til selskapet per 12.mai. 2023. I tillegg vil jeg benytte meg av en

multippelbasert verdsettelse for å analysere om selskapet er underpriset, overpriset eller riktig vurdert ut ifra mine estimater. Problemstillingen er dermed:

«Hva er egenkapitalverdien til Fastighets AB Balder per 12.mai. 2023?»

1.3 Oppgavens oppbygging

Oppgaven starter med en kort presentasjon av Balder og den svenske eiendomsbransjen. Her er formålet å gi et lite innblikk i eiendomssektoren før jeg starter med selve analysen.

Det neste delen av oppgaven er den strategiske analysen der jeg benytter meg av tradisjonelle rammeverk for å kartlegge ulike faktorer som kan påvirke inntjeningen til Balder. I den eksterne analysen benytter jeg meg blant annet av PESTEL- analysen, og Porters fem konkurransekrefter. I den interne analysen anvender jeg meg av en SVIMA rammeverket for å kartlegge Balder sine interne ressurser og eventuelle konkurransefortrinn. Til slutt oppsummerer jeg hele den strategiske analysen med en SWOT- tabell.

Den tredje hoveddelen av oppgaven er selve regnskapsanalysen, der jeg analyserer historiske prestasjoner og ulike nøkkeltall. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning, men det gjør det lettere å lage en fremtidig prognose om man er klar over de historiske prestasjonene. Store selskap som Balder vil eksempelvis ikke kunne doble omsetningen fra ett år til et annet.

Etter regnskapsanalysen kommer selve verdsettelsesdelen der jeg benytter meg av både egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. I tillegg utfører jeg en multippelbasert verdsettelse der jeg også ser på hvordan Balder er priset relativt til sine konkurrenter. Ettersom det er stor usikkerhet rundt estimatene i ulike modeller, utfører jeg også en sensitivitetsanalyse der jeg undersøker hvordan ulike endringer slår ut i verdsettelsen av selskapet.

Til slutt avsluttes oppgaven med å svare på problemstillingen, og kommer frem til om Balder virker riktig priset ut ifra mine estimater.

2 Presentasjon av Balder og eiendomsbransjen

2.1 Introduksjon av Fastighets AB Balder

Fastighets AB Balder er et svensk eiendomsselskap som utvikler og drifter eiendommer i Skandinavia, Tyskland og Storbritannia. Selskapet ble stiftet av Erik Selin i 2005, og har de siste 18 årene blitt et av Skandinavias største eiendomsselskaper bestående av en eiendomsportefølje til en verdi av 217 milliarder sek (per Q4, 2022). I løpet av denne tiden har NAV (Net Asset Value) steget med 29% årlig. Dette har dermed vært en ekstremt bra reise for alle aksjonærer som har vært med siden børsintroduksjonen i 2005. I samme periode har aksjekursen har gått fra 1,98 kroner til 40,84 kroner per 12.05.23 som tilsvarer omtrent 2000% stigning. Denne avkastningen er tross et fall fra 120 kroner per aksje ned til dagens nivåer. Denne reisen har gjort Erik Selin til en av de mest suksessrike entreprenørene i Sverige, og han har blitt en anerkjent investor i Skandinavia og resten av Europa.

Strategien til Balder går ut på å kjøpe, utvikle og drifte eiendommer i sentrale strøk i Europa (Balder årsrapport, 2022). Ved å fokusere på storbyer vil de kunne profitere på trenden rundt urbaniseringen, samtidig som selskapet minimerer risikoen for å ikke få leid ut eiendommene. Dette kommer av at det alltid vil være etterspørsel etter leiligheter i de største byene. Balder investerer i leiligheter, kontorer og logistikk, men også innenfor mange andre segmenter av næringsseiendom. Ledelsen anser leiligheter som det sikreste investeringsobjektet, og per Q4 2022 stod leiligheter for 56% av eiendomsporteføljen, mens kontorer henholdsvis stod for 18%. Dette er en del av strategien for å kontinuerlig få inn sikre kontantstrømmer. På denne måten er ikke Balder primært en boligutvikler som selger leilighetene, men beholder en stor andel til utleie for å profitere på rentes rente effekten. Som et eksempel utvikles nå Karlatornet som blir det høyeste bygget i Gøteborg bestående av 611 leiligheter, og prosjektet forventes å være innflyttingsklart i 2024. Per Q4, 2022 innehar Balder omtrent 1350 eiendommer til leiligheter i eiendomsporteføljen.

Geografisk eksponering	
Helsinki	25,00 %
Gøteborg	20,00 %
Stockholm	18,00 %
København	11,00 %
Øst	11,00 %
Nord	10,00 %
Sør	8,00 %

Tabell 1: Geografisk eksponering av eiendommene.

En annen viktig del av strategien til Balder er investeringer i andre eiendomsselskaper. Dette kjennetegner hele bransjen der krysseierskap er veldig vanlig. Eksempelvis eier Balder omtrent 30% av norske Entra, noe som endte opp i en liten budkrig under 2022. Ettersom mulighetene innenfor krysseierskap ofte er ganske attraktive har ledelsen flere strenger å spille på, og mulighetene finnes også innenfor Norge (Solheimsnes, 2021). Dersom eksempelvis markedsverdien til et selskap skulle falle mye i verdi kan Balder kjøpe seg opp, og på denne måten oppnå ytterligere diversifisering i tillegg til eierskap i ytterligere nye kontantstrømmer.

Selve business modellen til Balder kan deles inn i to deler. Den første delen er selve forvaltningen av eiendommene som bringer inn den løpende kontantstrømmen. Her måles selve forvaltningsresultatet som er det Balder sitter igjen med etter alle kostnader knyttet til forvaltningen er trukket fra leieinntektene. Her inngår også resultatet fra eierandeler i tilknyttede selskaper som står for en betydelig del av forvaltningsresultatet. I tillegg til forvaltningsresultatet får også Balder verdiøkning på eiendommene over tid, og dette kan anses som den andre delen av businessmodellen. Oppjustering av eiendomsverdier er den passive gevinsten av å eie eiendommer, og dersom man konservativt verdsetter Balder på forvaltningsresultatet vil dette komme som en bonus. Det totale resultatet til Balder før skatt i 2022 var på 12 988 millioner kroner der verdiøkninger stod for 7 257 millioner kroner. Tilsvarende tall i 2021 var 22 781 og 13 847 millioner som betyr at verdiendringene står for en betydelig del av resultat per aksje (Balder årsrapport, 2022).

Ettersom Balder over tid har vist seg å være svært dyktige på kapitalallokering betaler ikke selskapet ut utbytte, men reinvesterer hele kontantstrømmen i nye eiendomsprosjekter eller allokere kapitalen til nedbetaling av gjeld. Denne utbyttepolicyen er også forventet å vare fremover så lenge ledelsen fremdeles ser gode muligheter i markedet. Akkurat nå er hele eiendomssektoren i en litt spesiell situasjon med høy belåning og stigende renter. Dette har ført til at Balder per 12 februar handles til en P/B multipl på 0,44 og handles dermed en rabatt til mot den bokførte egenkapitalen. Kombinasjonen av høy gjeld som må refinansieres de neste årene til en høyere rente har senket prisingen av hele eiendomssektoren. Dette vekket min interesse for valget av Balder som valuation-case.

2.2 Introduksjon til bransjen

Eiendomsbransjen i Norden preges av flere store børsnoterte selskaper som har vokst frem i perioden med fallende renter. Blant de største selskapene finner vi blant annet Sagax, Balder, Castellum, Hufvudstaden, NP3, Nyfosa og Whilborgs for å nevne noen tilsvarende kjente selskaper. I tillegg finnes det utallige andre børsnoterte og unoterte selskaper som driver innenfor boligbygg, kontorer, logistikk-eiendom og lignende. Selskapene driver på de samme markedene, men skiller seg ut ved å ha sine egne fokusområder og nisjer. Sagax driver eksempelvis primært innenfor logistikk, og har dermed lagerbygg som sitt kjerneområde. Hufvudstaden, NP3, Nyfosa og Whilborgs er i større grad i samme nisje som Balder med en større andel investeringer i leiligheter. I tillegg til leiligheter driver Balder også virksomhet innenfor hotell og kontorer, og har dermed en rekke ulike konkurrenter innenfor forskjellige områder.

3 Strategisk analyse

Den strategiske analysen går ut på å kartlegge ulike interne og eksterne faktorer som kan påvirke inntjening til Balder. Et hvert selskap påvirkes av en rekke ulike faktorer, og under den strategiske analysen vil man bedre kunne kartlegge bedriftens styrker og svakheter. En PESTEL-analyse egner seg godt for å analysere de ulike eksterne drivkreftene bak selskapet. Her vil jeg undersøke hvordan politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige, og lovmessige forhold kan påvirke inntjeningen til Balder på forskjellige måter.

Etter PESTEL-analysen vil jeg analysere konkurransesituasjonen til Balder gjennom Porters fem konkurransekrefter for å se hvorvidt Balder har noen konkurransefortrinn mot de andre konkurrentene. Teorien tilsier at summen av de ulike konkurransekreftene avgjør bransjens lønnsomhet. Uten noen varige konkurransefortrinn vil det alltid komme nye aktører dersom en bransje viser seg å være svært lønnsom. Dette vil igjen føre til lavere marginer, og på denne måten vil varige konkurransefortrinn være avgjørende for at Balder skal kunne levere god avkastning over tid. Etter den eksterne analysen vil jeg gjøre en internanalyse av Balder, før jeg til slutt vil oppsummere den strategiske analysen i en SWOT-tabell. Summen av disse faktorene vil være med på å kunne estimere de fremtidige kontantstrømmene til selskapet så godt som mulig.

3.1 PESTEL-analyse

3.1.1 Politiske forhold

Ettersom Balder opererer innenfor eiendomsbransjen blir selskapet påvirket av en rekke ulike politiske faktorer. Boligpolitikk er høyt oppe på agendaen hos de aller fleste politiske partier, og vil dermed påvirke Balder i de ulike landene selskapet opererer i. I Sverige er det offentlig regulerte leiepriser i motsetning til markedspris som i land som Norge (Hyresgastforeningen, 2023). Dette påvirker mulighetene til å kunne øke leieprisene, og dermed vil det ikke nødvendigvis være lønnsomt for Balder å leie ut dyre leiligheter i Sverige ettersom yelden blir veldig lav. Denne utfordringen er dermed knyttet til leilighetsdelen av virksomheten til Balder.

En annen politisk faktor som i stor grad vil kunne påvirke Balder er økte skattesatser. Dersom politikere skulle ønske å få inn mer penger i tøffere tider kan eiendomsbransjen være et mulig område for skattehevinger. Balder betalte 1 999 millioner kroner i skatt i 2022 som gir en effektiv skattesats på 9,23%. Tilsvarende var skattesatsen på 14% i 2021 som totalt ses kan anses lavt i dagens skatteregimer. Balder hadde (per Q4, 2022) totalt eiendeler for nesten 264 milliarder kroner, noe som gjør selskapet svært sårbart for mulig økte eiendomsskatter. Flere av de børsnoterte eiendomsselskapene har også blitt så store at høyere eiendomsskatter muligens kan komme opp på den politiske agendaen. 1% skatt på disse eiendelene vil grovt sett kunne føre til 2,6 milliarder i redusert kontantstrøm. Likevel vil denne risikoen reduseres av at for høye skatter vil føre til at selskapene ikke lenger har råd til å gjøre investeringer, og når det private næringslivet for en stor andel av boligbygging rundt om i Skandinavia vil dette også få flere konsekvenser.

3.1.2 Økonomiske forhold

Når det gjelder økonomiske forhold utsettes Balder for en rekke ulike faktorer. For det første vil makroøkonomiske forhold ha stor påvirkning på forretningsmodellen til Balder. Vi lever nå i usikre tider med høy inflasjon med påfølgende økte renter for å dempe inflasjonen. Dette skaper stor usikkerhet for hele eiendomsbransjen som har forholdt seg til null, og til og med negative renter i mange år. Realrenten, som vil si renten minus inflasjonen, har dermed vært enda lavere som har gjort det ekstremt lønnsomt å låne penger for å gjøre nye investeringer. Figur 1 viser realrenten i Sverige siden 2004, og illustrerer dermed at eiendomsselskapene har hatt muligheten til å låne «billige» penger samtidig som inflasjonen har dratt opp eiendomsverdiene og redusert realverdien av lånet. En stor andel av den historiske verdiskapningen kommer dermed fra oppskrivning av eiendomsverdier som ikke har noen effekt på kontantstrømmen.



Figur 1: Realrenten i Sverige, hentet fra Riksbankens rapport.

Ettersom Balder per Q4 2022 hadde over 150 milliarder kroner i gjeld spiller dermed rentenivået en stor rolle for hvilken kontantstrøm selskapet er i stand til å levere fremover. Ifølge tradisjonelle Keynes modeller settes renten ut ifra inflasjonen og arbeidsledigheten, og renten må i dette tilfellet økes for å få ned inflasjonen (Holden, 2016). Inflasjonen vil dermed ha stor betydning på kontantstrømmen til Balder på kort sikt, og kan muligens skape finansieringsproblemer dersom inflasjonen blir langvarig. Den høye inflasjonen vi ser i disse tider kommer som en følge av blant annet kvantitative lettelse under pandemien, og krigen i Ukraina som kan være avgjørende faktorer i tiden fremover. På lengre sikt bør derimot høy inflasjon være positivt for Balder ettersom selskapet har inflasjonsjusterte leiekontrakter som øker leieinntektene over tid. I tillegg trekker inflasjonen opp eiendomsverdiene, og reduserer realverdien av gjelden over tid som er positive drivkrefter for fremtidig verdiskapning så lenge ikke Balder opplever mislighold av gjeld som en følge av økte renter.

3.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold vil ha stor betydning for Balder ettersom det omhandler en rekke ulike faktorer som befolkningsvekst, demografiske endringer, urbanisering og globalisering for å nevne noen sosiokulturelle forhold. Selve befolkningsveksten i Norden er helt avgjørende for at Balder skal kunne vokse utover inflasjonen. Statistikk fra SCB viser at Sverige nådde 10 millioner innbyggere i 2017, og innbyggertallet er forventet å vokse til nesten 13 millioner i 2070 (SCB, 2022). Den største trusselen for eiendomsbransjen er

befolkningsnedgang der boligprisene vil falle som en følge av lav etterspørsel. Mye tyder på at mange fremdeles ønsker å bo i Norden, og innvandringen dekker foreløpig opp for lavere fødselsrater.

En annen sentral faktor for virksomheten til Balder er urbaniseringstrenden. Unge mennesker søker seg til de største byene, og teknologiske fremskritt gjør at flere jobber gjøres fra kontoret istedenfor utendørs. Tall fra SSB viser at de største byene vokser, mens bygdene preges av alderdom (SSB, 2020). Dette gjenspeiler hele Norden som Balder opererer i, og ettersom strategien går ut på å utvikle og drifte eiendommer i sentrale byer står Balder veldig godt posisjonert mot denne trenden. Det er begrenset hvor mange flere boliger og næringsbygg man kan bygge i sentrumsnære områder, noe som tyder på ytterligere vekst i leieprisene i årene som kommer. I tillegg er det lavere risiko å operere i de største byene som Stockholm, København, Oslo og Helsinki ettersom det alltid vil være etterspørsel i de største byene. Urbaniseringen er dermed en av de viktigste verdidriverne til Balder over tid.

Ettersom eiendomsporteføljen til Balder består av 57% leiligheter per Q4 2022, vil også demografiske endringer kunne påvirke inntjeningen til Balder. Den kommende eldrebølgen de neste tiårene kan potensielt få stor innvirkning på boligmarkedet. Eldre personer har ikke like lett for å vedlikeholde og betjene en enebolig, og mange eldre ønsker naturlig nok å flytte inn i mindre leiligheter med kort vei til kollektivtransport og butikker. Dette bør, i tillegg til trenden rundt urbaniseringen, være positivt for Balder over tid ettersom en stor andel av portefølje er leiligheter. Disse sosiokulturelle forholdene bør kunne bidra til høyere lønnsomhet for bransjen over tid.

3.1.4 Teknologiske forhold

Teknologien er i rask utvikling i alle bransjer, og eiendomsbransjen er ikke et unntak. Ny teknologi skaper en rekke ulike muligheter med sensorer, big data, kunstig intelligens, VR-modeller og lignende. Dersom ikke Balder evner å ta del i denne utviklingen vil de på sikt bli utkonkurrert av konkurrentene. Digitalisering av prosesser og arbeidsmetoder skaper en rekke nye muligheter, og er avgjørende for å redusere kostnader (Balder årsrapport, 2022).

Gjennom bruk av nye 3D modeller vil man bedre kunne visualisere og planlegge nye bygg eller større områder for utvikling som bør kunne føre til enda bedre løsninger over tid.

En annen type teknologi som er i rask utvikling er 3D-printing av materialer, og til og med hele hus (Digital Norway, 2019). Dette kan gjøre det svært mye billigere å bygge opp eiendommer, og små mikro hus kan i stor grad allerede printes ut. Hvorvidt Balder kommer til å ta i bruk denne teknologien de nærmeste årene virker usikkert, men over tid kan dette få stor innvirkning på hvordan eiendommer bygges.

Når det gjelder menneskene som bor eller jobber i eiendommene stiller vi stadig høyere krav til smarte hus gjennom sensorer og automatisering. Tingenes internett går ut på at alle apparater snakker sammen og fungerer smertefritt. Ettersom vi bruker aller mest tid innendørs skaper dette en rekke muligheter for eiendomsselskapene som eier eiendommene. Over tid vil selskapene kunne samle inn enorme mengder data fra de som oppholder seg i byggene, noe som omfavner en rekke ulike momenter som personvern og datasikkerhet. Likevel vil denne type informasjon kunne hjelpe til med å tilpasse eiendommen til de som oppholder seg der, eller anvendes til å gjøre hverdagen til folk bedre. Ny teknologi har både positive og negative sider, men kan skape merverdi for Balder som kan levere ytterligere tilleggstjenester.

3.1.5 Miljømessige forhold

Innenfor miljømessige forhold står eiendomsbransjen overfor en rekke utfordringer knyttet til klimagassutslipp og energiforbruk. Entra, som Balder har en betydelig eierandel i, anslår at Bygg står for hele 40% av verdens energiforbruk (Entra, 2023). Dette er svært høye tall, og energieffektivisering av eiendommer er helt avgjørende for å nå fremtidige mål knyttet til klimagassutslipp og Parisavtalen. Balder har et mål om å halvere klimagassutslipp innen 2030, og å være klimanøytrale innen 2045. For å nå disse målene kreves det store investeringer i mer bærekraftige løsninger som på kort tid vil kunne være negativt for kontantstrømmen, men over tid vil kunne redusere kostnader både for Balder og kundene.

ESG blir også i helhet viktigere for hvert år som går, og som en følge av dette kan selskaper som leverer miljøvennlige produkter få fordeler gjennom grønn finansiering. Dette er noe Balder benytter seg av, og leverer en årlig rapport rundt påvirkningen av de grønne lånene. Rapporten viser blant annet at to store prosjekter, Bastionen og Heden, ble finansiert på denne måten (Balder, 2021, s. 7). Kravet for å kunne finansiere seg på denne måten er at pengene må brukes til utvikling av energieffektive bygninger eller løsninger til fornybar energi. Dette kan ses på som en kortsiktig konkurransefordel, men over tid vil det uansett være et miljøkrav at alle bygninger skal levere noe egen energi. Ettersom myndighetene ønsker at alle eiendomsselskapene skal bygge energieffektivt for fremtiden, bør man anta at konkurrenter også kan motta slike lån. Det vil uansett være en fordel på kort sikt ettersom Balder har veldig mye gjeld, og kan finansiere seg noe billigere på denne måten til enkelte prosjekter.

I tillegg til at Balder må gjøre investeringer i energieffektive løsninger for å nå miljøkrav, må de også bygge energieffektive løsninger for å tiltrekke seg nye kunder. I et samfunn med høy inflasjon og økende energipriser ønsker folk å spare mest mulig penger. Dermed kan bygningens miljøsertifisering være avgjørende for hvilke leiepriser Balder kan ta over tid. Det vil også være lettere å selge en energieffektiv leilighet. Oppsummert har dermed miljømessige forhold stor innvirkning for fremtidig inntjening for Balder, og investeringer i miljøeffektive løsninger kan være noe dyrt på kort sikt, men vil spare mye kostnader over tid.

3.1.6 Juridiske (legale forhold)

Den siste faktoren i PESTEL-analysen er juridiske forhold som omhandler alt rundt lovgivning og regler rundt hva et selskap kan eller ikke kan gjøre. Nytt lovverk for utbygging kan for eksempel ha stor innvirkning på eiendomsbransjen i de største byene. I storbyer som Oslo og Stockholm er det regler for hvor høye bygninger kan være, og det er dermed foreløpig vanskelig for utbyggere og bygge høyhus i de sentrale strøkene. Dette kan ses på som en konkurransefordel ettersom det dermed er begrenset hvor mange nye leiligheter eller lokaler det er mulig å bygge sentralt i de største byene der Balder opererer. Dersom man bygger for høyt vil det komme mye motstand blant befolkningen som mener det ødelegger

estetikken og utsikten i byene. Ny lovgiving for høyere bygninger ser dermed ikke veldig realistisk ut med det aller første.

Hvorvidt lovgivning rundt høyere bygninger skal ses på som positivt eller negativt for aktørene som allerede opererer på de markedene er heller uvisst. I Gøteborg bygger nå Balder i samarbeid med Serneke Karlatornet som blir Nordens høyeste bygning på 243 meter som består av både leiligheter og kontorer (Serneke, 2023).

Andre juridiske forhold som kan påvirke eiendomsbransjen er som nevnt lover knyttet til miljømessig lovkrav, men også en rekke andre forhold som tomtereguleringer og generelle eiendomsreguleringer. Balder har blant annet kunne profitere meget godt på å kjøpe billige tomter rundt København for å så utvikle eiendommer til videresalg. Eventuell regulering rundt høyere avgifter under utviklingsprosessen vil dermed kunne påvirke bransjens lønnsomhet. Alt i alt er det usikkert om juridiske forhold kan være positivt for lønnsomheten til Balder, men for stenge lovkrav og reguleringer kan påvirke lønnsomheten på lengre sikt.

3.1.7 Oppsummering PESTEL

For å summere opp er det flere forhold som kan påvirke de fremtidige kontantstrømmene til Balder. For det første er det stor usikkerhet rundt politiske forhold som høyere skatter og boligpolitikk. Her inngår naturligvis også miljømessige forhold og juridiske reguleringer der alle nye bygninger må innfri disse betingelsene. Dette er likt for hele bransjen, og er dermed ikke noe trussel eller mulighet for Balder i seg selv. Likevel kan det være en kortsiktig konkurransefordel dersom Balder klarer å utvikle mer energieffektive bygninger enn sine konkurrenter, og dermed oppnå betingelsene for grønn finansiering. I tillegg preges også eiendomsbransjen av nye teknologiske løsninger der kunstig intelligens, big data, automatiseringer og digitalisering skaper mange nye muligheter for kostnadssparinger og bedre løsninger.

Det som derimot er den aller viktigste faktoren nå er de økonomiske forholdene rundt makroøkonomi. Høy inflasjon bidrar som nevnt til å presse opp renta, noe som er den

største trusselen Balder står overfor som en følge av den høye gjeldsgraden. Dette vil jeg komme nærmere inn på under regnskapsanalysen. Alt i alt er dette alle forskjellige faktorer som må hensyntas ved prognostiseringen av de fremtidige kontantstrømmene.

3.2 Porters fem konkurransekrefter- konkurrentanalyse

Det neste steget i den strategiske analysen er å gjøre en konkurrentanalyse som utføres ved å benytte seg av rammeverket til Michael Porter. Femfaktormodellen går ut på å kartlegge de ulike drivkreftene i konkurransesituasjonen, og modellen benyttes for å bedre kunne forstå eiendomsbransjens lønnsomhet (Porter, 1979). Her vil jeg se på hvordan trusselen fra nye aktører, substitutter, leverandører, og kunders forhandlingsmakt påvirker bransjens lønnsomhet. Dette sammenfattes og inngår i det som blir rivalisering mellom de ulike aktørene som er avgjørende for lønnsomheten til bransjen.

3.2.1 Trusselen fra nye aktører

Den første faktoren i femfaktormodellen er trusselen fra nye aktører ettersom nye aktører vil være med på å trekke ned lønnsomheten i bransjen. Selskaper med monopolistiske trekk har muligheten til å øke prisene hvert år, og dermed øke inntjening ved å lempe kostandene over på kundene i tider med høy inflasjon. Dersom det hele tiden kommer nye aktører til bransjen vil derimot lønnsomheten reduseres som en følge av høyere konkurranse. Med andre ord er det viktig at selskapet har konkurransefortrinn, og at det finnes inngangsbarrierer til bransjen for at det skal være mulig å skape god lønnsomhet over tid (Johnson et al., 2013).

Typiske slike inngangsbarrierer kan være økonomiske barrierer, skalafordeler, produktdifferensiering, juridiske barrierer, og viktigheten av store investeringer gjennom kapitalbehov for å nevne noen (Johnson et al., 2013). I enkelte bransjer som for eksempel laksebransjen kan det være juridiske inngangsbarrierer gjennom et begrenset antall oppdrettslisenser i sjøen. Innenfor eiendomsbransjen er det avgjørende å ha nok kapital til å sette i gang nye investeringer. Dette gjelder særlig innenfor næringseiendom som ofte er bygg med store areal med høye leieinntekter og kostnader. Det kan diskuteres hvorvidt

kapital i seg selv er et konkurransefortrinn, men høye investeringer over tid kan reduserer muligheten for at nye aktører trer inn i markedet. I tøffere tider ønsker heller ikke banker å låne ut store beløp til mindre nystartede aktører som er en fordel for Balder.

Når det gjelder stordriftsfordeler er dette noe større selskaper som Balder kan profitere på gjennom å spre de faste kostnadene over på alle leietakerne. Den marginale enhetskostnaden på å leie ut en ekstra leilighet er ikke mye høyere når enheten allerede er bygget. Eksempelvis vil ikke Balder trenge tusenvis nye ansatte til administrasjonen uansett om de leier ut 1000 eller 5000 leiligheter. På samme måte trenger man ikke ansette en ny vaktmester for hvert eneste nye bygg.

Oppsummert vil det være muligheter for nye aktører å tre inn i markedet, men det vil kreve mye startkapital, og i tider med høyere finansieringskostnader kan det være vanskeligere å få finansiering. Det som derimot taler for nye aktører er at de potensielt kan kjøpe opp rimelige eiendommer dersom flere av eiendomsselskapene med mye gjeld skulle komme i vanskeligheter med å håndtere denne gjelden, og dermed må selge eiendommer til under markedspris. Totalt sett har Balder en solid markedsposisjon med mange eiendommer i sentrale strøk der det kan være vanskelig for nye aktører å bygge ytterligere eiendommer.

3.2.2 Trusselen fra substitutter

Den neste faktoren som er med på å bestemme bransjens lønnsomhet er trusselen fra substitutter. Det sier seg selv at dersom kunden har mange andre produkter som omtrentlig dekker samme behovet vil det være vanskelig å opprettholde gode marginer over tid. Ettersom Balder opererer innenfor forskjellige eiendomssegmenter, vil det finnes noen forskjellige substitutter innenfor de forskjellige segmentene.

Det største segmentet til Balder er som nevnt leiligheter som står for halvparten av hele eiendomsporteføljen. Fordelen med å ha så stor eksponering mot leiligheter er at det finnes færre mulige substitutter. Alle trenger et sted å bo, men alle har ikke mulighet til å kjøpe leilighet i de største byene. Det er i tillegg også mye vanligere å leie enn å eie boliger rundt omkring i Europa i forhold til i Norge, og dette har vært standarden i flere tiår (SSB, 2002)

Fordelen med eiendom er at det er en fast aktiva klasse som ikke blir utkonkurrert på samme måte som for eksempel softwareselskaper. Det vil dermed være liten risiko for at Balder som et av de største eiendomsselskapene i Norden blir utkonkurrert innenfor bygg av leiligheter. Innenfor leilighetssegmentet er det med andre ord liten risiko for at substitutter i noen stor grad påvirker lønnsomheten til bransjen.

Et annet segment som derimot har potensielle substitutter er eiendom bestående av kontorlokaler. Covid-19 pandemien førte til at alle som hadde muligheten ble beordret til hjemmekontor, og i mange bransjer fungerte dette veldig bra. Det pågikk også store diskusjoner rundt hvorvidt hjemmekontor var kommet for å bli ettersom mange ansatte trivdes veldig godt med fleksibiliteten. Arbeidsforskningsinstituttet til OsloMet forsket blant annet på konsekvensene av hjemmekontor, og kom fram til at denne fleksibiliteten kunne gi mindre stress, men at man over tid kunne miste gnisten med jobben (OsloMet, 2022). En mer fleksibel hverdag med mulighet for hjemmekontor et par dager i uken virker som en naturlig trend fremover. Mye tyder dermed på at det fremdeles vil være brukbar etterspørsel etter kontorlokaler, men selskapene trenger muligens ikke like store lokaler som tidligere når noen ansatte alltid befinner seg på hjemmekontor.

I tillegg til kontorer og leiligheter har også Balder noe virksomhet innenfor hoteller. De siste årene har det stadig blitt vanligere med andre typer løsninger som AirBnB for overnattinger. Hotellvirksomheten til Balder står for under 10% av omsetningen, men er fremdeles en betydelig del målt i eiendomsverdi. Denne utviklingen virker ikke som noen stor trussel for lønnsomheten til Balder i det store bildet, men det som derimot er en trussel er nye nedstengninger som en følge av pandemien. Totalt sett anser jeg trusselen fra substitutter som begrenset som en følge av at eiendom er vanskelig å utkonkurrere, i tillegg til at Balder allerede har eiendommer innenfor svært gunstige lokasjoner.

3.2.3 Kundens forhandlingsmakt

Dersom kundene enkelt kan bytte til en annen leverandør vil det naturlig nok være med på å redusere lønnsomheten til bransjen. Kundene til Balder består av alle de forskjellige leietakerne, og ettersom det krever en viss innsats for å flytte er det ikke slik at dette gjøres

regelmessig. For familier vil det være komfortabelt å bli boende på samme plass over lengre tid, og man bytter ikke bolig selv om en annen aktør skulle tilby marginalt lavere leie i nærheten. Det er dermed naturlig å tenke at Balder i snitt vil ha langsiktige solide kontantstrømmer når avtaler først er inngått.

En annen faktor som kan være avgjørende for hvilken grad av forhandlingsmakt kunden har er antallet kunder til bedriften. Balder hadde totalt 67 609 totale leiekontrakter per Q4, 2022. I tillegg stod det de ti største kundene for kun 3,5% av totale renteinntekter, og den gjennomsnittlige leiekontrakten for disse kundene var på 10,1 år (Balder Q4, 2022). Dette tyder at Balder er svært lite avhengig av hver enkelt kunde, noe som reduserer kundens forhandlingsstyrke. Det er også verdt å ta med at ved utgangen av det samme kvartalet var den gjennomsnittlige leiekontrakten på 6,2 år som betyr at Balder har mange langsiktige kunder som blir værende over tid.

En siste ting som kan være med på å påvirke kundens forhandlingsmakt er hvor lett kundene kan påvirke til å få ned prisene som bedriften tilbyr. Etersom Balder opererer med inflasjonsjusterte leiekontrakter, har ikke kunden særlig forhandlingsmakt på dette området. Dersom leietakerne synes det blir for dyrt må de heller flytte ut av byene. Det som taler for leietakerne er særlig reguleringene i det svenske markedet der selskapene har dette leiepristaket som jeg nevnte tidligere. Dette er ikke noe kunden styrer selv, men taler for at lønnsomheten til selskapene i bransjen ikke styres rent etter tilbud/etterspørsel prinsippet i markeder som Sverige. Totalt sett har Balder leid ut 96% av hele eiendomsporteføljen som betyr at etterspørselen er stor og kundene har mindre forhandlingsmakt (Q4, 2022).

3.2.4 Leverandørers forhandlingsmakt

På samme måte som med kundene har leverandørenes forhandlingsmakt noe å si for hvilken lønnsomhet og marginer et selskap klarer å oppnå. Typiske leverandører for Balder er selskaper som leverer materialer og råvarer til utbygging av eiendommer. Prisene på disse varene i styres i stor grad av tilbud/etterspørsel, og jeg anser ikke at verken Balder eller leverandøren av disse homogene produktene har noen spesiell forhandlingsmakt. Det er

mange ytre faktorer som påvirker råvareprisene, og Balder kan til en viss grad utsette enkelte prosjekter dersom materialer er veldig kostbart.

Det som derimot er den viktigste leverandøren til eiendomsbransjen er leverandørene av kapital. Det kreves store lån for å kunne sette i gang nye prosjekter, og en stor del av verdiskapningen kommer nettopp av å lånefinansiere nye prosjekter til videresalg. Balder har historisk hatt en diversifisert finansieringsstruktur gjennom både bank og obligasjonslån. Per Q4, 2022 består 57% av gjelden av obligasjonslån, mens de resterende 43% er banklån. Ettersom Balder har omtrent 135 milliarder i rentebærende gjeld er forholdet til obligasjonsutstederne og bankene avgjørende for å kunne opprettholde god lønnsomhet.

Det vil også naturligvis også være slik at desto mer gjeld et selskap har, desto lavere blir forhandlingsmakten i perioder med økende renter. Alle selskaper har en kredittrating, og den 1 mars nedjusterte Moodys Balders kredittrating fra Baa3 til Ba1 som en følge av høyere inflasjon og finansieringskostnader for Balder (DI, 2023). Denne nedjusteringen fører til at Balder får dårligere lånevilkår, og må finansiere seg med en høyere rentepremie som en følge av høyere risiko relatert til balansen. Dette betyr igjen at leverandørene får høyere forhandlingsmakt, noe som kan redusere Balders lønnsomhet over tid. En annen aktør som leverer kredittrating er S&P som per dags dato har gitt Balder BBB rating, men med negative fremtidsutsikter (Q4, 2022). Totalt sett tyder dette på leverandørenes forhandlingsmakt vil være større i årene fremover.

3.2.5 Rivalisering mellom de ulike aktørene

Når det gjelder rivaliseringen mellom de ulike aktørene vil naturlig nok høy rivalisering føre til lavere lønnsomhet. Ettersom Balder opererer i ulike markeder og sektorer vil de også ha ulike typer av konkurrenter på de ulike markedene. Det som derimot er litt spesielt med eiendomsbransjen i Sverige er at den preges av stor grad av krysseierskap. Dersom man titter på årsrapportene til eksempelvis Brinova og Nyfosa, ser vi at Sagax eier, mens Balder eier 19% av Brinova og 20% av Nyfosa. I tillegg har Balder en stor andel A-aksjer som tyder på at de største aktørene også har noe stemmerett og kontroll over flere av de mindre

selskapene. I tillegg har Balder som nevnt en stor eierpost i Entra som betyr at selskapet har betydelig innflytelse innenfor de ulike markedene og segmentene.

Denne formen for krysseierskap fører dermed til at mange av eiendomsselskapene ikke bare er konkurrenter, men også samarbeidspartnere der Balder er avhengig av utbyttene fra disse selskapene for å selv kunne betjene sin egen gjeld. I en normal konkurransesituasjon ville det vært fordelaktig for Balder at konkurrentene går konkurs slik at man selv kan gjøre rimelige oppkjøp, og øke sine egne priser, men dette vil kun føre til smitteeffekter der hele bransjen får problemer om selskapene skulle begynne å for eksempel misligholde gjeld. De aller fleste selskapene er allerede høyt belånte slik at det ikke er rett fram å kunne profitere på om enkelte aktører skulle få likviditetsproblemer.

En annen viktig faktor for konkurransesituasjonen er hvorvidt bransjen er i vekst, og hvor mange aktører det er på markedet. Dersom det er få aktører som har monopollignende trekk kan man lettere øke prisene uten å miste kunder. Som jeg var inne på gjør urbaniseringstrenden at etterspørselen etter eiendom i de største byene overgår selve utbyggingen. Dette gjør at bransjen innenfor disse segmentene er i vekst, samtidig som aktørene klarer å opprettholde høye leiepriser og salgsverdier på eiendommene. I tillegg får bransjen drahjelp av inflasjonen slik at det både blir en vekst i eiendomsverdier og leieinntekter over tid.

Til slutt vil en siste faktor som kan påvirke konkurransesituasjonen være utgangsbarrierer. Dersom mange aktører ønsker å selge næringseiendom som en følge av høyere renter vil dette føre til prispress på eiendommene, og dermed lavere resultater. Det er nærliggende tro at dette vil kunne skje dersom inflasjonen ikke bremser opp. Likevel anser jeg alt i alt at konkurranseintensiteten er stabil, og at eiendommene som de ulike aktørene tilbyr er relativt like, og at det dermed er vanskelig å opprettholde noen høye konkurransefortrinn over tid.

3.2.6 Oppsummering Porters Fem konkurransekrefter

Innenfor konkurransesituasjonen har jeg vært inne om flere elementer som påvirker lønnsomheten til bransjen. Hovedelementene er at det er vanskelig for nye aktører å tre inn i de største byene ettersom det er begrensede muligheter for utbygging. Det er også et spørsmål om hvorvidt eiendomsbransjen vil lide av at folk flytter ut av byene, og at man ikke lenger trenger like mange kontorlokaler som en følge av hjemmekontortrenden etter pandemien. Likevel viser det seg at mennesker fremdeles ønsker å bo i byene, og trusselen fra substitutter anser jeg som lav. Kundene har totalt sett en relativt lav forhandlingsmakt ettersom de må betale markedspris på leien, og det er allerede høy etterspørsel etter leiligheter i byene. Den aller viktigste faktoren er leverandørens forhandlingsmakt der kreditorene får høyere makt som en følge av lavere kredittrating og høyere renter. Dette vil være den største trusselen for lønnsomheten til Balder over tid. Konkurransesituasjonen består av aktører innenfor de ulike markedene der kryssseierskap er et sentralt moment. Alt i alt er også disse faktorer som må hensyntas ved prognostiseringen av fremtidige kontantstrømmer.

3.3 Intern analyse

Den interne analysen går ut på å identifisere de ulike ressursene til Balder for å kartlegge om disse kan gi midlertidige eller varige konkurransefortrinn. Et kjent rammeverk for å gjøre denne analyse er SVIMA der jeg vil undersøke om de ulike ressursene til Balder har nyttige egenskaper, og om ressursene tas i bruk. Til slutt vil jeg oppsummere hele den strategiske analysen i en SWOT-tabell for å belyse de ulike styrkene, svakhetene, mulighetene og truslene til Balder.

3.3.1 Finansielle ressurser

En av de viktigste ressursene til et eiendomsselskap vil være de finansielle ressursene. Typiske slike ressurser er finansiell kapital som investeringer, lån, økonomisk soliditet og lignende. En sterk ressurs for Balder er hele eiendomsporteføljen som per Q4, 2022 har en total verdi på 264 milliarder kroner. Det er dermed gjort store investeringer i eiendomsmasse samtidig som mange nye prosjekter er under utbygging. Alle disse investeringene gjør at Balder har en solid markedsposisjon som gir selskapet skalafordelene

som er avgjørende for lønnsomheten, og som det er vanskelig å konkurrere mot. Dersom en ny aktør skal true markedsposisjonen til Balder kreves det store investeringer over tid. Hvorvidt denne formen for investeringskapital er et langvarig konkurransefortrinn kan diskuteres, men på kort sikt bør det være fordelaktig for Balder ettersom eiendommer ikke kan bygges over natten.

Angående lånebetingelser har en viktig ressurs for Balder vært tilgangen til billig finansiering. Dette gjelder både gjennom grønne obligasjonslån, men også gjennom obligasjonsmarkedet der Balder har lånt rimelig som en følge av god kredittrating. Denne ressursen svekkes nå over tid, og sett i kombinasjonen med den finansielle situasjonen til Balder tyder mye på at balansen kan bli en akilleshæl fremfor et konkurransefortrinn. På den ene siden har Balder en av Skandinavias største eiendomsporteføljer, men disse er finansiert på lave renter som må refinansieres i tiden fremover. Totalt sett vil alle disse faktorene føre til at Balder har konkurransefortrinn på enkelte finansielle områder, men kan få problemer dersom rentene fortsetter å stige.

3.3.2 Eiendommene

Når det gjelder materielle ressurser er den fysiske kapitalen vel som viktig som den finansielle kapitalen. For det første er det viktig at eiendommene følger alle de nyeste miljøkravene og standardene for bærekraft. Dette er også avgjørende for å kunne nå Balders egne mål om nullutspill innen 2045. Slik miljøkravene har utviklet seg, må alle eiendommene som bygges bli sertifisert i forhold til minstekravene til Miljøbyggnad Silver rating eller tilsvarende (Balder årsrapport, 2022). Ettersom alle nybygg krever disse standardene i tråd med EU-taksonomien anser jeg ikke dette som et konkurransefortrinn i seg selv, men er avgjørende for at Balder skal kunne operere i bransjen i det hele tatt. Balder har også deltatt i et prøveprosjekt der brukbare materialer blir gjenbrukt i det samme prosjektet. Eventuelt kan brukbare dører, garderobeskap og lignende selges om det ikke kan gjenbrukes slik at bedriften sparer både kostnader, og reduserer miljøutslipp.

I tillegg til å tilfredsstille miljøkrav må eiendommene bestå av nye og moderne lokaler for at de skal være attraktive på markedene. Som en følge av at Balder er en av de fremste

utviklerne av eiendommer i de største byene, vil selskapet alltid kunne tilby moderne eiendommer. Dette tyder på at selskapet er i stadig utvikling og at de hele tiden kommer med nye moderne eiendommer.

En annen faktor som jeg har vært inne på er sentrale lokasjoner. Balder opererer som nevnt i de største byene, men har også typiske kommersielle eiendommer utenfor byene. Av den totale eiendomsmassen ligger omtrent 80% i hovedsteder eller store byer, mens de resterende 20% er utenfor (Presentasjon Q4, 2022). Totalt sett anser jeg eiendomsporteføljen til å være robust med høy konkurransekraft, og dermed naturlig nok en viktig langsiktig ressurs for selskapet.

3.3.3 Human kapital

Så langt har jeg vært inne på noen av de materielle ressursene til Balder, og videre er det relevant å se på en av de viktigste immaterielle ressursene gjennom ledelsen. Et unikt lederskap kan skape merverdier for et selskap gjennom eksepsjonell ledelse. Her vil jeg argumentere for at Balder har en av dyktigste ledelsene i Sverige når man ser på hvilken reise Balder har hatt siden 2005. Erik Selin har vært Balders CEO helt siden han grunnla selskapet, og han har en spesiell ekspertise innenfor eiendom etter å ha drevet med eiendom hele livet. Figur 2 viser eiendomsindeksen VINX Nordic Real Estate som har gått fra 703 september 2005 til 3860 11. mars 2023. Dette tilsvarer 449%. Samme dato står nå Balders aksjekurs i 45,3 kroner og har gått 1 940% i samme periode. Dette er til tross for fallet fra en toppnotering på 120 kroner.



Figur 2: Utvikling i eiendomsindeksen VINX Nordic Real Estate.

Denne meravkastningen gir dermed støtte for at Balder har en eksepsjonell ledelse som evner å skape merverdier. Erik Selin eier også 34,1% av selskapet, og sitter dermed i samme båt som aksjonærene. Noen påstår at dersom ledelsen eier mye aksjer i selskapet kan de bli risiko-averse, og dermed skape lavere avkastning for aksjonærene over tid. Samtidig viser annen forskning at det er et fåtall av selskaper som står for hele meravkastningen i markedet (Bjerknes, 2018). Samtidig vet man at selskapene som har gått bra over tid som regel fortsetter i samme spor. Totalt sett fører dette til at ledelsen i Balder, med Erik Selin i spissen, bør ses på som et konkurransefortrinn, og at ledelsen er dermed en viktig ressurs for selskapet.

3.3.4 Kundebase

Tidligere i den strategiske analysen var jeg innom kundenes forhandlingsmakt og så på forholdet rundt leiekontrakter. Kundebasen er en viktig ressurs for Balder, og fornøyde kunder er avgjørende for at de blir boende. Balder har siden 2011 utført kundeundersøkelser for å kunne ytterligere forbedre behovene til kundene. Tall fra undersøkelsen gjort i 2022 tyder på at leietakerne til Balder føler høy tilfredshet med leieforholdet, og denne tilfredsheten er økende over tid (Balder årsrapport, 2022). Ettersom Balder har utført denne undersøkelsen i over 10 år har de samlet store mengder data om kundetilfredshet, og har et grunnlag for hvilke tiltak de kan gjøre for å få ytterligere fornøyde kunder. På denne måten kan den store mengden data fungere som en viktig ressurs med et lite konkurransefortrinn mot de noe mindre konkurrentene.

Det kan også være relevant å se enda nærmere på hva slags type kunder Balder har. Omtrent halvparten av eiendomsporteføljen er som nevnt utleieleiligheter som stort sett går til privatmarkedet, og Balder er dermed mindre eksponert mot de forskjellige konjunktorene. Mennesker vil alltid trenge et sted å bo, slik at denne risikoen ligger særlig mot nybyggvirksomheten til Balder, men det kan være en fordel å også ha offentlige kunder ettersom staten anses som en enda sikrere leietaker. Gjennom eierskapet i Brinova får Balder eksponering mot ambulansestasjoner, aldershjem og skoler som tilnærmet kan anses

som garanterte leieinntekter (Brinova, 2022). Totalt sett vil jeg si at miksen av kunder, med et stort fokus på leiligheter er en viktig ressurs, men relativt homogene markeder gjør det vanskelig å utpeke dette til et spesielt konkurransefortrinn i seg selv.

3.4 Oppsummering SVIMA-tabell

Ressurs	Sjelden	Viktig	Imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Konkurransefortrinn
Finansielle ressurser	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja	Nei
Tilgang på kapital	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei
Bygningsmassen	Delvis	Ja	Delvis	Ja	Ja	Delvis
Lokasjon	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja	Delvis
Human kapital	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Ja
Kundebase	Delvis	Ja	Delvis	Ja	Ja	Delvis

Tabell 2: Oppsummering av SVIMA-analysen.

Tabell 2 viser noen av de viktigste ressursene til Balder, kategorisert innenfor de forskjellige elementene i SVIMA-analysen. De finansielle musklene til Balder har historisk vært et lite konkurransefortrinn, men en mer krevende balanse gjør Balder noe mindre konkurransekraftig. Balder har god tilgang til kapital, og særlig gjennom grønn finansiering, men dette får de fleste eiendomsselskapene slik at det ikke kan ses på som et konkurransefortrinn i seg selv. En fordel for Balder er fleksibiliteten til å sjonglere mellom bank- og obligasjonsmarkedet etter hva som er mest hensiktsmessig.

Derimot gir bygningsmassen med den tilhørende lokasjonen et fortrinn ettersom det er begrenset med plass i de største byene der de allerede opererer. Byggene tilfredsstiller de miljømessige kravene og er dermed konkurransedyktig. Helt til slutt vil jeg nevne den humane kapitalen som et av de viktigste konkurransefortrinnene til Balder gjennom meget god ledelse over tid. En risiko er at de ansatte slutter, men så lenge selskapets grunder og leder fremdeles er CEO, mener jeg selskapet står veldig godt stilt på ledersiden. Alt i alt leverer eiendomsbransjen ganske homogene produkter, men de faktorene nevnt ovenfor kan bidra til at Balder skaper meravkastning over tid.

3.5 Oppsummering SWOT-tabell

Styrker: Attraktive eiendommer Sentrale lokasjoner Diversifisert portefølje Bærekraftige løsninger Solid ledelse	Svakheter: Utfordrende balanse Sensitiv for makroøkonomiske endringer
Muligheter: Digitalisering/AI Effektivisering innenfor bærekraft Urbaniseringstrend Tilgang på grønn finansering	Trusler: Økt inflasjon Høyere renter Negative reguleringer som høyere eiendomsskatter Økt leverandørmakt

Tabell 3: Oppsummering med SWOT-tabell.

Totalt sett har den strategiske analysen belyst forskjellige forhold som påvirker bransjens lønnsomhet og Balder sin konkurransesituasjon og konkurransefortrinn. De viktigste faktorene er belyst i SWOT-tabellen, og denne fungerer som en oppsummering av den strategiske analysen. Totalt sett vil de viktigste vekstdriverne for et eiendomsselskap være befolkningsvekst og økning i BNP. På kortere sikt er rentenivået den viktigste faktoren, og dette gjelder særlig etter som at hele eiendomsbransjen har vendt seg til en normalsituasjon med null eller negative renter. Alt i alt må alle disse faktorene tas med i vurderingen for å komme frem til en verdi av selskapet ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer.

4 Regnskapsanalyse

Ved å utføre en regnskapsanalyse kan man få en oversikt over de historiske tallene til et selskap, og analysere lønnsomheten til bedriften. Dette er avgjørende for å få et helhetlig bilde av selskapet, og for å bedre kunne gjøre fremtidige prediksjoner. I hovedsak vil jeg analysere sentrale poster i resultatoppstillingen og balansen, og se nærmere på de mest sentrale nøkkeltallene for et eiendomsselskap. Utover det vil jeg ta tak i det som er mest relevant for verdsettelsen videre. Alle tall vil være i millioner kroner dersom ikke annet er oppgitt.

4.1 Resultatfordeling

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nettoomsætning	1 884	2 525	2 711	5 373	5 915	6 714	7 609	8 134	8 956	10 521
Forvaltningsresultat	854	1 275	1 780	2 265	2 804	3 304	4 023	4 244	5 543	6 139
Netto verdiendring	854	3 050	3 388	4 932	5 443	7 965	9 492	3 486	13 847	7 257
Resultat før skatt	2 150	3 822	5 778	7 643	9 154	12 065	14 185	9 083	22 781	12 988

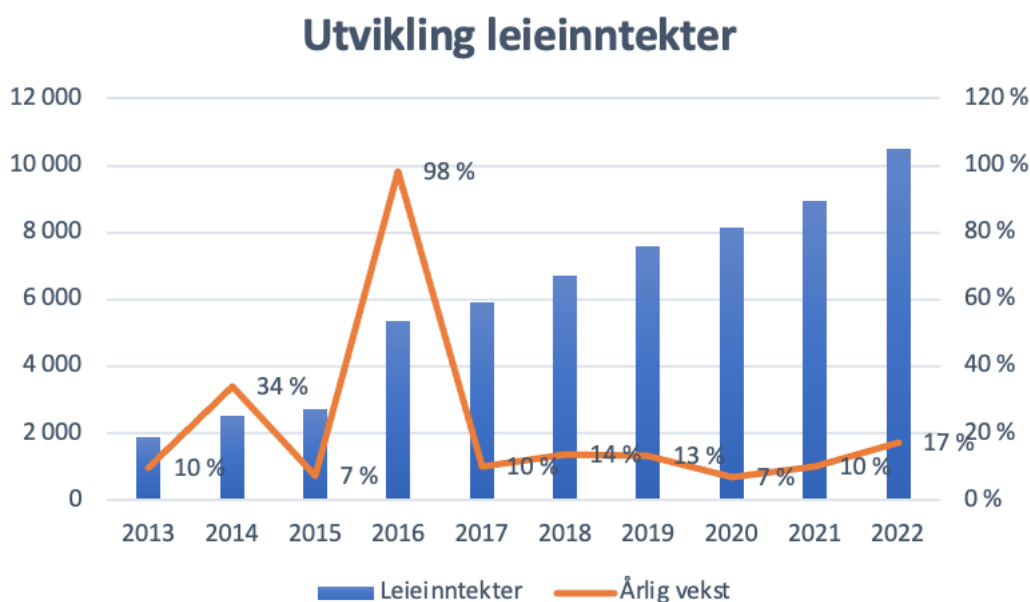
Tabell 4: Historisk resultatfordeling.

Det som er litt spesielt for eiendomsselskaper er at store deler av verdiskapningen kommer fra verdiøkning av eiendommene. Dette kan gi utfordringer under verdsettelsen ettersom kontantstrømmen vil være lavere enn investeringene, og dermed føre til negativ fri kontantstrøm hvert år. Ut ifra dette kan det være relevant å se på de overordnede driverne bak resultatet. Tabell 4 viser den historiske utviklingen av forvaltningsresultatet og verdiendringer over tid. Forvaltningsresultatet viser til resultatet av eiendomsforvaltningen som vil si leieinntekter fratrukket alle kostnader knyttet til driften av eiendommene. Dette er den viktigste parameteren for Balder ettersom verdiendringer ikke er noe risiko i seg selv, men kontantstrømmen er avgjørende for å betjene renteforpliktelser. Dersom rentekostnadene skulle bli for høye vil forvaltningsresultatet bli negativt, og dermed føre til likviditetsproblemer for Balder.

Ettersom Balder er et stort konsernregnskap må selskapet konsolidere inn verdier og inntekter der deler også skal henføres til minoritetsaksjonærene. Forvaltningsresultatet i tabellen viser resultatet etter utbetalingen til minoriteter er trukket fra. På samme måte

viser netto verdiendring til verdiendringer knyttet til eiendommene som Balder selv besitter, og differansen til resultatet før skatt kan blant annet komme av Balders andel av verdiendringer i tilknyttede selskaper der de selv har minoritetsandeler. Balansen kan dermed være noe kompleks, og jeg blir nødt til å skille mellom det som er verdiendringer, og hvilke kontantstrømmer som til slutt havner hos aksjonærene til Balder. Dette var ment som en rask introduksjon for å belyse den forskjellige verdiskapningen, og jeg kommer videre inn på dette senere i regnskapsanalysen.

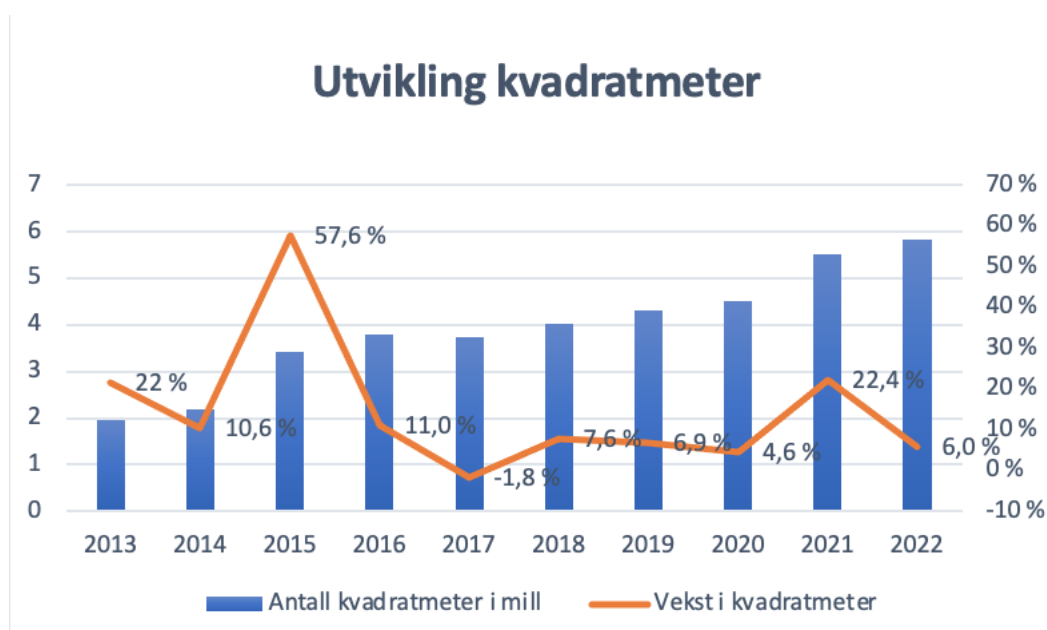
4.2 Leieinntekter



Figur 3: Utvikling i leieinntekter

Som vi kan se av Figur 3 har leieinntektene økt fra rett i underkant av to milliarder kroner i 2013 til omtrent 10,5 milliarder i 2022. Dette viser til en gjennomsnittlig vekst på 22% under 10 års-perioden som må anses som relativt høy vekst. Fra 2015 til 2016 doblet Balder leieinntektene med en vekst på hele 98%. Det vil naturlig nok være vanskelig å vokse i samme hastighet etter hvert som selskapet vokser, og ser vi på de siste fem årene har veksten i leieinntekter ligget på 12% i gjennomsnitt. Totalt sett vil en økning i inntektene være avgjørende for å skape vekst i resultat per aksje over tid, ettersom det er begrenset hvor mye marginene kan øke.

4.3 Utvikling i kvadratmeter



Figur 4: Utvikling i kvadratmeter

En annen faktor som er relevant å se på er leieinntekter i forhold til antall kvadratmeter. Det ville ikke vært mulig å øke inntektene i samme hastighet uten å også øke antall utleide kvadratmeter. Figur 4 viser at antall kvadratmeter har økt fra 1,97 millioner kvadratmeter i 2013 til 5,84 millioner kvadratmeter i 2022 som tilsvarer en total økning på 196%. I samme periode har leieinntektene steget med 458% noe som tyder på at leieinntektene stiger vesentlig utover økningen i kvadratmeter.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Antall kvadratmeter	1,969	2,177	3,43	3,806	3,739	4,025	4,304	4,502	5,509	5,837
Vekst	22 %	10,6 %	57,6 %	11,0 %	-1,8 %	7,6 %	6,9 %	4,6 %	22,4 %	6,0 %
Leie per kvadratmeter	957	1 160	790	1 412	1 582	1 668	1 768	1 807	1 626	1 802
Res per kvadratmeter	434	586	519	595	750	821	935	943	1 006	1 052

Tabell 5: Forholdstall knyttet til antall kvadratmeter.

Ut ifra dette blir det også mulig å analysere leieinntekter og forvaltningsresultatet per kvadratmeter. Som vi kan se av Tabell 5 har leie per kvadratmeter økt fra 957 til 1 802 kroner de siste 10 årene, og resultatet per kvadratmeter har økt fra 434 til 1052. Ettersom det er en høyere prosentvis økning i resultat per kvadratmeter enn leie per kvadratmeter

tyder dette på at Balder profiterer på skalafordeler, noe som er et konkurransefortrinn over tid. Videre vil både summen av økningen i antall kvadratmeter og økningen i leieprisene være vekstdriveren fremover.

4.4 Resultatfordeling i prosent

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Leieinntekter	5 915	6 714	7 609	8 134	8 956	10 521
Forvaltningsresultat	3 284	3 877	4 604	4 900	6 129	6 659
Netto verdiendring	5 443	7 965	9 492	3 486	13 847	7 257
Resultat før skatt	9 154	12 065	14 185	9 083	22 781	12 988
Forvalt. res i %	35,9 %	32,1 %	32,5 %	53,9 %	26,9 %	51,3 %
Netto verdiendring i %	59,5 %	66,0 %	66,9 %	38,4 %	60,8 %	55,9 %
Totalt	95,3 %	98,2 %	99,4 %	92,3 %	87,7 %	107,1 %

Tabell 6: Resultatfordeling mellom forvaltningsresultat og verdiendringer i prosent.

I 2017 endret Balder regnskapsrapporteringen slik at det fra dette året blir et klarere skille mellom verdiendringer og forvaltningsresultat. Tabell 6 viser i motsetningen til den første tabellen i regnskapsanalysen det totale resultatet til hele konsernet. Eksempelvis skal det i 2022 trekkes fra 520 millioner fra forvaltningsresultatet til minoritetsinteresser, men hele beløpet skal konsolideres inn i skatteregnskapet. Forskjellen i forvaltningsresultatet fra den første tabellen i introduksjonen av regnskapsanalysen er dermed resultatet som går til minoritetsinteresser på grunn av den store andelen krysseierskap.

Videre er det interessant å se hvor stor andel av resultatet som kommer fra henholdsvis forvaltningsresultatet og verdiendringene for å skille mellom hva som er kontantstrømeffekter og papirgevinster. De tre nederste linjene i tabellen viser denne fordelingen der differansen fra 100% er verdiendringer i tilknyttede selskaper, men som tilføres Balder. I 2022 ser vi at forvaltningsresultatet og verdiendringene stod for 107,1% av resultatet som teknisk sett betyr at Balder hadde et verditap i tilknyttede selskaper. Fra 2017-2022 ser vi at netto verdiendringen har stått for over 50% av resultatet hvert år bortsett fra 2020. Dette bekrefter at lave renter med rimelig tilgang på kapital har gjort det svært lønnsomt å investere, i tillegg til at de lave rentene har presset opp eiendomsverdiene.

4.5 Soliditet

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapital	11 196	14 261	25 052	33 479	37 718	47 408	58 725	67 885	88 567	102 909
Gjeld	18 845	25 924	48 324	59 144	68 542	80 600	99 203	112 516	141 366	160 866
Totalkapital	30 041	40 185	73 376	92 623	106 260	128 008	157 928	180 401	229 933	263 775
Gjeldsandel	63 %	65 %	66 %	64 %	65 %	63 %	63 %	62 %	61 %	61 %
Egenkapitalandel	37 %	35 %	34 %	36 %	35 %	37 %	37 %	38 %	39 %	39 %

Tabell 7: Nøkkeltall knyttet til soliditet.

I en regnskapsanalyse er det også naturlig å se på soliditeten til selskapet for å undersøke om det er noen risiko knyttet til balansen, og for å analysere den finansielle situasjonen. Som vi kan se av Tabell 7 har andelen egenkapital ligget på mellom 37 og 39 prosent de siste ti årene. Egenkapitalen har økt fra 11 til omtrent 103 milliarder i samme periode som en følge av en veldig rask og lønnsom vekst. Denne økningen hadde ikke vært mulig uten å benytte seg av gjeld for å gire opp investeringene. Dermed kan vi også se at gjelden har økt fra rundt 19 til 264 milliarder kroner på tilsvarende måte som egenkapitalen. Denne formen for giring fungerer godt i en periode med fallende renter, men kan by på utfordringer i vanskeligere tider.

Tidsforløp forfall av renter			
År	Mill SEK	Rente	Andel
2023	46 188	3	34
2024	4 573	1,8	3
2025	9 481	1,9	7
2026	14 451	2,3	11
2027	13 058	1,4	10
2028	8 589	1,6	6
2029	15 939	1,3	12
2030	8 281	1,8	6
2031	8 609	1,7	6
2032	2 804	2,3	2
2033	3 279	1,4	2
Totalt	135 252	2,1	100

Tabell 8: Oversikt over tidsforløp av renteforfall.

Når et selskap har mye gjeld, vil det dermed også være sårbart for høyere renter. Dette kan analyseres gjennom rentedekningsgraden som også er et nyttig nøkkeltall for å analysere robustheten i balansen. Ettersom Balder hadde et forvaltningsresultat etter skatt på 6,14

milliarder kroner i 2022 betyr dette implisitt at Balder tåler 6,14 milliarder i økte rentekostnader uten å havne i en situasjon med negativt resultat alt annet like.

Rentedekningsgraden beregnes med formelen: $(\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{finanskostnader}) / \text{finanskostnader}$, og viser bedriftens overskudd i forhold til renteforpliktelsene.

Basert på tallene for 2022 er rentedekningsgraden: $(6\,659 + 2\,031) / 2\,031 = 4,3$ som vil si at Balder foreløpig har brukbar kontroll på renteforpliktelsene. Likevel bør ikke rentene stige for mye før det kan føre til vanskeligheter. Den langsiktige rentebærende gjelden var på 135 milliarder per Q4, 2022 som vil si at den effektive rentesatsen var på $2/135 = 1,5\%$. Selv om rundt 70% av gjelden er hedget på nåværende tidspunkt må man anta at rentekostnadene vil øke i årene fremover. Tabell 8 viser til når rentebindingstiden utløper, og vi kan se at hele 34% av gjelda har en rentesats på 3% som forfaller i år. På lengre sikt har Balder inngått avtaler med lavere renter, slik at selskapet har sikret seg noe i årene fremover. I scenarioanalysen vil jeg gå videre inn på hvordan ulike rentenivåer slår inn på resultatet og verdsettelsen.

Tidsforløp forfall av gjeld		
År	Mill SEK	Prosentandel
2023	16 327	12
2024	15 745	12
2025	16 814	12
2026	18 592	14
2027	15 822	12
2028	9 363	7
2029	7 756	6
2030	8 475	6
2031	6 941	5
2032	329	0
2033	19 119	14
Totalt	135 252	100

Tabell 9: Oversikt over tidsforløp av gjeldsforfall.

I tillegg påvirkes også soliditeten av evnen til å refinansiere all gjelden som forfaller fortløpende. Dersom banker og/eller obligasjonsmarkedet strammer til kan det føre til at Balder havner i likviditetsproblemer. Tabell 9 gir en oversikt over forfall for

gjeldsforpliktelsene, og viser at 36% av gjelden forfaller i år og de kommende to årene. Den siste tiden har vært preget av bankuro der både amerikanske og europeiske banker har blitt berørt (DI, 17.03.23). Ettersom vi lever i en global verden kan problemene fort forplante seg over i hele banksektoren som møter tøffere krav, og må ta påfølgende lavere risiko. Dette kan føre til at Balder kan få problemer med å refinansiere så mange milliarder i gjeld, og dersom de får refinansiert gjelden kan det fort være til en mye høyere rente enn hva som har vært tilfelle de siste årene. Slik makroforholdene er akkurat nå må den helhetlige soliditeten til Balder må sies å være noe usikker i forhold til tidligere perioder.

4.6 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhet	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt
Ek avkastning	21,5 %	29,7 %	28,2 %	20,9 %	22,6 %	25,2 %	20,1 %	12,4 %	27,3 %	12,1 %	22,0 %
ROA	9,7 %	12,4 %	10,5 %	9,9 %	9,9 %	11,1 %	10,7 %	6,1 %	11,6 %	6,1 %	9,8 %
Yieldkrav	5,9 %	5,5 %	5,4 %	5,3 %	5,0 %	4,8 %	4,5 %	4,5 %	4,4 %	4,6 %	5,0 %

Tabell 10: Nøkkeltall for historisk lønnsomhet.

En annen nyttig faktor å måle i en regnskapsanalyse er selskapets lønnsomhet. For et eiendomsselskap kan dette måles på flere ulike måter, der noen av de nyttigste er vist i Tabell 10. Den første linjen viser egenkapitalavkastningen som viser årsresultatet i forhold til egenkapitalen, og denne har vært på 22% i gjennomsnitt fra 2013-2022 som er en høy avkastning. Dette er et nyttig nøkkeltall ettersom det over tid ikke vil være mulig å oppnå høyere avkastning enn egenkapitalavkastningen. Dette kommer av at det er begrenset hvor mye et selskap kan vokse eller revurderes til en høyere multipl. Dette betyr at man over tid ikke kan investere i et selskap med en egenkapitalavkastning på 8% dersom man har et avkastningskrav på 10%.

Ettersom egenkapitalavkastningen i stor grad påvirkes av hvordan selskapet er finansiert er ROA eller avkastning på totale eiendeler et relevant nøkkeltall for å sammenligne selskaper med ulik finansieringsstruktur. Dette nøkkeltallet viser også hvor effektivt Balder forvalter eiendelene, og vi kan se at den gjennomsnittlige avkastningen de siste 10 årene har ligget på 9,8%. I 2022 var denne avkastningen helt nede på 6,1% som kommer av lav verdiøkning på eiendomsporteføljen.

I tillegg til forskjellige nøkkeltall for avkastning er yield et viktig begrep innenfor eiendom som kan ses på som en direkteavkastning på eiendommen. Balder hadde i 2022 en yield på 4,6% som er noe lavere enn snittet på 5%. Yield henger i stor grad sammen med renter og kapitalkostnad slik at lavere renter fører til høyere eiendomsverdier og lavere yield. Dette kommer også tydelig frem ved at yielden har falt fra 5,9% i 2013 til 4,6% i 2022, men yielden kommer som en følge av hvordan man verdsetter eiendommene. Det er naturlig å tenke at dersom rentene overgår yielden vil Balder gå i minus over tid, men høyere renter fører også til høyere leieinntekter slik at dette ikke har en direkte effekt. Alt i alt har Balder vist seg å være et svært lønnsomt selskap de siste 10 årene.

4.7 Poster for prognoseformål

Så langt har jeg vært innom noen av de mest sentrale momentene for å forstå verdiskapningen til Balder. I tillegg til dette er det flere konkrete regnskapsposter det kan være nyttig å undersøke tilbake i tid for å ha en best mulig forutsetning for å kunne gjøre fremtidige prognoser. Jeg ser på historiske regnskapstall de siste seks årene for å få sammenlignbare tall knyttet til forvaltningsresultat fra tilknyttede selskaper. For investeringer, avskrivninger og arbeidskapital er det mulig å se på tall 10 år tilbake i tid. Ettersom dette er knyttet til prognosedelen vil jeg kun ta med de effektene i regnskapet som har kontantstrømeffekt. Tabell 11 består av de viktigste samlepostene, og er ment for å gi et bedre oversiktsbilde.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Leieinntekter	5 915	6 714	7 609	8 134	8 956	10 521
Eiendomskostnader	1 695	1 824	1 966	1 919	2 212	2 725
i % av leieinntekter	28,7 %	27,2 %	25,8 %	23,6 %	24,7 %	25,9 %
Netto driftsinntekt	4 220	4 890	5 643	6 215	6 744	7 796
Ledelse og administrasjonskostnader	543	592	664	674	817	1 019
i % av leieinntekter	9,2 %	8,8 %	8,7 %	8,3 %	9,1 %	9,7 %
Forvaltningsresultat tilkn. selskaper	583	658	663	787	1 327	1 929
Skattekostnad tilkn. selskaper	184	248	209	254	916	495
Netto finanskostnader	984	1076	1 170	1 212	1 067	2 031
i % av leieinntekter	16,6 %	16,0 %	15,4 %	14,9 %	11,9 %	19,3 %

Tabell 11: Regnskapsposter for prognoseformål.

Netto driftsinntekt

Selve resultatoppstillingen starter naturlig nok med leieinntekter fratrukket alle kostnader knyttet til selve eiendommene. Som vi kan se av Tabell 11 har eiendomskostnadene ligget på mellom 25-32% av leieinntektene, noe som er nyttig å vite til prognosedelen. Ettersom høyere kostnader også fører til høyere inntekter er det ikke noe som tyder på voldsomme endringer i dette forholdet fremover.

Ledelse og administrasjonskostnader

Som vi også kan se av Tabell 11 har ledelse og administrasjonskostnader vært omtrent 9% av leieinntektene de siste seks årene med en økning fra 543 millioner i 2017 til 1.019 millioner i 2022. Ettersom leieinntektene i stor grad er inflasjonsjusterte tyder dette på at de ansatte også historisk sett har fått inflasjonsjustert lønn. Det er også nyttig å vite at Balder ikke har klart å øke inntektene uten å tilsvarende øke ledelse og administrasjonskostnadene. Flere utleieobjekter krever flere ansatte, og skalafordelene har dermed historisk ikke kunnet utnyttes maksimalt på akkurat dette område.

Poster knyttet til tilknyttede selskaper

Tidligere i oppgaven har jeg vært innom forvaltningsresultatet til tilknyttede selskaper, men det som også bør belyses er at selv om ikke verdiendringen i tilknyttede selskaper har kontantstrømeffekt må Balder likevel betale skatt av denne endringen. Eksempelvis var skattekostnaden på 916 millioner i 2021 som er nesten 100% høyere enn i 2022 selv om forvaltningsresultatet var høyere enn året før. Historisk sett har dermed positive verdiendringer av eiendommene ført til lavere fri kontantstrøm.

Netto finanskostnader

Netto finanskostnader vil si summen av renteinntekter og rentekostnader. Balder har noen renteinntekter fra kontantbeholdningen, men posten består i all hovedsak av rentekostnadene. Dette er som nevnt tidligere den aller viktigste linjen i

resultatoppstillingen ettersom økte renter er en stor trussel for eiendomsselskapene med dagens makroforhold. Finanskostnadene har vært noe varierende mellom 2017 til 2022, men det er verdt å merke seg en dobling fra 2021 til 2022. Finanskostnadene har økt fra rundt 1 til 2 milliarder samtidig som vi kunne se at gjelden kun har økt fra 141 til 161 milliarder kroner i samme periode. Dette tyder på at rentene allerede har begynt å merke seg i resultatet selv om store deler av gjeldsporteføljen er hedget. Likevel kan vi se at rentekostnadene historisk sett har vært veldig lave målt i prosent av leieinntekter, men fremover må man anta at en større andel av leieinntektene må gå til å dekke renteforpliktelser ettersom 2 milliarder er betydelig lavere enn en finansieringskostnad på eksempelvis 4-5% av 160 milliarder i gjeld.

Poster for justeringer til fri kontantstrøm

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Skatt	416	693	1 550	862	1 386	1 897	2 659	1 807	3 196	1 999
Effektiv skattesats	19,3 %	18,1 %	26,8 %	11,3 %	15,1 %	15,7 %	18,7 %	19,9 %	14,0 %	15,4 %
Avskrivninger	17	18	15	26	19	20	42	41	45	52
Netto investeringer	4 593	6 753	5 635	8 401	6 228	11 459	15 909	17 013	30 458	13 529
Endring i arbeidskapital	303	-206	-432	756	-17	795	2 534	-79	-2 374	608

Tabell 12: Poster for justering til fri kontantstrøm.

Skatt

Når det gjelder skatt er det interessant å se på den historiske effektive skattesatsen. Skatt kan anses som en kostnad som uansett må betales, men som avgjøres av eksterne politiske faktorer. Mellom 2013 og 2022 har den effektive skattesatsen ligget på mellom 11 og 20%, noe som gir et gjennomsnitt på 17,5% over de siste 10 årene. Perioden som helhet har vært preget av et stabilt skattenivå som er typisk for alle land med AAA investment grade rating (rikgsgalden, 2023).

Avskrivninger

Ettersom avskrivninger er noe som må legges til for å finne fri kontantstrøm er det gunstig å undersøke hvor store avskrivninger det har vært historisk. Som vi kan se av Tabell 12 har

avskrivninger økt fra 17 til 52 millioner de siste 10 årene, men totalt sett utgjør dette relativt lite av de totale kostnadene til Balder. Det er i større grad opp og nedskrivninger som gir store utslag i resultatet.

Investeringer

Totalt sett utgjør investeringer en stor andel av Balders totale virksomhet ettersom Balder tar opp nye lån og reinvesterer hele overskuddet fra eiendomsforvaltningen. Som vi kan se av Tabell 12 netto investerte Balder over 30 milliarder kroner i 2021, der 17,6 milliarder ble investert i nye eiendommer. I tillegg gikk 9 milliarder til kjøp av aksjer i tilhørende selskaper, og 10,7 milliarder til nye investeringer i eksisterende prosjekter. Det totale investeringsbehovet for å opprettholde selve driften er mye lavere, og jeg vil ta høyde for selve vedlikeholds investeringene senere i oppgaven. I tillegg bør 2021 anses som et år med unormalt høye investeringer, og vi kan se at de totale investeringene var på 13,5 milliarder i 2022 som er nesten 1/3 av investeringene året før. I selve verdsettelsesmodellen vil jeg benytte meg av «reinvestment needs», og belyse hvordan ulike investeringsnivåer påvirker verdsettelsen i scenarioanalysen.

Endring i arbeidskapital

Til slutt er det også avgjørende å se på endringen i arbeidskapital fra tilsvarende periode året før for å finne fri kontantstrøm for inneværende år. I Balder sitt tilfelle er det forskjellen i kundefordringer og leverandørgjeld som utgjør denne posten. Over tid gir ikke denne endringen veldig store utslag i verdien av selskapet, men vi kan se at i 2019 var denne endringen på 2,5 milliarder kroner. Her har Balder fått innbetalt flere kundefordringer enn hva de har betalt ut i leverandørgjeld. Tilsvarende var denne posten på minus 2,4 milliarder i kroner i 2021, slik at det over en 10 års- periode ikke har utgjort noen stor betydning totalt sett.

5 Prognose

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Leieinntekter	11 363	12 272	13 253	14 314	15 530	16 928
Eiendomskostnader	2 954	3 191	3 446	3 722	4 038	4 401
Årlig vekst	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,5 %	9,0 %
Netto driftsinntekt	8 408	9 081	9 808	10 592	11 492	12 527
Ledelse og administrasjonskostnader	543	592	664	674	817	1 019
I % av leieinntektene	10 %	10 %	10 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
Forvaltningsresultat tilkn. selskaper	2 029	2 435	2 557	2 684	2 899	3 189
Skattekostnad tilkn. selskaper	450	540	567	595	643	707
EBITDA	9 444	10 384	11 133	12 007	12 932	13 990

Tabell 13: Prognose frem til EBITDA.

5.1 Leieinntekter

Som jeg var inne på i den strategiske analysen står hele eiendomssektoren foran utfordrende tider. Likevel viser analysen at Balder har veldig attraktive eiendommer i sentrale lokasjoner som gjør at de fremdeles vil kunne øke leieinntektene i årene fremover ettersom leieprisene er inflasjonsjustert. Regnskapsanalysen viser til solide historiske prestasjoner som også kan være betryggende for tiden fremover. Jeg legger til grunn lavere vekst i leieinntekter enn det historiske 10-års snittet ettersom jeg tror det blir vanskeligere å investere like mye i årene fremover som en følge av høyere finansieringskostnader. Jeg legger til grunn en vekst på 8% de første årene i prognoseperioden, og øker veksten marginalt mot slutten av perioden der jeg tror det blir enklere å gjøre flere investeringer igjen.

5.2 Eiendomskostnader

Historisk har eiendomskostnadene ligget på 26% av leieinntektene, og som vi kan se av regnskapsanalysen har det vært så liten variasjon at min beste antakelse er at kostnadene også blir tilsvarende i årene fremover. Leieinntektene øker som følge av inflasjonen, og ettersom eiendomskostnadene preges av det samme anser jeg dette som et fornuftig valg.

5.3 Ledelse og administrasjonskostnader

Når det gjelder ledelse og administrasjonskostnader tror jeg disse må økes til over det historiske gjennomsnittet på 9% av leieinntektene. Som vi kan se fra regnskapsanalysen økte disse kostandene til 9,1% i 2021 og 9,7% i 2022. Ettersom lav arbeidsledighet og høy inflasjon har presset alle lønnskostnader tror jeg denne posten vil være relativt høy sett til leieinntekter også i årene fremover. Jeg legger til grunn 10% de første 3 årene, og nedjusterer dette igjen til 9,5% de siste tre årene av prognoseperioden.

5.4 Forvaltningsresultat i tilknyttede selskaper

Videre er forvaltningsresultatet i tilknyttede selskaper veldig vanskelig å spå. Balder har eierandeler i flere kvalitetsselskaper, og totalt sett tror jeg forvaltningsresultatet fra disse selskapene kommer til å vokse selv om noen selskaper skulle få problemer. Dette er selvfølgelig forbeholdt at det ikke kommer en total slakt av eiendomssektoren som helhet. Konkret legger jeg til grunn at forvaltningsresultatet kommer til å fortsette å øke, men i en lavere hastighet enn tidligere år ettersom Balder ikke har like mye kapital til å kjøpe ytterligere aksjer i andre selskaper fremover.

5.5 Skattekostnad tilknyttede selskaper

På samme måte som at Balder mest sannsynlig får lavere oppjusteringer av eiendomsverdier fremover, vil det samme mest sannsynlig være gjeldende for tilknyttede selskaper. Dermed vil skattesatsen effektivt sett være lavere i årene fremover, noe som øker kontantstrømmen. Dette har jeg vært inne på tidligere, men totalt sett vil skattekostnadene fremdeles være gjeldende, men vil ikke få store utslag som i 2021 der renta gikk i 0, og eiendomsverdiene rett i været.

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Avskrivninger	55	59	62	64	69	73
EBIT	9 389	10 325	11 071	11 943	12 863	13 917
Netto finanskostnader	2 700	3 375	3 713	4 050	4 176	4 309
EBT	6 689	6 950	7 359	7 893	8 687	9 607

Tabell 14: Prognose for avskrivninger og finanskostnader.

5.6 Avskrivninger

Avskrivningene har historisk økt i et jevnt tempo i takt med at selskapet vokser, og jeg legger til grunn samme vekst fremover med noe variasjon. Jeg legger til slutt til avskrivningene for å komme frem til fri kontantstrøm siden dette ikke har noen kontantstrømeffekt.

5.7 Netto finanskostnader

Selve finanskostnadene kan være noe vanskelig å estimere ettersom Balder sikrer noe av gjelden, refinansierer, tar opp nye lån, og har noe grønn finansiering som jeg var inne på i den strategiske analysen. Det som uansett er sikkert er at finanskostnadene vil øke, og når Erik Selin uttalte at dersom de ønsket å bedre soliditeten til selskapet kunne de la være å gjøre noe som helst slik at kontantstrømmen økte egenkapitalen for å betale ned gjeld (Conf call, Q3 22). Dette tyder muligens på at andelen gjeld vil reduseres de kommende årene.

Videre viste jeg til tidsforløpet av forfallet av gjeld og renter i regnskapsanalysen, og på bakgrunn av dette legger jeg til en gradvis økende finanskostnad som en følge av gjeld som forfaller, og må refinansieres til høyere renten. Hvordan finanskostnadene hensyntas i dcf-modellen avhenger av om man diskonterer til egenkapitaleierne eller totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). Dersom man diskonterer til totalkapitalen skal man ikke beregne inn finanskostnadene, men beregne skatt på EBIT slik at man kommer frem den totale frie kontantstrømmen som går til å dekke alle forpliktelser. I hovedscenariet i denne oppgaven diskonterer jeg til egenkapitaleierne fra et aksjonærperspektiv.

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Effektiv skattesats	17,50 %	17,50 %	17,50 %	17,50 %	17,50 %	17,50 %
Skatt	1 171	1 216	1 288	1 381	1 520	1 681
Investeringer	1 500	1 575	1 654	1 736	1 823	1 914
Endring i arbeidskapital	188	188	188	188	188	188

Tabell 15: Prognose av skatt, investeringer og arbeidskapital.

5.8 Skatt

Før man kommer frem til årets resultat må man også betale skatt. I modellen har jeg lagt til grunn en skattesats på 17,5% som er det historiske snittet. I Tabell 15 viser jeg skatten som må betales av selve forvaltningsresultatet som har vært grunnlaget i denne prognosen. I tillegg til dette må Balder også betale skatten som kommer fra gevinsten av verdiendringene som historisk sett har vært veldig høye.

5.9 Investeringer

For investeringene har jeg lagt til grunnlaget for «reinvestment needs» som jeg var inne på tidligere. Investeringer på 1,5 milliarder for 2023 mener jeg gir et mer riktig bilde av virksomheten, og øker dette beløpet gradvis de kommende årene. Selv om Balder selv sier de kan gjøre absolutt ingenting for å bedre balansen har de likevel prosjekter gående som krever investeringer i tillegg til noen andre vedlikeholds investeringer for å opprettholde standarder i årene fremover. Igjen vil jeg se på hvordan forskjellige investeringsnivåer slår ut i verdsettelsen av selskapet senere i oppgaven. Investeringene må trekkes fra for å finne fri kontantstrøm uavhengig av hvilken metode man bruker for verdsettelsen.

5.10 Endring i arbeidskapital

Når det gjelder endringen i arbeidskapital har denne posten hatt store utslag i enkelte år, men historisk hatt et snitt på 188 millioner i positiv endring. Det er vanskelig å anslå hvilke år som vil slå ut ifra normalen, og jeg legger dermed til grunn det historiske snittet i modellen.

5.11 Minoritetsinteresser

Noe som er fort gjort å overse er andelen av resultatet som tilfaller minoritetsinteresser, men dette må likefullt utbetales og reduserer dermed den frie kontantstrømmen. Fra historiske regnskapstall kan vi se omtrentlig hvor stor andel av resultatet som tilfaller aksjonærene og minoritetene, og dette beløpet ligger på rundt 8%. Andelen i prosent av resultatet som skal utbetales til minoriteter reduseres dersom en stor andel av resultatet er verdiendringer. Dermed har minoritetene rett på en betydelig andel av forvaltningsresultatet.

6 Avkastningskrav

Etter selve prognostiseringen er gjennomført gjenstår det å neddiskontere disse kontantstrømmene til dagens verdi for å finne nåverdien av selskapet. Det er selve avkastningskravet til investoren som bestemmer hvor mye man kan betale for et selskap. Desto høyere avkastningskrav, desto lavere blir verdien av selskapet. Teoretisk kan avkastningskravet beregnes ved å beregne en WACC= Weighted Average Cost of Capital. Her finner man det vektete gjennomsnittet av kostnaden av egenkapitalen og gjelden, og dette er avkastningskravet man bruker når man diskonterer til totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016).

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

Formel 1: Beregning av WACC.

6.1 Risikofri rente

Formelen nedenfor viser til kostnaden til egenkapitalen som består av risikofri rente, betaen og markedets risikopremie. For å finne risikofri rente benytter jeg meg av den 10-årige svenske statsobligasjonsrenten som ligger på 2,31% per dags dato (Trading Economics, 1.mai. 23). En økning av den risikofrie renten reduserer verdien av Balder ettersom det fører til et høyere avkastningskrav og vice versa.

6.2 Beta

Betaen til et selskap viser volatiliteten til aksjekursen, og dette er ifølge tradisjonell finansteori et mål på selskapets risiko. Et selskap med en beta på 1 vil svinge like mye som aksjemarkedet, mens et selskap med en beta på 2 vil svinge dobbelt så mye som aksjemarkedet. Denne parameteren er dermed et mål på enkeltaksjenes risiko relativt til andre aksjer (Kaldestad & Møller, 2016). På denne måten vil dermed en høyere beta føre til et høyere avkastningskrav for å kompensere for volatilitetsrisikoen.

På den andre siden har man andre anerkjente investorer som Warren Buffet som mener risiko ikke bør måles i form av beta, men om investoren vet hva man holder på med. Uansett benytter jeg meg av betaen i denne oppgaven, og desto lengre tidsserie desto lavere blir betaen. Betaen beregnes ved å se på variansen mellom indeksen og Balder sine aksjebevegelser, og ettersom høyere renter har ført til større utslag for eiendomsselskapene har rentehøyninger gitt store utslag i aksjekursen. Dermed har Balder en høy 1-års beta, men jeg benytter meg av en noe lavere beta over tid på 1,25. Aksjekursen til Balder svinger dermed totalt sett 25% mer enn indeksen totalt sett over de siste tre årene (Infront Analytics, 2023).

6.3 Markedets risikopremie

Når det gjelder markedets risikopremie er dette den meravkastningen investorer krever som en følge av at man tar høyere risiko med eksponering i aksjemarkedet. Eksempelvis kommer selskaper som PWC med årlige rapporter om risikopremien i det svenske aksjemarkedet. Den siste rapporten fra juni 2022 viser at risikopremien i det svenske markedet ligger på 6,6% (PWC, 2022). Dette nivået er høyere enn tidligere år, og kommer blant annet som en følge av høyere geopolitisk uro.

$$R_E = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Formel 2: Beregning av avkastningskrav til egenkapitalen.

Oppsummert gir dette en egenkapitalkostnad på: $2,31 + 1,25 * (6,6 - 2,31) = 7,67\%$. Dette er avkastningskravet man bruker når man diskonterer til egenkapitalen fra et eksternt investorperspektiv.

6.4 Gjeldskostnaden

Gjeldskostnaden finner man ved å legge sammen risikofri rente og et kredittpåslag. Risikofri rente ligger per dags dato på 2,31%, men det kan være vanskeligere å finne det nøyaktige

kredittpåslaget. Blant annet kan man se på selskapets fremtidige renteforpliktelser eller kreditt-ratingen til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016). Etersom kreditorer ikke har noen oppside, men ønsker å beskytte seg mot nedsiden legger jeg til grunn et høyere kredittpåslag enn for det gjennomsnittlige som en følge av Balder sin utfordrende balanse og synkende kreditt-rating. Jeg legger til grunn et kredittpåslag på 4%, og benytter meg av scenarioanalysen for å undersøke hvordan ulike avkastningskrav påvirker verdsettelsen av Balder.

I tillegg er det viktig å multiplisere gjeldskostnaden med $(1 - \text{skattesatsen})$ som Formel 1 viser for å ha ta høyde for skattefordelen selskapet får av å ha gjeld. Her benytter jeg meg av 17,5% som jeg kom frem til tidligere i oppgaven. Totalt gir dette en gjeldskostnad etter skatt på: $(2,31+4) \cdot (1-0,175) = 5,2\%$. Etersom kreditorer har mindre risiko enn aksjonærene er det naturlig at gjeldskostnaden vil være lavere enn egenkapitalkostnaden.

6.5 Oppsummering WACC

Oppsummering WACC	
Egenkapitalandel	61,0 %
Egenkapitalkostnad	7,7 %
Gjeldsandel	39,0 %
Gjeldskostnad	5,2 %
WACC	6,7 %

Tabell 16: Oppsummering av beregning av WACC.

Fra tabell 16 kommer jeg fram til en WACC på 6,7% som jeg vil bruke som diskonteringsfaktor til totalkapitalen. Dette avkastningskravet legger ikke til grunn store risikopremier slik at jeg vil benytte meg av scenarioanalysen for å belyse hvordan ulike avkastningskrav påvirker verdsettelsen av Balder.

7 Verdsettelsesmodell- egenkapitalmetoden

Terminalverdi	
Langsiktig vekst	2 %
Langsiktig avkastningskrav	8,5 %
Kontantstrøm 2028	3 477
Terminalverdi	53 498

Tabell 17: Beregning av terminalverdi til egenkapitalmodellen.

Etter å ha gjennomført prognosen, og kommet frem til avkastningskravet gjenstår det å regne ut terminalverdien før modellen er komplett. Terminalverdien viser verdien av selskapet til «evig» tid, og viser dermed verdien av kontantstrømmene til Balder etter prognoseperioden. Det er over tid vanskelig for store selskaper å vokse raskere enn BNP, og historisk har BNP ligget på mellom 2-3% (Kaldestad & Møller, s. 123, 2016). På bakgrunn av dette legger jeg til en langsiktig vekst på 2% i terminalleddet. I tillegg legger jeg til grunn et noe høyere langsiktig avkastningskrav som en følge av at vi er i en periode med økte renter, og høy usikkerhet i årene fremover. Utrechnet gir dette en terminalverdi på 53 498.

7.1 Verdien av Balder ved bruk av egenkapitalmetoden

EK-modellen	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Nåverdi av diskontert kontantstrøm til EK	3 436	3 258	3 197	3 195	3 325	3 477
Terminalverdi						34 337
Kontantstrøm+terminalverdi	3 436	3 258	3 197	3 195	3 325	37 815
Avkastningskrav for diskonteringen	7,67 %					
Verdi av egenkapital	54 225					
Antall aksjer	1 154					
Verdi per aksje	47					

Tabell 18: Beregning av verdien til Balder ved bruk av egenkapitalmetoden.

Ved å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene + terminalleddet kommer jeg frem til en verdi av egenkapitalen på 54,25 milliarder kroner. Videre gir dette en verdi per aksje på 47 kroner, noe som gir en oppside på 13,1% ut ifra dagens aksjekurs på 40,84 per 12 mai. 2023. Som vi kan se står terminalleddet for en betydelig andel av verdien som er naturlig med en prognoseperiode på seks år.

Det bør også nevnes at aksjekursen har vært svært volatil den siste perioden med en toppkurs på 120 kroner i november 2021, og en bunn på 37 kroner i oktober 2022. Dette er svært store svingninger for et stort selskap med en markedsverdi varierende rundt 50 milliarder kroner, noe som tyder på at verdsettelsen av selskapet svinger betydelig mer enn endringene i de underliggende verdiene som foreløpig kun har vært stigende. Jeg vil dermed også utføre en multipelbasert verdsettelse senere i oppgaven for å undersøke hvordan Balder er verdsatt i forhold til bokførte verdier.

8 Verdsettelsesmodell- selskapsmetoden

Terminalverdi	
Langsiktig vekst	2 %
Langsiktig avkastningskrav	8,5 %
Kontantstrøm 2028	7 171
Terminalverdi	110 322

Tabell 19: Beregning av terminalverdi til selskapsmetoden.

På samme måte som ved egenkapitalmetoden beregner jeg først terminalverdien. Parameterne er de samme, men terminalleddet blir høyere som en følge av høyere kontantstrøm i år 2028.

8.1 Verdien av Balder ved bruk av selskapsmetoden

Selskapskapitalmodellen	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Nåverdi av diskontert kontantstrøm	6 525	6 834	6 898	7 003	7 069	7 171
Terminalverdi						74 761
Kontantstrøm+terminalverdi	6 525	6 834	6 898	7 003	7 069	81 932
Avkastningskrav for diskonteringen	6,70 %					
Nåverdi av kontantstrømmene til selskapet	116 261					
Verdi per aksje før netto gjeld	101					
Minus netto gjeld	129 020					
Antall aksjer	1 154					
Verdi per aksje	0					

Tabell 20: Beregning av verdien til Balder ved bruk av selskapsmetoden.

I tillegg til å diskontere til egenkapitalen ønsker jeg også å vise hvordan verdien av Balder endrer seg når man diskonterer ut ifra selskapsmetoden. I denne modellen øker

kontantstrømmene som en følge av at man vurderer fri kontantstrøm til å dekke alle forpliktelsene til selskapet. Isolert sett blir dermed verdien av hele selskapet høyere enn aksjonærenes andel. Jeg kommer frem til en nåverdi av kontantstrømmene på 116,261 milliarder kroner som gir en aksjekurs på 101 kroner. Likevel er det slik at man bør trekke fra netto gjeld for å komme frem til verdien per aksje, og ved å trekke fra 129 milliarder går verdien av selskapet i null.

Komplikasjoner rundt behandling av gjeld for eiendomsselskaper er dermed utfordrende fra et verdsettelsesperspektiv ettersom strukturen i balansen ofte er annerledes enn for tradisjonelle selskaper. Store deler av verdiene er nettopp eiendommene, noe som gir lave kontantstrømmer relativt til gjelden. Senere i oppgaven vil jeg benytte meg av modellen fra egenkapitalmetoden for scenarioanalysen.

9 Relativ verdsettelse

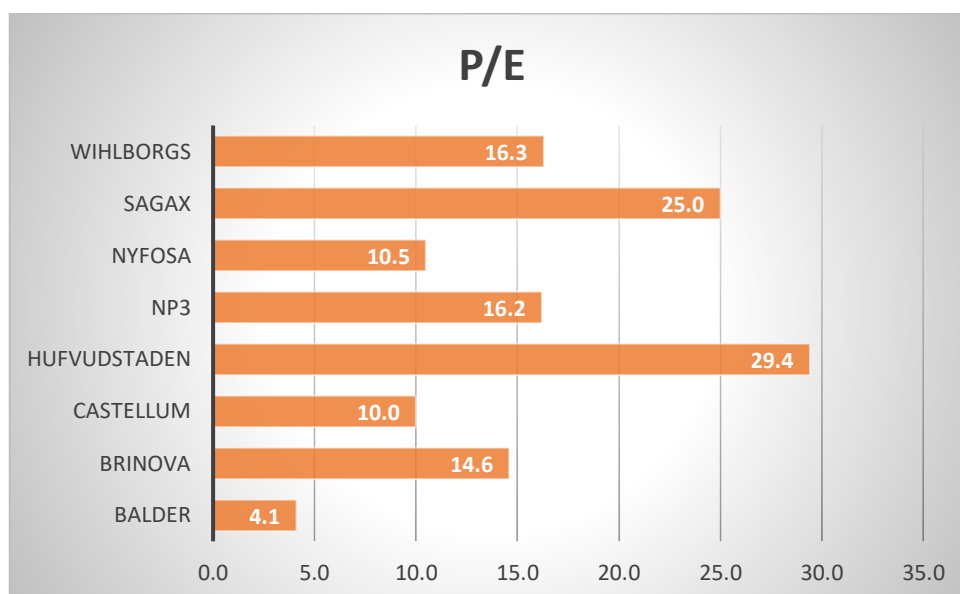
I denne delen av oppgaven vil jeg utføre en relativ verdsettelse for å se hvordan Balder er verdsatt i forhold til sine konkurrenter. Det finnes flere måter å verdsette et selskap, og multiplbasert verdsettelse viser hvordan et selskap er priset i forhold til eksempelvis inntjeningen eller bokførte verdier. Her vil jeg se på de vanligste forholdstallene som P/E, EV/EBIT, EV/Sales og P/B som er spesielt relevant for eiendomsselskaper. På denne måten kan man få et innblikk i om Balder er priset dyrt eller billig i forhold til sammenlignbare konkurrenter. Totalt vil jeg analysere Balder i forhold til syv andre konkurrenter, og se på gjennomsnittsprisingen i eiendomssektoren. Selskapene jeg vil ta med i analysen er: Balder, Brinova, Castellum, Hufvudstaden, NP3, Nyfosa, Sagax og Wihlborgs.

9.1 P/E

En av de vanligste multiplene for å undersøke om en aksje er dyr eller billig er P/E-multipelen som vil si prisen man betaler for en aksje i forhold til inntjeningen. Baserte på siste kvartalsrapport (Q4,22) tjente Balder 10 989 millioner kroner, og har per 13.mai 2023 en børsverdi på 45 189 millioner kroner. Ved å dele børsverdien på årsresultatet kommer vi frem til en P/E på 4,11 kroner basert på siste rapport. En P/E på rundt 4 er unormalt billig og

tyder på at resultatet er ikke bærekraftig over tid. Dersom man snur P/E brøken på hodet kommer man frem til en årlig yield som i Balder sitt tilfelle ligger på 24,4%, hvilket er unaturlig høyt over lengre tid.

Som vi kan se av figur 5 er det en veldig varierende P/E mellom de forskjellige selskapene. Gjennomsnittet blant aktørene ligger på 15,7, noe som er betydelig over Balder sin P/E på 4,1. Sagax, og Hufvudstaden har en P/E i det øvre sikte på henholdsvis 25 og 29,4, men dette kommer av at Sagax har ekstremt god lønnsomhet, mens Hufvudstaden skiller seg ut blant de svenske eiendomsselskapene ved at de har en svært lav gjeldsandel. Hufvudstaden har steget i børsverdi siste året samtidig som det har vært et krakk i eiendomsaksjer generelt. Totalt sett ser Balder «billig» ut ved bruk av P/E- multipler både isolert sett, og relativt til de andre konkurrentene. Likevel er dette en multiplert man bør være skeptisk til som en følge av store forskjeller i oppjusteringer av eiendomsverdier.



Figur 5: Relativ verdsettelse med P/E-multiplert.

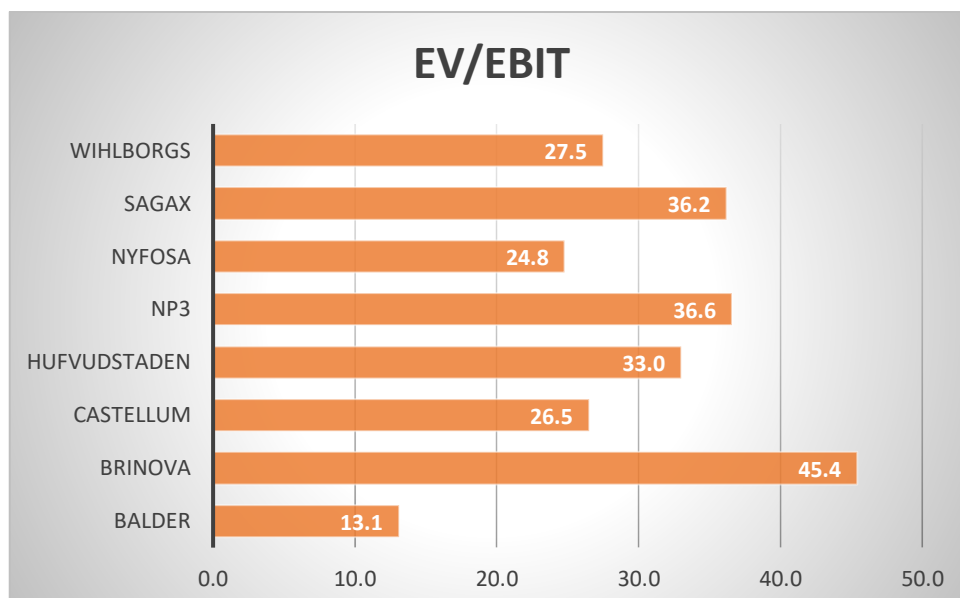
9.2 EV/EBIT

En annen multiplert som er flittig brukt innenfor verdsettelse er EV/EBIT som viser EBIT i forhold til Enterprise Value. Mekanismen er dermed den samme som ved bruk av P/E multiplert, men i dette tilfellet kan man sammenligne hvordan selskapene er priset

uavhengig av hvordan balansen ser ut. Et selskap med mye gjeld vil ha en høyere P/E-multipel alt annet like, mens EV/EBIT hensyntar ulik kapitalstruktur.

Sammenligningsgrunnlaget blir dermed bedre, og det blir lettere å gjøre en relativ verdsettelse. Enterprise Value finner man ved å ta markedsverdien av egenkapitalen+ gjeld-kontanter. Dette gir Balder en Enterprise Value på: $45\,189 + 160\,866 - 6\,533 = 199\,522$ millioner kroner. Ved å dele på en EBIT på 15 019 kommer vi frem til en EV/EBIT på 13,3. Med andre ord fremstilles selskapet dyrere når man også hensyntar gjelden sammenlignet med P/E-multipelen.

Videre kan vi også se at Balder fremdeles er «billigere» enn sine konkurrenter også basert på denne multiplien. Gjennomsnittet blant de utvalgte selskapene ligger på 30,4, noe som er betydelig høyere enn gjennomsnittet for P/E- multiplien. Dette viser at bransjen ser dyrere ut når man også hensyntar gjelden. I tillegg er variasjonen jevnere noe som tyder på at multiplien fungerer hensiktsmessig. Oppsummert virker Balder også billig ut ifra denne multiplien, og det kan tyde på at det er andre underliggende forhold som gjør markedet mer bekymret for virksomheten til Balder, eller at inntjeningen var mye høyere i 2022 enn normalt.



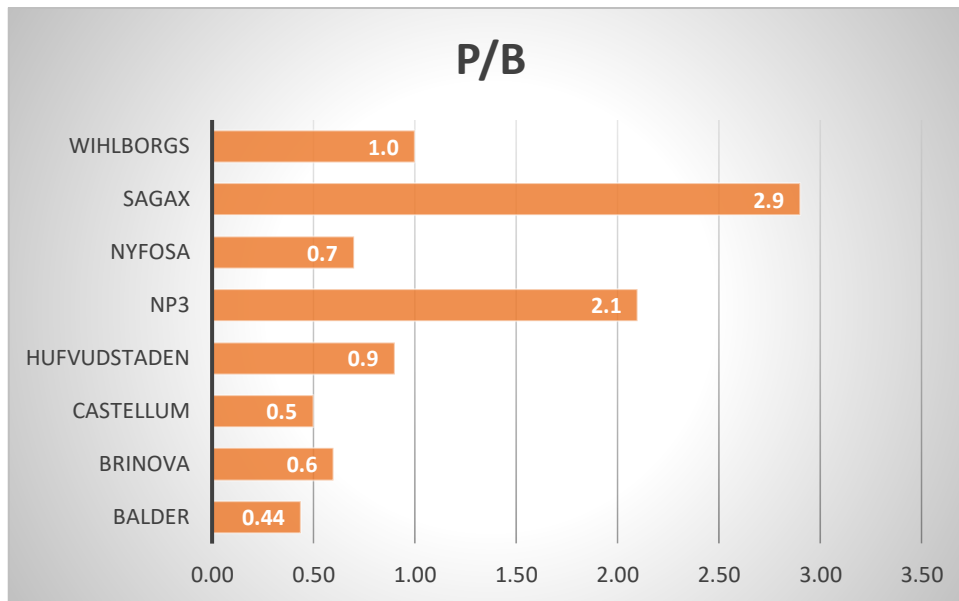
Figur 6: Relativ verdsettelse med EV/EBIT-multiplien.

9.3 P/B

P/B er lite relevant multipl for vekst/teknologiaksjer, men høyrelevant for børsnoterte eiendomsselskaper. Multipl beregnes ved å dele markedsverdien av selskapet på den bokførte egenkapitalen. En P/B på 1 betyr at man betaler en krone for en krone bokført egenkapital. Balder har en P/B multipl på: $45\,189/102\,909 = 0,44$ som vil si at man betaler 44 øre per bokført krone. Dette betyr enten at aksjen er ekstremt billig, eller at markedet ikke tror på den bokførte egenkapitalen. I Balder sitt tilfelle er det eksterne analytikere som verdsetter eiendomsporteføljen slik at Balder selv ikke kan pumpe egenkapitalen kunstig høy.

En annen grunn til den lave multipl kan være at markedet tror Balder må selge unna eiendommer for å håndtere balansen. Det er imidlertid ingenting som tyder på at dette er noen stor trussel med det aller første. Med en så lav P/B multipl kunne Balder i prinsippet solgt alle eiendommene sine, og betalt ut alt til aksjonærene. Dette vil selvsagt være urealistisk, men det belyser at eiendomsverdiene tåler en halvering uten at P/B vil overstige 1. Ut ifra P/B verdsettelse virker Balder som et ekstremt godt kjøp på lengre sikt dersom renteuroen reduseres fremover. Det er også verdt å nevne at aksjekursen har falt fra 110 helt ned til 39 kroner, og aksjen handler dermed på historisk lave verdsettelsesnivåer.

Innenfor dette området kan det være ekstra interessant å se på hvordan konkurrentene er priset, og som vi kan se av Figur 7 er det flere selskaper som prises til P/B under 1. Sagax er i en egen liga når det gjelder vekst og lønnsomhet, og har dermed unormalt høye multipler. Dersom man justerer for de høyeste uteliggerne ligger medianen i sektoren på rundt 0,6, noe som tyder på at hele sektoren er priset lavt for øyeblikket. Balder er også her priset lavere enn gjennomsnittet, og ut ifra en multipl og relativ verdsettelse fremstår Balder attraktivt priset på disse nivåene gitt at selskapet navigerer seg gjennom de kommende renteutfordringene. Oppsummert vil jeg konkludere med at dette er den aller viktigste multipl nå, og Balder kan vise seg å være veldig lavt priset også i forhold til konkurrentene i sektoren.

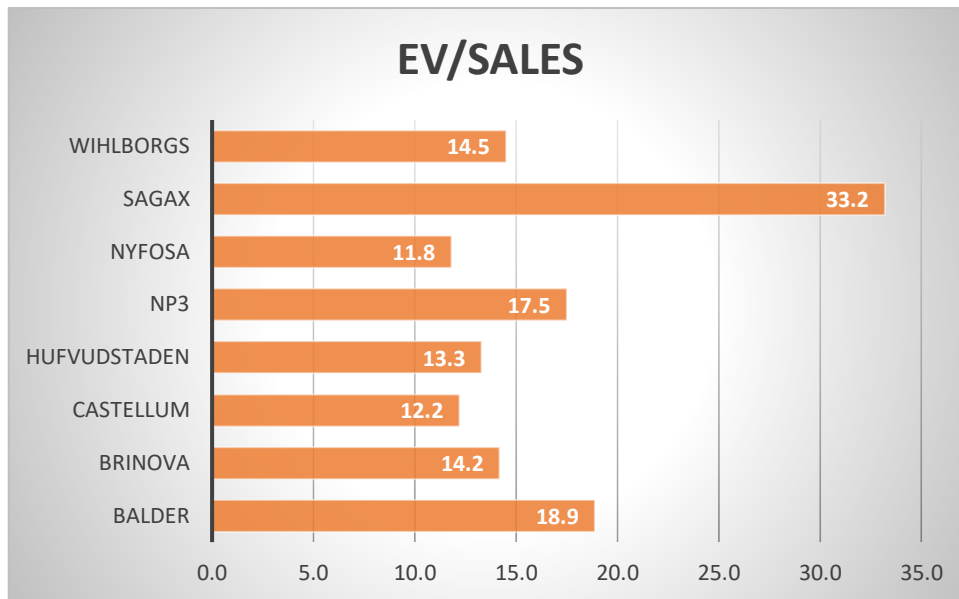


Figur 7: Relativ verdsettelse med P/B-multiippel.

9.4 EV/Sales

Det kan også være interessant å se på prisingen av Balder i forhold til salgsinntekter. I eiendomssektoren vil dette mer eller mindre være Enterprise Value/ leieinntekter. Igjen bruker jeg Enterprise Value for å hensynta kapitalstrukturen, og i Balder sitt tilfelle gir dette en EV/Sales multiippel på: $199\,522 / 10\,521 = 19$. Dette virker isolert sett veldig høyt, men ettersom Balder mottar kontantstrømmer fra tilknyttede selskaper blir multiippelen høyere enn om selskapet stod for hele omsetningen selv. Det er dermed både fordeler og ulemper med å bruke multipler, og alle multiplene må dermed undersøkes nærmere for å avgjøre om en aksje har en rimelig verdsettelse.

Basert på EV/Sales multiippelen skårer selskapene ganske mye jevnere enn blant de andre multiplene. Selskapene har en gjennomsnittlig multiippel på 17 der Sagax drar opp gjennomsnittet. Som vi kan se ligger Balder over gjennomsnittet som er naturlig med bakgrunn i begrunnelsen nevnt ovenfor. Alt i alt er det interessant å se på forskjellige typer multipler, men jeg velger å legge størst vekt på de tre første.



Figur 8: Relativ verdsettelse med EV/Sales-multippel.

9.5 Oppsummering multippelbasert verdsettelse

Som en oppsummering kan man konkludere med at Balder generelt er priset lavere enn sine konkurrenter. Eiendomsaksjen preges av høy volatilitet for øyeblikket, og verdsettelsene svinger mye mer enn de underliggende verdiene. Det vil være naturlig at et selskap minimum handles til bokførte verdier over tid dersom det ikke er noen andre forhold som taler for noe annet. Som jeg var inne på i den strategiske analysen har Balder en god ledelse som har levert svært gode resultater over tid. Det samme viser regnskapsanalysen, slik at en P/B multippel på minimum 1 virker fornuftig. De siste 10 årene har Balder hatt en gjennomsnittlig P/B-multippel på 1,1.

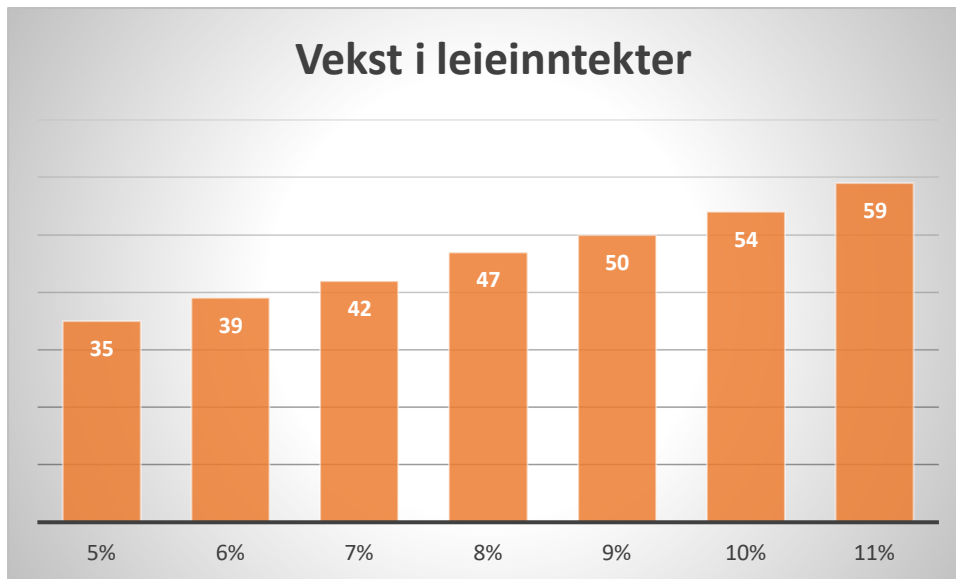
Fra et multippelbasert standpunkt gir dette en oppside i aksjen på 128%. Balder fremstår også rimelig vurdert ut ifra det P/E- perspektiv, men her er det større variasjon i inntjeningen som en følge av verdiendringene. Totalt sett viser multiplene at det finnes et betydelig oppside i aksjen, mens den diskonterte kontantstrøm- modellen tydet på at aksjen var omtrent riktig priset ut ifra mine estimater. Å verdsette Balder ut ifra en kombinasjon av disse forskjellige verdsettelsesmetodene virker dermed som den mest fornuftige løsningen.

10 Sensitivitetsanalyse

Den teoretiske riktige verdien av et selskap finner man ved å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene. Likevel vil en slik modell preges av stor usikkerhet ettersom det er veldig vanskelig å spå fremtiden, og dermed treffe på estimatene. I tillegg er det stor usikkerhet rundt hvilket avkastningskrav man skal bruke. En investor som krever 20% årlig avkastning kan betale dobbelt så mye for et selskap som personen som krever 10% årlig avkastning. En analytiker kan dermed komme frem til den verdien av et selskap en selv ønsker ved å trikse med ulike parametere i modellen. Jeg vil dermed undersøke sensitiveten i enkelte av parameterne for å se hvordan ulike scenarioer påvirker verdsettelsen av Balder.

10.1 Vekst i leieinntekter

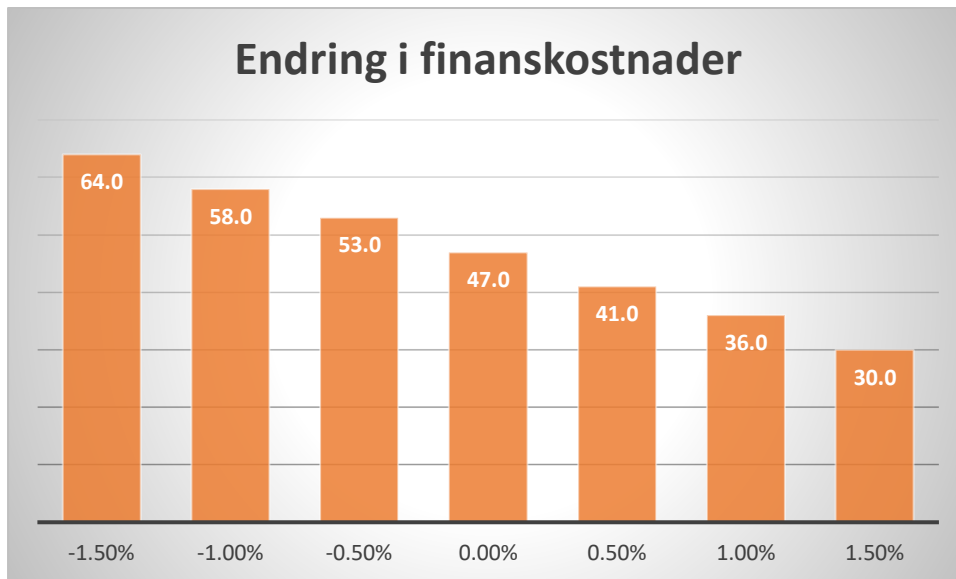
I modellen la jeg til en vekst på 8% de første årene, og noe økende vekst de siste to årene av prognoseperioden. I sensitivitetsanalysen undersøkte jeg hvordan ulik vekst i leieinntektene påvirker verdsettelsen, og som vi kan se av Figur 9 spriker verdien per aksje mellom 35 og 59 kroner. Ettersom leiekontraktene er inflasjonsjusterte vil det trolig alltid være noe vekst i leieinntektene, men jeg anser det som mer realistisk at veksten havner det nedre enn det øvre sikte i modellen selv om de historiske prestasjonene har vært i det øvre sikte.



Figur 9: Sensitivitetsanalyse- vekst i leieinntekter.

10.2 Finanskostnader

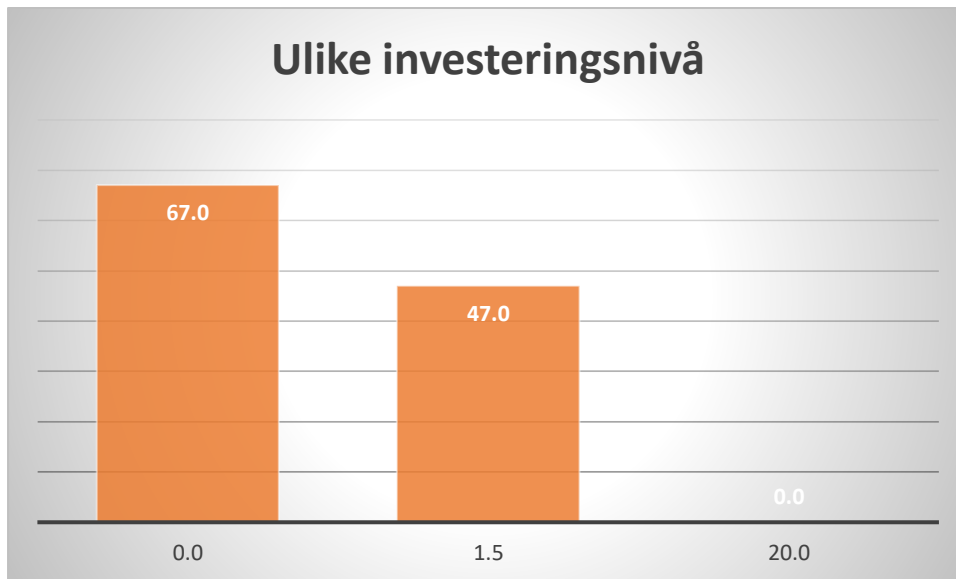
En annen viktig parameter i modellen er finanskostnadene, noe som vil avhenge av både hvor mye gjeld Balder har, og den effektive rentesatsen selskapet må betale på lånene. I analysen har jeg undersøkt hvordan ulike rentenivåer påvirker verdsettelsen, og Figur 10 viser at modellen er meget sensitiv for renteendringer. Eksempelvis vil kun en 0,5 prosentpoengs økning redusere verdien per aksje fra 47 til 41 kroner. I tillegg gir modellen en dobbelt så høy verdsettelse ved -1,5 prosentpoengs reduisering, kontra 1,5 prosentpoengs økning. Dette er også naturlig som en følge av hvor rentesensitive de belånte eiendomsselskapene er. Dette kan også være noe av forklaringer for den relativt lave verdsettelsen til Balder og resten av bransjen basert på multiplene.



Figur 10: Sensitivitetsanalyse- endring i finanskostnader.

10.3 Investeringer

I modellene kan man diskutere om man burde benytte seg av de fulle investeringene for eiendomsselskap eller benytte seg av «reinvestment needs». Jeg vil dermed belyse hvilke utslag forskjellige investeringsnivåer gir på verdsettelsen. Med negativ kontantstrøm fra investeringer på rett i underkant av 30 og 13 milliarder for henholdsvis 2022, og 2021 vil det føre til negativ fri kontantstrøm hvert år i modellen. I prognosen antok jeg at et investeringsnivå på 1,5 milliarder og økende i årene fra det første prognoseåret fremover ville gi et mer realistisk bilde av den daglige driften. Figur 11 viser dermed endringen i verdsettelsen for null fratreggende investeringer, 1,5 milliarder og 20 milliarder kroner.

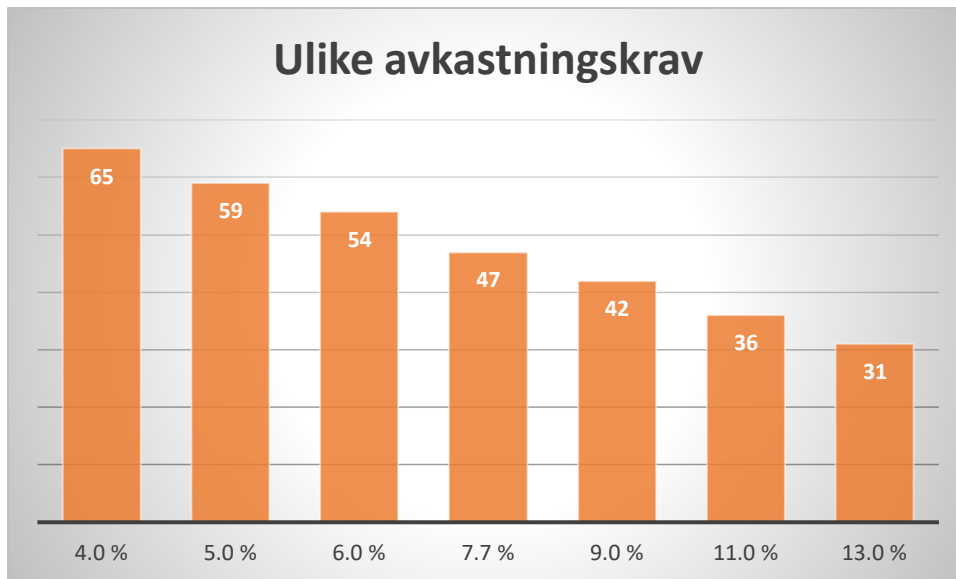


Figur 11: Sensitivitetsanalyse- endring i investeringsnivå.

10.4 Avkastningskravet

Til slutt ønsker jeg også å analysere hvordan avkastningskravet kan slå ut på verdsettelsen. Diskonteringsfaktoren har stor påvirkning på verdsettelsen, og effekten er økende over tid. Risikofri rente, markedets risikopremie og andre eventuelle risikopremier er noen av de viktigste parameterne som bestemmer avkastningskravet. Det er dermed svært nyttig å analysere hvordan ulike avkastningskrav gir forskjellige verdsettelser, og det kan også være nyttig for en investor å se hvor mye man kan betale for et selskap til et gitt avkastningskrav.

Figur 12 viser at et avkastningskrav på 4% gir en verdsettelse på 65 kroner per aksje, mens et avkastningskrav på 13% gir kun en verdsettelse på 31. Dette belyser at det er høy usikkerhet i slike modeller, og analytikere kan trikse med analysene ved å justere eksempelvis avkastningskravet. Avkastningskravet er dermed ingen fasit, men viser det en investor kan betale for de fremtidige kontantstrømmene gitt et krav til avkastning. For å belyse dette videre kan ikke en investor som krever 20% årlig avkastning betale mer enn 20 kroner per aksje.



Figur 12: Sensitivitetsanalyse- endring i avkastningskrav.

11 Avslutning

Formålet med denne oppgaven var å verdsette det svenske eiendomsselskapet Balder. Jeg innledet med en strategisk analyse der jeg gikk gjennom forskjellige faktorer som påvirker Balder og eiendomsbransjens lønnsomhet. Her benyttet jeg meg av tradisjonelle rammeverk som PESTEL-analyse og Porters fem konkurransekrefter. Videre utførte jeg en regnskapsanalyse for å analysere de historiske prestasjonene til selskapet, og analyserte ulike nøkkeltall. Dette var nyttig for å best mulig kunne predikere de fremtidige kontantstrømmene.

Etter den strategiske analysen, og regnskapsanalysen var gjennomført gjorde jeg selve verdsettelsen. Ved bruk av diskontert kontantstrøm til egenkapitalen kom jeg frem til en verdi per aksje på 47 kroner, noe som tilsvarte 13% oppside ut ifra mine estimater. Deretter utførte jeg en multippelbasert relativ verdsettelse, og sammenlignet Balder med sine konkurrenter. Basert på disse nøkkeltallene fremstod Balder «billig» med en P/B multippel under 0,5. Grunnen til denne lave verdsettelsen kan være risikoen for høyere renter og utfordringer med refinansieringer. Ettersom små endringer i kontantstrømmodellen kan føre til store utslag i verdsettelsen utførte jeg til slutt en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvordan endringene noen av de viktigste parameterne påvirket verdsettelsen. Alt i alt

fremstår Balder som et godt kjøp basert på både den diskonterte kontantstrømmen, og multiplene gitt at selskapet ikke får store problemer med refinansieringene av gjelden som kan føre til emisjoner og utvanning av de eksisterende aksjonærene.

Litteraturliste:

Bjerknes, C. (2018, 07. august). *Kun tre av syv selskaper på Oslo Børs slår banken*. Hentet fra: <https://www.dn.no/marked/oslo-bors/aksjer/norges-handelshoyskole/kun-tre-av-syv-selskaper-pa-oslo-bors-slar-banken/2-1-385614>

Brinova (2022). *Årsrapport Brinova 2021*. Hentet fra: https://www.brinova.se/wp-content/uploads/2022/03/SLUTLIG-Brinova_A%CC%8AR_2021.pdf

Dagens Industri. (2023, mai 25). *Moody's sänker Balders kreditbetyg till så kallad "skräpstatus"*. Hentet fra: <https://www.di.se/live/moody-s-sanker-balders-kreditbetyg-till-sa-kallad-skrapstatus/>

Digital Norway. (2019). *Slik endrer teknologi hele eiendomsbransjen*. Hentet fra: <https://digitalnorway.com/slik-endrer-teknologi-hele-eiendomsbransjen/>

Entra. (u.å). *Entra - miljøledende i bransjen*. Hentet fra: <https://www.entra.no/about/article/entra-miljoledende-i-bransjen/14>

Fastighets Balder AB. (2023). *About Balder*. Hentet fra: <https://en.balder.se/about-balder>

Fastighets Balder AB. (2021). *Balder Green Bond Impact Report 2021*. Hentet fra: https://en.balder.se/sites/balder/files/attachments/balder_green_bond_impact_report_2021_web.pdf

Fastighets Balder AB. (u.å.) *Annual reports 2012-2022*. Hentet fra: <https://en.balder.se/investor-relations/financial-reports>

Fastighets Balder AB. (u.å.) *Quarterly reports 2012-2022*. Hentet fra: <https://en.balder.se/investor-relations/financial-reports>

Holden, S. (2016). *Makroøkonomi*. Cappelen Damm akademisk.

Hyresgästföreningen. (2023). *Hyresförhandling*. Hentet fra: <https://www.hyresgastforeningen.se/om-oss/vad-vi-gor/hyresforhandling/>

Infront Analytics. (u.å). *Fastighets Balder AB Beta*. Hentet fra: <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/30314SS/Fastighets-Balder-AB/Beta>

Johnson, G., Whittington, R., Scholes K., Angwin, D., & Regnér, P. (2013). *Exploring Strategy* (10th edition). Harlow: Pearson Education.

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utgave. utg.). Bergen, Norge: Fagbokforlaget.

Nasdaq OMX Nordic. (2023). *Historical Prices*. Hentet fra: https://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical_prices?Instrument=SE0004388676

Oslomet. (2022). *Hjemme, Borte, Uavgjort*. Hentet fra: https://oda.oslomet.no/oda-xmlui/bitstream/handle/11250/2992422/r2022_04%20Hjemme%20Borte%20Uavgjort%2026042022.pdf?sequence=5&isAllowed=y

Porter, E. M. (1979). *How competitive forces shapes strategy*. Harvard Business Review, 137-145.

PwC. (2022). *Riskpremiestudien 2022*. Hentet fra: <https://www.pwc.se/sv/corporate-finance/riskpremiestudien-2022.pdf>

Riksgälden. (2023). *Rating*. Hentet fra: <https://www.riksghalden.se/fi/our-operations/central-government-borrowing/sweden-as-an-issuer/rating/>

Serneke. (u.å). *Karlatornet*. Hentet fra: <https://www.serneke.se/projekten/karlatornet/>

Solheimsnes, P. A. (2021, 25.mai). *Spår flere eiendomsjafs: – De svenske selskapene er på oppkjøpsjakt*. Hentet fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/6zL9Gr/spaar-flere-eiendomsjafs-de-svenske-selskapene-er-paa-oppkjoepsjakt>

Statistiska Centralbyrån. (2023). *Befolkningsprognos för Sverige*. Hentet fra:
<https://www.scb.se/hitta-statistik/sverige-i-siffror/manniskorna-i-sverige/befolkningsprognos-for-sverige/>

Statistisk sentralbyrå. (2020). *Voksende byer og aldrende bygder*. Hentet fra:
<https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/voksende-byer-og-aldrende-bygder>

Statistisk sentralbyrå. (2002). *Boforhold i Norge og Europa*. Hentet fra:
<https://www.ssb.no/a/samfunnsspeilet/utg/200201/12/>

Trading Economics. (2023). *Sweden - Government Bond Yields*. Hentet fra:
<https://no.tradingeconomics.com/sweden/government-bond-yield>