



Universitetet
i Stavanger

**HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN
FØLGENDE TEMATISKE RETNING:

Regnskap og finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

Nei

TITTEL:

Verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Olav Thon Eiendomsselskap ASA

FORFATTERE

Kandidatnr:

2161

.....

2246

.....

2169

.....

Navn:

Rune Birger Olsen

.....

Nina Stangeland

.....

John Andreas Tjelta

.....

VEILEDER:

Lars Atle Kjøde

Forord

Vi skriver denne oppgaven som en avslutning av vår bachelorgrad i økonomi og administrasjon på Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger.

Tematikken regnskap og finans falt naturlig for oss ettersom det var til interesse i løpet av studieforløpet. Basert på våre interesser og utdanning landet vi på en verdsettelse.

Dette mener vi er nyttig læring til videre utdanning og jobb. Ettersom det består av et vidt spekter av fagene fra studieløpet, samt som vi får muligheten å fordype oss i regnskap og verdsettelse utover kursene i studieløpet.

Vi ønsker å rette en oppmerksomhet til veilederen vår, Lars Atle Kjøde, og takke for rettleiding gjennom arbeidet med oppgaven.

Stavanger, 4. mai 2023



Rune Birger Olsen



Nina Stangeland



John Andreas Tjelta

Sammendrag

Formålet med bacheloroppgaven er å svare på problemstillingen: «Hva er aksjeverdien av Olav Thon Eiendomsselskap ASA per 31.12.2022?» Med hensikt å vurdere om aksjen er over- eller undervurdert i markedet per 31.12.2022.

Oppgaven starter, etter en kort innledning, med en presentasjon av Olav Thon Eiendomsselskap ASA og påfølgende av eiendomsbransjen generelt. Deretter presenteres teorier som omhandler verdsettelse, initialt fundamental verdsettelse, der egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden forklares. Påfølgende presenteres teori om relativ verdsettelse, med forklaring av de multiplene som anvendes i oppgaven. Metoden vi velger å vektlegge i oppgaven er fundamental verdsettelse, basert på total kapitalmetoden. Relativ verdsettelse inngår som et supplement, med hensikt å underbygge funnene i den fundamentale analysen.

Videre gjennomføres en strategisk analyse, som et grunnlag for vurderingene av fremtidige kontantstrømmer. Analysen tar for seg de makroøkonomiske omgivelsene, konkurranseforholdene i eiendomsbransjen og en intern analyse spesifikt av Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Funnene som påvirker verdsettelsen presenteres i en Swot tabell med karaktergivning, som benyttes i estimert regnskap de neste 5 år. En regnskapsanalyse utføres for å vurdere den økonomiske utviklingen og stabiliteten til selskapet.

Med utgangspunkt i de historiske regnskapstallene, justert for funnene i strategisk analyse estimerer vi fremtidige kontantstrømmer. Neste steg er beregning av avkastningskravet til total kapitalen, basert på WACC inkludert en likviditetspremie. Den fundamentale verdsettelsen fullføres ved å beregne terminalverdien, og deretter diskonteres de frie kontantstrømmene til total kapitalen, som justert for gjeld og kontanter gir aksjeverdien. En relativ verdsettelse gjennomføres i tillegg og til slutt en sensitivitetsanalyse for å kartlegge effekten av de usikre momentene på aksjeverdien.

Basert på den fundamentale verdsettelsen konkluderer vi med en estimert aksjepris på 195,25 kr per 31.12.22. Da aksjeprisen i markedet var 175,50 kr, kan det tyde på Olav Thon Eiendomsselskap ASA er undervurdert.

Innholdsfortegnelse

1 Innledning.....	1
1.1 Valg av selskap.....	1
1.2 Problemstilling.....	1
1.3 Avgrensninger	1
2 Presentasjon av Olav Thon Eiendomsselskap ASA	1
2.1 Generelt	1
2.2 Struktur og ledelse	2
2.3 Organisering og aksjonærer.....	3
2.4 Eiendomsportefølje.....	3
3 Eiendomsbransjen.....	4
3.1 Generelt	4
3.2 Hvordan investere i eiendom.....	4
3.3 Hvorfor investere i eiendom	5
3.4 Historisk vekst	5
3.5 Konkurrenter.....	5
4 Teori Verdsettelse.....	6
4.1 Innledning.....	6
4.2 Fundamental verdsettelse	7
4.2.1 Vekst.....	8
4.2.2 Terminalverdi	8
4.2.3 Kontantstrømmer.....	9
4.2.4 Avkastningskrav til egenkapital	11
4.2.5 Avkastningskrav til gjeld	15
4.2.6 Avkastningskrav til total kapital	16
4.2.7 Oppsummert fundamental verdsettelse	17
4.3 Relativ verdsettelse.....	17
4.3.1 P/E.....	18
4.3.3 P/S	18
4.3.4 P/B.....	18
4.3.5 Price/SQM.....	18
4.4 Metodevalg	19
5 strategisk analyse.....	19
5.1 Innledning.....	19
5.2 Pestel analyse.....	20

5.2.1 Politiske forhold	21
5.2.2 Økonomiske forhold.....	22
5.2.3 Sosiokulturelle forhold.....	25
5.2.4 Teknologiske forhold	28
5.2.5 Miljømessig forhold	30
5.2.6 Legale forhold	33
5.2.7 Oppsummering	34
5.3 Porters fem konkurransekrefter	35
5.3.1 Rivalisering blant konkurrentene	35
5.3.2 Inntrengertrusler	40
5.3.3 Trusler fra substitutter	41
5.3.4 Kundenes forhandlingsmakt.....	42
5.3.5 Leverandørens forhandlingsmakt	43
5.3.6 Oppsummering	44
5.4 Vrio analyse.....	45
5.4.1 Teori	46
5.4.2 Fysiske.....	48
5.4.3 Finansielle	49
5.4.4 Menneskelige	50
5.4.5 Oppsummering	51
5.5 Swot.....	52
6 Regnskapsanalyse.....	53
6.1 Innledning.....	53
6.1.1 Resultat, Balanse og Kontantstrøm	53
6.2. Lønnsomhet	53
6.2.1 Totalkapitalens rentabilitet.....	53
6.2.2 Egenkapitalens rentabilitet	54
6.2.3 Driftsmargin og forvaltningsmargin.....	55
6.3 Likviditet	56
6.3.1 Likviditetsgrad 1	56
6.3.2 Likviditetsgrad 3	57
6.4 Soliditet.....	57
6.4.1 Egenkapitalprosent	57
6.4.2 Finansieringsgrad 1	58
6.4.3 Rentedekningsgrad	58

6.5 Oppsummering	59
7 Estimater for fremtidige kontantstrømmer	59
7.1 Innledning.....	59
7.2 Verdiendring investeringseiendom.....	60
7.3 Driftsresultater	61
7.3.1 Leieinntekter.....	61
7.3.2 Eiendomsrelaterte inntekter og kostnader	62
7.3.3 Andre driftsinntekter og andre driftskostnader	63
7.3.4 Inntekter og kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	64
7.3.5 Administrasjonskostnader	66
7.4 Avskrivninger	68
7.5 Skattesats	68
7.6 Arbeidskapital.....	70
7.7 Investeringer	71
7.7.1 Investeringseksempel	72
7.8 Terminalvekst	72
7.9 Oppsummering	73
8 Avkastningskrav	74
8.1 Markedsverdi av egenkapital.....	74
8.2 Markedsverdi av gjeld	74
8.3 Selskapsskatt.....	75
8.4 Gjeldskostnad	75
8.5 Egenkapitalkostnad.....	75
8.5.1 Risikofri rente.....	75
8.5.2 Beta.....	76
8.5.3 Markedsrisikopremie.....	77
8.5.4 Likviditetspremie	77
8.5.5 Avkastningskravet til egenkapitalen	80
8.6 Oppsummering	80
9 Fundamental verdsettelse	81
9.1 Innledning.....	81
9.2 Terminalverdi med diskontering	81
9.3 Fri kontantstrøm til totalkapitalen med diskontering	81
9.4 Aksjeverdi.....	82
10 Relativ verdsettelse.....	82

10.1 Innledning.....	82
10.2 Price/Sales	82
10.3 Price/Earnings.....	83
10.4 Price/Book	83
10.5 Price/SQM	83
10.6 Oppsummering	84
11 Sensitivitetsanalyse.....	84
11.1 Innledning.....	84
11.2 Sensitivitet i WACC og vekst i terminalverdi	84
11.3 Sensitivitet i WACC komponenter	85
11.3.1 Likviditetspremies effekt på aksjepris.....	85
11.3.2 Betas effekt på aksjepris.....	85
11.2.3 Risikofri rentes effekt på aksjepris.....	85
12. Kritikk.....	86
13. Konklusjon.....	87

Figurliste

Figur 1: Konsernstruktur.	2
Figur 2: Egenlaget illustrasjon Pestel	20
Figur 3: Skattesatsene i Norge.....	21
Figur 4: Omsetning eide kjøpesentre.....	22
Figur 5: Gjennomsnittrente, Olav Thon Eiendomsselskap	24
Figur 6: Befolkningstall i Norge.....	25
Figur 7: Befolkning i byområder i Norge.....	26
Figur 8: Utgiftsandeler i 1980, 2000 og 2017.	27
Figur 9: Prosentvis volumendring forbruksutgifter 2000-2017.....	27
Figur 10: Powerhouse på Brattørkaia 17 i Trondheim.	28
Figur 11: Andel netthandel i varehandel.	29
Figur 12: Klimautslipp per scope (1-3), og per kategori	31
Figur 13: Avfallsvolum, sorteringsgrad, og avfallsbehandling	32
Figur 14: Energiforbruk.....	32
Figur 15: Femkraftsmodellen.	35
Figur 16: Transaksjonsvolum	37
Figur 17: Kjøpesentre i Norge	38
Figur 18: Nybygging kontor	38
Figur 19: Kontorledighet Oslo.....	39
Figur 20: Femkraftsmodellen oppsummert.	45
Figur 21: Egenlaget illustrasjon Vrio.	46
Figur 22: SWOT	52

Tabelliste

Tabell 1: Aksjonærer.	3
Tabell 2: Næringsseiendomutleie, etter type eiendom, statistikkvariabel og år.	5
Tabell 3: Inflasjonsprognoser 19. mars 2023.	23
Tabell 4: Inflasjonsprognoser 15. desember 2022.	23
Tabell 5: Gjeldsandel og gjennomsnittrente.	24
Tabell 6: Likviditetsreserve OLT.	49
Tabell 7: Likviditetsreserve Entra.	50
Tabell 8: Vrio analysen oppsummert.	51
Tabell 9: Strategisk analyse oppsummert.	53
Tabell 10: Totalkapitalens rentabilitet.	54
Tabell 11: Egenkapitalens rentabilitet.	54
Tabell 12: Driftsmargin.	55
Tabell 13: Forvaltningsmargin.	55
Tabell 14: Likviditetsgrad 1.	56
Tabell 15: Likviditetsgrad 3.	57
Tabell 16: Egenkapitalprosent.	57
Tabell 17: Finansieringsgrad 1.	58
Tabell 18: Rentedekningsgrad.	58
Tabell 19: Salg investeringseiendom og varige driftsmidler.	60
Tabell 20: Historiske leieinntekter.	61
Tabell 21: Estimerte leieinntekter.	61
Tabell 22: Historiske eiendomsrelaterte inntekter.	62
Tabell 23: Historiske eiendomsrelaterte kostnader.	62
Tabell 24: Estimerte eiendomsrelaterte inntekter.	63
Tabell 25: Estimerte eiendomsrelaterte kostnader.	63
Tabell 26: Historiske driftsinntekter.	63
Tabell 27: Estimerte driftsinntekter.	63
Tabell 28: Historiske driftskostnader.	64
Tabell 29: Estimerte driftskostnader.	64
Tabell 30: Estimerte driftsinntekter og driftskostnader.	64
Tabell 31: Historiske resultat fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.	64
Tabell 32: Historiske inntekter fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.	65
Tabell 33: Historiske kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.	65
Tabell 34: Estimerte inntekter fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.	66
Tabell 35: Estimerte kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.	66
Tabell 36: Historiske administrasjonskostnader.	66
Tabell 37: Estimerte administrasjonskostnader.	67
Tabell 38: Historiske avskrivninger.	68
Tabell 39: Estimerte avskrivninger.	68
Tabell 40: Historisk skattekostnad og skattesatser (effektiv og marginal).	68
Tabell 41: Årsakene for lav effektiv skattesats.	69

Tabell 42: Estimert skattekostnad.....	70
Tabell 43: Beregning historisk ikke kontant arbeidskapital.	70
Tabell 44: Estimerte ikke kontant arbeidskapital, basert på historisk gjennomsnitt.	70
Tabell 45: Historiske investeringer.....	71
Tabell 46: Estimerte investeringer.....	71
Tabell 47: Estimerte kontantstrømmer til totalkapitalen.	73
Tabell 48: Regresjonsbeta ved måned, uke og dagsintervall.....	76
Tabell 49: Bottum up beta.	76
Tabell 50: Handelsvolum for OLT, Entra og Oslo Børs.	79
Tabell 51: Turnover ratio OLT, Entra og Oslo Børs	79
Tabell 52: Nåverdien av frie kontantstrømmer til totalkapitalen.	81
Tabell 53: Estimert aksjeverdi.....	82
Tabell 54: Verdsettelse ved Price/Sales multippelen.	82
Tabell 55: Verdsettelse ved Price/Earnings multippelen.....	83
Tabell 56: Verdsettelse ved Price/Book multippelen.	83
Tabell 57: Verdsettelse ved Price/SQM multippelen.	83
Tabell 58: Sensitivitet i aksjepris ved endring i terminalverdi og WACC:.....	84
Tabell 59: Sensitivitet på aksjeprisen ved justering av likviditetspremien.	85
Tabell 60: Sensitivitet i aksjeprisen ved endring i beta.	85
Tabell 61: Sensitivitet i aksjeprisen ved endring i risikofri rente.....	86

Vedleggsliste

- Vedlegg A: Resultat, balanse og kontantstrøm
- Vedlegg B: Estimert kontantstrøm og aksjepris
- Vedlegg C: Beta regresjon dag
- Vedlegg D: Beta regresjon uke
- Vedlegg E: Beta regresjon måned
- Vedlegg F: Beta fra byrå & bottom up Beta
- Vedlegg G: Relativ verdsettelse

1 Innledning

1.1 Valg av selskap

Når det kommer til valg av selskapet som skal verdsettes er det noen kriterier som ligger til grunn for valget. Det skal være et børsnotert selskap, med spennende momenter til verdsettelsen, som besluttes ved konsensus blant forfatterne. Valget falt på Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

1.2 Problemstilling

Formålet med oppgaven er å estimere aksjeverdien til Olav Thon Eiendomsselskap ASA ved bruk av metoder fra verdsettelsesteori, med hensyn til regnskap- og strategisk analyse. Problemstillingen skal gi grunnlag for å kunne estimere aksjeverdi den 31.12.2022.

Problemstilling:

«Hva er aksjeverdien av Olav Thon Eiendomsselskap ASA per 31.12.2022?»

1.3 Avgrensninger

Utredningen er skrevet fra et investorperspektiv, og er basert på offentlig informasjon. I all hovedsak benytter vi informasjon som er tilgjengelig for investorer på verdsettelsesdato. Unntak er 2022 4. kvartalsrapporter samt børs- og selskapsinformasjon fra nettsider av nyere dato.

2 Presentasjon av Olav Thon Eiendomsselskap ASA

2.1 Generelt

Olav Thon Eiendomsselskap ASA er et norsk eiendomsselskap etablert i 1982, notert på Oslo Børs i 1983. Selskapet har vokst betydelig siden starten og har økt årlig leieinntektsnivå for sine eiendommer fra 27 millioner kroner til 3.385 millioner kroner ved utgangen av 2022. Selskapets børsverdi har i samme periode økt fra 200 millioner kroner til 18 milliarder kroner. Selskapet er Norges ledende kjøpesenteraktør, og en aktør i det svenske kjøpesentermarkedet. Olav Thon Eiendomsselskap ASA inngår i Olav Thon Gruppen, som eies av Olav Thon Stiftelsen.

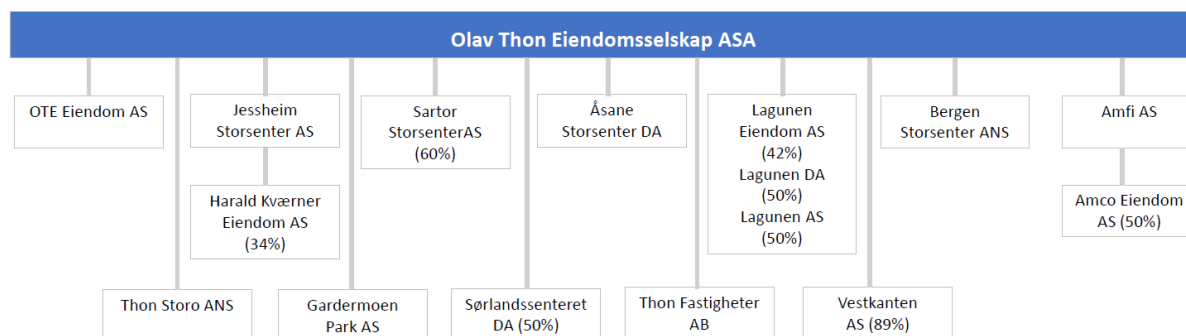
Selskapets strategi er å investere i eiendommer med utviklingspotensial og å realisere dette potensialet ved aktiv videreutvikling, effektiv forvaltning og høy leietakertilfredshet. Overordnet mål for selskapet er å oppnå maksimal vekst i egenkapital per aksje, slik at aksjonærene skal oppnå en konkurransedyktig avkastning.

Selskapet har et bredt spekter av eiendommer, inkludert kjøpesentre (73%), kontorbygg (9%), boliger (4%), hoteller (3%), og handel/logistikk/diverse (11%). De har en portefølje av eiendommer som spenner over flere regioner i Norge og Sverige, noe som gir selskapet en diversifisert inntektskilde. Selskapet har også en rekke prosjekter under utvikling, som gir muligheter for ytterligere vekst og verdiskaping i fremtiden (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023).

2.2 Struktur og ledelse

Styret og administrasjonen ledes av styrets formann Olav Thon. Styret består av fem medlemmer, tre kvinner og to menn. Administrerende direktør er Dag Tangevald-Jensen. Selskapet har 292 årsverk, 40% av ansatte er kvinner.

Selskapet har en forretningsføreravtale med Olav Thon Gruppens sentrale administrasjonsselskap, Thon Eiendomsdrift AS, som gjør at selskapet til enhver tid kan trekke på Gruppens samlede administrative ressurser. Dette gir selskapet muligheten til å fokusere på sine kjerneområder, som innebærer å erverve, utvikle og eie eiendommer, samtidig som det har tilgang til en bredere base av ekspertise og ressurser (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023).



Figur 1: Konsernstruktur, (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.b).

2.3 Organisering og aksjonærer

Olav Thon Eiendomsselskap ASA er i dag organisert som et allment aksjeselskap. Aksjene er fritt omsettelige og kan handles på Oslo Børs. Utestående aksjer per 31.12.2022 var 103 623 171 aksjer. Videre trekkes Olav Thon Eiendomsselskap ASA sine egne aksjer fra totale antall aksjer, ettersom det er opplyst sletting av de 2 144 263 aksjene tilknyttet tilbakekjøpet, slik at de ikke betraktes videre i verdsettelsen.

Aksjekursen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA har i vår analyseperiode fra 2018 til og med 2022 steget med 11 prosent, hovedindeksen på Oslo Børs har i samme periode steget med 42 prosent. Ved 31.12.2022 var kursen på 175,5 NOK per aksje.

Aksjonær	Antall aksjer	Eierandel %
Olav Thon Gruppen AS	68 674 000	66,27
Investhon AS	7 858 940	7,58
Folketrygdfondet	2 342 742	2,26
MP Pensjon PK	2 297 769	2,22
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	2 144 263	2,07
Verdipapirfondet Nordea Norge Verd	1 466 904	1,42
J.P. Morgan SE	1 063 442	1,03
Otto Olsen Invest AS	1 036 484	1,00
Telenors Pensjonskasse	834 355	0,81
Intertrade Shipping AS	800 010	0,77
Øvrige	9 481 471	14,57
Sum	103 622 637	100,00

Tabell 1: Aksjonærer.

Olav Thon Gruppen AS eies 100 % av Olav Thon Stiftelsen. Totalt eier Olav Thon Stiftelsen direkte og indirekte 73,9 % av selskapet.

2.4 Eiendomsportefølje

Olav Thon Eiendomsselskap eide helt eller delvis 59 kjøpesentre, 400 utleieboliger i Osloområdet, og 60 eiendommer innenfor øvrige kategorier i næringseiendomssegmentet gitt i kapittel 2.1. Konsernet hadde en bokført verdi på sine eiendeler på 62 584 MNOK

ved utgangen av 2022. Investeringsseidommene utgjorde 57 699 MNOK av denne summen. Målt etter leienivå kommer 77 prosent av porteføljens leieinntekter fra kjøpesentrene, og 23 prosent fra næringseiendom (selskapets definisjon på alle andre eiendommer). Av totale eiendomsverdier består 71 % av eiendomsporteføljen av kjøpesentereieendom og 29 % av næringseiendom. Kjøpesentrene har en kundeportefølje bestående av blant annet internasjonale og nasjonale kjeder innenfor detaljhandel. Av næringseiendomssegmentet utgjør kontorlokaler den største andelen (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023). Geografisk fordeler eiendomsporteføljen seg på Osloregionen (43%), øvrige storbyregioner (23%) øvrige byregioner (28%) og utland (6%) målt etter leieinntektene (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023, 25.april).

I den videre fremstillingen av Olav Thon Eiendomsselskap ASA benyttes forkortelsen OLT, som for øvrig er selskapets børssticker på Oslo børs.

3 Eiendomsbransjen

3.1 Generelt

Eiendomsbransjen omfatter alt som har med kjøp, salg og forvaltning av fast eiendom å gjøre. En eiendom er en form for eiendomsrett til et fast objekt, som for eksempel et hus eller en tomt. Når vi drøfter eiendom og eiendomsbransjen i denne oppgaven gjelder dette næringseiendom. Det private eiendomsmarkedet blir da holdt utenfor i denne oppgaven.

Eiendomsbransjen er en kapitalintensiv bransje, der eiendomsutviklere og eiendomsinvestorer må ha tilstrekkelig kapital til å investere i byggeprosjekter og vedlikeholde eiendommer. Investering i eiendom kan deles inn i to hovedkategorier: utvikling av eiendom og eiendomsbesittelse (Thomson, 2007). Utvikling av eiendom innebærer å kjøpe tomter og bygge nye eiendommer, mens eiendomsbesittelse innebærer å kjøpe eksisterende eiendommer for å tjene på leieinntektene eller å selge dem til høyere priser. Begge kategoriene krever betydelig kapital, og eiendomsutviklere og eiendomsinvestorer må ofte søke finansiering fra ny egenkapital og gjeld.

3.2 Hvordan investere i eiendom

Investering i eiendom kan klassifiseres som en form for direkte eller indirekte investering (Flåøyen, 2007). Direkte investeringer involverer kjøp av eiendom for utleie eller

videresalg uten mellomledd, og krever mye kapital, profesjonell forvaltning og ofte store enhetsstørrelser. Investoren har ansvaret for drift og vedlikehold av eiendommen. Investeringer i eiendomsmarkedet gjøres indirekte ved å kjøpe andeler i et selskap eller et finansielt instrument som gir eksponering mot eiendomsmarkedet. Det er viktig å påpeke at indirekte investeringer kan omfatte både noterte og unoterte produkter, og kan være både egenkapital- og gjeldsinvesteringer. Målet med indirekte investeringer er å bevare de gunstige egenskapene som er forbundet med direkte investeringer. I følge Flåøyen (2007) har det vært en økning i tilbudet av indirekte investeringsmuligheter de siste årene, som fører til økt likviditet og transparens i eiendomsmarkedet.

3.3 Hvorfor investere i eiendom

Ifølge Flåøyen (2017) finnes det flere årsaker til å vurdere å inkludere eiendom i en investeringsportefølje. Primært kan disse årsakene deles opp i fem punkter; å generere attraktiv risikojustert avkastning, diversifiseringsevne i forhold til andre aktivaklasser, en sikring mot uventet inflasjon eller deflasjon, som en komponent i en markedsnøytral portefølje, og for å generere en kontantstrøm til porteføljen.

3.4 Historisk vekst

Prisindeks i tabellen under, for utleie av næringseiendom, viser at butikk/kjøpesenter har lavest utvikling.

Prisindeks/år	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Alle eiendommer	102,9	105,9	108,7	112,0	114,8	116,9	120,3	122,6	124,9	124,9	127,0
Butikk/kjøpesenter	102,0	103,9	105,0	107,4	109,9	112,1	114,4	116,9	118,4	118,3	119,3
Hotell	102,0	106,0	108,9	113,5	118,1	122,0	126,9	127,6	130,3	110,7	122,0
Kontor	103,1	106,1	109,0	112,2	114,8	116,8	120,2	122,1	123,9	124,8	125,6

Tabell 2: Næringseiendomutleie, etter type eiendom, statistikkvariabel og år.

Innhentet data fra SSB ved å søke på: Prisindeks for utleie av næringseiendom, brukte tabell 11574. Variablene valgt i statistikken: Prisindeks, årene 2011-2021, type eiendom: Alle eiendommer, Butikk/kjøpesenter, Hotell, og kontor (Statistisk sentralbyrå, u.å.a).

3.5 Konkurrenter

Relevante konkurrenter i eiendomsbransjen som er børsnoterte.

Entra ASA:

Entras portefølje består av næringseiendom, hovedsakelig kontorbygg, som de utvikler, leier ut og forvalter, 71% av eiendommene er lokalisert i Oslo (Entra, 2023, s.15).

Porteføljeverdi: 78 571 millioner (s. 5)

Leieinntekt: 3 158 millioner (s. 5)

Aurora Eiendom AS

Aurora eier 8 kjøpesentre i Norge, med intensjoner om å investere og vokse i bransjen (Aurora Eiendom, 2023, s.2). De eier 50% av Alti Forvaltning, som styrer 38 kjøpesentre (inklusive sentrene som eies av Aurora) (s.25).

Porteføljeverdi: 8 813 millioner (s. 8)

Leieinntekt: 448 millioner (s. 8)

Fabege AB

Fabege er et eiendomsselskap som forvalter og utvikler næringseiendommer, samt boliger via datterselskapet Birger Bostad i Stockholmsregionen. (Fabege AB, 2023, s. 4)

Porteføljeverdi: 86 300 millioner SEK (s. 3)

Leieinntekt: 3 032 millioner SEK (s. 78)

KMC Properties ASA

Et eiendomsselskap innen industri og logistikk med portefølje i Norden og Nederland. (KMC Properties, 2023, s. 3).

Porteføljeverdi: 5 366 millioner (s. 5)

Leieinntekt: 273 millioner (s. 5)

4 Teori Verdsettelse

4.1 Innledning

Ved verdsettelse vil det være i rollen som den marginale (profesjonelle) investor som er tilstrekkelig diversifisert slik at teori og metoder beskrevet her kommer til sin rette. Det er da verdi av egenkapital, dvs. aksjonærenes (eiernes) andel av selskapets verdi som er det interessante for investor. Fremmedkapital, dvs. banklån, obligasjoner og sertifikater vil også være av betydning for både egenkapitals- og totalkapitalsvurderingen av verdi mht. kontantstrømmer, vekst og risiko.

Damodaran presenterer fire metoder for verdsettelse med tilhørende variasjoner. Fundamental verdsettelse benytter diskontering av fremtidige kontantstrømmer med tilhørende risiko for å finne en nåverdi av egenkapital eller totalkapital. Relativ verdsettelse som benytter sammenligning med andre tilsvarende selskaper ved å standardisere tall mht. forhold mellom dem. Eiendelsverdsettelse hvor bok/salgs/kjøpsverdier benyttes. Opsjonsverdsettelse når verdi avhenger av en hendelse som er uforutsigbar. De 2 sistnevnte er ikke benyttet i denne bacheloroppgaven, slik at tilhørende teori ikke beskrives. (Damodaran, 2012, s. 925)

Dersom målet med verdsettelsen (spesielt fundamental) av et selskap er å oppdage en eventuell feilprising, for så å benytte info til handel av aksjer for å kunne tjene penger, så er investor avhengig av at avvik fra denne prisen blir korrigert innen rimelig tid. Dvs. at andre investorer oppdager den samme feilprisingen etterpå og ønsker å gjøre sine handler som dermed påvirker pris på aksjen. Eventuelt at førstnevnte investor har en mulighet til å påvirke de neste investorenes verddivurderinger i ønsket retning. (Damodaran, 2012, s. 6)

I dette teoretiske arbeidet støtter vi oss til lærebokforfatteren Aswath Damodaran sin *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utg.) Forfatteren bygger naturligvis sitt arbeid på andre forfattere/forskere/økonomer slik at for å identifisere opprinnelige initiativtakere til teori og funn så må henvisning til disse identifiseres i nevntes verk.

Vi benytter også teori med en variasjon av påslag på CAPM for markedets likviditetsrisiko, hvor profesjonell investor justerer for nevnte risiko. Dette pga. aksjens lave handelsvolum og eierstruktur.

4.2 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er den mest krevende i form av tid, informasjon og beregninger. I sin enkleste form så er det strøm av kontanter i en viss tid, som beregnes ut fra en eiendel som eies i samme tid, med et avkastningskrav som er risikojustert. Dette gir en nåverdi eller netto nåverdi dersom kjøpsverdi trekkes fra. Det er to beregningsmetoder;

kontantstrøm til egenkapital og kontantstrøm til total kapital. Vi ser først på likheter før vi skiller disse to metodene. Basis for dette er formelen under. (Damodaran, 2012, s. 11-14)

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

Value = present value = verdi = nåverdi

(Trek fra kjøpspris for å finne netto nåverdi, PV vs. NPV)

n = livsløpet til eiendelen (hvor mange perioder)

t = periode (tid)

CF = cash flow = KS = kontantstrøm i periode t

r = discount rate = avkastningskrav

4.2.1 Vekst

Vekst kan beregnes ut fra historisk vekst ved å velge aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt. Aritmetisk vokter vekst i alle år likt, dermed kan høy varians spille for stor rolle. Geometrisk tar ikke med variansen, men tar med renters rente effekten. En må her se opp for trender slik at det er verdt å se ekstra nøye på de siste årenes vekst kontra tidligere år. Historisk vekst er ikke garanti for fremtidig vekst. Det må også tas høyde for at inntekter normalt varierer mindre enn resultater. (Damodaran, 2012, s. 272-273)

$$Vekst (g) \text{ geometrisk gjennomsnitt} = \left(\frac{\text{inntekt}_t}{\text{inntekt}_0} \right)^{(1/t)} - 1$$

Fundamentale beregninger av vekst kan utføres ved å se til regnskap år for år. Det er da avkasting på investert kapital og andelen av resultat som benyttes til investeringer som gir utslag i vekst. Det kan også benyttes lånt kapital for å fremme samme vekst. For denne oppgaven settes nominell vekst i investeringer som en fast prosent av inntekt.

4.2.2 Terminalverdi

Kontantstrømmer kan være ujevne. For noen selskap så oppleves en høyvekst periode (kan også være lavvekst) slik at verdi bør beregnes basert på vekstestimer hvor kontantstrøm påvirkes. Faktorer som spiller inn: små firma kan vokse raskere enn store pga. lettere å tilegne seg høyere markedsandel eller at markedet vokser, momentum i form av gode investeringsvalg, og varighet og størrelse på en eller flere konkurransefordeler.

Tilbakeholdt, investors, eller lånt kapital kan benyttes til å fremme høyvekst perioden slik at kontantstrøm først reduseres for så å øke i periodene etter. Ved å estimere lengden på en slik periode, for så å sette en terminalverdi ved utgangen av perioden kan ujevne kontantstrømmer først diskonteres, for deretter å diskontere terminalverdien. Terminalverdiens kontantstrøm er dermed sterkt påvirket av en eventuell forutgående høyvekst periode.

Terminalverdien har også en vekstfaktor, denne er ofte konservativ i den forstand at den er lavere enn høyvekst og ikke høyere en veksten i økonomien, f.eks. BNP vekst. Eventuelt også ta høyde for forventet inflasjon ved å benytte realvekst. (Damodaran, 2012, s. 304-310)

$$Terminalverdi_t = \frac{Kontantstrøm_{t+1}}{(r - stabil\ vekst)}$$

Terminal value_t = terminalverdi_t = Summen som gir verdiestimat i evighet ved tid t.

Cash Flow_{t+1} = CF_{t+1} = Kontanstrøm_{t+1} = KS_{t+1} = estimert kontantstrøm ved tid t + 1.

r = discount rate = avkastningskrav

Stable growth = Stabil vekst = g = Estimert vekst fra tidspunkt t

Ved å legge sammen eventuelle høyvekst perioders kontantstrømmer og terminalverdi som begge diskonteres i.h.h.t. til periode og avkastningskrav så oppnås en beregnet nåverdi.

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{KS_t}{(1+r)^t} + \frac{Kontantstrøm_{t+1}}{r - stabil\ vekst} / (1+r)^t$$

4.2.3 Kontantstrømmer

Her starter skillet mellom å beregne verdi basert på avkastning til egenkapital eller til total kapital. Det benyttes forskjellige kontantstrømsestimater og avkastningskrav. Det er særdeles viktig å ikke blande metodene.

4.2.3.1 Kontantstrøm til egenkapital

Kontantstrøm til EK (FCFE = Free Cash Flow to Equity) må beregnes ved å følge oppsettet under. (Damodaran, 2012, s. 352)

Engelsk:	Norsk:
Cash Flow to Equity for a Levered Firm	Kontantstrøm til EK i firma med gjeld
Net Income	Resultat
- (Capital Expenditures - Depreciation)	- (Investeringer – avskrivninger)
- Changes in non-cash Working Capital	- Endring ikke kontant arbeidskapital
- (Principal Repayments - New Debt Issues)	- (Avdrag – ny gjeld)
= Free Cash Flow to Equity	= Tilgjengelig kontantstrøm til EK

I verdsettelsessammenheng er det arbeidskapitalen uten kontanter, kontantekvivalenter, og rentebærende gjeld vi beregner, heretter kalt ikke kontant arbeidskapital (Damodaran, 2012, s. 264-265). Kontanter og kontantekvivalenter antas å oppnå en avkastning tilsvarende risikofri avkastning, på tross av at avkastningen er lavere enn den som en kan oppnå ved egne investeringer så anses avkastningen berettiget. Rentebærende gjeld tas ikke med i beregningen, da dette inngår i avkastningskravet ville dette resultert i dobbelttelling. Ellers er beregningen i utgangspunktet lik som vi er vant med i regnskapssammenheng; Omløpsmidler – kortsiktig gjeld. Endringer i arbeidskapitalen påvirker kontantstrømmen, en økning i arbeidskapitalen binder opp mer kapital og reduserer fri kontantstrøm. Ved vekstberegninger i kontantstrøm må det tas høyde for tilsvarende vekst i arbeidskapital. Ved estimater kan ikke kontant arbeidskapital beregnes som en andel av inntektene.

4.2.3.2 Kontantstrøm til total kapital

Kontantstrøm til firma/total kapital/TK (FCFF = Free Cash Flow to Firm) må beregnes ved å følge oppsettet under. (Damodaran, 2012, s. 381)

Engelsk

Free Cash Flow to Firm:

EBIT (1 - tax rate)

- (Capital Expenditures - Depreciation)

- Change in Working Capital

= Free Cash Flow to Firm

Norsk:

Kontantstrøm til firma/totalkapital/TK

Driftsresultat etter skatt

- (Investeringer – avskrivninger)

- Endring ikke kontant arbeidskapital

= Tilgjengelig kontantstrøm til TK

Det er viktig å undersøke og kjenne til hva som er en normal situasjon for firma mht. punktene i oppsettet over. Slik at estimater speiler en mest mulig sannsynlig fremtid. Spesielt vil det gjelde om firmaet som verdsettes har hatt uvanlige inntekter eller kostnader som ikke kan sannsynliggjøres å gjelde for fremtiden. (Damodaran, 2012, s. 42-44)

4.2.4 Avkastningskrav til egenkapital

For å finne avkastningskrav til egenkapital presenteres vi for kapitalverdimodellen, KVM, i en rekke lærebøker, omtales også som Capital Asset Pricing Model, CAPM. Vi tar utgangspunkt i Damodarans beskrivelser som poengterer at CAPM passer for en veldiversifisert investor. En slik investor har stor nok portefølje av nøye utvalgte investeringer slik at verdisvingning i hver enkel investering ikke lager en for stor svingning i porteføljen, og hvor verdisvingninger blir utlignet av hverandre. Dermed er denne investoren ikke utsatt for firmaspesifikk risiko, også kalt usystematisk risiko, slik som økt konkurranse, (ut)forskning som mislykkes eller nye skatter/avgifter i bransjen. Det gjenstår da markedsrisiko, også kalt systematisk risiko eller udiversifiserbar risiko, slik som renteendringer, inflasjon og skatt på avkasting, som er bygget inn i CAPM. Investor får dermed betalt (avkasting) kun for systematisk risiko og tid i investeringene. Investor kan velge å få betalt kun for tid ved å bare investere i den risikofrie delen av CAPM. (Damodaran, 2012, s. 58-68)

$$\text{CAPM: } E(R_i) = R_f + B_i [E(R_m) - R_f]$$

Hvor: $E(R_i)$ = forventet avkastning for investering i

R_f = risikofri rente

$E(R_m)$ = forventet avkasting for (markeds)portefølje

B_i = Beta for investering i

$[E(R_m) - R_f]$ = ERP = Equity Risk Premium = Markedets risikopremie

4.2.4.1 Risikofri rente

Risikofri rente/avkastning/betaling er det som blir resultatet av en investering med null varians på utfallet. Det vil si at forventet avkastning alltid er lik faktisk avkastning. I tillegg kommer faktorene reinvesteringsrisiko og misligholdsrisiko. For å ha en risikofri eiendel må investor kunne reinvestere avkastningen på samme betingelser, samt ikke være utsatt for misligholdsrisiko. Dette fører til at det i praksis kun er statsobligasjoner som kan betale risikofri rente da det ikke tilfaller reinvesteringsrisiko eller misligholdsrisiko på slike obligasjoner. Dette fordi stater bestemmer pengemengder og kan "trykke" så mye de vil for å betale renter og investor kan reinvestere så mye en vil til samme betingelser.

For stater med modne og stabile økonomier vil det i praksis ikke være noen misligholdsrisiko. Dette fører dermed til at avkastningskrav er direkte knyttet til, og svinger i takt med, hva myndigheter har som pengepolitikk via respektive sentralbanks rente. For faktiske investeringsvurderinger bør lengde på investering og lengde på risikofri rente være lik, men for aksjer blir det i prinsipp 10 års statsobligasjon. (Damodaran, 2012, s. 154-155)

4.2.4.2 Markedets risikopremie (ERP)

ERP er hva markedet (investorer) krever, dvs. forventer, i avkastning utover risikofri avkastning for å justere for den økte risikoen. Det er vanlig å beregne ERP ut fra historiske markedsavkastninger på en stor portefølje eller indeks som trekkes fra den aktuelle risikofrie avkastningen (10-årig statsobligasjon) i den samme historiske perioden, vanligvis år for år. Dette gjelder kun for de nevnte modne og stabile økonomier. Det kan oppstå forskjellige ERP resultater fra beregninger basert på samme datagrunnlag når det benyttes forskjellige historiske perioder, forskjellige risikofrie avkastninger eller valg av matematisk metode for gjennomsnittsberegning, dvs. aritmetisk eller geometrisk. Sistenevne foretrekkes, ref. formel og betraktning fra tidligere i teorikapittelet. (Damodaran, 2012, s. 159-163)

4.2.4.3 Beta

Beta er et mål på hvor mye en aksje svinger i verdi utover markedssvingningene. Med andre ord hvor mye ekstra systematisk risiko en aksje tilfører en diversifisert portefølje. Ved en beta på 1 svinger aksjen likt med markedet. En beta større enn 1 tilsier større svingninger, dvs. større risiko, enn markedet. En beta mindre enn 1 tilsier mindre

svingninger, dvs. mindre risiko, enn markedet. Damodaran (s. 182-204) beskriver 3 metoder for å estimere beta og tilhørende fordeler og ulemper. Disse er historisk beta hvor regresjon inngår, fundamental beta hvor egenskapene til selskapet og bransjen vurderes, og regnskapsbeta hvor regnskapstall benyttes. Sistnevnte er den minst anbefalte og er ikke tatt med i denne oppgaven.

4.2.4.3.1 Historisk beta / regresjonsbeta

Her må tilstrekkelig datagrunnlagsperiode med intervaller for avkastning på aksjen og markedsporteføljen eller indeks vurderes nøye. Regresjonsbeta med daglig intervall vil gi flere observasjoner sammenlignet med et månedsintervall. En konsekvens av dette er mer støy. Både i form av inaktivitet i stabile aksjer og større dagssvingninger i volatile aksjer. Flere faktorer påvirker utfallet uten at det beskrives i detalj her, men vi vender tilbake til dette i kapittel 8.5.2. Beta. Regresjon av aksjens avkastning (R_a) mot markedsporteføljen (R_m) gir da beta ved denne formelen:

$$R_a = a + b * R_m$$

Hvor: a = skjæringspunkt vertikal akse

b = beta = stigningstall = kovarians (R_a, R_m)/ σ_m^2

Regresjonens R^2 (forklaringskraft) viser hvor stor del av aksjens risiko som tilskrives (systematisk-) markedsrisiko som er udiversifiserbar, som da gir $1 - R^2$ som mål på (usystematisk-) aksjerisiko som er diversifiserbar.

4.2.4.3.2 Fundamental beta

For å finne fundamental beta benyttes informasjon om selskapets egenskaper som deles i tre metoder. Hva slags selskap det er og hvilke bransjer det er i, graden av driftsgiring og finansieringsvalg. (Damodaran, 2012, s. 183-187) Vi ser i denne oppgaven til sistnevnte som utvides til bottom-up beta metoden.

Dersom et selskap tar opp gjeld for å investere vil det kun være gunstig dersom avkastningen på investeringen er høyere enn betalingen/renten på gjelden. Dette forsterker avkastningen i gode tider og reduserer den i dårlige. Dette fører til større svingninger i avkastning i aksjen til selskapet, dvs. risiko øker, som fører til at investor øker

avkastningskravet. For å vurdere gjeldsgradeffekten på beta benyttes følgende formel. (Damodaran, 2012, s. 195-196)

$$Beta_L = Beta_u [1 + (1 - t)(G/EK)]$$

Hvor: $Beta_L$ = gjeldsgradvektet beta for selskapets aksje
 $Beta_u$ = ikke gjeldsgradvektet beta (dvs. beta hvis null gjeld)
 t = marginalslett
 G/EK = gjeldsgrad (ved markedsverdi på gjeld)

Bottom-up beta beregnes ved hjelp av et utvalg av tilsvarende selskaper (konkurrenter) slik at deres gjennomsnittlige regresjonsbeta og gjeldsgrad (G/EK) benyttes til å beregne $Beta_u$ = ikke gjeldsgradvektet beta ved å justere formelen over til formelen under.

$$Beta_u = \frac{Beta_L}{[1 + (1 - t)(G/EK)]}$$

Så benyttes øverste formel på ny for å regne ut $Beta_L$ ved å benytte nederste $Beta_u$ og selskapet egen gjeldsgrad. Eventuelt også vekte for forretningsområder. (Damodaran, 2012, s. 197)

Damodaran (s. 198) foretrekker bottom-up beta og argumenterer med at disse har mindre standardfeil, tar høyde for dagens forretningsområder og gjeldsgrad kontra historisk i regresjonsbeta, samt ikke er avhengig av aksjehistorikk slik at beta kan beregnes for private selskap, avdelinger i selskap og selskap uten aksjehistorikk

Det kan være nyttig å se til justert beta for å ta høyde for det funn at firmaenes beta går mot 1 over tid (1 = gjennomsnittlig beta). Dette fordi både firmaenes produkter eller tjenester og deres kundegrupper blir mer diversifisert over tid. Bloombergs versjon av dette i formelen under. Damodaran ser nytten i dette, men stiller seg undrende til hvordan vekting bestemmes. (Damodaran, 2012, s. 183-187)

$$Justert\ beta = R\beta\ beta(0,67) + 1,00(0,33)$$

4.2.4.4 Likviditetspremie

Likvide aksjer kan argumenteres til å være mer risikable blant annet siden de er mer utfordrende å handle ettersom en gjerne må endre aksjeprisen betydelig før en finner en villig motpart (Ødegaard, 2023.)

Likviditetspremie er ikke like fastslått som andre teorier, og det finnes flere innfallsvinkler på håndteringen av illikviditet. Her vil metoder som påvirker egenkapitalkostnaden utnyttes. Valg av nivå på premie er basert på en felles vurdering av metodene presentert under. Metodene baserer seg på anvendelse av størrelse på selskapet og handelsvolum av aksjen.

Metoden for størrelse på selskapet baserer seg på Bert Arne Ødegaard sitt notat «Risikopremien i det norske markedet». Hvor det oppsummeres undersøkelser på ulike parametre som inngår i verdsettelse, som er besvart av medlemmer fra Norske Finansanalytikerens Forening. Her trekkes funnene fra «6 small stocks/ likviditetspremie» fra side 8-9 ut. I følge (Ødegaard, 2023) mener flertallet at et selskap med 2-5 milliarder kroners markedsverdi kan påføres en 1% likviditetspremie, og omtrent 20% mener 1-2% likviditetspremie kan påføres på egenkapitalkostnaden.

Damodaran skriver i “Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount” at flere studier bruker handelsvolum til å forklare illikviditet med konsistente resultater. Da i form av det de kaller «turnover ratio», som deler handelsvolumet på markedsverdi av egenkapital.

Videre vises det til at handelsvolum og aksjeavkastning er negativt korrelert, etter å ha justert for andre kilder til markedsrisiko. Nguyen, Mishra og Prakash (2005) konkluderer at aksjer med høyere turnover ratio har lavere forventet avkastning. Da med lavere handelsvolum er det antageligvis høyere aksjeavkastning, som viser til en redusert aksjepris alt annet like (Damodaran, 2005).

4.2.5 Avkastningskrav til gjeld

Som en del av avkastningskravet til total kapitalen (se WACC under) må avkastningskravet til gjeld (r_g) beregnes. Gjeld er fremmedkapital som långivere krever renter på for å låne bort. Disse gjeldskostnadene kan også kalles avkastningskravet til gjeld eller yield på

obligasjoner. Rente bygges opp av faktorene; risikofridel pluss misligholdsdel (minus skattefordel).

$$Gjeldskostnad \text{ etter skatt} = gjeldskostnad \text{ før skatt}(1 - skattesats)$$

Misligholdsdelen er av avgjørende betydning for beregning av gjeldskostnad. For selskaper med noterte obligasjoner som omsettes ofte nok kan yield kalkuleres. Alternativt kan rating fra byrå benyttes for å estimere misligholds del. Hvis ikke disse to metodene er tilgjengelige kan det undersøkes betingelser på nylige transaksjoner på ordinære lånopptak eller benyttes en syntetisk rating. Sistnevnte tar utgangspunkt i rentedekningsgrad for så å slå dette opp og konvertere til misligholdsrisiko via tabeller fra Damodarans nettside. (Damodaran, 2012, s. 211-213)

4.2.6 Avkastningskrav til total kapital

Avkastningskrav til total kapital (r_{tk}) er summen av vektet snitt av avkastningskravet til egenkapital (r_e) og avkastningskravet til gjeld (r_g) justert for skattefordel. Avkastningskrav til total kapital kan forkortes til WACC (engelsk: weighted average cost of capital).

Det må benyttes markedsverdi (MV) for å beregne korrekt vektet snitt av egenkapital (EK) og gjeld (G). Markedsverdi av egenkapital (MV EK) er aksjeverdi ganger antall aksjer (Damodaran, 2012, s. 219-220).

Markedsverdien på gjeld (MV G) kan være en annen enn bokført verdi (BV G).

Markedsverdien kan estimeres basert på Damodarans oppskrift (s.219) som setter opp samlet gjeld til en obligasjon, med utgangspunkt i bank, sertifikat og obligasjonsgjeld (ikke leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld eller utsatt skatt), samt gjennomsnittlig gjenværende løpetid med gjennomsnittsrente og kostnadsførte renter siste år.

$$Est. MV G = rentekost. \left(\frac{1 - \frac{1}{(1 + rente\%_{gj.snitt \ løpetid})}}{rente\%} \right) + \frac{BV G}{(1 + rente\%)_{gj.snitt \ løpetid}}$$

WACC:

$$r_{tk} = r_e \left(\frac{EK}{EK + G} \right) + r_g (1 - \text{marginalskatt}) \left(\frac{G}{EK + G} \right)$$

4.2.7 Oppsummert fundamental verdsettelse

Det gjenstår nå å sette inn alle faktorer for å skaffe svar på verdsettelsen, hva som er aksjeverdien. Formel under kan iverksettes for enten egenkapitalmetoden eller total kapitalmetoden. Dersom total kapitalmetoden benyttes trekkes gjelden fra for å finne verdien, resultatet er samme svar uavhengig av metodevalg.

$$\text{Verdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{KS_t}{(1+r)^t} + \frac{KS_{t+1}}{(r - \text{stabil vekst})} / (1+r)^t$$

Verdi = nåverdi på enten EK eller TK

n = livsløpet til eiendelen (hvor mange perioder)

t = periode (tid)

KS = kontantstrøm til enten EK eller TK

r = avkastningskrav til enten EK eller TK

Stabil vekst = g = Estimert vekst av KS til enten EK eller TK

[$KS_{t+1} / (r - \text{stabil vekst})$] = terminalverdi_t til enten EK eller TK

4.3 Relativ verdsettelse

Basis for relativ verdsettelse er å sammenligne forholdstall, dvs. multipler, fra forskjellige selskaper for så å vurdere om disse er for høye eller for lave, og dermed ta en investeringsbeslutning, ofte basert på et gjennomsnitt av de sammenlignbare selskapene. I relativ verdsettelse benyttes flere typer multipler av standardiserte tall, slik som verdier eller priser, for å komme til slike beslutninger. Selskapene som benyttes må være sammenlignbare, som gir utfordringer da disse kan være forskjellige i de fundamentale estimatene for risiko, vekst og kontantstrøm.

Det er raskere og enklere å benytte relativ verdsettelse, og den tar lettere innover seg sentimentet i det aktuelle markedet. Dette kan også være relativ verdsettelses svakhet hvis det ikke utføres med omhu og uten partiskhet. For eksempel dersom hele markedssektoren er for høyt verdsatt vil en relativ verdsettelse gi en kjøpsanbefaling til en aksje som egentlig er korrekt verdsatt. (Damodaran, 2012, s. 453-454)

4.3.1 P/E

Denne benyttes oftest av generelle investorer og finnes i nær alle finansmedia. Det er "current" versjon som tar siste fire kvartalsrapporter og forholder seg til aksjepris over resultat pr aksje (p/e = price/earnings). Slik kan investor lett se hvor lang tid det tar å rettfærdiggjøre aksjeprisen. Denne multipellen må behandles med varsomhet dersom det er et firma som har stor vekst og varians i resultater eller ansatte har aksjeopsjoner.

$$P/E = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earnings per share}}$$

4.3.3 P/S

Her er det brøken med pris og omsetning som gir en relativ sammenligning mellom aksjer(selskaper). Omsetningstall er ikke negative og har ikke innebygde forbehold eller forskjellige regnskapsregler å hensynta. Med mindre det er sterk vekst så er omsetning også et mer stabilt tall enn mange andre multiplers innhold (Damodaran, 2012, s. 542-543).

$$\text{Price - to - sales - ratio} = \frac{\text{Market value of equity}}{\text{Revenues}}$$

4.3.4 P/B

Bokverdi står i regnskapets balanse og brøken P/B danner en relativ sammenligning som blir endret av over tid pga. avskrivninger og nedskrivninger hvis alt annet er likt. Egenkapitalverdi, differansen på bokverdi av eiendeler minus bokverdi av gjeld, kan på grunn av forskjellige regnskapsregler og vurderinger bli feiltolket. Bokverdi kan være uhensiktsmessig i vurderingen av inntjeningssevnen til eiendelene eller selskap med få eiendeler, men gir en løsning for relativ analyse ved negative resultater (Damodaran, 2012, s. 511-512).

$$\text{Price - to - book ratio} = PBV = \frac{\text{Market value of equity}}{\text{Book value of equity}}$$

4.3.5 Price/SQM

Denne bransjespesifikke relative verdsettelsen kan benyttes når kvadratmetre skaper verdi. Leieinntekter består av volum * pris, dvs. kvm * kr, slik at en standardisert relativ verdi

dannes ved sammenligninger med andre selskapers. Damodaran (s.759-763) presenter dette som en metode innen enkeltstående eiendom, men kan utvides til eiendomsselskap. De sammenlignbare selskaperes forretningsmiks innen eiendom må tas i betraktning, slik som utviklings-, forvaltings-, kjøp og salg samt investering eiendom.

$$\text{Price – to – SQM ratio} = \text{PBV} = \frac{\text{Market value of equity}}{\text{Square meter}}$$

4.4 Metodevalg

Hovedvekten i oppgaven legges på den fundamentale verdsettelsen, da denne er mer omfattende og bygger på en strategisk analyse. Videre står valget mellom egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Totalkapitalmetoden er valgt fordi den er mer innholdsrik og unngår betraktninger om endringer i gjeldsandel.

Relativ verdsettelse inkluderes som et supplement, med formål å underbygge resultatene vi kommer frem til i den fundamentale analysen. Her ser vi på pris/salg, pris/resultat, pris/bokverdi og pris/kvm.

Datainnsamling har i all hovedsak bestått i selskapers årsrapporter, kvartalsrapporter og nettsider. Utover dette er orientering i markedet og selskapene hentet fra nyhetsbildet og offentlige databaser.

5 strategisk analyse

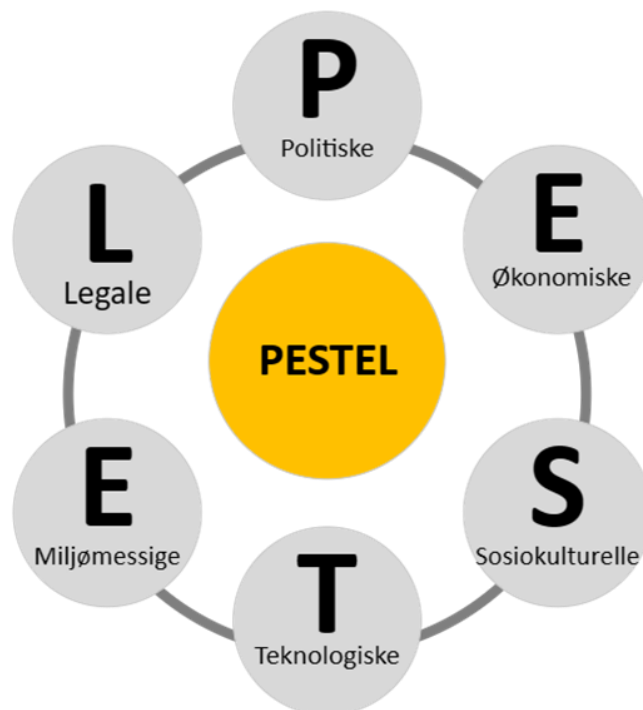
5.1 Innledning

Den strategiske analysen er, sammen med regnskapsanalysen, grunnlaget for estimatene av fremtidige kontantstrømmer, som er et sentralt element i den fundamentale verdsettelsen. Den strategiske analysen består av en ekstern analyse, som tar for seg makroøkonomiske forhold (Pestel) og bransjeforhold (femkraftsmodellen), og en intern analyse (Vrio). De sentrale funnene oppsummeres i Swot. I dette kapitlet presenteres teori og analyse i sine representative underkapittel.

5.2 Pestel analyse

Pestel analyse er et rammeverk som benyttes for å vurdere de makroøkonomiske omgivelsene som en virksomhet påvirkes av (Whittington et al., 2020, s. 35-37). Makroøkonomiske faktorer kan påvirke mange bransjer, hele land eller ha global effekt. Organisasjoner kan ikke styre makroøkonomiske hendelser, men bør analysere omgivelsene og lage handlingsplaner på bakgrunn av estimatene for fremtiden. Pestel analysen tar for seg seks faktorer i omgivelsene: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige, og legale drivere.

Den makroøkonomiske situasjonen er preget av krigen i Ukraina, som treffer i kjølvannet av at restriksjoner i forbindelse med koronapandemien heves. Prisstigninger på råvarer og strøm påvirker bedriftenes kostnader, og privatpersoner i form av økte priser på varer og tjenester. Denne inflasjonen reagerer sentralbanker på ved å heve renter som basert på økonomisk teori og praksis gjør at investeringer og forbruk reduseres pga. personers og bedrifters budsjettbalanse ønskes å være i likevekt.

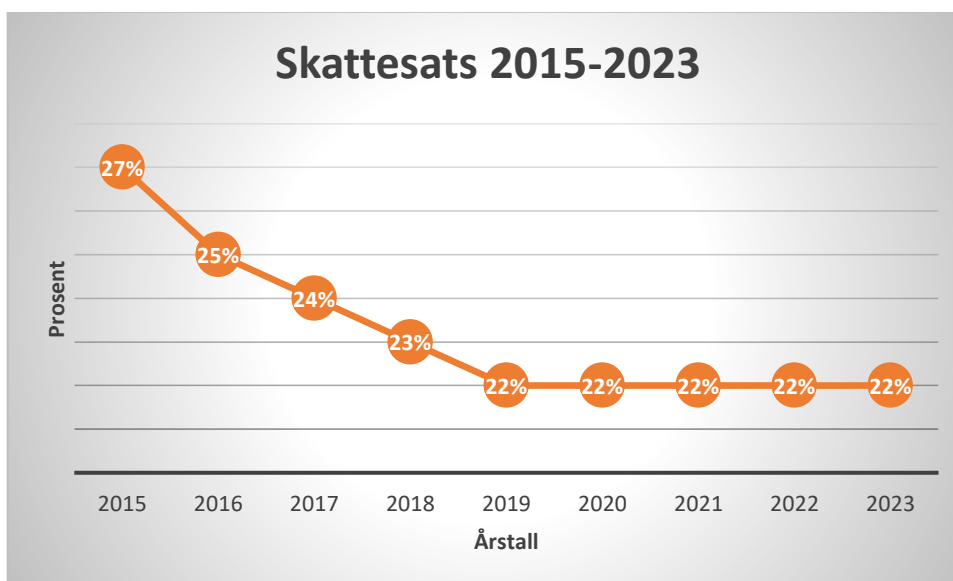


Figur 2: Egenlaget illustrasjon Pestel, basert på (Whittington et al., 2020, s. 35-49).

5.2.1 Politiske forhold

Eksposering mot politisk risiko varierer med hensyn til statens rolle i virksomhetens operasjonelle marked og hvor utsatt bransjen er for press fra sivilsamfunnet (Whittington et al., 2020, s. 37-39).

OLT er hjemmehørende i Norge og er underlagt det politiske systemet i landet. Norge er et representativt demokrati, det innebærer at de folkevalgte tar beslutninger på vegne av befolkningen (Thorsen, 2022). Hvem som styrer kan gi store utslag i form av endringer av skattesatser, og innføring av nye skatter og avgifter. Dette er rammebetingelser som er av stor betydning for OLT som har store overskudd før skatt, en prosent endring i skattesatsen vil ha en stor effekt. Skattesatsene ble nedjustert i årene 2015 til 2019, og har etter dette holdt seg uten unntak på 22%.



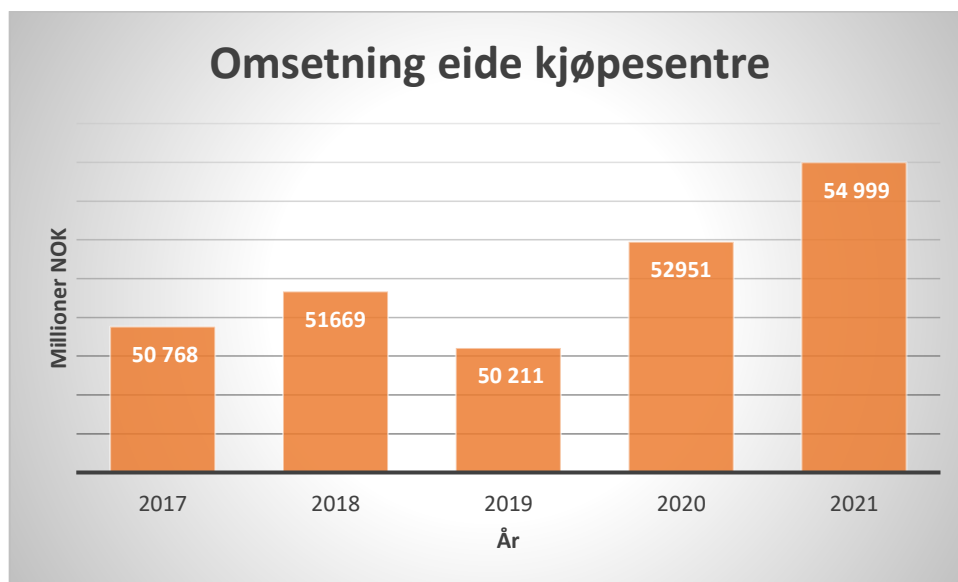
Figur 3: Skattesatsene i Norge, hentet fra Regjeringen (2022).

Statsbudsjettet for 2023 innebærer en økning i skatten på aksjeutbytte, ved at oppjusteringsfaktoren endres fra 1,6 til 1,72 (Johansen, 2022). Dette medfører at aksjonærene sitter igjen med mindre av utbyttet etter skatt. For en investor som reinvesterer innenfor ASK konto eller innenfor fritaksmodellen har dette først betydning ved uttak av pengene.

Skifte av regjering til en koalisjon som fører mer omfattende miljøpolitikk, kan resultere i strengere krav til boliger og næringseiendommer ifht. energieffektivitet. Investeringer kan bli nødvendige, som vil øke kostnadene, mer spesifikt øke avskrivningene. Dette diskuteres nærmere under punktet legale forhold.

Som en ekstraordinær risiko eller mulighet så vil politiske vurderinger av spesielt kjøpesentre kunne dukke opp (Brunmark, 2013). Det hevdes nye kjøpesentre utenfor tradisjonelle sentrumsområder kan føre til mer bilkjøring som kilde til unødvendige køer og forurensning. Dersom et forbud mot nyetableringer av kjøpesentre trer i kraft, vil eiere av eksisterende dra fordel av dempet konkurranse, med tilhørende ulempe ved å ikke kunne ekspandere med nye kjøpesentre.

Under koronapandemien ble det innført restriksjoner som fikk store utslag for enkelte bransjer, særlig reise, opplevelse og restaurant/bar ble hardt rammet. Lignende pandemier kan inntreffe i fremtiden, og resultere i lignende handlinger av de folkevalgte. Av figur 4 ser man at det var en omsetningsøkning totalt sett under korona, OLT måtte iverksette ulike tiltak, deriblant støtteordninger til de av leietakerne som merket pandemien mest (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022, s.9).



Figur 4: Omsetning eide kjøpesentre (Olav Thon Eiendomsselskap, 2018, s.8; 2019, s.7; 2020, s.8; 2021, s.8; 2022, s.8).

5.2.2 Økonomiske forhold

De største risikofaktorene for Olav Thon Eiendomsselskap vurderes å være markedsmessig og finansiell risiko knyttet til eiendoms- og finansmarkedene (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023). Her vil makroøkonomiske faktorer som inflasjon, renter, og valuta påvirke selskapet.

5.2.2.1 Inflasjon

Inflasjonen (KPI) er på 5,8% i 2022 og dermed over Norges Banks mål på 2%. Basert på skrivende stunds dato 19. mars 2023 kan vi finne inflasjonsprognoser hos SSB (Statistisk sentralbyrå, u.å.b) som viser tabellen under:

	2022	2023	2024	2025	2026
Konsumprisindeksen (KPI)	5,8	5,0	2,3	1,7	2,0
KPI-JAE	3,9	5,4	2,8	2,1	2,2

Tabell 3: Inflasjonsprognoser 19. mars 2023.

Innhentet data fra SSB ved å søke på: Konjunkturtendensene, brukte tabell 12880.

Variablene valgt i statistikken: Konsumprisindeksen (KPI) og KPI-JAE, årene 2022-2026. (Statistisk sentralbyrå, u.å.b).

Vi velger KPI da den representerer samlet inflasjonseffekt for ordinære forbrukere som er kundene til leietakerne som skaper mesteparten av omsetningen i OLT. Da informasjonen i tabellen over ikke var tilgjengelig for investorer på vår verdsettelsesdato 31. desember 2022, finner vi en artikkel fra E24 datert 15. desember 2022 (Bøe, 2022) som henter informasjon fra Norges Bank og SSB som oppsummeres i tabellen under. Dette benyttes i estimer i kapittel 7. Som teori tilsier blir det over tid reversering til normalen på 2 %.

	2022	2023	2024	2025	2026
Konsumprisindeksen (KPI)	5,8	4,8	2,8	2,6	N/A
KPI-JAE	3,9	5,2	3,6	2,7	N/A

Tabell 4: Inflasjonsprognoser 15. desember 2022.

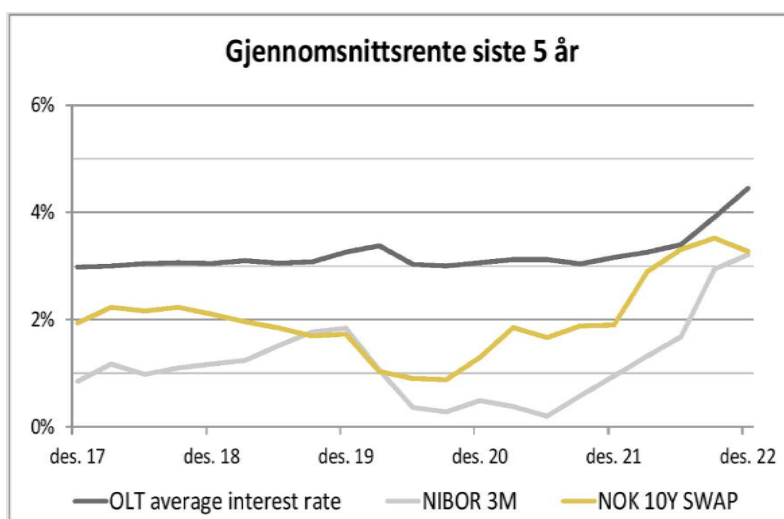
5.2.2.2 Styringsrenten

Endringer i styringsrenten påvirker aktiviteten i hele økonomien og derigjennom inflasjonen (Norges Bank, 2019). Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet hevdet den 15. Desember 2022 at det fortsatt var behov for en høyere rente for å dempe inflasjonen. Det ble besluttet å heve styringsrenten fra 2,5% til 2,75%. Videre gir sentralbanksjef Bache en prognose av nivå på styringsrenten med 3% for 2023 (Norges bank, 2022).

5.2.2.3 Finansmarkedene

Eiendomsbransjen er kapitalintensiv, som vil si at selskapene er avhengig av stor tilgang på kapital for å kunne foreta investeringer. OLT har en rentebærende gjeld på 20 227 millioner kroner, med en belåningsgrad på 35%. Av gjelden er 57% fastrente, med en gjennomsnittlig rentebinding på 3,5 år. Det er da en andel av gjeldsporteføljen, som er sensitiv for det kortsiktige rentenivået (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023).

5.2.2.3.1 Renteutvikling



Figur 5: Gjennomsnittsrente, Olav Thon Eiendomsselskap (2023, 16.februar, 13:45).

Gjennomsnittrenten til OLT har økt 1,33% som en konsekvens av Norges Bank foliorentes økning på 2,75% fra 2021 til desember 2022. Pr. 31.12.22 er gjennomsnittrenten til OLT 4,45%. OLT har ikke vært like sensitiv til renteendringene grunnet fastrenteandelen.

5.2.2.3.1 Valutarisiko

Valuta	Gjennomsnittsrente	Andel av Gjeld
NOK	4,64%	87%
SEK	3,13%	13%

Tabell 5: Gjeldsandel og gjennomsnittsrente.

OLT påvirkes marginalt av valutarisiko gjennom gjeldsandelen i SEK. 96 % av konsernets eiendeler i Sverige er finansiert med Svenske kroner (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023).

Den totale valutaeffekten har minimal påvirkning på resultat, og anses ikke å være en betydelig risiko.

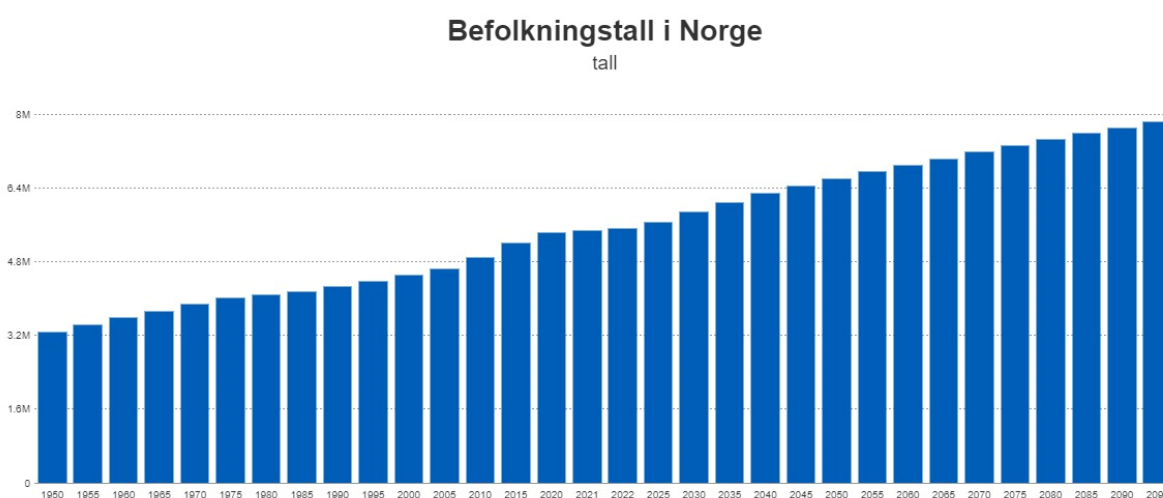
5.2.2.4 Eiendomsmarkedene

Utviklingen i eiendomsmarkedet i Norge og Sverige påvirkes både av den makroøkonomiske utviklingen, og etterspørselen etter næringseiendom som investeringsobjekt. I kapittel 3.4 vises prosentvis utvikling i utleiepris de siste 10 årene, som demonstrerer en stabil og posetiv trend.

5.2.3 Sosiokulturelle forhold

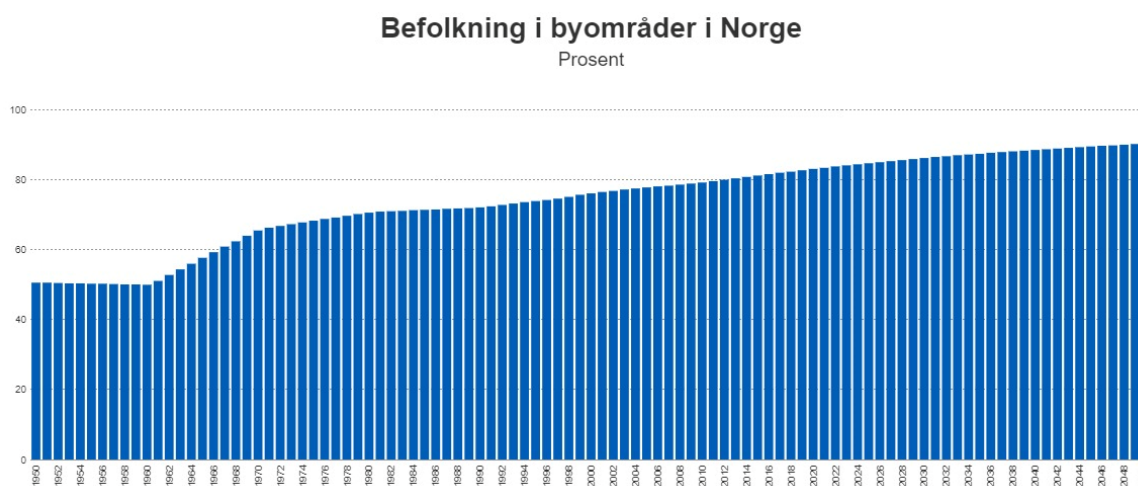
Sosiokulturelle forhold som demografi, sosiale trender og kultur påvirker bransjer, endringer i disse faktorene påvirker etterspørselen og tilbudet i markedet (Whittington et al., 2020, s. 41).

Som vi ser av tabellen nedenfor, viser Norge en jevn vekst i befolkningstallet, som alt annet like gir økt etterspørsel etter varer og tjenester (FN-sambandet, 2020b). Tallene som er utarbeidet fra 2019 og videre er basert på framskrivninger, som forutsetter stabilitet i faktorene som avgjør videre vekst. Norge betraktes som et attraktivt land å bosette seg i, per 2020 var Norge rangert på 6.plass på FNs lykkeindeks (FN-sambandet, 2020c), som gir positive utsikter med hensyn til fremtidig migrasjon.



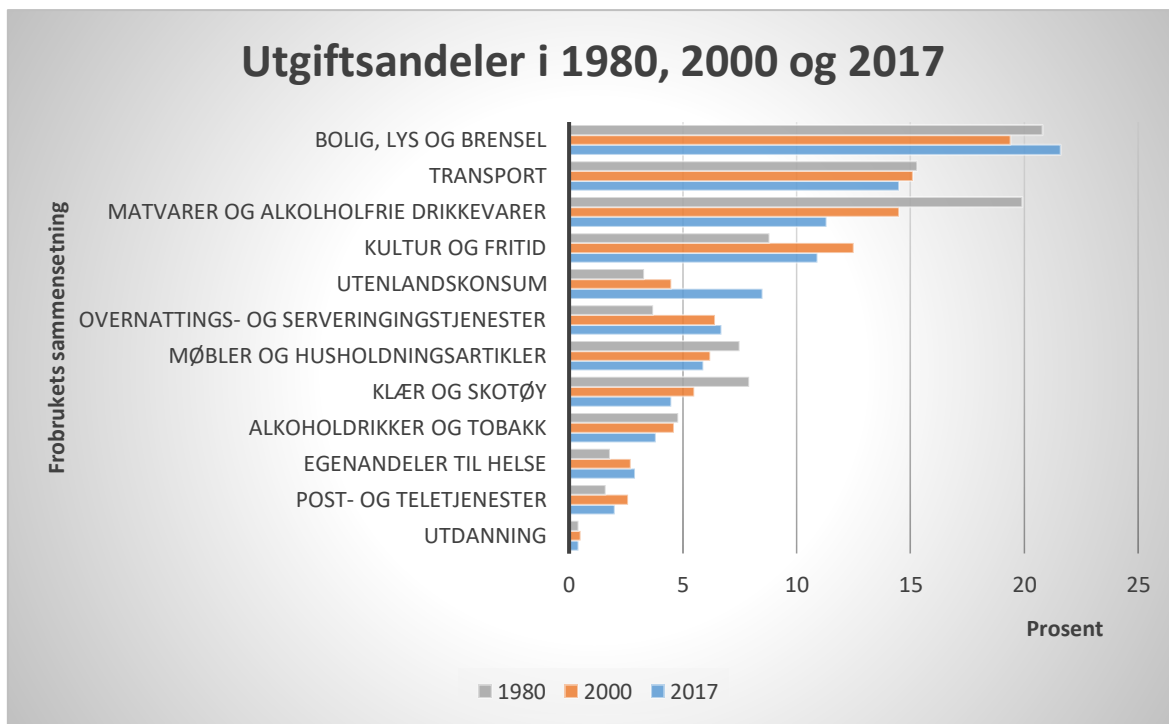
Figur 6: Befolkningstall i Norge, hentet fra (FN-sambandet, 2020b).

Historisk befolkningsvekst i byene har vært stor, i 2020 bodde 83% av befolkningen i Norge i byområder, se av tabell nedenfor (FN-sambandet, 2020a). OLT har 56 kjøpesentre i Norge som er fordelt på en rekke byer, Oslo, Bergen, Stavanger og Fauske for å nevne noen (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.a). En overvekt av næringseiendommene OLT leier ut ligger i Oslo. Økt befolkningsvekst aggregert i kombinasjon med økt tilstrømning til byene, gir mulighet for økt etterspørsel etter kjøpesentre og næringseiendom.



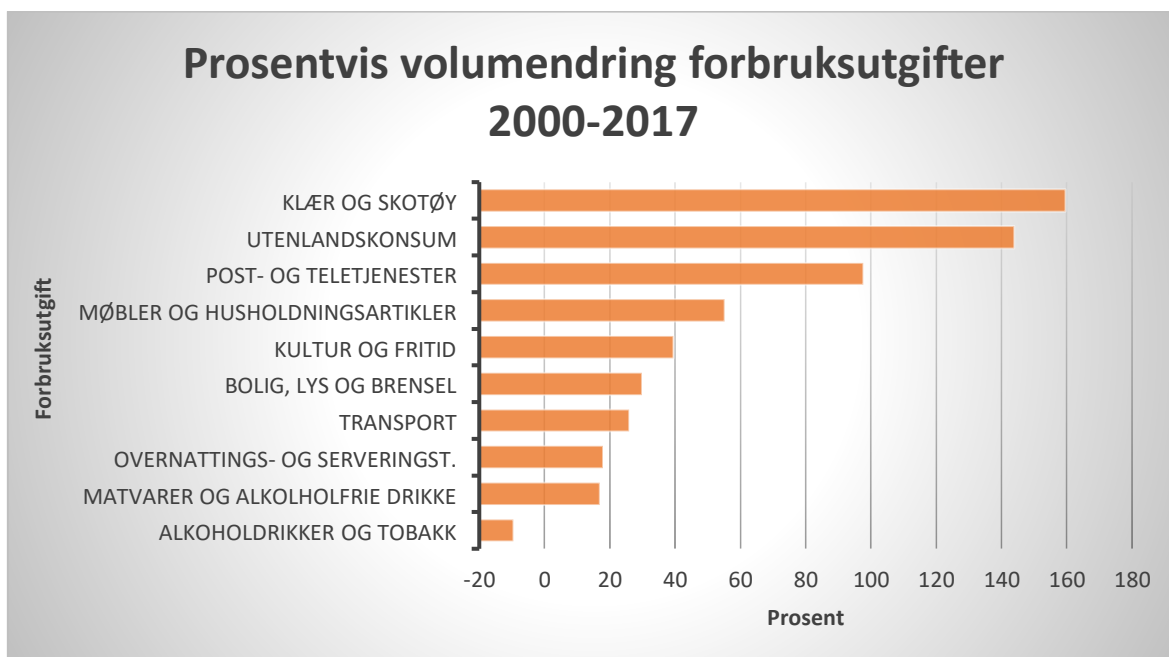
Figur 7: Befolkning i byområder i Norge, hentet fra (FN-sambandet, 2020a).

Andelen av budsjettet som benyttes har for flere varer og tjenester gått ned i løpet av tiårene etter 1980 (Vegard, 2018). Utgiftsandelen som benyttes innen kultur, reiser og opplevelser har derimot økt, med den økte kjøpekraften nordmenn har fått i senere tid kommer en mulighet for å bruke mer på underholdning.



Figur 8: *Utgiftsandeler i 1980, 2000 og 2017, hentet fra (Vegard, 2018).*

Tall hentet fra SSB viser at forbruket øker, særlig klær og skotøy har hatt en betydelig volumvekst, noe av forklaringen på dette er at klær har blitt billigere grunnet import (Vegard, 2018). Figur 8 viser at klær og skotøy som andel av totale utgifter er redusert, dette er tilfellet for flere forbruksgrupper, som kan skyldes økt kjøpekraft i årene 2000-2017, da realinntekten økte mer enn konsumet.



Figur 9: *Prosentvis volumendring forbruksutgifter 2000-2017, hentet fra (Vegard, 2018).*

5.2.4 Teknologiske forhold

Teknologi spiller en rolle på tvers av enkeltstående bransjer slik at det påvirker enten ved at selskaper aktivt utvikler nye teknologier eller tar i bruk ved hjelp av leverandører. (Whittington et al., 2020, s. 43).

I den delen av eiendomsbransjen hvor eierskap av eiendom inngår er det ikke funn som tilsier at eierselskapene selv driver teknologiutvikling, men det tas i bruk ny teknologi. Teknologiutviklingen skjer mest hos leverandørene og kundene, det vil si entreprenørene/byggefirma og forvalterne/vedlikeholderne av bygg, samt butikkene/leietakerne. I tillegg kommer de internasjonale teknologigigantene og disruptive forretningsmodeller som tar i bruk nye organisasjonsformer og teknologier.

Vi avgrenser teknologi til eierskap av eksisterende bygg slik at en beskrivelse av teknologiutviklingen i entreprenør/byggemetoder/materialtyper ikke tas med, bortsett fra et eksempel på et nytt bygg som viser hva som er mulig i dag. Powerhouse på Brattørkaia 17 i Trondheim (Entra, u.å.a) er et såkalt plussbygg som skaper mer strøm enn det forbraker. Hele bygget er designet for best mulige solforhold og benytter solcellepaneler. Dess høyere strømprisen er dess bedre vil avkastning på slike bygg være, i tillegg vil miljøfotavtrykket reduseres.



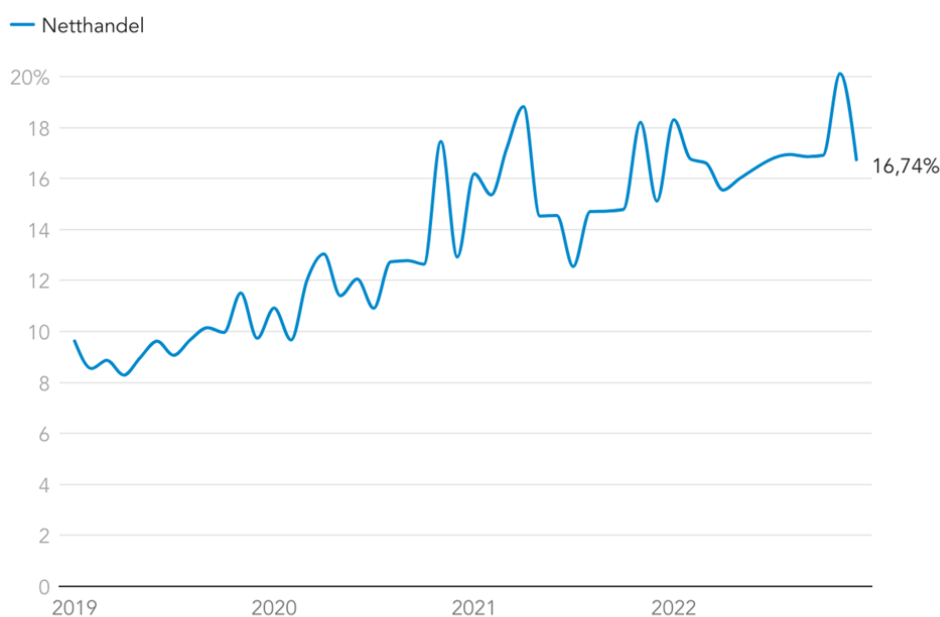
Figur 10: Powerhouse på Brattørkaia 17 i Trondheim (Entra, u.å.b).

For eksisterende bygg kan enn nå digitalisere forvaltning drift og vedlikehold, FDV. (FDVHuset, u.å.) Slike systemer sørger for at eiere og forvaltere har en digital oversikt på sine eiendommer slik at bygginfo, avviksbehandling, aktiviteter, arkivering, leietakeravtaler, tilstand og brannbok og annen risiko systematisk kan planlegges, logges og måles i ett system. For eierselskap med flere eiendommer i porteføljen, antar vi, at det vil komme spesielt til nytte ved innhenting av info ved rapportering i for eksempel bærekraft- og årsrapporter.

I kjøpesenterbransjen er kundene leietakerne og deres kunder er forbrukerne. For disse to gruppene har det vært og er en sterk utvikling i teknologibruk innenfor internettbaserte tjenester og disruptive forretningsmodeller. Netthandel øker mer enn tradisjonell handel slik at hvis ikke markedet totalt sett vokser så kan det oppstå negativ utvikling i tradisjonell varehandel. Kjøpesentrene sørget for nettopp dette når de først ble etablert for det som den gang var den tradisjonelle varehandelen i bysentrum og hovedgata på bygda som da måtte omstille seg eller vokse saktere når kundene begynte å handle på kjøpesentrene. Tall fra DNB presentert av NHO i deres Bransjerapport Handel viser utviklingen i andel netthandel i varehandel hvor trenden er stigende i favør av netthandel. (NHO, 2021a)

Andel netthandel i varehandel

%-vis endring av andel netthandel i varehandel



Kilde: DNB Innsikt

Figur 11: Andel netthandel i varehandel, (NHO 2021b) Service og handel.

5.2.5 Miljømessig forhold

Innen PESTEL-rammeverket står "økologisk/miljømessig" spesielt for de "grønne" makromiljøspørsmålene, som forurensning, avfall og klimaendringer. Miljøreguleringer kan føre til økte kostnader, for eksempel reguleringer for å kontrollere og motvirke forurensning (Whittington et al., 2020, s. 45).

I følge Whittington (2020) er det tre miljømessige problemstillinger på makronivå, som kan oppstå som utfordringer for selskaper: Direkte utslipp, indirekte utslipp, og bærekraftig utviklede produkter.

5.2.5.1 Klimaregnskap

Et Klimaregnskap er en oversikt over utslippene og klimapåvirkningen i løpet av en periode. En av de mest brukte regnskapene heter Greenhouse Gas Protocol, som i 2016 ble brukt av minst 92% av Fortune 500 selskapene (Green Gas Protocol, u.d). OLT rapporterer også sine bærekraftsrapporter i henhold til denne protokollen.

“Greenhouse Gas Protocol, kjent som GHG-protokollen eller GHG-protocol er den mest brukte og anerkjente standarden for rapportering av klimagassutslipp i et klimaregnskap. Den blir brukt for å identifisere vesentlige utslippskilder og for å kunne rapportere klimafotavtrykket på en sammenlignbar måte, og er grunnlaget for klimaregnskap i andre standarder og rammeverk for bærekraftsrapportering” (Emisoft, u.d).

GHG-protokollen spiller en nøkkelrolle i å fremme klimabevisste beslutninger og handling, og å sikre at virksomheter og organisasjoner bidrar til å nå de globale klimamålene. Protokollen fungerer også som et verktøy for å følge opp og vurdere virksomhetens bidrag til klimamålene, og kan bidra til å øke ansvarsbevisstheten for klimaendringer. Protokollen støtter FNs bærekraftsmål nr. 13 om å handle mot klimaendringer, ved å fremme økt bevissthet om klimagassutslipp, øke rapporteringskvaliteten, og bidra til reduksjon av utslippene. Hovedtanken bak GHG-protokollen er å dele utslippene opp i tre områder, eller “Scopes”:

Scope 1 omfatter direkte utslipp, der virksomheten selv eier eller kontrollerer utstyret. Dette gjelder f.eks. utslipp fra forbrenning av drivstoff i bedriftens kjøretøy, utslipp fra industrielle prosesser, eller forbrenning av fossilbasert gass for oppvarming av bygg

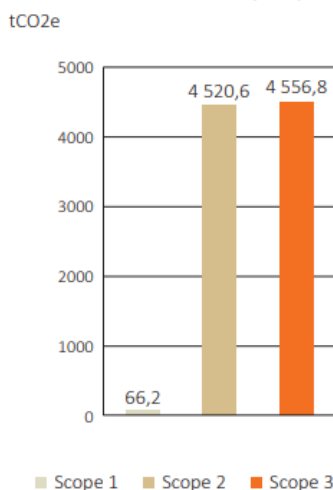
(Emisoft, u.d). Scope 1 står for 0,8 % av OLT totale klimagassutslipp, og innebærer forbruk av diesel og bensin, samt forbruk av gass (propan) (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022).

Scope 2 er indirekte utslipp fra kjøpt energi. Utslippene kommer fra fire kategorier: elektrisitet, fjernvarme, fjernkjøling, og damp. Konsernets nest største andel utslipp ligger i Scope 2, hvilket består av elektrisitet og fjernvarme (Emisoft, u.d). Scope 2 står for 49,4 % av Olav Thon Eiendomsselskaps klimafotavtrykk (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022).

Scope 3, andre indirekte utslipp, er frivillig å inkludere, men inneholder ofte de største klimagassutslippene. Kategoriene i Scope 3 deles inn i to deler. Oppstrømsutslipp omfatter produksjon og behandling av varer og tjenester som virksomheten kjøper fra andre, for eksempel flyreiser og transporttjenester. Nedstrømsutslipp omhandler klimapåvirkning fra bruk og behandling av varer og tjenester som virksomheten tilbyr til andre, for eksempel strømforbruk fra varer dere selger, eller sluttbehandling av disse (Emisoft, u.d). Scope 3 er det marginalt største scopet og står for 49,8 % av konsernets klimafotavtrykk. I datagrunnlaget for 2021 består Scope 3 av avfall og tjenestereiser (flyreiser) (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022a).

Utslippsoversikt OLT:

UTSLIPP PER SCOPE (1-3)



KLIMAUTSLIPP PER KATEGORI

Volum og andel

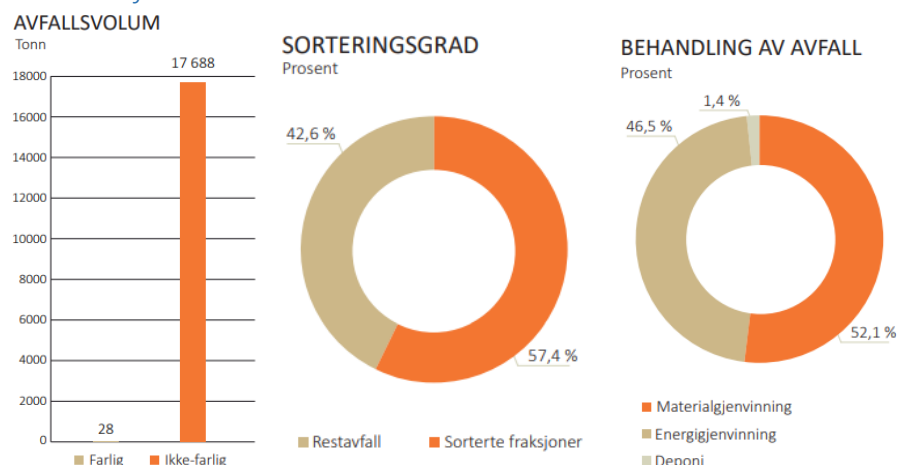
	tCO ₂ e	Prosent
Transport ¹	66,2	0,7 %
Stasjonær forbrenning ²	5,8	0,1 %
Elektrisitet	3 967,8	43,4 %
Fjernvarme	552,8	6,0 %
Avfall	4 521,6	49,4 %
Tjenestereise ³	35,2	0,4 %
Sum	9 149,4	100 %

1 Diesel og bensin
2 Propan
3 Flyreiser

Figur 12: Klimautslipp per scope (1-3), og per kategori.

OLT sine klimautslipp baseres omtrent helhetlig på avfall og energi, som inngår i scope 2 og 3. Det ses videre på de to kategoriene, og utsiktene selskapet selv har målsatt.

5.2.5.2 Avfall



Figur 13: Avfallsvolum, sorteringsgrad, og avfallsbehandling.

Olav Thon Gruppen har et uttalt mål om å redusere mengden avfall, samt å nå en gjennomsnittlig sorteringsgrad på 65 %. For å oppnå dette har Olav Thon Gruppen egne retningslinjer for kildesortering og avfallsplaner som er utviklet for de ulike enhetene i Olav Thon Gruppen. Som en del av gruppen gjelder disse målsettingene også Olav Thon Eiendomsselskaps virksomheter. I 2021 hadde Olav Thon Eiendomsselskap en materialgjenvinningsgrad på 52,1 %. Utover dette gikk 46,5 % til energigjenvinning i form av forbrenning. 1,4 % av avfallet gikk til deponi (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022a).

5.2.5.3 Energi

ENERGIFORBRUK

Volum og andel

	MWh	Prosent
Ikke-fornybart drivstoff	306,8	0,2 %
Fornybart drivstoff	0	0,0 %
El	127 993,9	76,6 %
Fjernvarme	31 638,6	18,9 %
Kjøling	7 095,8	4,2 %
Damp	0	0,0 %
Salg el	0	0,0 %
Salg fjernvarme	0	0,0 %
Salg kjøling	0	0,0 %
Salg damp	0	0,0 %
Sum	167 035,1	100 %

Figur 14: Energiforbruk.

I 2021 var strømforbruket 76,6 % av det totale energiforbruket. OLT hevder i bærekraftsrapporten at de arbeider systematisk med energiforbruk for å ivareta det ytre miljø. Olav Thon Gruppens miljøpolicy setter fokus på energiledelse gjennom bevisstgjøring, opplæring og økt kompetanse. I tillegg til dette fokuseres det på energireduksjon, samt utfasing av fossilt brensel. Det gjøres blant annet gjennom aktiv bruk av energioppfølgingssystem, fokus på LED-belysning, vannforbruk og behovstyring (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022a).

5.2.6 Legale forhold

Legale forhold dekker også regler og normer, slik at det ikke kun er myndigheter som er avgjørende. Å bryte med hva som er normen i en bransje kan innebære risiko dersom samarbeidsforhold eller kunder skulle motsette seg endringen. Legale forhold kan både være til fordel eller ulempe for et selskap. (Whittington et al., 2020, s. 47)

I eiendomsbransjen er etableringsmuligheten, dvs. tillatelsen til å bygge og regulering av tomter, av stor betydning. Dette er lovmessig styrt og dermed også politisk i første omgang (Plan- og bygningsloven, 2008, flere paragrafer). Byggetillatelser er som regel av administrativ og søknadsbasert karakter hos kommuner. Samtidig vil også produksjonsutslipp og avfall fra bedrifter lovmessig styres, dvs. avfall fra kjøpesentre og kontorbygg (Forurensingsloven, 1981, § 32). (Om)reguleringer er ofte også politiske som utføres og besluttes av kommunestyre som dermed har stor innflytelse for mulighetene til utvidelser av eksisterende eller nyetableringer av spesielt kjøpesentre, storbutikker (big box store) og kontorbygg, men også boliger og industri (avgrenset fra denne oppgaven). Tilgangen eller begrensingene til alt overnevnte gir utslag i hvor verdifulle eksisterende kjøpesentre er og dermed avkastning.

OLT nevner selv at eiendomsprosjekter avhenger av reguleringer og at det er tidkrevende i deres webcast med presentasjon Q3 2022. (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022c, s. 29)

EUs taksonomi er opprettet for å definere hva og hvem som er miljøvennlig/bærekraftig for å kunne vurderes i investeringsammenheng. Forskrift er kunngjort (Forskrift til lov om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren og et rammeverk for bærekraftige investeringer*, 2022) (*Tilsynelatende ingen korttittel enda.) Standarder og

merkeordninger skal være med på å hindre grønnvasking. Rapporteringskravene vil gjelde fra og med regnskapsåret 2023 for ikke-finansielle foretak og det vil være en plikt for blant annet noterte foretak. Det arbeides enda med å samkjøre definisjoner i norske lover og forskrifter med EUs beskrivelser i taksonomien. (Regjeringen, 2023)

OLT skriver i sin bærekraftsrapport at de skal tilpasse seg til EUs taksonomi (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022a, s. 9). De er allerede i gang med bærekraftsrapportering og har iverksatt det globale rapporteringsinitiativet (GRI) fra FN (s. 29).

5.2.7 Oppsummering

Politisk: Vi anser Norges og Sveriges politiske forhold som så stabilt og forutsigbart at vi ikke vektlegger noe i den videre analysen.

Økonomi: Inflasjon, renter og bnp henger sammen og renter er det som umiddelbart slår ut i verdivurdering. Slik at vedvarende renter på dagens nivå, pluss antatte rentehevinger i nær fremtid og forventet inflasjon, tas med som faktorer for vår verdivurdering eller sensitivitetsanalyse.

Sosiokulturelle: Vridning i konsum utgjør en mulighet for OLT for å utvide eksisterende forretningsområde, slik at kjøpesentersegmentet kan endre seg for eksempel gjennom investeringer innenfor underholdningsaspekter.

Teknologi: Netthandel øker mer enn tradisjonell handel slik at hvis ikke markedet totalt sett vokser så kan det oppstå negativ utvikling i tradisjonell varehandel, som vi mener kjøpesentre er en del av.

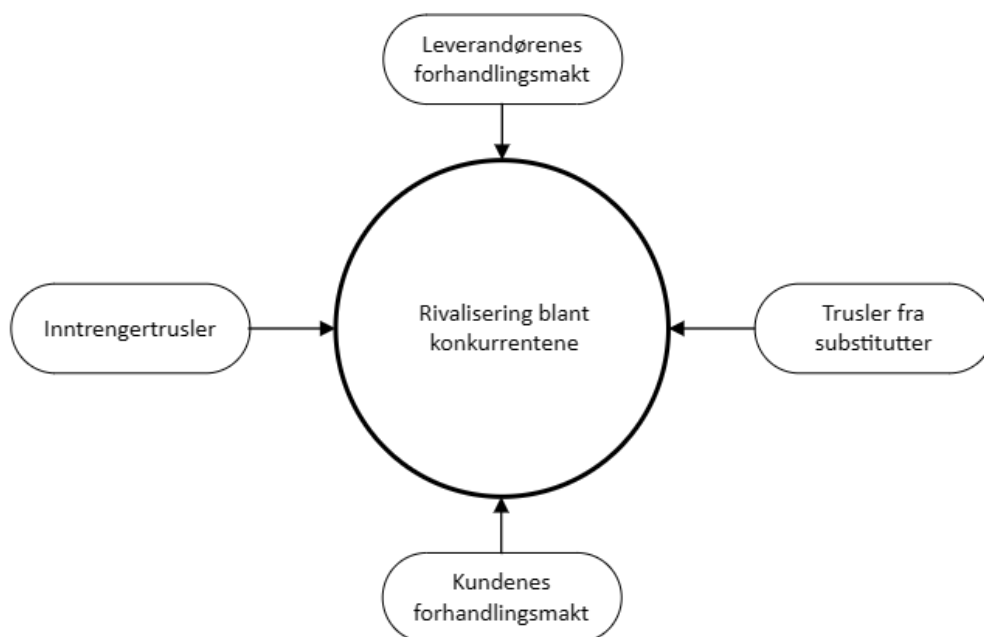
Miljømessig: Hovedsakelig energiforbruk og avfall tilknyttet drift. Kontinuerlig arbeid mot sine målsettinger. Ved et fokus på energiledelse gjennom bevisstgjøring, opplæring og økt kompetanse gir det grunnlag til bærekraftig drift. Oppsummert vil verdsettelsen påvirkes nøytralt.

Legale: Selskapet må forholde seg til lover og regler, men vi ser ikke at disse påvirker verdi i positiv retning, men at det vil være negativt dersom det er mangler på dette.

5.3 Porters fem konkurransekrefter

Femkraftsmodellen (Five Forces) analyserer bransjen som virksomheten tilhører, ulike bransjer varierer med hensyn til mulighetene for å oppnå langsiktig profitt. Porter måler attraktiviteten i en bransje basert på fem konkurransekrefter: rivalisering blant konkurrenter, inntrengertrusler, trusler fra substitutter, kundenes forhandlingsmakt og leverandørenes forhandlingsmakt (Whittington et al., 2020, s. 64-66).

De fem konkurransekreftene illustreres i figuren nedenfor og vil videre belyses nærmere i hvert sitt underkapittel.



Figur 15: Femkraftsmodellen. Oversatt og hentet fra (Whittington et al., 2020, s. 64).

5.3.1 Rivalisering blant konkurrentene

Her omfattes rivalisering blant eksisterende konkurrenter, som betjener de samme kundegruppene, og som tilbyr tilnærmet like produkter eller tjenester (Whittington et al., 2020, s. 66). En bransje med intens rivalisering vil være mer krevende for alle aktørene å operere innen. Intensiteten kan defineres på bakgrunn av fem sentrale faktorer, som defineres og forklares kort i de neste fem avsnittene.

5.3.1.1 Konkurrenter

Teori: Når bransjen består av mange konkurrenter, eller konkurrentene er likeverdige i størrelse eller makt, økes risikoen for rivalisering (Whittington et al., 2020, s. 66). Når derimot bransjen består av en eller to store konkurrenter, og noen mindre aktører, er resultatet gjerne mindre rivalisering, da de mindre aktørene mangler ressurser til å gå i priskrig med de store. Dette er ikke tilfellet i situasjonen hvor alle er like store, der ressursene er mer homogene, og alle har interesse av en mer dominerende markedsposisjon.

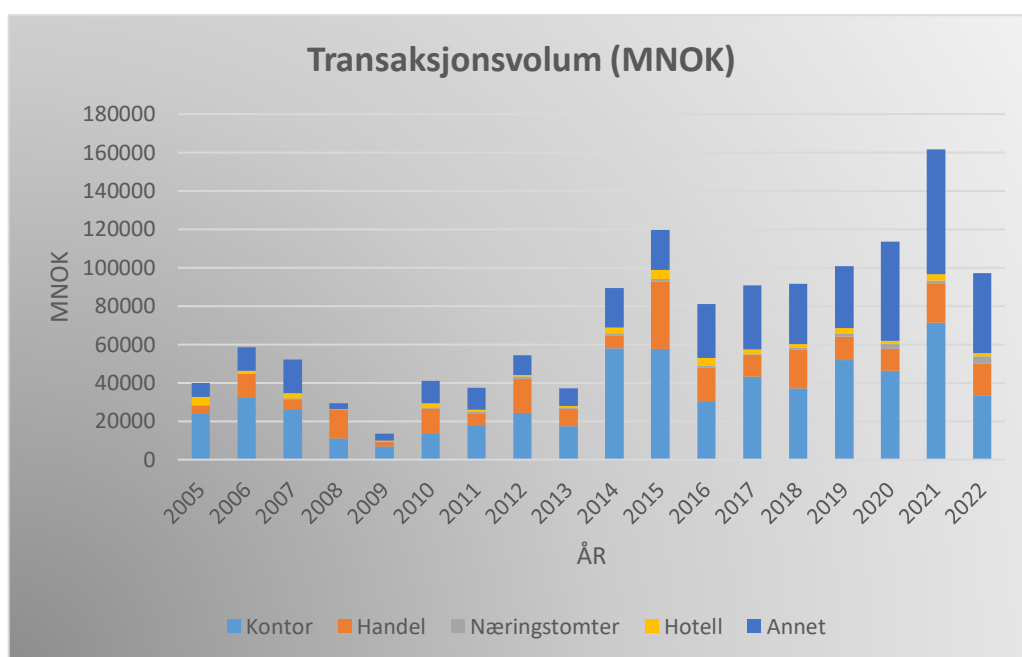
Betraktninger: Næringseiendom er preget av mange individuelle eiere og en del selskap som har eiendom som sin hovedinvestering. Det er kun OLT og 3 andre som er børsnoterte. Alle disse konkurrerer om avkastingen i samme bransje. Det er kun noen få som er nasjonalt etablert. For hver etablering av en ny eiendom vil da nasjonale aktører som OLT konkurrere med mange lokale aktører og derfor høy rivalisering. Alti Forvaltning AS er et selskap som bl.a. driver kjøpesenterforvaltning. En oversikt på deres nettside viser en rekke kjøpesentre og deres eiere, som en del av grunnlaget for vår vurdering av rivalisering (Alti Forvaltning AS, u.å.).

5.3.1.2 Vekst

Teori: Vekstraten i bransjen er en annen faktor med stor betydning for rivalisering, i en bransje med høy vekst er det vekstmulighet uten å kannibalisere andre virksomheter, da en vokser med markedet (Whittington et al., 2020, s. 66). Livssyklus konseptet deler bransjen inn i ulike faser i en livssyklus avhengig av veksten (Whittington et al., 2020, s. 77). Det er ikke sånn at vekst er evigvarende, det kommer nye teknologier og ideer som skaper substitutter, som gjør at veksten i en bransje kan avta. Når bransjen går inn i en fase med lavere vekst, så vil rivaliseringen mellom konkurrenter øke, veksten i en virksomhet må gå på bekostning av en annens vekst eller eksistens, som ikke skjer uten motstand.

Betraktninger: I den videre analyse av veksten tar vi for oss transaksjoner av næringseiendom generelt, vekst i kjøpesentersegmentet, og vekst i kontoreiendom. De to sistnevnte anses som sentrale for OLT, vi ser her på utviklingen i nye prosjekter og kvadratmeterareal.

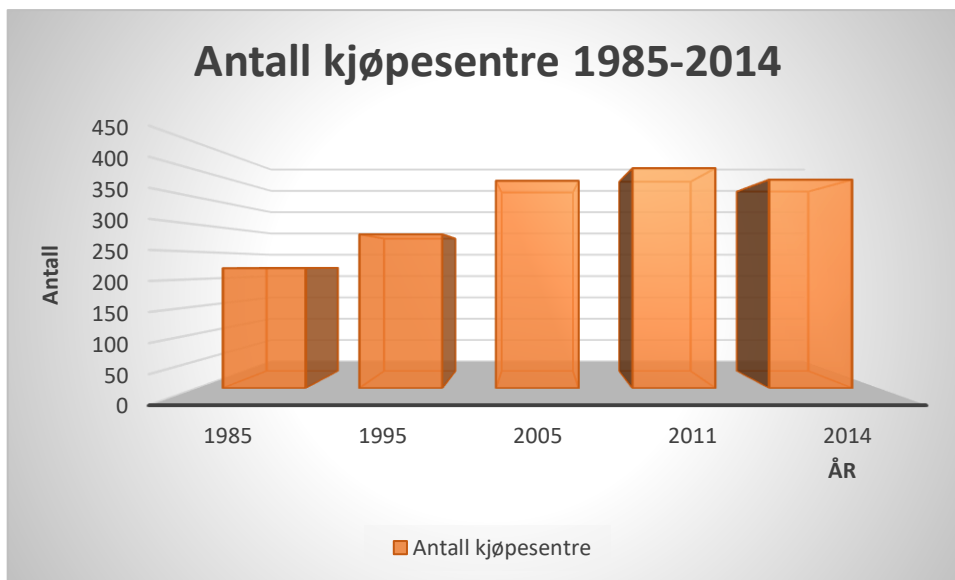
Kjøp og salg av næringseiendom viser en stigende trend i årene 2005-2022 (Akershus Eiendom, u.å.). Kjøp og salg innenfor segmentet kontor utgjør en solid andel av totalvolumomsetning disse årene. Annet er en samlepost som inkluderer logistikk, boligtomter og en gruppe kalt annet.



Figur 16: Transaksjonsvolum, u.å,b Akershus Eiendom.

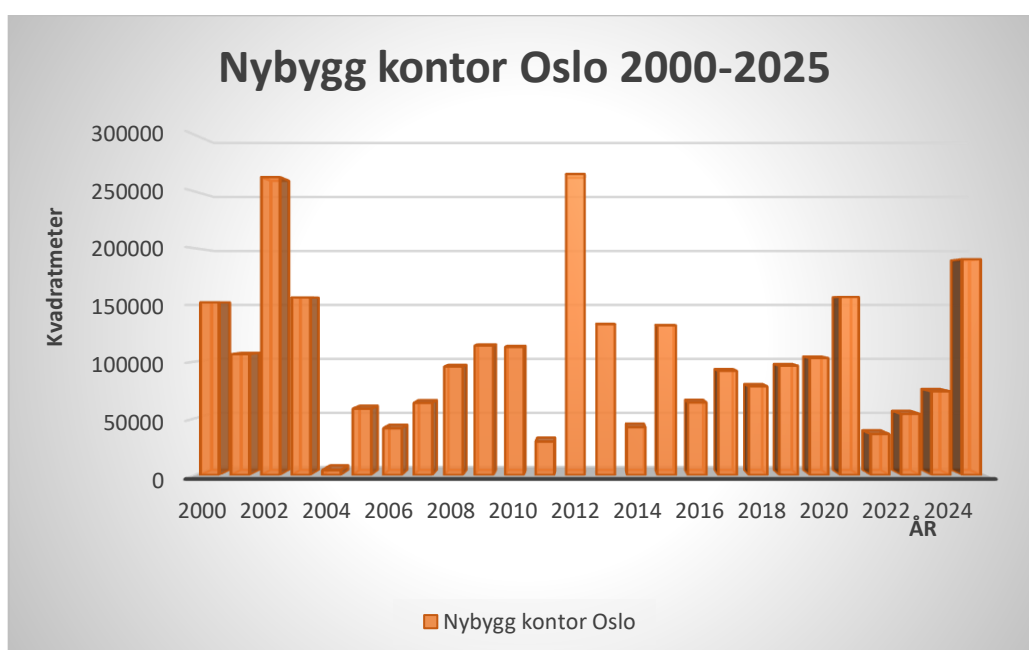
Tallene som viser utviklingen i antallet kjøpesentre, figur 17, er hentet fra en rapport De Facto har utarbeidet på vegne av Handel og kontor (Stugu, 2015, s. 7). Der rammene for hva som regnes som et kjøpesenter er satt til mer enn 5 butikker, og et salgsareal som overstiger 2500 kvm.

Antall kvadratmeter kjøpesenterareal har økt disse årene og frem til 2017 (Nordstrøm, 2017). Kilden til denne veksten, krediteres hovedsakelig utvidelse av eksisterende kjøpesentre. Veksten i kvadratmeter areal har etter 2019 flatet ut. (Akershus eiendom, 2022, s. 6). Kjøpesentersegmentet ser ut til å være på vei over i metningsfasen i henhold til livssyklus konseptet, en periode med stor vekst er tilbakelagt. Videre vekst for en aktør vil i stor grad gå på bekostning av en konkurrent, som indikerer sterk rivalisering.



Figur 17: Kjøpesentre i Norge, 2015, Stugu.

Tall som er hentet fra Akershus Eiendom (u.å.a), og gjengitt i figur 18 nedenfor, viser en pågående vekst i antall kvadratmeter kontorareal. I årene 2000-2025 vil det være tilført rett i overkant av 2,7 millioner kvadratmeter kontorareal i Oslo. Figur 19 viser at dette ikke har fått konsekvenser, i form av stigning i kontorledigheten. Som indikerer at segmentet for næringskontorer er i en vekstfase. Dette er dog tall for Oslo, som er en folkerik by med mange registrerte virksomheter, andre byer kan ha en avvikende utvikling.



Figur 18: Nybygging kontor, u.å.a, Akershus Eiendom.

Kontorledighet Oslo, inkl. AE prognose



Figur 19: Kontorledighet Oslo, Makro, 2023, Akershus Eiendom.

5.3.1.3 Kostnadsstruktur

Teori: Ulike bransjer har kostnadsstrukturer som vil være svært forskjellige, i bransjer med høye faste kostnader vil det ofte være økt rivalisering (Whittington et al., 2020, s. 66), som resultat av forsøket på å redusere totale enhetskostnader. Høye faste kostnader oppstår for eksempel når det er behov for store investeringer i maskiner eller bygninger.

Betraktninger: I denne delen av eiendomsbransjen består produksjonen av utleie av kvadratmeter. Kostnadene for dette er for en stor del faste (administrasjon, avskrivninger og renter) med en del variable utenom (strøm og vedlikehold).

5.3.1.4 Desinvesteringskostnader

Teori: Høye desinvesteringskostnader, som gjør det kostbart å legge ned virksomheten, vil øke rivaliseringen, særlig dersom veksten i bransjen er avtakende (Whittington et al., 2020, s. 66-67). Konkurransesituasjonen blir da ofte en intens kamp om å få levere det som er igjen av etterspørsel i markedet. Desinvesteringskostnader kan være knyttet til investeringer som er gjort i eiendeler som må selges med tap eller som ikke har noen alternativ bruk.

Betraktninger: Gitt forutsetningen om fortsatt drift (regnskapsterminalogi) så kan/vil ikke eiendom og bygninger desinvesteres på samme måte som andre tradisjonelle service- eller vareprodusenter. Dersom eiendom skal/må selges vil det være av strategiske grunner som er vurdert lang tid i forveien. Det er eksempler fra USA på at kjøpesentre avvikles, men da er det ikke kjøpere til stede for prisene som var før avviklingen, eller rettere uttrykt før årsakene til avvikling har blitt konstatert. Se punkt 5.2.3 Trusler fra substitutter for ytterligere informasjon.

5.3.1.5 Differensiering

Teori: Svak differensiering av produktene eller tjenestene som leveres i markedet (Whittington et al., 2020, s. 67). Når bransjen preges av svak differensiering er det i utgangspunktet ikke noe som stopper en kunde fra å handle hvor det er rimeligst. Rivalisering på bakgrunn av pris blir i slike tilfeller eneste mulighet for å vinne kunden.

Betraktninger: Det er utfordrende å skrive noe annet enn at kjøpesentre fremstår som noenlunde like bortsett fra geografisk lokalisering og kundetilstrømming, som begge gir grunnlag for hva leiekostnad blir, slik at for en butikk som ønsker å etablere seg er valget mellom høy omsetning og høy kostnad i et "populært" kjøpesenter eller lav omsetning og lav kostnad i et mindre populært kjøpesenter. Differensiering er derfor pris.

5.3.2 Inntrengertrusler

Teori: Hvor lett det er for nye aktører å etablere seg i en bransje har stor betydning for konkurransesituasjonen, en attraktiv bransje har høye inngangsbarrierer som begrenser nyetableringer (Whittington et al., 2020, s. 67). Sentrale inngangsbarrierer er stordriftsfordeler, erfaringskurven (som handler om akkumulerte erfaringer og effektivisering over tid), kontroll over distribusjonskjeden, attraktiv geografisk beliggenhet, merkevare, og signifikante kapitalbehov ved etablering.

Betraktninger: OLT er et av Norges største selskaper innen eiendomsbransjen og har lang historikk å se til. Dette gir da utslag i stordriftsfordeler og lang erfaring. Inntrengere vil måtte ha andre fordeler dersom de skulle klare å konkurrere. Vi ser ikke tegn til vertikal integrering i denne delen av eiendomsbransjen. For eiendom generelt så gjelder det gamle uttrykket: Location, Location, Location (engelsk), slik at etablerte aktører har fordel av

handlemønstre til sine eiendommer. En ny aktør vil da ha større utfordringer med å tiltrekke eller skape nye handlevaner til ny lokasjon.

Som et solid selskap, som vår regnskapsanalyse senere vil vise bl.a. likviditet og EK andel, vil sannsynligvis OLT oppnå gode betingelser for finansiering av nordisk eiendom. Nye konkurrenter må jobbe hardt for å oppnå de samme betingelsene.

5.3.3 Trusler fra substitutter

Teori: Substitutter er varer eller tjenester som kan erstatte en virksomhets produkter, der trusselen kommer fra en annen bransje enn den som virksomheten opererer innenfor (Whittington et al., 2020, s. 69). En leder må være observant på konkurransen fra andre og nye bransjer, dersom kunder bytter til alternativer så reduseres eget salg. Prisavvik mellom tilbudene påvirker ikke trusselen, den kan fremdeles være reell så lenge forventningsverdien til kunden samsvarer med prisen. Trusler fra substitutter øker dersom det er lettvinnt for kunder å bytte mellom alternativene, med andre ord lave byttekostnader. En bransje som preges av sterke trusler for substitutter vil være mindre attraktiv.

Betraktninger: Vi anser ikke vanlige butikklokasjoner/handlegater som et substitutt for kjøpesentre, dette mener vi hører til klassisk konkurranse, ref. rivalisering. Videre må det da påpekes at kjøpesentres og kontorbyggs leietakere er butikker/serveringssteder/etc. og bedrifter. Butikkens kunder kan velge substitutter i form av netthandel og bedrifter kan velge substitutt i form av hjemmekontor for ansatte, dermed mener vi at disse typene substitutter kan vurderes som trusler for eiendomsbesittere. Se også 5.2.4 Teknologiske forhold. For bolig er det utfordrende å se klare substitutter utover vurderingen om å leie eller eie. Dette avgrenser vi bort fra oppgaven da det er en balanse i avkastningen for vurderinger av leiepriser og kjøps/salgpriser

For OLT som er størst på kjøpesentre som andel av bedriften og i sin andel av markedet i Norge (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022, 1.jan), anser vi deres kunders trusler fra substitutter å være OLTs største trusler fra substitutter.

USA gir ofte en pekepinn på utvikling generelt og innenfor konkurranseutsatt økonomiske forhold spesielt. Uttrykkene "dead malls" og "abandoned malls" eller "zombie malls"

er beskrivelser av kjøpesentre som har stengt for godt eller er i det siste stadiet før de stenger. Det beskrives en rekke årsaker til dette; overetablering av kjøpesentre og fysiske butikker generelt, sviktende lønnsutvikling blant kunder (spesielt i små og mellomstore kjøpesentre som er plassert i små samfunn), hendelser slik som finanskrisen og pandemi som fører til at store kjedebutikker (anchor stores/ankerbutikker) stenger og ikke gjenåpner som forårsaker dominoeffekt for resten, konkurranse fra "big box" og andre butikkoppsett hvor kunder kan parkere rett utenfor for enkel og rask handel, kjøpesentre som møtested opphører og at netthandel tar større markedsandel for hvert år. Oppsummert tekst fra fire kilder; The Washington Post, CNN, CNBC og Wikipedia. (Bhattacharai, 2019) (Palumbo, 2020) (DiChristopher, 2016) (Dead mall, 2023)

Det ville vært underlig dersom kjøpesenterbransjen i Norge ikke var orientert om utviklingen, dvs. kjøpesenterdød, i samme bransje i USA. Bransjen generelt er klar over fenomenet og har utført og planlegger nye tiltak slik som å fylle sentre med større underholdningsandel, slik som gokartbane, kino og badeland, som krever investeringer. Selv om bransjen forbereder seg er det en analytiker som mener risikopremie for investorer og kreditorer går opp (Parr, 2019)

En leder i Olav Thon Gruppen uttalte på konferansen Eiendom 2017 at selskapet (som er hovedaksjonær i OLT og driftsselskapet Thon Eiendom for OLT) ikke har planer for nye kjøpesentre i Norge, samt at han heller ikke mener det er behov for flere. Sverige kan stå for nye utviklinger mens i Norge blir det utvikling i form av fysiske utvidelser av eksisterende og nye konsepter i eksisterende (Hågøy, 2017).

Overnevnte kjøpesenterdød har vi ikke funnet alvorlige tegn til i Norge så langt, bortsett fra netthandel som øker sin andel av varehandel, som tidligere omtalt.

5.3.4 Kundernes forhandlingsmakt

Teori: Makt er relatert til de kundene som organisasjonen forhandler direkte med, ikke nødvendigvis de samme som konsumerer varene eller tjenestene (Whittington et al., 2020, s. 69). Kundetyper har varierende grad av makt, der de med stor innflytelse kan kreve lavere priser eller kostbare tilleggstjenester. Forhandlingsmakten til kundene avhenger

blant annet av antall tilbydere i markedet, byttekostnader og hvor vesentlig innkjøpet er for kunden.

Betraktninger: Kundene er leietakerne i OLTs bygninger slik at det er bare disse som er eksisterende kunder. Nye kunder må eventuelt vente på ledige lokaler eller overby andre butikkers leiepris. For eksisterende kunder vil forhandlingsmuligheter være utfordrende dersom det er 'kø' av nye butikker som ønsker å etablere seg og vil betale tilsvarende eller bedre. Dermed drar OLT fordel av å være dominerende aktør samt at butikkers/leietakers byttekostnader (demontering, flytting og midlertidig stenging) vil være av avgjørende betydning.

De viktigste kundene til OLT er store kjeder med sine ankerbutikker som trekker kunder til sentrene, som for eksempel vinmonopolet og apoteker. Kunder som øker omsetningen til kjøpesenteret, har sannsynligvis høyere forhandlingsmakt.

5.3.5 Leverandørenes forhandlingsmakt

Teori: Leverandørene er de som organisasjonen er avhengig av for tilgang til for eksempel råvarer, utstyr, arbeidskraft eller finansiering. (Whittington et al., 2020, s. 70). Stor forhandlingsmakt hos leverandørene kan redusere profitten til organisasjonene som er kunder. Faktorene som er avgjørende for leverandørenes forhandlingsmakt vil i stor grad sammenfalle med de som ble nevnt i tilknytning til kundenes makt.

Leverandørene har stor makt når organisasjonen kun har tilgang til en ressurs fra noen få leverandører, eller det eksisterer byttekostnader, som gjør det dyrt eller ufordelaktig å bytte leverandør. Dersom det er enkelt for leverandørene å ta over for neste ledd i leveringskjeden, kalt vertikal integrasjon, har de mye makt. Graden av differensierte produkter som leveres, særlig med få substitutter, gir større makt til leverandørene etter hvert som differensieringen øker.

Betraktninger: Vedlikehold av bygninger/eiendommer er i første linje utført for OLT av et eget drifts- og vaktmesterteam via Thon Eiendomsdrift AS. De hevder selv at dette er fordelaktig pga. de da får god kjennskap til byggene og benytter et samlet digitalt

kontrollsystem som gjør innsamling av data effektivt. For fagarbeid er det faste servicepartnere slik at arbeid kan utføres raskest. (Thon Eiendom, u.å.)

OLT er dominerende innen kjøpesentre samt store innen kontorbygg og leiligheter. For slike nyetableringer (det vil si nybygg) vil det være mange både (inter)nasjonale og lokale entreprenører som vi forestiller oss kan være interessert i å bygge, slike som EBA presenterer i sin medlemsliste (Entreprenørforeningen - Bygg og Anlegg, u.å.). Dermed er det svake forhandlingsmuligheter for entreprenørene, men dersom det er høykonjunktur kan det være kunden (OLT) som må overby for å komme fram i køen av byggeprosjekter.

Eiere av tomter er en annen leverandørtype, hvor det kan være flere forskjellige eiere. Dette er ofte kun til salgs en gang og fra en eier som ikke er profesjonell i eiendom for eksempel gårdsbruk, gammel industri (ref. Kvadrat, Amfi Sandnes og Kilden) eller en kommune. Det blir for omfattende å utføre vurderinger om forhandlingsmakt for hvert salg av eiendom.

5.3.6 Oppsummering

Rivalisering: Det er vekst i volumomsetning innenfor næringseiendom, innenfor kjøpesentersegmentet er vekstmulighetene aggregert avtagende, mens det innenfor kontorsegmentet er større vekstmuligheter. Noe differensiering på bakgrunn av pris i forhold til geografisk beliggenhet, tilbudet er ellers svakt differensiert mellom konkurrentene. Høye desinvesteringskostnader for næringseiendom, særlig kjøpesentersegmentet tilsier også sterk rivalisering.

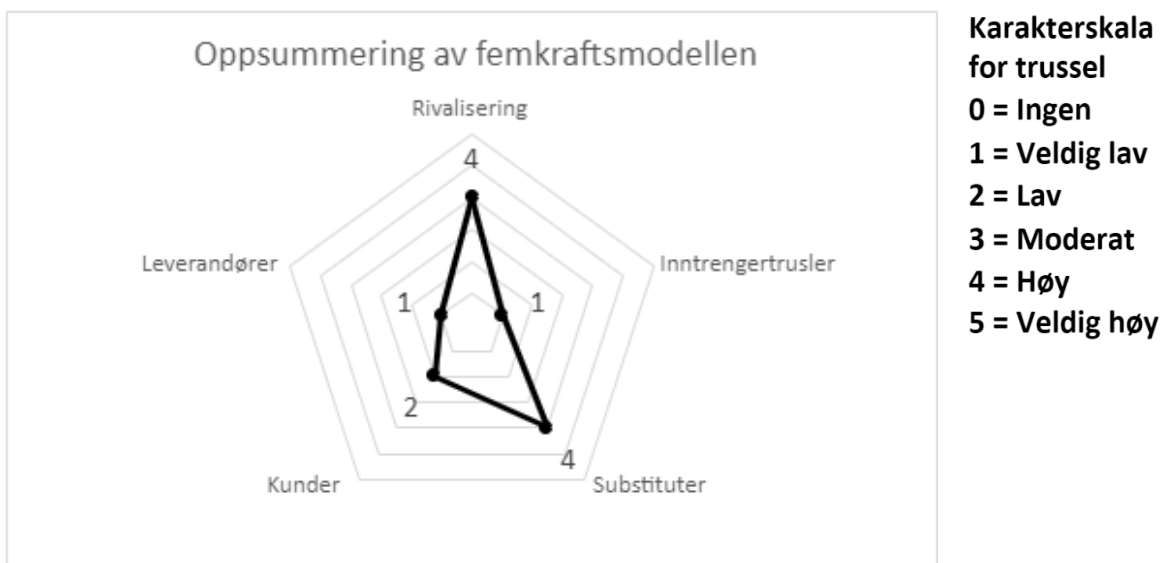
Inntrengertrusler: Det er mange eiere av eiendom slik at når inntrengere etableres med kun en(få) eiendommer så mener vi det ikke er en stor ny trussel for OLT. For større aktørers etablering ser vi noe aktivitet som tas opp i VRIO under Fysiske ressurser, hvor Aurora eiendom er en nyetablering, men som består av tidligere mindre aktører som er slått sammen, slik at det ikke er nye totalt sett.

Trusler fra substitutter: Muligheten for at netthandel, og til dels hjemmekontor, øker sin andel av total omsetning vurderer vi som negative påvirkere av verdien til OLT.

Kundenes forhandlingsmakt: Kundene er leietakerne til OLT. OLT drar fordel av å være dominerende aktør, og kundene har begrenset forhandlingskraft, men de viktige kundene har sannsynligvis høyere forhandlingskraft.

Leverandørens forhandlingsmakt: En fordelaktig samarbeidsavtale om vedlikehold med søsterselskap, som viser til mindre insentiver til leverandørens forhandlingsmakt. Samt en lav forhandlingsmakt til entreprenørene ettersom OLT er en såpass stor og verdifull kunde.

De fem konkurransekraftene gis en karakter fra 1-5 basert på trusselnivået de utgjør for OLT framover i tid, funnene oppsummeres i figur 20.

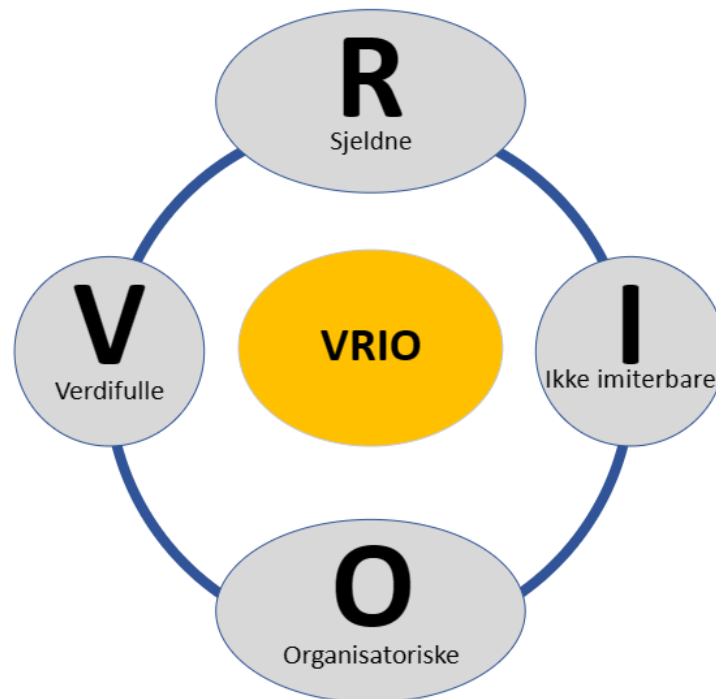


Figur 20: Femkraftsmodellen oppsummert.

5.4 Vrio analyse

Vrio analyse er en intern analyse som ser på virksomhetens ressurser og kapabiliteter, som kilde til å oppnå konkurransefortrinn ovenfor konkurrentene (Whittington et al., 2020, s. 95-99). Overordnet skiller det mellom ressurser og kapabiliteter som er i paritet med konkurrentene, det er et minimumskrav for å kunne konkurrere i markedet. Som kilde til å oppnå konkurransefortrinn ovenfor andre i markedet, kreves det ressurser og kapabiliteter som er distinktive for virksomheten.

I de neste underkapitlene belyses fire fundamentale kriterier for å oppnå varig konkurransefortrinn. Ressursene og kapabilitetene må være verdifulle for kundene, sjeldne, vanskelige å imitere, og organiseringen av virksomheten må støtte opp under foregående.



Figur 21: Egenlaget illustrasjon Vrio, basert på (Whittington et al., 2020, s. 99-104).

Med hensyn til sammenligning med andre selskaper, dvs. konkurrenter, ser vi på det som en for stor oppgave å innsamle kvalitativ og kvantitativ informasjon, som for eksempel geografiske beliggenheter, bygningskvaliteter og menneskelige egenskaper, til at det kan være mulig å sette akademisk holdbare konklusjoner på dette.

I videre betraktninger for VRIO vil vi kun ta opp de delene som er relevante for verdsettingen av OLT. Vi tar for oss ressursene:

Fysiske: geografisk plassering av kjøpesenter og kontorbygg (leiligheter utelatt).

Finansielle: kontantstrøm, finansiering og balansen.

Menneskelige: ansatte, ledere, styre og lærekurve.

5.4.1 Teori

Verdifulle: Virksomheter må sørge for at de har ressurser og kapabiliteter som verdsettes av kundene, her er det viktig å ha kundenes oppfatninger i fokus (Whittington et al., 2020,

s. 99). Det er ikke nok å ha ressurser og kapabiliteter som er unike, dersom de ikke skaper verdi for kundene. Virksomheter må benytte ressurser og kapabiliteter som utnytter muligheter og nøytraliserer trusler i de eksterne omgivelsene til virksomheten. Kostnaden knyttet til å levere verdi for kundene, kan ikke være så høy, at målet om å skape en akseptabel avkastning på investert kapital mislykkes.

Sjeldne: Ressurser og kapabiliteter som verdsettes av kundene, og som er sjeldne, vil kunne sikre konkurransefortrinn (Whittington et al., 2020, s. 100). Dersom ressurser og kapabiliteter er i paritet med konkurrentene, kan strategiske initiativ kopieres av de andre. Sjeldne ressurser kan være unik beliggenhet, sterk merkevare eller patenter. Kapabiliteter som er sjeldne kan være knyttet til en unik ferdighet, prosess eller kundeforhold som er bygget opp over tid.

Ikke imiterbare: For å sikre et langsiktig konkurransefortrinn ovenfor konkurrentene, er det ikke nok at ressurser og kapabiliteter er verdifulle og sjeldne, dersom andre kan kopiere samme oppskrift (Whittington et al., 2020, s. 100). Ikke imiterbare ressurser og kapabiliteter er de som det er vanskelig eller relativt dyrt for andre å imitere, skaffe seg eller substituere. Kilden til dette ligger ofte dypt i organisasjonen, og er svært ofte knyttet til kapabiliteter. En kapabilitet kan være vanskelig å imitere på grunn av at den er bygget opp av et integrert system av aktiviteter, kunnskap, ferdigheter og mennesker innenfor og utenfor organisasjonen. I noen tilfeller kan det være snakk om ressurser som er vanskelig å få tilgang til som for eksempel; råmaterialer, immaterielle eiendeler eller geografisk beliggenhet.

Organisatoriske: For å fullt ut kunne utnytte fordelene, knyttet til ikke imiterbare, sjeldne og verdifulle ressurser og kapabiliteter, så kreves det ytterligere en passende organisatorisk støtte (Whittington et al., 2020, s. 102). Dette kan beskrives som en støttefunksjon som bidrar til å hente ut det fulle potensiale. Den formelle strukturen i selskapet må være organisert på en hensiktsmessig måte. Ledelsen skal sørge for at de nødvendige funksjonene er dekket. Det refereres til punkt 5.3.4 Menneskelige ressurser.

5.4.2 Fysiske

Geografisk plassering av kjøpesentre og kontorbygg. Vi utelater leiligheter da det er minste del av OLTs eiendomsportefølje og fordi leiligheter kan kjøpes eller bygges ‘‘hvor som helst’’. En oversikt over OLTs eiendommer kan ses på <https://www.olt.no/Virksomheten/> hvor det opplyses at samlet utleiebart areal er 1 856 000 kvm totalt for alle eiendomsstyper.

Verdifulle: Som tidligere omtalt er geografisk beliggenhet avgjørende for verdi, men det har mer betydning for forbrukerne som har sine adferdsmønstre og ønsker lett tilgang, transport og tidsbruk til butikker og kontorer for sin hverdagshandel og arbeidsdag. Leietakerne (butikkene/bedriftene etc.), som da er plassert mellom utleier (OLT) og forbrukerne vil da vurdere eiendommen som verdifull dersom den trekker kunder og ansatte slik at omsetning er høyere enn kostnader. Selskapet har ledighetsnivå på under 4% i sine eiendommer i årene 2017 til og med 2021 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022). Dermed oppnår OLT tilstrekkelig med kunder som definerer eiendommene som verdifulle.

Sjeldne: Byggene er sjeldne i sitt nærområde siden det ofte ikke er tilsvarende til stede bortsett fra i storbyregionene, men da i noe avstand mellom etableringene, spesielt kjøpesentre. Siden OLT er størst på kjøpesentre i storbyregionene kan det da hevdes at resursene ikke er nevneverdig sjeldne, men da det ikke er lett å etablere nye som vi kommer inn på i neste avsnitt, ikke imiterbare, så mener vi at kjøpesentre vil holde seg i verdi.

Ikke imiterbare: Som teori fastslår vil geografisk beliggenhet ikke kunne kopieres med letthet. Kontorbygg og leiligheter faller ikke inn under ikke imiterbare. Eventuelle nyetableringer av kjøpesentre må da sørge for en tomt om både er attraktiv for kundetilstrømming og er regulert til formålet (ref Pestel Legal). Vi ser da at spesielt kjøpesentereiendommene til OLT kan hevdes å være ikke imiterbare, på grunn av deres plassering i attraktive storbyregioner, men siden konkurrenter også er i samme storbyregioner er det etablerte imiterte allerede, slik at det kommer an på hvordan en ser på saken; er en geografisk plassering ikke imiterbar dersom det finnes andre geografiske plasseringer som gir sammenlignbar avkastning? For betraktning under de strengeste vurderingskriterier så vurderes kjøpesentrene som imiterbare, fordi konkurrenter slik som Aurora og Steen & Strøm har samme produkt. (Aurora Eiendom, u.å.) (Steen & Strøm, u.å.)

Organisatoriske: OLT er et konsern med morselskap og flere eierselskap med tilhørende eiendommer, dvs. kjøpesenter, kontorbygg, leiligheter og noen få hotell. Drift er utført av ansatte i eierselskapene og støttet av Olav Thon Eiendomsdrift og et styre som har noen av de samme medlemmene i flere av Olav Thon selskapene. Dette mener vi tilsvarer en kombinasjon av divisjon og matrisestruktur. Den samlede kunnskapen innen eiendomsdrift, ekspansjon og markedsforhold i alle ledd kan dermed benyttes i alle eierselskapene. Vi kan bare anta at informasjonsdeling eller strukturert flyt av informasjon er en stor del av styrken i dette. I sum støtter det organisatoriske opp de fysiske verdiene i selskapet. Det refereres til punkt 5.3.4 Menneskelige ressurser.

5.4.3 Finansielle

Finansielt kjennetegnes OLT ved at de målrettet sørger for å ha likvide midler tilgjengelig slik at de kan foreta investeringer i eiendom på kort varsel (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.c). I mindre kapitalintensive bransjer kan man si at for stor kontantbeholdning er negativt, da aksjonærene kan investere midlene i lønnsomme prosjekter å få en høyere avkastning. Når strategien handler om å vokse, ved å investere i attraktive eiendommer, er det klart en fordel å ha midler tilgjengelig, slik at ikke muligheten går tapt.

Verdifulle: Skaper denne finansielle stillingen verdi for kundene til OLT? Det er klart at kundene, i form av virksomhetene som leier butikklokale eller kontorlokale vil verdsette å ha en sikker leverandør av disse produktene. Det krever ressurser å måtte bytte lokaler, både tid, penger, og tap av omsetning under omstillingen. Det kan også argumenteres for at gitt en annen finansiell strategi, så kunne spekteret av næringseiendommer OLT besitter vært av et annet omfang.

Sjeldne:

OLT			
År	2012	2016	2021
Likviditetsreserve	4438	4950	8214
Likviditetsreserve i % driftsinntekter	150,64 %	138,35 %	200,64 %

Tabell 6: Likviditetsreserve OLT. Tallgrunnlag hentet fra (Olav Thon Eiendomsselskap, 2013, s.22-23; 2017, s.20-21; 2022b, s.23-24).

Entra			
År	2012	2016	2021
Likviditetsreserve	4165	4073	9139
Likviditetsreserve i % driftsinntekter	271,73 %	142,96 %	354,09 %

Tabell 7: Likviditetsreserve Entra. Tallgrunnlag hentet fra (Entra, 2013, s.41-43; 2017, s.59-61; 2022b, s.93-95).

OLT kan vise til solid likviditetsreserve (kontanter og ubenyttet del av kassekreditt) som utvikler seg fordelaktig. En sammenligning med konkurrenten Entra, et annet eiendomsselskap, viser derimot at dette ikke er sjeldent i bransjen.

Ikke imiterbare: Det er ikke noen åpenbare hindringer for at ikke andre kan hente inn kapital, og kopiere den samme oppskriften som OLT. Innenfor kjøpesentersegmentet vil muligheten til å skaffe tilveie en portefølje, i dimensjoner som OLT, sannsynligvis måtte involvere oppkjøp av eksisterende aktører. Innenfor kontorsegmentet, der OLT er en mindre aktør og det er større vekst, er mulighetene for å kopiere strategien og skaffe seg en stor portefølje i stor grad til stede.

Organisatoriske: Målet om å ha en økonomisk styring som sikrer en god likviditet kan kun nås gjennom kontinuerlig oppfølging av økonomien i virksomheten. Det kreves at de har mennesker i organisasjonen med kunnskaper innenfor økonomi, og at noen har et overordnet ansvar for at målene nås. Gitt OLT sine meritter, og det at de i tillegg har Olav Thon Gruppen sine ressurser å trekke på, så er det organisatoriske velfungerende.

5.4.4 Menneskelige

Menneskelige ressurser og kapabiliteter spiller ofte en avgjørende rolle i en virksomhets evne til å skape og opprettholde en konkurransefordel. De menneskelige ressursene til OLT består av konsernets ansatte og styre. Ved utgangen av 2021 var det 391 årsverk i konsernet, med et sykefravær på 3,8%. Morselskapet Olav Thon Eiendomsselskap ASA hadde ved samme tidspunkt 1 årsverk (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022b). Fra 2020 er det kun administrerende direktør som er ansatt i morselskapet (Note 1).

Konsernets operasjonelle risiko er i hovedsak knyttet til at medarbeidere og systemer for forvaltning av virksomheten ikke skal fungere som forutsatt. Forvaltningen er organisert

slik at risikoen knyttet til enkeltpersoners aktiviteter og fravær er relativt lav (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022b).

Olav Thon er grunnlegger av Olav Thon Eiendomsselskap ASA og har vært styrets leder siden etableringen av selskapet i 1982. Olav Thon har siden 1940-tallet drevet en omfattende næringsvirksomhet. Dag Tangevald-Jensen er Administrerende direktør i OLT. Han har vært ansatt i ulike ledende stillinger i Olav Thon Gruppen siden 1990 og vært medlem i konsernledelsen til OLT i 30 år. Øvrige styremedlemmer har kompetanse innenfor eiendom, juss, finans, design og dagligvarehandel. (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022, 1. januar.b)

Olav Thon Eiendomsselskap ASA har en forretningsføreravtale med Thon Eiendomsdrift AS som i likhet med OLT er et datterselskap av Olav Thon Gruppen AS. Gjennom avtalen sikres konsernet tilgang på Olav Thon Gruppen AS sine ressurser innen eiendomsforvaltning og generell forretningsdrift.

Verdifulle, sjeldne, ikke imiterbare og organisatoriske: De ansatte i OLT er verdifulle. Det virker ikke som OLTs ansatte er en sjelden ressurs, og kan imiteres av konkurrenter. Videre er styret verdifull, sjelden, og vanskelig å imitere. Likevel er det forbigående ettersom styret vil endres over tid. OLTs avtale om å utstede administrasjonsrelatert arbeid til søsterselskap viser til en effektiv organisering. Det er sjeldent for et selskap å ha et såpass stort konsern som støttespiller, men strukturen kan likevel imiteres.

5.4.5 Oppsummering

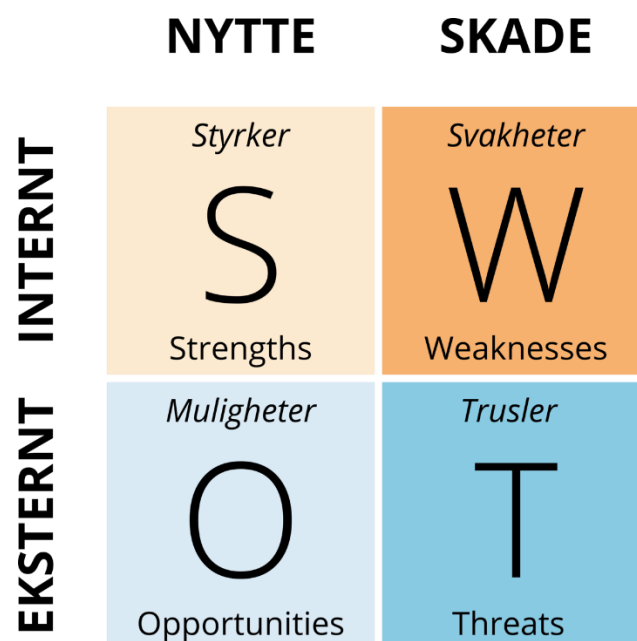
Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke imiterbar	Organisatorisk	Konkurransfordel
Fysiske	X	O	O	X	Ingen fordel
Finansielle	X	O	O	X	Ingen fordel
Menneskelige Styre	X	X	O	X	Midlertidig konkurransefortrinn
Menneskelige Ansatte	X	O	O	X	Ingen fordel

Tabell 8: Vrio analysen oppsummert.

Det er viktig å ta høyde for at selskap ikke består av enkeltstående uavhengige bestanddeler, men må ses på under ett, som en sammenvevd organisasjon, hvor kompleksiteten og relasjoner satt i sammenheng har en verdi som ikke er klassifisert i tabellen over. Ved en total betraktning av OLT mener vi selskapet vil klassifiseres som en sjelden organisasjon i Norge, men ikke unik eller ikke imiterbar, som Hamel og Prahalad (1990, s. 79-91) var først til å definere som kjernekompetanse.

5.5 Swot

Swot oppsummerer funnene fra den interne analysen av ressursene og kapabilitetene til virksomheten, samt de eksterne analysene av den makroøkonomiske og konkurranse situasjonen som påvirker virksomheten (Whittington et al., 2020, s. 112). Det er ikke en selvstendig analyse, men den er nyttig da den skjematisk presentasjonen gir god oversikt. En annen fordel med Swot er at den muliggjør en vurdering av hvilke styrker som kan være nyttige for å utnytte muligheter i de eksterne rammebetingelsene, eller som eventuelt kan svekkes av trusler. Virksomheten kan trues av en endring som kombinert med en eksisterende svakhet kan få eksistensielle følger, eller motsatt så kan en svakhet reduseres av en endring i rammebetingelsene.



Figur 22: SWOT, hentet fra: <https://snl.no/SWOT-analyse> Lisens: CC BY SA 3.0

	Nytte	Skade
Internt	Styrker: Kjernekompetanse/styre = 0,5	Svakheter:
Eksternt	Muligheter: Vridning i konsum til opplevelser = 0,25 Vekst i næringsseidomssegment = 0,25	Trusler: Netthandel = -0,5 Hjemmekontor = -0,25 Inflasjon*

Tabell 9: Strategisk analyse oppsummert.

Vi starter prosessen med vurdering av vekst i estimert fremtidig regnskap (kap. 7) ved å karakter sette punktene i tabellen over, slik at de sammenlagte verdiene på dette er en del av justeringen av vekst i kontantstrømmer. Vi har dermed ikke inkludert faktorer i SWOT som vi har vurdert i strategisk analyse som ikke direkte påvirker faktorer innen vår verdsettelsesoppgave. *Inflasjon behandler vi separat for hver post i estimert fremtidig regnskap.

6 Regnskapsanalyse

6.1 Innledning

Regnskapsanalysen i dette kapitlet gjennomføres for å gi innsikt i den økonomiske stillingen til OLT, den vurderes ved å se på lønnsomhet, likviditet og soliditet. Tallene som benyttes er hentet fra konsernregnskapet i årsrapportene årene 2017-2022 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2018, s.22-25; 2019, s.21-24; 2020, s.23-26; 2021, s.25-28; 2022b, s.23-26; 2023, s.8-11), tall fra 2017 benyttes som del av beregning av enkelte nøkkeltall.

6.1.1 Resultat, Balanse og Kontantstrøm

Se vedlegg A for resultat, balanse og kontantstrøm årene 2018-2022.

6.2. Lønnsomhet

6.2.1 Totalkapitalens rentabilitet

Totalkapitalens rentabilitet (R_{TK}) viser hvor mye avkastning som er oppnådd på investert kapital fra både långivere (G) og investorer (EK). Ifølge Hoff og Pedersen (2019, s. 210) så bør R_{TK} være minst lik gjennomsnittlig lånerente og helst over 5 % høyere enn risikofri avkastning (bankrente) ved 'normal risiko'. For renter se 5.1.2 Økonomiske forhold.

$$R_{TK} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnad}}{\text{Gj. snitt. TK}} * 100\%$$

År	2018	2019	2020	2021	2022
Totalkapitalens rentabilitet	6,11 %	5,14 %	1,74 %	8,92 %	6,26 %

Tabell 10: Totalkapitalens rentabilitet.

Perioden 2018-2022 er preget av lave renter som stiger mot slutten, koronapandemien og gryende inflasjonsoppgang. Fra tabellen over ser vi at R_{TK} er stabil bortsett fra årene 2020 og 2021. Ordinært resultat er preget av svingningene i verddivurderingene på eiendom; 2020 viser negativt 909 MNOK og 2021 positivt 1802 MNOK slik at R_{TK} får tilsvarende svingninger. IFRS med IAS 40 Investeringseiendom sørger for at verdi på eiendom hvert år justeres til virkelig verdi. Detaljer om verddivurderinger kan leses i OLTs årsrapporter for 2020 note 14 og 33 samt 2021 note 14 og 31 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2021, s. 49 og s. 65) (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022b, s. 47 og s. 62). Netto leieinntekter er relativt svakt stigende i perioden.

6.2.2 Egenkapitalens rentabilitet

Egenkapitalens rentabilitet (R_{EK}) viser hvor mye avkastning som er oppnådd på investert kapital fra kun investorer (EK). Ifølge Hoff og Pedersen (2019, s. 217) så må R_{EK} være høyere enn risikofri avkastning (bankrente) pga. risikopremie som er utledet av investors risikovurdering. Risiko kommer blant annet av at investorer er siste prioritet på krav på selskapets avkastning, dvs. etter renter til långivere.

$$R_{EK} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad}}{\text{Gj. snitt EK}} * 100\%$$

År	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapitalrentabilitet	11,20 %	8,55 %	1,21 %	16,03 %	9,80 %

Tabell 11: Egenkapitalens rentabilitet.

Utover kommentarene fra totalkapitalens rentabilitet har egenkapitalens rentabilitet høyere prosenter og tilhørende høyere risiko. Omtalte svingninger i årene 2020 og 2021 er dermed forsterket.

6.2.3 Driftsmargin og forvaltningsmargin

Driftsmargin er driftsresultatet som prosent av driftsinntektene, det vil si før finansielle poster legges til. Slik at en kan vurdere driften uten påvirkning av finansiering (Hoff & Pedersen, 2019, s. 220).

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100\%$$

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsmargin	67.28 %	64.66 %	38.74 %	74.95 %	64.55 %

Tabell 12: Driftsmargin.

Som vi ser av tallene over er disse nok en gang preget av svingningene i verdivurderingene på eiendom i årene 2020 og 2021. Disse spiller inn på driftsresultatet slik at det kan se ut som om driften er ujevn, noe som videre undersøkelser viser at den ikke er.

Forvaltningsmargin er vårt forsøk på å undersøke hvordan OLTs stabilitet i driften kan ses uten svingningene i verdivurderingene på eiendom. Her benytter vi postene som beskrevet i formelen under. Det poengteres at posten forvaltningsresultat er fra selskapets egen regnskapsoppstilling.

$$\text{Forvaltningsmargin} = \frac{\text{Forvaltningsresultat}}{\text{Leieinnt.} + \text{Eiendomsrel. innt.} + \text{Andre driftsinnt.}} * 100\%$$

År	2018	2019	2020	2021	2022
Forvaltningsmargin	59.16 %	61.24 %	62.49 %	62.48 %	62.57 %

Tabell 13: Forvaltningsmargin.

Som tabellen viser, er det nå en langt jevnere prosent over tid på forvaltningsmargin vs. driftsmargin. Dette tolker vi til at driften av OLT har gitt et jevnt og svakt økende bidrag til resultatet.

6.3 Likviditet

Likviditet beskriver virksomhetens evne til å betale sine løpende forpliktelser.

Likviditetsgrad 1 beregnes på bakgrunn av alle omløpsmidlene, likviditetsgrad 2 de mest likvide omløpsmidlene, og likviditetsgrad 3, som også kalles kontantgraden, på bakgrunn av de tilgjengelige betalingsmidlene (Hoff & Pedersen, 2019, s.235-240).

I den videre analysen av OLT sin likvide stilling vil det fokuseres på likviditetsgrad 1 og 3, da differansen mellom de totale omløpsmidlene og de mest likvide omløpsmidlene vil være minimale. OLT operer i en kapitalintensiv bransje, og de har i analyseårene en betydelig ubenyttet kassekreditt å trekke på. Betydningen av denne kassekreditten demonstreres, ved å se på likviditetsgrad 1 og 3, henholdsvis eksklusiv ubenyttet kassekreditt og inkludert.

6.3.1 Likviditetsgrad 1

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

År	2018	2019	2020	2021	2022
Likviditetsgrad 1	0,17	0,21	0,19	0,27	0,32
Likviditetsgrad 1 + ubenyttet kassekred.	1,04	1,18	1,09	1,73	1,53

Tabell 14: Likviditetsgrad 1.

Et generelt krav sier at likviditetsgrad 1 bør være høyere enn 2, da er halvparten av omløpsmidlene finansiert med langsiktig kapital. Kassekreditt ekskludert resulterer i svake tall for samtlige år. Ifølge Hoff og Pedersen (2019, s. 238) er det mest hensiktsmessig å vurdere likviditetsgradene inklusiv kassekreditt. De fleste virksomheter benytter seg av kassekreditt som en buffer når inntektene svinger, likviditeten vurdert uten kassekreditt blir da dårligere enn realiteten. Det pekes også på det faktum at nøkkeltallet ble utviklet før det var vanlig å ha kassekreditt. Likviditetsgrad 1 når ubenyttet kassekreditt medregnes er under det generelle kravet, men øker etter 2021.

Omløpsmidlene som OLT har balanseført årene 2018-2022 kan sies å være relativt likvide, OLT har ikke balanseførte varebeholdninger som en del av omløpsmidlene. Dermed kan en noe lavere andel langsiktig finansiering av omløpsmidlene forsvares. Utviklingen er dessuten i positiv retning, som vil si at betalingsevnen er forbedret i analyseårene.

6.3.2 Likviditetsgrad 3

$$\text{Likviditetsgrad 3} = \frac{\text{Betalingsmidler} + \text{Ubenyttet kassekreditt}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

År	2018	2019	2020	2021	2022
Likviditetsgrad 3	0,04	0,06	0,06	0,08	0,06
Likviditetsgrad 3 + ubenyttet kassekred.	0,91	1,03	0,97	1,54	1,27

Tabell 15: Likviditetsgrad 3.

Likviditetsgrad 3 er det strengeste nøkkeltallet, kun inkludert betalingsmidlene (foruten den ubenyttede kassekreditten, som drøftet i avsnittet ovenfor). Det generelle kravet til hva likviditetsgrad 3 bør være finnes ikke like utbredt som for likviditetsgrad 1, men ifølge Hoff og Pedersen (2019, s. 240) er 0,3 nevnt. Her viser OLT til en meget god kontantgrad, også denne økende på tvers av årene. Når likviditetsreserven mer enn dekker den kortsiktige gjelden har bedriften en svært god betalingsevne.

6.4 Soliditet

Finansiering og soliditet beskriver selskapets evne til å tåle tap. Balansen til selskapene, og dens sammensetning er i fokus.

6.4.1 Egenkapitalprosent

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{egenkapital}}{\text{total kapital}} * 100\%$$

År	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapitalprosent	46 %	46 %	47 %	51 %	52 %

Tabell 16: Egenkapitalprosent.

Egenkapitalprosenten viser hvor stor andel av eiendelene som kan gå tapt før långivere og de øvrige kreditorene berøres. En høy egenkapital er ofte et mål, da den øker kredittverdigheten og muligheten for å få gunstig finansiering. Egenkapitalprosenten uttrykker hvor robust eller solid bedrifter er til å tåle tap.

Ifølge Hoff & Pedersen (2019, s279) bør egenkapitalprosenten være minimum 30-35% for en tilvirkningsbedrift med normal risiko. Proff.no har en standardisert evaluering som mener en soliditet over 40% er meget god, som er den høyeste rangeringen gitt. Dette tilfredsstillende OLT med en nåværende 52%, og de anses å være solide i henhold til egenkapitalprosenten. (Proff.no, 2023) Samt som den har en økende trend, som anses å være positivt.

6.4.2 Finansieringsgrad 1

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig gjeld} + \text{egenkapital}}$$

År	2018	2019	2020	2021	2022
Finansieringsgrad 1	1,13	1,10	1,12	1,07	1,05

Tabell 17: Finansieringsgrad 1.

Hoff & Pedersen (2019, s.274) hevder at «Anleggsmidlene må i sin helhet være finansiert med langsiktig kapital; det vil si egenkapital og langsiktig gjeld.» Forholdstallet bør da være mindre enn 1, og helst rundt 0,67.

I OLT sitt tilfelle er den over 1, som viser til at langsiktige midler er delvis finansiert med kortsiktig gjeld. Dersom en isolert sett ser på dette nøkkeltallet, så kan en vurdere finansieringen til å være mindre gunstig i henhold til standardkravene gitt i lærebøker. OLT har en annen type drift en gjerne mer vanlige industri- og tjenestebedrifter, som kravene er beregnet for. Finansieringsgraden viser til en nedgående trend, som vurderes til å være positivt.

6.4.3 Rentedeckningsgrad

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{rentekostnad}}{\text{rentekostnad}}$$

År	2018	2019	2020	2021	2022
Rentedeckningsgrad	5,33	4,13	1,30	7,78	4,96

Tabell 18: Rentedeckningsgrad.

Rentedeckningsgraden forteller om hvordan bedrifter evner å betale sine rentekostnader. Jo høyere rentedeckningsgrad, desto bedre anledning har bedriften til å øke gjelden. Enkelte

analysebøker hevder at rentedekningsgraden minst bør være i området 3, for at bedriften skal ha noe å gå på (Hoff & Pedersen, 2019).

OLT er tilfredsstillende til dette kravet, med unntak av 2020 som skyldes en verdiendring i investeringseiendommene som påvirket resultat før skatt negativt. Samt en oppjustering året etter i 2021, som skyldes det høyere forholdstallet. Totalt sett har OLT god kontroll over rentekostnadene ifølge rentedekningsgraden. Da de utnytter gjeld til positiv meravkastning til eiere, samt har kontroll på dekningsgraden da uventet hendelser oppstår.

6.5 Oppsummering

Rentabiliteten beregnet som total kapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet, viser svingninger i resultatet, som knyttes til verdiendring på eiendom. Beregning av forvaltningsmargin, istedenfor driftsmargin viser at OLT har en stabil drift som er svakt økende, når verdiendringene elimineres.

OLT har en god betalingsevne, dvs. likviditet, som utvikler seg positivt i analyseårene, de er solide og har gode forutsetninger for å øke gjelden ved behov.

7 Estimerer for fremtidige kontantstrømmer

7.1 Innledning

Vi har først undersøkt årene 2017-2022 og hensyntatt faktorer fra strategi i kapittel 5, som benyttes til å estimere vekst i årene 2023-2027. Tallene som benyttes er hentet fra konsernregnskapet i årsrapportene årene 2017-2022 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2018, s.22-25; 2019, s.21-24; 2020, s.23-26; 2021, s.25-28; 2022b, s.23-26; 2023, s.8-11), tall fra 2017 benyttes i beregningen av geometrisk gjennomsnitt. Alle tall er i millioner norske kroner.

Når vi har valgt total kapitalmetoden følger vi oppstillingen under for å finne kontantstrøm. Oppstillingsdelene er splittet opp mht. selskapets regnskapsoppstilling i avsnittene under. En tabell med alle oppstillingsdeler presenteres i oppsummeringen av dette kapittelet.

Engelsk	Norsk
Year	År
Sales	Driftsinntekter
Costs	Driftskostnader
EBITDA	Driftsresultat eks. avskriv
Depreciation	Avskrivninger
EBIT	Driftsresultat
Tax	Skatt
EBIT(1-Tax rate)	Driftsresultat etter skatt
Capital. Exp.	Investeringer (netto)
Depreciation	Avskrivninger
Change NCWC	Endring i ikke kontant AK
FCFF	Kontantstrøm til total kapital

7.2 Verdiendring investeringseiendom

I driftsresultatet fra resultatregnskapet til OLT inngår verdiendring av investeringseiendom, grunnlaget for dette er som tidligere nevnt (i avsnitt 6.2.1 om total kapitalens rentabilitet) at regnskapet er ført etter IFRS med IAS 40 Investeringseiendom. OLT beskriver sin egen strategi til å basere seg på å erverve, utvikle og eie eiendommer, dermed er eiendommene anskaffet med formål om å eie, og ikke videresalg (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.b).

Tall hentet fra kontantstrømoppstillingen i årsrapportene til OLT viser at de sjelden selger eiendom, i 2021 solgte de en tomt i Norge og et kjøpesenter i Sverige (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022b, s.13). Av de ellers blanke (utenom et lite beløp i 2018) cellene må dette betraktes som et unntak heller enn normalen.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Innbetalinger ved salg investeringseiendom og varige driftsmidler	17	-	-	366	-

Tabell 19: Salg investeringseiendom og varige driftsmidler.

Ettersom OLT ikke opererer med formål å selge eiendommene så kan ikke investorer forvente kontantstrømmer knyttet til verdiendringene på investeringseiendommene, da verdiendringene kun har effekt på resultatet, og på den balanseførte verdien til eiendommene. På bakgrunn av informasjonen i dette avsnittet har vi ekskludert

verdiendring av investeringseiendom, fra driftsresultatet, når vi utarbeider estimert regnskap og dermed fra verdivurderingen av OLT.

7.3 Driftsresultater

7.3.1 Leieinntekter

År	2018	2019	2020	2021	2022
Leieinntekter	2828	2984	2962	2990	3220
Vekst pr år	2,09 %	5,52 %	-0,74 %	0,95 %	7,69 %
Geometrisk vekst					3,06 %

Tabell 20: Historiske leieinntekter.

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Leieinntekter	3309	3400	3493	3580	3661
Vekst pr år	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,50 %	2,25 %
Geometrisk vekst					2,60 %

Tabell 21: Estimerte leieinntekter.

Leieinntekter kommer fra OLTs eiendommer som beskrevet i orienteringen om selskapet. Leieinntektene er sterkt påvirket av omsetningen i kjøpesentre slik at det er dette som er vårt hovedfokus i betraktningene. Det er bygningene som skaper kontantstrøm (verdiskapning) slik at å selge disse ville være det samme som en fabrikk selger maskiner eller transportselskap selger fly/buss/lastebil.

Leieinntekter gikk mye opp i 2022 som vi mener er forbrukere som tar igjen tapt/spart forbruk fra 2020 og 2021. Leieinntekter over tid er tilsynelatende ikke blitt sterkt påvirket av Korona-epidemien slik at vi ser på OLT som motstandsdyktige mot tilsvarende hendelser. Dermed ser vi på historisk 5 års geometrisk vekst på 3 % som sannsynlig. Inflasjon i årene 2023 -2027 vil falle ifølge Norges banks og SSBs prognoser slik at vi antar at økte priser i disse årene gjør at volum i handel synker tilsvarende inflasjonen. Forbrukere vil bremse kjøp av kapitalvarer, dvs. ikke typiske kjøpesentervarer, som bolig, bil og båt, da disse direkte påvirkes av økende renter på grunn av finansiering. Leieavtaler for andre næringsbygg, kontorbygg og boliger er langsiktige slik at vekst i inntekter fra disse sannsynligvis er regulert i avtalene.

Leietakerne i kjøpesentre, som OLT får mesteparten av sine leieinntekter fra, selger dermed mindre volum til høyere pris. Dermed gjenstår "ordinær" historisk vekst på 3%, som vi justerer for funn i strategisk analyse, ref. oppsummering i SWOT, til minus for

netthandel (-0,5) og hjemmekontor (-0,25) samt pluss for vridning i konsum til opplevelser (+0,25) og vekst i næringseiendom (+0,25).

7.3.2 Eiendomsrelaterte inntekter og kostnader

År	2018	2019	2020	2021	2022
Eiendomsrelaterte inntekter	874	900	857	939	1003
Vekst pr år	3,43 %	2,97 %	-4,78 %	9,57 %	6,82 %
Geometrisk vekst					3,49 %

Tabell 22: Historiske eiendomsrelaterte inntekter.

Eiendomsrelaterte inntekter består av inntekter fra viderebelastning av felleskostnader, salg av markedsføringsbidrag, og andre driftsinntekter. Felleskostnadene er en samlepost for uavhengige driftstjenester som er avtalt i kontrakt mellom OLT og leietakerne. Det består blant annet av renhold, vaktmester, service, og vedlikehold. Andre driftsinntekter består av forvaltningshonorar og øvrige driftsinntekter.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Eiendomsrelaterte kostnader	-1215	-1201	-1112	-1155	-1351
Vekst pr år	5,19 %	-1,15 %	-7,41 %	3,87 %	16,97 %
Geometrisk vekst					3,18 %

Tabell 23: Historiske eiendomsrelaterte kostnader.

Eiendomsrelaterte kostnader består av vedlikeholdskostnader, felleskostnader (viderebelastet leietakere), felleskostnader (utleiers andel), andre eiendomsrelaterte kostnader, og lønnskostnader. Det er en vesentlig kobling mellom inntektene og kostnadene grunnet viderebelastning av felleskostnader.

Det er oppstått en reduksjon i inntektene og kostnadene i 2020. Dette kan forklares med redusert aktivitet grunnet nedstenginger. Årene etter reverseres aktiviteten tilbake til normal tilstand ved gjenåpning av kjøpesentrene og resterende eiendommer. Samt at postene øker årlig som en refleksjon av organisk vekst knyttet opp mot økte behov for tjenestepostene ved ekspansjon og nybygg. Det er likevel en ekstraordinær vekst sammenlignet med utgangspunktsårene 2017-2019, som kan forklares med høyere inflasjon. Det påvirker prisen på tjenestene, og veksten i inntektene og kostnadene for perioden 2021-2022.

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Eiendomsrelaterte inntekter	1051	1081	1109	1136	1165
Vekst pr år	4,80 %	2,80 %	2,60 %	2,50 %	2,50 %
Geometrisk vekst					3,04 %

Tabell 24: Estimerte eiendomsrelaterte inntekter.

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Eiendomsrelaterte kostnader	-1409	-1442	-1472	-1501	-1531
Vekst pr år	4,30 %	2,30 %	2,10 %	2,00 %	2,00 %
Geometrisk vekst					2,54 %

Tabell 25: Estimerte eiendomsrelaterte kostnader.

Størrelsesforskjellen på postene blir basert på forholdstallet (inntekter/kostnader) som har gjennomsnittlig ligget på 0.75, og er tatt i videre betraktning ved vurdering av vekst. De førstkommende årenes vekst reflekterer inflasjonsprognosene til Norges bank (ref. pestel økonomi), ettersom denne posten blir direkte påvirket av en økning i pris på varer og tjenester. De eiendomsrelaterte inntektene og kostnadene er basert på behovet til kjøpesentrene og øvrige næringseiendommer. Det er da naturlig å se en økning i denne posten ved ekspansjoner av allerede eide bygg og kjøp av nye bygg. Veksten er derfor knyttet opp imot investeringer (Capex) over tid, og reflekteres gjennom en normalisering av veksten utover 2%.

7.3.3 Andre driftsinntekter og andre driftskostnader

Andre driftsinntekter

År	2018	2019	2020	2021	2022
Andre driftsinntekter	179	167	148	165	158
Vekst pr år	-7,25 %	-6,70 %	-11,38 %	11,49 %	-4,24 %
Geometrisk vekst					-3,92 %

Tabell 26: Historiske driftsinntekter.

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Andre driftsinntekter	158	158	158	158	158
Vekst pr år	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Geometrisk vekst					0,00 %

Tabell 27: Estimerte driftsinntekter.

OLT oppgir at dette er salgsinntekter fra andre virksomheter og honorarer ifm. forvaltning av eiendommer for eksterne eiere. Disse har nedadgående historisk geometrisk trend.

Tallene er små relativt til leieinntekter og eiendomsrelaterte inntekter slik at eventuelle feilvurderinger av vekst på andre driftsinntekter ikke vil utgjøre avgjørende summer.

Andre driftskostnader

År	2018	2019	2020	2021	2022
Andre driftskostnader	-159	-157	-151	-154	-83
Vekst pr år	-0,63 %	-1,26 %	-3,82 %	1,99 %	-46,10 %
Geometrisk vekst					-12,30 %

Tabell 28: Historiske driftskostnader.

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Andre driftskostnader	-87	-89	-90	-92	-94
Vekst pr år	4,30 %	2,30 %	2,10 %	2,00 %	2,00 %
Geometrisk vekst					2,54 %

Tabell 29: Estimerte driftskostnader.

OLT oppgir at dette består av bl.a. lønn, varer og leie. Historisk svak negativ veksttrend, men den kan ikke være stabil i nær fremtid pga. inflasjon. Vi har ikke funnet årsak til fall i driftskostnad fra 2021 (154) til 2022 (83). OLTs årsrapporter har noter på dette punktet, men det er kun 2022 Q4 uten spesifikk note som er tilgjengelig i skrivende stund slik at vi da antar at 2022 tall er den nye normalen. Setter vekst 4,8% i tidlig fase pga. inflasjon, så til 2% før terminalår. Justerer for funn i strategisk analyse, ref. oppsummering i SWOT, kjernekompetanse (-0,5) reduksjon av vekst.

Sammenlagt tabell:

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Andre driftsinntekter	158	158	158	158	158
Andre driftskostnader	-87	-89	-90	-92	-94
Sum	71	69	68	66	64

Tabell 30: Estimerte driftsinntekter og driftskostnader.

7.3.4 Inntekter og kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper

År	2018	2019	2020	2021	2022
Resultat fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	96	213	-22	283	126

Tabell 31: Historiske resultat fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.

Inntekter og kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper tar utgangspunkt i «resultat fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper» i resultatregnskapet, som vises i tabellen ovenfor. Denne posten har et særegent preg, ettersom utgangspunktet er en resultatkonto som inkluderer inntekt, kostnad, verdijustering, og skatt. Selv om den inngår i driftsresultatet i resultatregnskapet. I estimert regnskap er denne posten justert for verdijusteringer og skatt, og vi sitter igjen med inntektene og kostnadene. Hensikten bak håndteringen av verdijustering er forklart i eget kapitlet 7.2. Skatten legges til som et eget punkt i verdsettelsen, og reduseres her for å unngå dobbeltelling.

Resultat fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper er en fellesbetegnelse for selskaper som OLT ikke er majoritetseier i. De er da skilt ut fra eksempelvis leieinntekt, men innebærer tilsynelatende samme type drift.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Inntekter fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	476	453	439	346	357
Vekst pr år	16,38 %	-4,83 %	-3,09 %	-21,18 %	3,18 %
Geometrisk vekst					-2,68 %

Tabell 32: Historiske inntekter fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	-353	-269	-254	-143	-152
Vekst pr år	32,21 %	-23,80 %	-5,58 %	-43,70 %	6,29 %
Geometrisk vekst					-10,66 %

Tabell 33: Historiske kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.

Utviklingen i både inntektene og kostnadene varierer i større grad. Innholdet i posten endrer seg mer sammenlignet med de andre postene i selskapet. Et scenario som påvirker posten er når OLT tidligere eide under 50% av et selskap, og kjøper resterende.

Konsekvensen av en slik handling vil øke leieinntektene totalt sett, men vil senke resultat fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Inntekter fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	360	370	380	390	398
Vekst pr år	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,50 %	2,25 %
Geometrisk vekst					2,04 %

Tabell 34: Estimerte inntekter fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	-159	-162	-166	-169	-172
Vekst pr år	4,30 %	2,30 %	2,10 %	2,00 %	2,00 %
Geometrisk vekst					2,54 %

Tabell 35: Estimerte kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.

De hyppige endringene skaper en mer usikker fremtidsutsikt ettersom det både vil bli foretatt nye kjøp som inngår i denne posten, og kjøp av resterende selskapet som fjerner verdi av posten. Igjen poengteres det at det antas begrenset salg ettersom det strider imot selskapets strategi med å utvikle og eie eiendommer. Videre betraktes inntektene til å være påvirket av samme faktorer uavhengig av eierprosent i selskapet, og vekst settes lik leieinntekt 7.2.1, med samme begrunnelser. Kostnadene settes lik veksten til andre driftskostnader og eiendomsrelaterte kostnader.

7.3.5 Administrasjonskostnader

Begrensninger ved analyse av administrasjonskostnader:

Utgangspunktet i verdsettelsen baserer seg på de siste tallene fra Q4 rapporten for 2022, men i administrasjonskostnaders tilfelle er det ikke noter som viser til fordelingen av administrasjonskostnadene. Dette vil vise seg igjen ved fremtidsestimaterne på denne posten.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Administrasjonskostnad	-191	-189	-190	-197	-180
Vekst pr år	16,46 %	-1,05 %	0,53 %	3,68 %	-8,63 %
Geometrisk vekst					1,88 %

Tabell 36: Historiske administrasjonskostnader.

Administrasjonskostnadene besto av administrasjonshonorarer (70%), leiekostnader (0,5%), andre administrasjonskostnader (16,8%), og lønnskostnader (12,7%) i 2021.

Lønnskostnaden er knyttet opp mot lønn og godtgjørelse for ledende personer ut over adm. Direktør. Administrasjonskostnadene til OLT er hovedsakelig basert på en forrentningsføreravtale med Thon Eiendomsdrift ASA, som i likhet med OLT er et datterselskap av Olav Thon Gruppen AS. Avtalen var inngått i 1983 hvor honoraret utgjør 4 % av brutto leieinntekter, med mulighet for tilleggsgodtgjørelse for eventuelle særskilte oppgaver som forretningsfører pålegges. Gjennom avtalen sikres OLT tilgang på Olav Thon Gruppen AS sine ressurser innen eiendomsforvaltning og generell forretningsdrift, og denne posten viser til deler av kostnadene tilknyttet bruk av konsernets ressurser. Forretningsføreravtalen viser en sammenheng mellom administrasjonskostnader og brutto leieinntekter.

Basert på historisk forholdstall: administrasjonskostnader/leieinntekter utgjør 6,2% gjennomsnittlig fra 2017-2022. Denne avviker fra den opprinnelige 4%andelen nevnt i avtalen hovedsakelig grunnet tilleggsgodtgjørelsen og lønnskostnadene som inkluderes i samleposten.

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Administrasjonskostnad	-205	-211	-217	-222	-227
Vekst pr år	13,96 %	2,75 %	2,75 %	2,5 %	2,25 %
Geometrisk vekst					4,75 %

Tabell 37: Estimerte administrasjonskostnader.

Vekstestimatene for administrasjonskostnadene baseres på det historiske forholdstallet administrasjonskostnader/leieinntekter på 6,2%. Dette anser vi som representativt for fremtiden ettersom avtalen har bestått siden selskapets opprettelse. OLT utnytter kompetansen til nærstående partere, som viser til mer effektiv drift. Ettersom ordningen viser til å være fordelaktig for OLT betrakter vi en fortsettelse av ordningen i fremtidig drift, og antar samme vilkår som historisk forhold.

Det oppstår en vekst per år i 2023 på 13,96%, som vi anser som normalisering fra det større fallet i 2022. Begrunnelsen bak fallet er ikke tilgjengelig siden notene ikke er fullstendige i kvartalsrapporten. Forholdstallet er lavere for 2022, og for fremtidig vekst er den normalisert til gjennomsnitt.

7.4 Avskrivninger

Som følge av at investeringseiendom verdijusteres til virkelig verdi årlig så er det ingen avskrivninger knyttet til denne balanseposten. Avskrivninger vil dermed være relatert til posten løsøre og til eierbenyttede eiendommer (Olav Thon Eiendomsselskap, 2019, s.44-45; 2020, s.46; 2021, s.48; 2022, s.46; 2023, s.).

År	2018	2019	2020	2021	2022
Avskrivninger	20	24	35	32	26
Geometrisk vekst					-0,75 %

Tabell 38: Historiske avskrivninger.

Historisk har avskrivningene vært noe volatile, året 2022 er et passende utgangspunkt, da det er et ganske gjennomsnittlig år. Den geometriske veksten årene 2017-2022 er så vidt synkende. Avskrivninger de neste årene vil ikke være like stabile grunnet inflasjon.

Inflasjon gir økte priser på anleggsmidlene som investeres i, og dermed økte avskrivninger. Endringen settes lik 4,8 % år 2023, for deretter å justeres gradvis nedover mot 2 % (ref. Pestel økonomi). Som gir følgende avskrivninger i estimert regnskap:

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Avskrivninger	27	28	29	29	30
Prosent endring	4,80 %	2,80 %	2,60 %	2,50 %	2,25 %
Geometrisk vekst					2,99 %

Tabell 39: Estimerte avskrivninger.

7.5 Skattesats

I dette avsnittet vil det vurderes hvilken skattesats som skal legges til grunn i estimert regnskap, marginalsattesats mot effektiv skattesats, og hvilken sats som skal benyttes. Effekten av å trekke ut verdjusteringer av eiendom i vår verdsettelse kommenteres mot skattekostnaden. Først vurderes den historiske effektive skattesatsen til OLT årene 2018-2022, mot skattekostnaden beregnet med marginal skattesats. Marginal skattesats i 2018 var 23%, påfølgende år var den 22%.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Resultat f/skatteknad	2880	2336	338	4767	3138
Skatteknad	364	498	81	944	650
Effektiv skattesats	12,64 %	21,32 %	23,96 %	19,80 %	20,71 %
V/marginal skattesats	662	514	74	1049	690

Tabell 40: Historisk skatteknad og skattesatser (effektiv og marginal).

Den effektive skattesatsen har variert, et gjennomsnitt for årene i utvalget blir 19,7%, som påvirkes i negativ retning av den lave effektive skattesatsen i 2018. Gjennomsnittet i 2019-2022 blir 21,4%, det er dermed hensiktsmessig å se på hva som ligger bak disse avvikene. Her ser vi årene 2018 til 2021, da full årsrapport for 2022 ikke var publisert i skrivende stund. Tallene som benyttes er hentet fra skattenoten for hvert enkelt år (Olav Thon Eiendomsselskap, 2019, s.56-57; 2020, s.60; 2021, s.60; 2022, s.57-58).

År	2018	2019	2020	2021
Skattekostnad v/marginal skattesats	662	514	74	1049
Justert skattesats Sverige	-1	-1	-5	1
Skatt tilknyt. og felleskontrollert virksomhet	-22	-47	5	-62
Skatt på andre endringer	6	32	6	-43
Endret skattesats 2018 fra 23% til 22%	-281			
Bokført skattekostnad	364	498	80	945

Tabell 41: Årsakene for lav effektiv skattesats, hentet fra skattenotene 2018-2021.

Det store utslaget i effektiv skattesats i 2018 skyldes endring i skattesats fra 23% til 22%, som dermed ikke vil være relevant å hensynta for påfølgende år. OLT har også en justering for skattesatsen i Sverige, som vi ser er effekten av dette minimal, som illustrasjon utgjør leieinntektene fra kjøpesentre i Sverige ca. 8% av totale leieinntekter i 2021 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022b, s.12). Andre permanente forskjeller som forklarer avvikene, er skatt på andel av tilknyttede og felleskontrollerte virksomheter, og skatt på andre endringer.

Skatt knyttet til resultat fra tilknyttede og felleskontrollerte virksomheter vil være en kilde til permanente forskjeller videre. Skatt på andre endringer vet vi ikke konkret hva er, dog har det vært kilde til permanente forskjeller i årene 2018-2021. Dermed baserer vi skatten de neste 5 årene på den gjennomsnittlige effektive skattesatsen 2019-2022 (21,4%).

Verdijustering av eiendom inngår i skattekostnaden som vi har analysert på bakgrunn av informasjon fra skattenoten, den blir derimot ikke en del av driftsresultatet og følgelig skattekostnaden i estimert regnskap. Verdiendringen er ikke en del av den betalbare skatten, det er en midlertidig forskjell, denne midlertidige forskjellen vil kun få skattemessig effekt for OLT dersom de selger eiendommene. En eksklusjon av denne skattemessige effekten er dermed legitim, da OLT ikke kjøper med formål for videresalg. Dermed blir skatten på driftsregnskapet i estimert regnskap som følger:

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Driftsresultat	2991	3077	3167	3251	3327
Skatt	640	658	678	696	712
Driftsresultat etter skatt	2351	2419	2489	2555	2615

Tabell 42: Estimert skattekostnad.

7.6 Arbeidskapital

For OLT vil anvendelse av ikke kontant arbeidskapital innebære at fordringer er aktuelle omløpsmidler, mens betalbar skatt, leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld benyttes som kortsiktig (ikke rentebærende) gjeld. For årene 2018-2022 gir dette følgende ikke kontant arbeidskapital:

År	2018	2019	2020	2021	2022
Fordringer	1043	1001	905	992	1055
Betalbar skatt	219	240	170	209	211
Lev. gjeld og annen kort	1525	1467	1759	1790	1205
Ikke kontant AK	-701	-706	-1024	-1007	-361
% av driftsinntektene	-16,09 %	-15,67 %	-23,24 %	-22,68 %	-7,62 %
Gjennomsnitt 2018-2022					-17,06 %

Tabell 43: Beregning historisk ikke kontant arbeidskapital.

Ikke kontant arbeidskapital er negativ for alle årene, som ikke anses problematisk for OLT, som det kom frem i avsnittet om likviditet (6.3) så har de store verdier i anleggsmidlene sine, de har likviditetsreserver å trekke på og det er dermed ikke et tegn på en gryende misligholdsrisiko. Det som skaper utfordringer, er de store endringene fra år til år. Damodaran (2022, s. 265) foreslår en beregning av ikke kontant arbeidskapital i % av inntektene (her benyttes driftsinntekter u/verdiendringer), som kan være et mindre volatilt forhold, dette var ikke tilfellet her. Gjennomsnittet for 2018-2022 (-17,06%) gir oss følgende endringer i ikke kontant arbeidskapital i estimert regnskap:

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Ikke kontant AK	-832	-854	-877	-898	-918
Endringen i kr	-471	-22	-22	-21	-20

Tabell 44: Estimerte ikke kontant arbeidskapital, basert på historisk gjennomsnitt.

Endringene i ikke kontant arbeidskapital vil basert på denne fremgangsmåten være negative for alle årene, som betyr at OLT effektiviserer kredittid til kundene sine og frigjør mer kapital. På lang sikt vil det ikke være sannsynlig at ikke kontant arbeidskapital vil bli

mer og mer negativ, derav er løsningen å sette terminalåret til null (Damodaran, 2012, s.268). Effekten av den store endringen i år 2023 vil ha en stor effekt på den frie kontantstrømmen til totalkapitalen, dette kombinert med usikkerheten knyttet til dette estimatet gjør at vi velger å sette endringene til null for alle årene i estimert regnskap.

7.7 Investeringer

År	2018	2019	2020	2021	2022
Investeringer	1287	548	914	559	883
Prosent av driftsinntekter	29,54 %	12,17 %	20,74 %	12,59 %	18,64 %
Vekst pr år	-25,78 %	-57,42 %	66,79 %	-38,84 %	57,96 %
Geometrisk vekst					-12,63 %

Tabell 45: Historiske investeringer.

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Investeringer	909	933	958	981	1002
Prosent av driftsinntekter	18,64 %	18,64 %	18,64 %	18,64 %	18,64 %
Vekst pr år	2,95 %	2,67 %	2,63 %	2,42 %	2,18 %
Geometrisk vekst					2,57 %

Tabell 46: Estimerte investeringer.

Historiske tall er hentet fra OLTs årsrapporter nøkkeltallsoversikt hvor selskapet benevner de som ‘Netto investeringer’. Gjennomsnitt siste 5 år er 838mNok og viser negativ vekst på 12,63% pr år. Gjennomsnittlig prosent av driftsinntekter er 18,74% som vi viderefører i neste 5 års estimat til 18,64%. Dette gir positiv vekst på 2,57% pr år, men fallende fra 2,95% mot 2% i terminalår.

Vi i mener det må investeres mer pr år pga. bygninger slites ned i økende tempo med alder, oppgraderinger generelt samt at ny teknologi skal installeres og miljøhensyn. I tillegg er det antakeligvis ikke blitt kjøpt noe "stort" de siste årene. Siste store kjøpene var i 2017 og 2018. Eventuelle nye kjøp av eiendom antar vi at finansieres i all hovedsak av nye obligasjon og/eller banklån, slik at kontantstrøm til aksjonærer ikke endres mer enn differansen i avkastning på nykjøp og renter til långiver, som vil være en relativt liten sum sammenlignet med selskapets eksisterende resultater. Eventuell økt risiko for aksjeeiere og långivere mener vi er tilnærmet lik null da det er investering i samme bransje og innenfor selskapets kjernekompetanse. Vi antar at vekst i all hovedsak er organisk, dvs. vekst i eksisterende eiendom, og at eventuelle nyinvesteringer er til markedsverdi, slik at nyinvestert kapital har omtrent samme avkastning som eksisterende kapital.

7.7.1 Investeringseksempel

Et eksempel på kjent nyinvestering som var avtalt, men ikke iverksatt pr 31.12.2022, som er gjennomført i skrivende stund 24.03.2023, er OLTs kjøp av andre halvdel av Sørlandsenteret. OLT eier første halvdel og står for drift av senteret slik at selskapet antas å ha den beste oppnåelige kunnskapen om kjøpesenteret og dermed lav endring i risiko og gjennomsnittlig avkastningskrav (kalles yield i eiendomsbransjen).

Kjøpsbeløp er ukjent, men omsetningstall på 2,8 milliarder kr og total leieinntekt på 128 millioner kr for 2021 er kjent (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022, 28. november). Dersom halve leieinntekt (64mnok) er nyinvesteringens avkastning også for år 2022 og OLTs gjennomsnittlige yield ifølge Q4 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023, s. 5) er på 5,46% vil det antyde et kjøpsbeløp på 1172 millioner kr. Hvis vi da også antar 100% gjeldsfinansiering til OLTs gjennomsnittrente på 4,45% (side 7) vil differansen før skatt som går til egenkapitalen være 1,01% som er ca. 12 millioner kr pr år.

Det poengteres at dette er antakelser og vil utgjøre en liten del av OLTs totale drift og resultat. På pressemeldingsdato var det kun små bevegelser i selskapets aksjekurs og Oslo børs hovedindeks datert 28. til 30. november 2022, slik at hvis vi antar at dette ikke var kjent i markedet før pressemeldingsdato vil det være en indikasjon på at markedet setter ordinær/gjennomsnittlig avkastningsverdi på nyinvesteringen og ser på den som en del av normal (forventet) drift av OLT.

7.8 Terminalvekst

Når vi skal beregne den evigvarende veksten til selskapet som terminalveksten er, så må veksten totalt i økonomien hensyntas, refererer til avsnitt 4.2.2 for teoretisk fremstilling av dette. Den langsiktige vekstraten som benyttes som terminalverdi bør i henhold til PwC baseres på den langsiktige inflasjonsforventningen på 2 %, som er Norges Bank sitt nåværende inflasjonsmål (PwC, 2022, s.14-15).

Undersøkelsen som PwC utfører, for å kartlegge input som går inn i verdsettelse ved bruk av nåverdimetoden, viser en lavere andel enn foregående år som mener 2 % svarer til langsiktig inflasjonsforventning (51 % i 2022 mot 68 % i 2021). Dermed har det vært en økning i oppslutningen som mener 2,5 % eller høyere er langsiktig inflasjonsforventning, som ikke er unaturlig da vi var og ennå er i en periode med høy inflasjon. Sentralbanken

tar aktivt i bruk sine verktøy for å bekjempe inflasjonen, og vi antar som flertallet i undersøkelsen at langsiktig vekst vil være 2 %.

Veksten i økonomien setter et tak for terminalveksten, men det vil være selskap som vokser ved en lavere rate, ikke alle bransjer og dermed selskaper tenkes å overleve når enn ser langt frem i tid. Næringseiendom vil ikke betraktes blant disse, da det sannsynligvis alltid vil finnes alternativ bruk for bygningene eller tomtene. Dermed settes terminalveksten lik 2 %.

7.9 Oppsummering

Detaljert oppstilling og fullstendig beregning (og aksjepris) kan ses i vedlegg B: Estimert kontantstrøm og aksjepris.

	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Driftsinntekter	4738	4878	5008	5140	5264	5382
Leieinntekter	3220	3309	3400	3493	3580	3661
Eiendomsrelaterte inntekter	1003	1051	1081	1109	1136	1165
Andre driftsinntekter	158	158	158	158	158	158
Innt.felleskontr.&tilkn.sels	357	360	370	380	390	398
Driftskostnader	1766	1859	1903	1944	1984	2025
Eiendomsrelaterte kostn	1351	1409	1442	1472	1501	1531
Andre driftskostnader	83	87	89	90	92	94
Administrasjonskostnader	180	205	211	217	222	227
Kost.felleskontr.&tilkn.sels	152	159	162	166	169	172
Driftsresultat eks. avskriv	2972	3018	3105	3195	3280	3357
Avskrivninger	26	27	28	29	29	30
Driftsresultat	2946	2991	3077	3167	3251	3327
Skatt	610	640	658	678	696	712
Driftsresultat etter skatt	2336	2351	2419	2489	2555	2615
Investeringer	883	909	933	958	981	1003
Avskrivninger	26	27	28	29	29	30
Endring i ikke kontant AK	0	0	0	0	0	0
Kontantstrøm til total kapital	1479	1469	1513	1560	1603	1642
Vekst pr år		-0,65 %	2,99 %	3,08 %	2,78 %	2,44 %
Geometrisk vekst (5 år)	57,95 %					2,12 %
Gjennomsnitt sum (5 år)	1290					1558

Tabell 47: Estimerte kontantstrømmer til total kapitalen.

Vi mener OLT er et modent selskap slik at det ikke kan forventes en eller flere perioder med vekst utenom normalen, dvs. ekstra høy eller lav. Vi ser at vekst i kontantstrøm til total kapital er avtakende som vi senere setter til 2% vekst fra terminalår i neste kapittel.

8 Avkastningskrav

8.1 Markedsverdi av egenkapital

Aksjekurs ganger antall aksjer = MV EK den 31. desember 2022

$$175,5 \text{ kr} * 101\,478\,908 = 17\,809\,548\,354 \text{ kr}$$

8.2 Markedsverdi av gjeld

Vi henter info fra OLTs 2022 Q4 rapport (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023, s. 6).

Bokført gjeld: 20 227 mnok (Kredittramme minus ubenyttet del, eller balanse kortsiktig rentebærende gjeld pluss langsiktig gjeld)

Gjennomsnittlig gjenværende løpetid: 3,0 år

Konsernets gjennomsnittrente: 4,45 %

Kostnadsførte renter: 762 mnok (fra kontantstrøm)

$$\text{Est. MV } G = \text{rentekost.} \left(\frac{1 - \frac{1}{(1 + \text{rente \%})^{\text{gj.snitt løpetid}}}}{\text{rente \%}} \right) + \frac{BV \ G}{(1 + \text{rente \%})^{\text{gj.snitt løpetid}}}$$

Estimert MV = renter på 2095 mnok + diskontert beløp på 17725 mnok

Estimert MV = 19820 mnok den 31. desember 2022

Estimert MV er 407 mnok mindre enn BV. Dette kan være på grunn av OLTs renteswaper som bytter flytende renter mot faste renter, slik at rentekostnader er over markedsrenter når markedsrentene beveger seg ned og under markedsrenter når markedsrentene beveger seg opp. Fastrenteandelen er 57%.

8.3 Selskapsskatt

Skattesatsen i Norge ble analysert i Pestel analysen, i avsnitt 5.1.1, der det kom frem at den har vært 22% siden 2019, dette er skattesatsen vi legger til grunn i beregning av avkastningskravet.

8.4 Gjeldskostnad

OLT oppgir en gjennomsnittrente på 4,45% den 31.12.2022 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023, s. 6). Denne renten mener vi tilsvarer långiveres gjennomsnittlige avkastningskrav på samme dato. Som en sjekk går vi til teori som kan støtte eller avvise dette ved å se til rentekostnad for året, siste utstedte lån eller obligasjon og Damodarans syntetiske rating. OLT har også fått utstedt rating fra Moody's på Baa2, men denne er datert februar 2021 slik at den vurderes som foreldet.

1. Rentekostnad for året er 762 mnok for 20171* mnok som gir rente på 3,78% i et marked med stigende renter. (* = snitt av IB og UB rentebærende gjeld fra balanse 2021 og 2022)

2. Siste utstedt lån eller obligasjon er listet på OLTs nettside

<https://www.olt.no/finans/obligasjonslan/> til rente på 4,17%. Datert 11.04.2022.

3. Syntetisk rating basert på rentedekningsgrad hvor:

Rentedekningsgrad = Resultat* før renter og skatt / rentekostnader

Rentedekningsgrad = 2741* / 762 = 3,60 (* = forvaltningsresultat)

Som benyttes i Damodarans tabell på nettside (USA data for ikke-finans firma)

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html for å finne spread på 1,62% som legges til risikofri rente på 3,18% som blir 4,80%.

Basert på disse funnene og tidligere nevnte faste renter mener vi at det er realistisk når OLT oppgir 4,45% gjennomsnittlig lånerente og velger å benytte denne i verdsettelsen av aksjen.

8.5 Egenkapitalkostnad

8.5.1 Risikofri rente

Da eierskap av verdiene som aksjene i OLT representerer er langsiktige, aksjene er registrert på en norsk børs, og selskapets inntekter er i norske kroner, velges tiårs

statsobligasjon fra Norges Bank. Ifølge Norges banks nettsider var tiåringens rente 3,18 % den 30. desember 2022 (Norges Bank, u.å.).

8.5.2 Beta

Regresjonsbeta og fundamental bottom-up beta er beregnet. Se vedlegg C, D, E og F for detaljer. Funn oppsummert i tabellene under.

Intervall	Måned	Uke	Dag
Observasjoner	60	261	1254
R-kvadrat	0.3640	0.2262	0.1366
Standardfeil	0.1651	0.0868	0.0368
Beta	0.9515	0.7554	0.5183

Tabell 48: Regresjonsbeta ved måned, uke og dagsintervall.

Ved regresjon har vi funnet beta på 0,76. Valg av intervall for regresjon ble ukeintervall med femårs historikk. Dagintervall kunne vært valgt fordi det gir flest observasjoner, men vi er klar over at det blir utsatt for bias mot lavere verdier fordi lavt volum og små/ingen prisendring. Månedsintervall kunne vært valgt, men da blir det langt færre observasjoner med større standardfeil. Femårs historikk benyttes siden firmaet er innen samme bransje, og har noenlunde stabile gjeldsforhold. Valg av indeks for regresjon ble OSEBX, fordi det er Oslo børs' hoved aksjeindeks som reflekterer markedet aksjen handles i.

	Måned	Uke	Dag			Måned	Uke	Dag
Selskap	Regresjons beta	Regresjons beta	Regresjons beta	Gjeldsgrad	Skatt %	Unlevered Beta	Unlevered Beta	Unlevered Beta
Entra ASA	1.1273	0.8072	0.7432	2.1175	22.00 %	0.4251	0.3044	0.2803
KMC Properties ASA	1.6664	1.4260	0.4388	1.4229	22.00 %	0.7898	0.6759	0.2080
Gjennomsnitt	1.3969	1.1166	0.5910	1.7702	22.00 %	0.5867	0.4690	0.2482
Vekting Norge*	0.92					0.5398	0.4315	0.2284
Fabege AB	0.9512	0.8107	0.6789	1.1363	20.60 %	0.5000	0.4262	0.3569
Vekting Sverige*	0.08					0.0400	0.0341	0.0286
Unlevered Beta for OLT: Sum vekting Norge og Sverige						0.5798	0.4656	0.2569
Bottom up beta for OLT				1.1357	22.00 %	1.0934	0.8780	0.4845

(*Vekting basert på omsetning.)

Tabell 49: Bottum up beta.

Bottom up beregningene, som er hemmet av få sammenlignbare eiendomsselskaper på Oslo børs, viser en beta som er i nærheten av ren regresjonsbeta. Svensk selskap er også regresjonsbehandlet med OSEBX.

Det er få selskaper innen eiendomssektoren på Oslo børs, slik at det er utfordrende å sammenligne selskaper og finne bransjegjennomsnitt for slike typer av data. Vi ser derfor til Damondarans nettside, og slår opp på tabeller for bransjer presentert der. Dette er basert på USA data fra ikke-finans selskaper.

Hovedside for tabeller generelt:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#industry

Tabell regresjon, som viser beta på 0,79:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/indreg.html

Tabell bottum-up, som viser beta på 0,79:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Info om input hvor Damondaran benytter uke-beta:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm

Det foretas ikke justert betaberegning fordi vi anser selskapet som allerede modent og stabilt innenfor etablert bransje. Videre forutsettes det at OLT fortsetter i eiendomssegmentene de allerede er etablert i. Damodaran (s. 311) støtter en slik tilnærming.

Basert på analysen i teksten over går vi videre med en beta på 0,76 hentet fra regresjon.

8.5.3 Markedsrisikopremie

PwC gjennomfører årlig en undersøkelse der utvalget er Foreningen for finansfag Norge, som kartlegger ulike faktorer som inngår i beregning av avkastningskravet (PwC, 2022, s.8). Kartleggingen viser at markedsrisikopremien i det norske markedet, basert på median, er 5 % for 2022. Markedsrisikopremien har holdt seg uendret årene 2014-2022.

8.5.4 Likviditetspremie

Ved inklusjon og valg av nivå på likviditetspremie baseres betraktningene på en samlet vurdering av funnene, basert på metodene presentert i teorikapittelet 4.2.4.4. Metodene går ut på anvendelse av størrelse på selskapet og handelsvolum av aksjen.

8.5.4.1 Likviditetspremie anvendt på størrelsen av selskapet

En måling av markedsverdi til egenkapital er i ordinære tilfeller veldig enkelt gjennom kalkulasjonen: aksjepris * antall aksjer. Videre er denne verdien justert for aksjer som ikke vil kjøpes og selges. Yahoo Finance mener at OLT sine aksjer har en eierandel fra insidere på 79%. Videre er 9,91% holdt av institusjoner hvor 47% av denne andeler har en fri flyt (Yahoo Finance, 2023a). Vi anser den direkte og indirekte eierandelen fra Olav Thon Stiftelsen som låste aksjer i kalkulasjonen av likviditet. Basert på uttalelsene under anser vi at intensjonen er å beholde aksjene.

Olav Thon Stiftelsen skriver i vedtektene: § 6 «Eierskapsutøvelse i Olav Thon Gruppen AS og underliggende virksomheter (konsernet)» at stiftelsen skal opprettholde 100 % eierskap til aksjene i Olav Thon Gruppen AS (Olav Thon Stiftelsen, 2021). Videre skrives det på Olav Thon Gruppen sin nettside at stiftelsens formål er å utøve et stabilt og langsiktig eierskap i Olav Thon Gruppen og underliggende virksomheter (Olav Thon Gruppen, u.d), hvor OLT inngår i underliggende virksomheter.

Her kan en kontrollpremie argumenteres istedenfor likviditet, fordi stemmeretten er begrenset til en eier/part. For at eierstruktur skal anses til å være relevant må det ha en betydning for aksjonærene. Vi anser styret i OLT som en styrke, og det er da ikke relevant i nåværende situasjon. Det ses derfor på konsekvensene av eierstrukturen i form av likviditet.

Børsverdien per 31.12.22 var 17,8 milliarder kroner, men justert for de utilgjengelige aksjene er det resterende beløpet på 3,7 milliarder kroner. Dette er verdien som kan kjøpes og selges på børs av institusjoner og resterende. Den justerte verdien treffer innenfor intervallet 2-5 milliarder, som ifølge (Ødegaard, 2023) forsvarer en likviditetspremie på 1%, og inntil 2%.

8.5.4.2 Likviditetspremie anvendt på handelsvolum

Under vises det til volumet til OLT, Entra ASA og Oslo børs i kr på en årsbasis. Denne informasjonen brukes videre i kalkulasjonen av turnover ratio. Entra brukes som en relevant sammenligning ettersom de har tilnærmet lik aksjekurs på målingstidspunktet og er en konkurrent.

Dato	Volum OLT	Dato	Volum Entra	Dato	Volum Oslo Børs
01.01.2022	330 003	01.01.2022	2 189 819	01.01.2022	1 640 813 000
01.02.2022	642 776	01.02.2022	1 869 588	01.02.2022	1 698 544 600
01.03.2022	161 838	01.03.2022	7 559 185	01.03.2022	2 418 819 900
01.04.2022	350 283	01.04.2022	2 354 291	01.04.2022	1 442 538 500
01.05.2022	342 617	01.05.2022	2 062 928	01.05.2022	1 961 689 900
01.06.2022	334 134	01.06.2022	5 803 776	01.06.2022	1 799 762 000
01.07.2022	61 447	01.07.2022	1 580 119	01.07.2022	1 426 035 000
01.08.2022	146 548	01.08.2022	1 285 981	01.08.2022	1 870 486 800
01.09.2022*	280 059	01.09.2022	3 275 420	01.09.2022	1 890 763 500
01.10.2022	90 548	01.10.2022	4 131 424	01.10.2022	1 797 799 800
01.11.2022	105 369	01.11.2022	3 921 148	01.11.2022	1 726 629 600
01.12.2022	220 537	01.12.2022	4 451 995	01.12.2022	1 278 260 700
01.01.2023	92 455	01.01.2023	2 490 969	01.01.2023	1 448 411 800
Sum	3 158 614	Sum	42 976 643	Sum	22 400 555 100

Tabell 50: Handelsvolum for OLT, Entra og Oslo Børs. Tall hentet fra Yahoo Finance (2023.b.c & d.)

*Olav Thon Eiendomsselskap lanserte i september et tilbud til aksjonærene om tilbakekjøp av inntil 3 millioner aksjer. Ved akseptfristens utløp kjøpte selskapet tilbake 2.144.263 egne aksjer (2,1 %) for 185 kroner per aksje. Tilbakekjøpet av aksjer på 2,1% førte til en reduksjon av fri flyt av aksjer. Det er begrenset frihet til videre tilbakekjøp grunnet allerede begrenset likviditet i aksjen. Det antas ikke som er gjentakende hendelse, og volumet fra september er justert for tilbakekjøpet. Justeringen påvirker ikke betraktningene i en betydelig grad.

Kalkulasjon av turnover ratio	OLT	Entra	Oslo børs
Handelsvolum	3 158 614	42 976 643	22 400 555 100
Markedsverdi	17 809 548 354	19 269 571 419	3 934 351 400 000
Turnover ratio	0,000177	0,002230	0,005694

Tabell 51: Turnover ratio OLT, Entra og Oslo Børs. Tall hentet fra Yahoo Finance (2023e), og AksjeNorge (2023, 6.februar).

Konklusjonen fra denne anvendelsen er at OLT har betraktelig lavere turnover ratio enn gjennomsnitt på børs og entra. Det kan være en forklarende faktor for lavere aksjepris på børs enn fundamental verdsettelse i kapittel 9 ekskludert justeringen for likviditet, og relativ verdsettelse i kapittel 10.

En av observasjon som ble oppdaget den 30.03.2023 er at OLT var den 16ende (15 636kr omsatt) mist omsatte aksjen av 233 selskaper på Oslo børs. Til sammenligning var Entra på

163 plass med 10 481 916 kr omsatt. Entra har en tilsvarende lik børsverdi på målingspunktet (30.03) på omtrent 18 milliarder.

8.5.4.3 Konklusjon av likviditetspremie

Ved valg av nivået på premien basertes på utgangspunktet med likviditetspremie på 1% grunnet funnene i kapittel 8.5.4.2. Videre legges det til en premie på 0,5% grunnet funnene fra handelsvolum ettersom størrelse i seg selv ikke er en god nok forklarende faktor for OLT sin situasjon. Samlet sett er likviditetspremien satt til 1,5%, som tillegges egenkapitalkostnaden (CAPM) i kapittel 8.5.5.

8.5.5 Avkastningskravet til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes på bakgrunn av kapitalverdimodellen (teorien presenteres i 4.2.4), der de ulike elementene som inngår er beskrevet tidligere i avsnittet 8.5. Formelen for avkastningskravet til egenkapitalen inkludert likviditetspremien blir som følger:

$$r_e = R_f + B_i(E[R_m] - R_f) + \text{likviditetpremie}$$

Risikofri rente (R_f) på 3,18%, Beta (B_i) 0,76, markedes risikopremie ($E[R_m] - R_f$) på 5%, og en likviditetspremie på 1,5% gir følgende avkastningskrav til egenkapitalen:

$$r_e = 3,18\% + 0,76 * 5\% + 1,5\% = 8,48\%$$

8.6 Oppsummering

Avkastningskravet til total kapitalen (WACC) baseres på de ulike elementene som er beskrevet eller beregnet i kapittel 8. Formelen for beregning av WACC er som følger:

$$r_{tk} = r_e \left(\frac{EK}{EK + G} \right) + r_g (1 - \text{marginalskatt}) \left(\frac{G}{EK + G} \right)$$

Markedsverdien av gjeld og markedsverdien av egenkapital benyttes når gjeld- og egenkapitalandelene beregnes, verdien er henholdsvis 19 820 MNOK og 17 810 MNOK. Gjeldskostnaden som benyttes er den OLT oppgir på 4,45%, marginalskatten er 22%, og egenkapitalkostnaden er 8,48% som beregnet i forrige avsnitt. Vi har da kommet frem til et avkastningskrav til total kapitalen, som følger:

$$r_{tk} = 8,48\% \left(\frac{17\,810}{37\,629} \right) + 4,45\% (1 - 22\%) \left(\frac{19\,820}{37\,629} \right) = 5,84\%$$

9 Fundamental verdsettelse

9.1 Innledning

I dette kapitlet oppsummeres den fundamentale verdsettelsen, basert på estimatene i fremtidsregnskapet og avkastningskravet, fra kapitlene 7 og 8. Dette er grunnlaget for beregning av terminalverdien, samt netto nåverdi som til slutt gir oss en aksjeverdi for OLT.

9.2 Terminalverdi med diskontering

Terminalverdien er veksten fra år 2028 og videre i evigheten, denne er et vesentlig element i verdsettelsen. Gordons formel benyttes for å finne frem til terminalverdien:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{KS_n * (1 + g)}{(r - g)}$$

Utgangspunktet for beregning av terminalverdien er den frie kontantstrømmen til totalkapitalen i år 2027 på 1642 MNOK, som vi kom frem til i kapittel 7. Veksten (g) som benyttes i utregningen er 2%, denne ble drøftet i avsnittet 7.7 terminalvekst. Siste input i beregning av terminalverdien er avkastningskravet til totalkapitalen (WACC), som vi beregnet til 5,84% i kapittel 8. Deretter diskonteres terminalverdien, med WACC, slik at vi sitter igjen med nåverdien.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{1642 * (1 + 2\%)}{(5,84\% - 2\%)} = 43\ 607$$

$$\text{Nåverdi av terminalverdi} = \frac{43\ 607}{(1 + 5,84\%)^5} = 32\ 830$$

9.3 Fri kontantstrøm til totalkapitalen med diskontering

Vi henter våre 5 år (2023-2027) med estimert fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF) og diskonterer denne til nåverdi mht. til totalkapitalens avkastningskrav (WACC).

	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	Sum
FCFF	1469	1513	1560	1603	1642	
Nåverdi	1388	1351	1316	1278	1237	6569

Tabell 52: Nåverdien av frie kontantstrømmer til totalkapitalen.

9.4 Aksjeverdi

Selskapets verdi finner vi ved å slå sammen diskontert terminalverdi og diskontert fri kontantstrøm til total kapitalen. Så trekker vi fra gjeld og legger til kontantbeholdning for å finne verdi av egenkapital. Deretter deler vi egenkapital på antall aksjer i markedet den 31. desember 2022 for å finne estimert aksjeverdi på samme dato.

	Terminal nåverdi	32,830	MNOK
-	FCFF nåverdi	6,569	MNOK
=	Sum nåverdi AS	39,398	MNOK
-	Gjeld (markedsverdi)	19,820	MNOK
+	Kontantbeholdning	235	MNOK
=	Sum nåverdi EK	19,814	MNOK
/	Antall aksjer	101,478,908	STK
	Estimert aksjeverdi	195.25	NOK
	Faktisk aksjepris	175.50	NOK
	Avvik fra børs i kr	19.75	NOK
	Avvik fra børs i %	11.25	%

Tabell 53: Estimert aksjeverdi.

10 Relativ verdsettelse

10.1 Innledning

Vi refererer til teori for formler og forklaringer på relative verdsettelse. Se vedlegg G for tallgrunnlag og beregninger.

10.2 Price/Sales

Fremstilling av P/S	Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Aurora Eiendom AS	Fabege AB	KMC Properties ASA	Entra ASA	Gjennomsnitt
P/S	4,31	5,12	8,82	8,18	5,89	7,00
Sales	4 133 000 000					
Antall aksjer	101 478 908					
Verdsettelse OLT	285					

Tabell 54: Verdsettelse ved Price/Sales multipliseringen.

Gjennomsnittlig P/S for de sammenlignbare selskapene er 7,00. Ved anvendelse av gjennomsnittlig P/S på OLT viser det til en verdi på 285kr per aksje.

10.3 Price/Earnings

Fremstilling av P/E	Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Aurora Eiendom AS	Fabege AB	KMC Properties ASA	Entra ASA	Gjennomsnitt
P/E	7,31	5,54	11,84	13,52	-30,40	10,30
Earnings	2 435 493 792					
Antall aksjer	101 478 908					
Verdsettelse OLT	247					

Tabell 55: Verdsettelse ved Price/Earnings multiplipelen.

Entra har negativ p/e, som viser til regnskapsmessig tap for perioden 2022. Det anes å være et avviksår fra normalen, og ikke representativt. Entra fjernes derfor fra p/e beregningene. Gjennomsnittlig P/E for de sammenlignbare selskapene er 10,3. Ved anvendelse av gjennomsnittlig P/E på OLT viser det til en verdi på 247kr per aksje.

10.4 Price/Book

Fremstilling av P/B	Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Aurora Eiendom AS	Fabege AB	KMC Properties ASA	Entra ASA	Gjennomsnitt
P/B	0,54	0,57	0,64	0,93	0,61	0,69
Bokført verdi	32 694 000 000					
Antall aksjer	101 478 908					
Verdsettelse OLT	221					

Tabell 56: Verdsettelse ved Price/Book multiplipelen.

Gjennomsnittlig P/B for de sammenlignbare selskapene er 0,69. Ved anvendelse av gjennomsnittlig P/B på OLT viser det til en verdi på 221kr per aksje. Verdiendringen av investeringseiendom eid av børsnotert selskap svinger med justert verdi, ref. avsnitt 6.2.1 og IFRS med IAS 40 Investeringseiendom, fører til at regnskapets bokførte verdi endres for hvert tilfelle. Det blir da teoretisk likt for alle selskapene slik at P/B relativ består.

10.5 Price/SQM

Fremstilling av P/KVM	Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Aurora Eiendom AS	Fabege AB	KMC Properties ASA	Entra ASA	Gjennomsnitt
P/KVM	9595	13511	22744	4188	12076	13130
KVM (til utleie)	1 856 000					
Antall aksjer	101 478 908					
Verdsettelse OLT	240					

Tabell 57: Verdsettelse ved Price/SQM multiplipelen.

Vi ble nysgjerrige på bransjespesifikke metoder for relativ verdsettelse. Det ble i dette tilfellet ikke en nøyaktig måte å verdsette på. Flere av selskapene har en annen

forretningsmiks enn det OLT har, slik som eiendomsutvikling og forvaltning samt kjøp og salg av eiendommer som ikke har eide kvadratmetre som kan inkluderes. Dersom vi kun skulle tatt med leieinntekter og eide kvadratmetre måtte vi også justert aksjepriser tilsvarende verdien på de fjernede forretningsmiksene. Vi ser likevel på denne verdsettelsen som en indikasjon på rett verdi da den er i intervallområdet fra de andre verdsettelsene.

10.6 Oppsummering

OLT viser til å ha en høyere prising per aksje ved bruk av relativ verdsettelse enn den faktiske børsverdien på målingstidspunktet. Dette kan forklares ved en feilprising, eller en eller flere faktorer som inngår ved verdsettelsen som ikke kan måles rent tallmessig.

11 Sensitivitetsanalyse

11.1 Innledning

Det er mange faktorer som spiller inn på vår verdsettelse, og de påvirker verdien på selskapet i ulik grad. Derfor ønsker vi å se hvor mye endringer i enkelte faktorer påvirker vår verdi av selskapet. Vi har valgt å fokusere på endringer i avkastningskrav og vekst i terminalverdi.

11.2 Sensitivitet i WACC og vekst i terminalverdi

		WACC				
		4,84% (-1,0%)	5,34% (-0,5%)	5,84 % (0,0%)	6,34% (+0,5%)	6,84% (+1,0%)
Vekst i terminal verdi	1,0% (-1,0%)	211	165	128	99	75
	1,5% (-0,5%)	262	203	158	122	94
	2,0% (0,0%)	330	253	195	151	117
	2,5% (+0,5%)	428	320	244	188	145
	3,0% (+1,0%)	579	415	309	235	180

Tabell 58: Sensitivitet i aksjepris ved endring i terminalverdi og WACC:

Vekst i terminalverdi og totalkapitalkostnaden anses som to viktige faktorer i verdsettelsen. Matrisetabellen ovenfor viser sensitiviteten i aksjepris ved endring i nivå på nevnte faktorer. Tallene i parentes er endring fra nivå brukt i verdsettelsen.

Tabellen ovenfor viser hvordan en økning eller reduksjon på 0,5% i WACC, og vekst i terminalverdi påvirker OLT sin aksjekurs. Aksjekursen er sensitiv til endringene, som påvirker usikkerhetsnivået ved beregningene av den estimerte aksjeverdien.

11.3 Sensitivitet i WACC komponenter

Totalkapitalkostnaden bygges opp av flere komponenter. Under er det foretatt en sensitivitetsanalyse av de mest relevante komponentene i henhold til usikkerhetsmomenter, så testes de i henhold til deres effekt på aksjeprisen.

11.3.1 Likviditetspremies effekt på aksjepris

Likviditetspremie effekt på aksjepris							
Likviditetspremie	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Endring i premie	-1,5 %	-1,0 %	-0,5 %	0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %
Aksjepris	282	249	220	195	173	153	141

Tabell 59: Sensitivitet på aksjeprisen ved justering av likviditetspremien.

Likviditetspremie er en addisjon til verdsettelsen utover det ordinære. Denne mener vi er en forklarende faktor for deler av forskjellen mellom børsverdi, og den relative verdsettelsen. Effekten på den fundamentale aksjeprisen er betydelig, og eventuelle feiltolkninger her vil ha utslag på konkluderende tanker og resultat på den estimerte aksjeprisen.

11.3.2 Betas effekt på aksjepris

Betas effekt på aksjepris			
Intervall	Daglig	Ukentlig	Månedlig
Beta	0,52	0,76	0,95
Aksjepris	262	195	155

Tabell 60: Sensitivitet i aksjeprisen ved endring i beta.

I verdsettelsen ble det foretatt et valg av intervall på regresjonsanalysen. I tabellen vises sensitiviteten i aksjeprisen ut ifra nivået på beta. Valg av intervall har betydelig effekt på estimert aksjeverdi.

11.2.3 Risikofri rentes effekt på aksjepris

Denne analysen er primitiv i det den ikke inkluderer alle faktorene som spiller inn ved ending av rentenivå. Ending av den risikofrie renten påvirkes av makroøkonomiske forhold, som igjen påvirker blant annet tilbud og etterspørsel i markedet, og

inflasjonsnivået. Samt som andelen faste renter internt kan endres over tid. Dette vil påvirke aksjeprisen utover det som vises i analysen under. Det er likevel foretatt en sensitivitetsanalyse for å se sammenhengene mellom den risikofrie renten og gjeldskostnaden i selskapet.

Endring i risikofri rente og endring i gjeldskostnad anses å være sammenhengende. Som nevnt i 5.2.2.3 har OLT fastrente på 57% av gjelden, og den gjennomsnittlige rentebindingen er på 3,5 år. Effekten for endring i rentenivå på gjeldskostnaden er bare påvirket av den variable andelen.

Risikofri rente og gjeldskostnad effekt på aksjepris							
Risikofri rente i %	1,68 %	2,18 %	2,68 %	3,18 %	3,68 %	4,18 %	4,68 %
Endring	-1,5 %	-1 %	-0,50 %	0	0,50 %	1 %	1,5
Aksjepris1	328	275	230	195	165	139	116
Aksjepris2	400	312	246	195	155	122	95

Tabell 61: Sensitivitet i aksjeprisen ved endring i risikofri rente.

Aksjepris1 viser til effekten av endring i risikofri rente og gjeldskostnad med fastrenteandelen på 57%, og aksjepris2 viser effekten med 100% variable renter.

Konsekvensene av å inkludere fastrenter i gjeldporteføljen er at aksjeprisen blir mindre sensitiv til renteendringene. Det vil gi et bedre utslag for aksjeprisen ved økte renter, men selskapet går glipp av deler av oppsiden ved reduserte renter.

12. Kritikk

Vi har benyttet informasjon som ikke var tilgjengelig for investorer på verdsettelsesdagen 31. desember 2022.

Års- og fjerdekvartalsrapportene som benyttes som en informasjonskilde i oppgaven er skrevet av selskapene og kan dermed gi et mer positivt bilde av virkeligheten enn det som er tilfellet. I informasjonsinnhenting generelt har vi også stolt på utgivere, men vi mener det er kilder som har mer å tape enn å vinne på uriktige opplysninger.

Strategisk analyse og verdsettelsen er utført med ønske om å være objektive, men forfatterne kan ha bias som ubevisst tas inn i vurderinger.

Til informasjon er kandidat John Andreas Tjelta eier av 355 aksjer i Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

13. Konklusjon

Vi mener å ha oppnådd målet med oppgavens problemstilling:

Hva er aksjeverdien av Olav Thon Eiendomsselskap ASA per 31.12.2022?

Estimert aksjeverdi i henhold til fundamental verdsettelse er 195,25 kr. Dette er over aksjeprisen på 175,50 kr på verdsettelsesdatoen. I prosent 11,25 % over. Dvs. aksjeprisen er undervurdert ifølge vår verdsettelse, slik at det kan lønne seg å kjøpe aksjen.

Vi finner støtte til vår verdivurdering i relativ verdsettelse hvor verdiene var ved P/S: 285, P/E: 247, P/B: 221 og P/SQM: 240, som alle er over aksjeprisen.

Betaberegning er blant de største usikkerhetsmomentene sammen med vekst i kontantstrøm. Avkastningskravet er sterkt påvirket av Beta slik at eventuelle feiltolkninger av denne og vekstestimerer for kontantstrøm fører til konsekvenser for vår verdiestimering.

Effekten likviditetspremie har på estimert aksjeverdi er også blant det som gir sterkest utslag på verdien. Dette er verdsettelsesteori som ikke har like etablert praksis, slik at vi må se på dette med varsomhet.

Litteraturliste:

Akershus eiendom. (2022). *Kjøpesenter i endring*. (Innsyn & utsyn).

<https://s3.eu-north-1.amazonaws.com/akershuseiendom/November-Innsyn-utsyn-NO.pdf>

Akershus eiendom. (2023). *Makro*. (Status & Prognoser).

https://s3.eu-north-1.amazonaws.com/akershuseiendom/2023-1-Status-Prognoser-Akershus-Eiendom_2023-01-31-110551_oozi.pdf

Akershus Eiendom. (u.å.a). *Nybygging kontor*. [Tabell]. Hentet 10. Februar 2023 fra

<https://akershuseiendom.no/markedsinnsikt/data/leiemarked?sector=Kontor&subSector=Nybygging+kontor>

Akershus Eiendom. (u.å.b). *Transaksjonsvolum*. [Tabell]. Hentet 13. Februar 2023 fra

<https://akershuseiendom.no/markedsinnsikt/data/transaksjonsmarked?sector=Transaksjonsvolum&subSector=Volum>

AksjeNorge. (2023, 6.februar). *Største selskaper på Oslo Børs*

<https://aksjenorge.no/aktuelt/2023/02/06/storste-selskaper-pa-oslo-bors/>

Alti Forvaltning AS. (u.å.). *Våre kjøpesentre*. Hentet 20. april 2022

<https://alti.no/alti-forvaltning/vaare-kjoepesenter/>

Aurora Eiendom AS. (2023). *Annual report 2022*.

<https://aurora.no/media/k2wdlwggw/aurora-eiendom-as-annual-report-2022.pdf>

Aurora Eiendom AS. (u.å.). *Our portfolio of shopping centers* Hentet 10. februar 2023 fra

<https://aurora.no/shopping-centers/>

Bhattacharai, A. (2019, 22. november). Malls are dying. The thriving ones are spending millions to reinvent themselves. *The Washington Post*.

<https://www.washingtonpost.com/business/2019/11/22/malls-are-dying-only-these-ones-have-figured-out-secrets-success-internet-age/>

Brunmark, K. (2013, 7. november). *Sanner fjerner rødgrønt kjøpesenterforbud*.

ABC Nyheter. <https://www.abcnyheter.no/nyheter/2013/11/07/186174/sanner-fjerner-rodgront-kjopesenterforbud>

Bøe, Eivind. (2022, 15. Desember). Norges Bank venter høyere prisvekst enn den gjorde tidligere. *E24*, <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/GMPLL9/norges-bank-venter-hoeyere-prisvekst-enn-den-gjorde-tidligere>

<https://e24.no/norsk-oekonomi/i/GMPLL9/norges-bank-venter-hoeyere-prisvekst-enn-den-gjorde-tidligere>

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utg.). John Wiley & Sons Inc.

- Damodaran. (2005). Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount.
Illiquidity and Discount Rates
<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>
- Dead mall. (2023, 27. januar). I *Wikipedia*. Arkivversjon av URL.
https://en.wikipedia.org/wiki/Dead_mall
- DiChristopher, T. (2016, 12. mai). 1 in 3 American malls are doomed: Retail consultant Jan Kniffen. *CNBC*. <https://www.cnb.com/2016/05/12/1-in-3-american-malls-are-doomed-retail-consultant-jan-kniffen.html>
- Emisoft. (2021). *Hva er GHG-protokollen?*
<https://www.emisoft.com/kunnskapssenter/ghg-protokollen/hva-er-ghgprotokollen/>
- Entra. (2013). *Annual report 2012*.
https://www.entra.no/storage/uploads/reports/12/entra_arsrapport_2012.pdf
- Entra. (2017). *Annual report 2016*.
<https://www.entra.no/storage/uploads/reports/109/entra-annual-report-2016-no-web.pdf>
- Entra. (2022). *Annual report 2021*.
<https://www.entra.no/storage/uploads/reports/155/entra-annual-report-2021-web.pdf>
- Entra. (2023). *Annual report 2022*.
<https://www.entra.no/storage/uploads/reports/164/entra-annual-report-2022-web.pdf>
- Entra. (u.å.a). *Brattørkaia 17* Hentet 3. februar 2023 fra
<https://www.entra.no/properties/brattorkaia-17-a/247>
- Entra. (u.å.b). *Powerhouse på Brattørkaia 17 i Trondheim* [Fotografi] Entra
<https://www.entra.no/properties/brattorkaia-17-a/247>
- Entreprenørforeningen - Bygg og Anlegg. (u.å.). *Våre medlemmer* Hentet 10. februar 2023 fra <https://www.eba.no/vare-medlemmer/>
- Fabege AB. (2023) *Års- og hållbarhetsredovisning 2022*
https://www.fabege.se/siteassets/rapporter-och-kvartalspresenationer/fabege_ars-och-hallbarhetsredovisning_2022.v2.pdf
- FDVHuset AS. (u.å.). *fdvhuset* Hentet 3. februar 2023 fra
https://www.fdvhuset.no/nb_no/
- Flåøyen, L. (2007). *Hvorfor og hvordan investere i næringseiendom. Praktisk økonomi*

- og finans. 2007 (4), 30-28. <https://www-idunn-no.ezproxy.uis.no/doi/epdf/10.18261/ISSN1504-2871-2007-04-07>
- FN-sambandet. (2020a). *Befolkning i byområder i Norge*. Hentet 3. Februar 2023 fra <https://www.fn.no/Statistikk/befolkning-i-byomraader?country=306>
- FN-sambandet. (2020b). *Befolkningstall i Norge*. Hentet 3. Februar 2023 fra <https://www.fn.no/Statistikk/befolkningstall?country=306>
- FN-sambandet. (2020c). *Lykkeindeks*. Hentet 3. Februar 2023 fra <https://www.fn.no/Statistikk/lykkeindeks>
- Forskrift til lov om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren og et rammeverk for bærekraftige investeringer*. (2022) *Forskrift til lov om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren og et rammeverk for bærekraftige investeringer* (FOR-2022-12-20-2354). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2022-12-20-2354>
- (*Tilsynelatende ingen korttittel enda.)
- Forurensingsloven. (1981). Lov om vern mot forurensninger og om avfall (LOV-1981-03-13-6). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1981-03-13-6>
- Greenhouse Gas Protocol. (u.d). *Companies and Organizations* <https://ghgprotocol.org/about-us>
- Hamel, G. & Prahalad, C.K. (1990). The core competence of the corporation. Harvard Business Review, 1990, vol. 68, nr. 3, 79-91.
- Hoff, K.G & Pedersen, A.O. (2019). Grunnleggende regnskap 2: Analyse av finansregnskapet (3.Utgave). Universitetsforlaget.
- Hågøy, T. (2017, 3. november). Kjøpesentertopp: – Norge trenger ikke flere kjøpesenter. *Estate Media*. <https://www.estatevest.no/kjopesentertopp-norge-trenger-flere-kjopesenter/>
- Johansen, H. (2022, 6. Oktober). *Vil øke utbytteskatten fra i dag - utsetter regelendringer for privat konsum i selskap*. *Sticos*. <https://www.sticos.no/fagstoff/categoryid/21/categoryname/skatt/vil-oke-utbytteskatten-fra-i-dag-utsetter-regelendringer-for-privat-konsum-i-selskap>
- KMC Properties. (2023) *Interim report 2022 Fourth quarter* <https://files-cdn.vitaminw.no/da52041865c246cdbb981d4bf28a2ada/Root/Kvartalsrapporter/KMC+Properties+Q4+2022+report.pdf?ts=638127292517736838>
- Nordstrøm, J. (2017, 23. Juni). Ny rapport: Norge fortsatt et kjøpesenterland – men det

- skjer ting. E24. <https://e24.no/naeringsliv/i/m6o4g1/ny-rapport-norge-fortsatt-et-kjoepesenterland-men-det-skjer-ting>
- NHO. (2021a). *Andel netthandel i varehandel* [Tabell] NHO Service og handel. <https://www.nhosh.no/tall-og-fakta2/bransjerapporter2021/bransjerapport-handel/#part3>
- NHO. (2021b). *Bransjerapport Handel* (Bransjerapport Handel 2021). NHO Service og handel. <https://www.nhosh.no/tall-og-fakta2/bransjerapporter2021/bransjerapport-handel/#part3>
- Norges Bank. (2019, 10.april). *Hvordan påvirker renten økonomien og inflasjonen?* <https://www.norges-bank.no/kunnskapsbanken/styringsrenten/hvordan-pavirker-renten-okonomien/>
- Norges Bank. (2022, 15.desember). *Rentebeslutning* <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2022/desember-2022/>
- Norges Bank. (u.å.). Statslån - Generiske Renter. Hentet 9. mars 2023 fra <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=B&startdate=2022-12-01&stopdate=2022-12-31>
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2013). *Årsrapport 2012*. <https://www.olt.no/globalassets/rapporter/2012/1/ote-12-no.pdf>
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2017). *Årsrapport 2016*. https://www.olt.no/globalassets/rapporter/2016/arsrapport/ote_annual_report_2016_nor.pdf
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2018). *Årsrapport 2017*. https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2017/pdf-noen/OTE_arsrapport_2017.pdf
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2019). *Årsrapport 2018*. Bolt Communication AS. www.olt.no/globalassets/arsrapport-2018/pdf-noen/ote-arsrapport-2018-ipdf.pdf
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2020). *Årsrapport 2019*. Bolt Communication AS. <https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2019/pdf-noen/ote-arsrapport-2019-ipdf.pdf>
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2021). *Årsrapport 2020*. Bolt Communication AS. <https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2020/pdf-noen/godkjent-arsrapport-2020-ipdf.pdf>
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2022a). *Bærekraftrapport 2021*.

<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2021/barekraftsrapport/olav-thon-eiendomsselskap---barekraftsrapport-2021.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2022b). *Årsrapport 2021*. Bolt Communication AS.

<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2021/pdf-noen/korr03-arsrapport-2021-ipdf.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2022c). *Presentasjon OTE-Q3-22 (OTE-Q3-22)*.

<https://www.olt.no/globalassets/presentasjoner/2022/oktober/ote-q3-22.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2022, 1. januar.a). *Eiendomsvirksomheten*

<https://www.olt.no/Virksomheten/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2022, 1. januar.b). *Styret*

<https://www.olt.no/foretaksstyring/Styret/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2022, 28. november). *Olav Thon Eiendomsselskap ASA kjøper DNB Livsforsikring AS' 50 % andel av Sørlandscenteret og blir eeneier av senteret*. <https://live.euronext.com/nb/listview/company-press-release/41764#CompanyPressRelease-11980294>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2023, 25.april). *Eiendomsvirksomheten*

<https://www.olt.no/Virksomheten/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2023, 16.februar, 13:45). *Olav Thon Eiendomsselskap ASA Q4 2022 [Video]*. Hentet fra Company webcast.

https://channel.royalcast.com/hegnarmedia/#!/hegnarmedia/20230216_13

(Link må kopieres og limes i nettleser, virker ikke ved direkte klikk.)

Olav Thon Eiendomsselskap. (2023). *Rapport 4. Kvartal og foreløpig årsresultat 2022*.

<https://www.olt.no/globalassets/rapporter/2022/q4/ote-q4-22.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2023). *Årsrapport 2022*.

<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2022/pdf-noen/arsrapport-2022.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (u.å.a). *Næringseiendom*. Hentet 3. Februar 2023 fra

<https://www.olt.no/Virksomheten/Naringseiendom/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (u.å.b). *Om oss*. Hentet 24. mars 2023 fra:

<https://www.olt.no/Om-oss/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (u.å.c). *Finansielle forhold*. Hentet 13. Februar 2023 fra

<https://www.olt.no/finans/Finansielle-forhold/>

Olav Thon Gruppen. (2022). *Om Olav Thon Gruppen*

<https://olavthon.no/om-Olav-Thon-Gruppen/>

Olav Thon Stiftelsen. (2021). *Vedtekter*.

- <https://olavthonstiftelsen.no/om-stiftelsen/vedtekter/>
- Palumbo, J. (2020, 17. mars). Inside America's eerie abandoned malls. *CNN*.
<https://edition.cnn.com/style/article/abandoned-malls-america-photos/index.html>
- Parr, O.S. (2019, 31. januar). Analysesjef: Da vil butikkdøden ta av i Norge. *Finansavisen*
<https://www.finansavisen.no/nyheter/eiendom/2019/01/analysesjef-da-vil-butikkdoeden-ta-av-i-norge>
- Plan- og bygningsloven. (2008). *Lov om planlegging og byggesaksbehandling* (LOV-2008-06-27-71). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2008-06-27-71>
- Proff. (2023). Olav Thon Eiendomsselskap ASA. *Nøkkeltall*. Hentet fra:
<https://www.proff.no/nokkeltall/olav-thon-eiendomsselskap-asa/oslo/hovedkontortjenester/IF4IXRX10NZ/#tab-info-EKA>
- PwC. (2022). *Risikopremien i det norske markedet*. PwC.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf>
- Regjeringen. (2022, 20. Desember). *Skattesatser 2023*.
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2023/id2929581/>
- Regjeringen. (2023, 31. januar). *Taksonomien for bærekraftig økonomisk aktivitet*
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/finansmarkedene/taksonomien-for-barekraftig-okonomisk-aktivitet/id2924859/>
- Statistisk sentralbyrå. (u.å.a). 11574: *Næringseiendomutleie, etter type eiendom, statistikkvariabel og år*. [statistikk] Hentet 15. Februar 2023 fra
<https://www.ssb.no/statbank/list/naringutl/>
- Statistisk sentralbyrå (u.å.b). 12880: *Makroøkonomiske hovedstørrelser. Regnskap og prognoser, etter statistikkvariabel og år*. [statistikk] Hentet 19. mars 2023 fra
<https://www.ssb.no/statbank/table/12880/tableViewLayout1/>
- Steen & Strøm AS. (u.å). *OUR MALLS* Hentet 10. februar 2023 fra
<https://www.steenstrom.com/our-malls>
- Stugu, S. (2015). *Kjøpesentre i Norge; Konsentrert makt*. (Rapport 3: 2015). De Facto.
https://www.de-facto.no/wp-content/uploads/2015/11/Rapport-Kj%C3%B8pesentre-i-Norge_juni2015-publisert.pdf
- Thomson, T.V. (2007). Eiendom og Finansiell strategi. *Praktisk økonomi og finans*. 2007 (3), 68-79.
- Thon Eiendom. (u.å.) *Fordeler med egne driftsteam* Hentet 10. februar 2023 fra

- <https://thoneiendom.no/magasin/kontorlokaler/fordeler-med-egne-driftsteam/>
- Thorsen, D.E. (2022, 28. Desember). *Norges politiske system*. Store norske leksikon.
https://snl.no/Norges_politiske_system
- Vegard, K.E. (2018, 17. Oktober). *Dette bruker nordmenn penger på*. SSB.
<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/artikler/dette-bruker-nordmenn-penger-pa>
- Whittington, R., Regner, P., Angwin, D., Johnson, G. & Scholes, K. (2020).
Exploring Strategy (12.utg.). Pearson.
- Yahoo Finance. (2023a). Olav Thon Eiendomsselskap ASA (OLT.OL). Hentet fra:
<https://finance.yahoo.com/quote/OLT.OL/holders?p=OLT.OL>
- Yahoo Finance. (2023b). Olav Thon Eiendomsselskap ASA (OLT.OL). *Historical data*
<https://finance.yahoo.com/quote/OLT.OL/history?period1=1640995200&period2=1672531200&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo&includeAdjustedClose=true>
- Yahoo Finance. (2023c). Entra ASA (ENTRA.OL). *Historical data*
<https://finance.yahoo.com/quote/ENTRA.OL/history?period1=1640995200&period2=1672531200&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo&includeAdjustedClose=true>
- Yahoo Finance. (2023d). Oslo Børs Benchmark Index_GI (OSEBX.OL). *Historical data*
<https://finance.yahoo.com/quote/OSEBX.OL/history?period1=1640995200&period2=1672531200&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo&includeAdjustedClose=true>
- Yahoo Finance. (2023e). *Oslo Børs Benchmark Index_GI (OSEBX.OL)*
<https://finance.yahoo.com/quote/OSEBX.OL?p=OSEBX.OL>
- Ødegaard. (2023, 20.april). Risikopremien i det norske markedet. 6 “*Small stocks*” /
likviditetspremie. Hentet fra:
https://ba-odegaard.no/teach/notes/risikopremien_i_norge/forelesning.pdf

Vedlegg

Vedlegg A: Resultat, balanse og kontantstrøm

Resultatregnskap	2022* (urevidert)	2021	2020	2019	2018	2017
Beløp i MNOK						
Leieinntekter	3 220	2 990	2 962	2 984	2 828	2 770
Eiendomsrelaterte inntekter	1 003	939	857	900	874	845
Eiendomsrelaterte kostnader	- 1 351	- 1 155	- 1 112	- 1 201	- 1 215	- 1 155
Netto leieinntekter	2 872	2 774	2 706	2 684	2 487	2 460
Andre driftsinntekter	158	165	148	167	179	193
Andre driftskostnader	- 83	- 154	- 151	- 157	- 159	- 160
Administrasjonskostnader	- 180	- 197	- 190	- 189	- 191	- 164
Ordinære avskrivninger	- 26	- 32	- 35	- 24	- 20	- 27
Forvaltningsresultat	2 741	2 558	2 479	2 481	2 296	2 302
Verdiendring investeringseiendommer	119	1 802	- 909	218	867	2 216
Verdiendring rett til bruk eiendeler		- 12	- 12	- 14		
Resultat fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	126	283	- 22	213	96	199
Driftsresultat	2 986	4 631	1 537	2 898	3 259	4 717
Finansinntekter	59	118	10	12	8	6
Finanskostnader	- 786	- 699	- 802	- 737	- 659	- 695
Verdiendring finansielle instrumenter	878	716	- 407	164	273	165
Netto finansposter	151	136	- 1 198	- 561	- 379	
Resultat før skattekostnad	3 138	4 767	338	2 336	2 880	4 193
Endring utsatt skatt	- 441	- 736	89	- 259	- 148	- 596
Betalbar skatt	- 210	- 208	- 170	- 239	- 216	- 116
Skattekostnad	- 650	- 944	- 81	- 498	- 364	- 711
Resultat	2 487	3 822	257	1 838	2 516	3 482
Andre inntekter og kostnader:						
Valutadifferanser ved omregning til presentasjonsvaluta	- 45	- 103	165	- 46	- 43	77
Sikring av nettoinvestering i utenlandsk virksomhet		- 128	- 128	39	42	- 72
Skatt på utvidet resultat		28	28	- 8	- 9	16
Totalresultat	2 442	3 720	332	1 822	2 505	3 503

Balanse	2022* (urevidert)	2021	2020	2019	2018	2017
Beløp i MNOK						
EIENDELER						
Utsatt skattefordel			326	294	328	412
Investerings eiendommer	57 699	56 530	54 453	54 037	53 174	51 435
Rett til bruk investerings eiendommer		337	347	365		
Eierbenyttede eiendommer	186	187	189	191	193	
Varige driftsmidler	50	58	73	88	82	99
Andeler i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	2 970	3 004	2 740	2 914	2 854	2 838
Finansielle anleggsmidler	374	445	440	592	594	294
Sum anleggsmidler	61 278	60 560	58 570	58 482	57 225	55 079
Fordringer	1 055	992	905	1 001	1 043	1 050
Bankinnskudd og kontanter	235	448	484	386	305	366
Sum omløpsmidler	1 290	1 440	1 388	1 386	1 349	1 415
Sum eiendeler	62 568	62 000	59 958	59 869	58 573	56 493
EGENKAPITAL OG GJELD						
Aksjekapital	101	104	104	106	106	106
Overkurs	318	318	318	318	318	318
Annen egenkapital	31 837	30 484	27 329	26 942	25 906	23 637
Ikke-kontrollerende eierinteressers andel av egenkapital	438	436	385	452	497	518
Sum egenkapital	32 694	31 342	28 136	27 819	26 827	24 580
Utsatt skatt	7 936	7 493	7 138	7 250	7 020	6 945
Leieforpliktelse	196	341	347	360	-	
Langsiktig gjeld	17 604	16 780	15 470	17 820	16 844	15 701
Annen langsiktig gjeld	99	712	1 406			
Sum langsiktig gjeld	25 835	25 325	24 360	25 431	23 864	22 646
Betalbar skatt	211	209	170	240	219	116
Kortsiktig rentebærende gjeld	2 623	3 335	5 533	4 913	6 138	7 636
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1 205	1 790	1 759	1 467	1 525	1 515
Sum kortsiktig gjeld	4 039	5 333	7 462	6 619	7 882	9 267
Sum gjeld	29 874	30 658	31 822	32 050	31 746	31 914
Sum egenkapital og gjeld	62 568	62 000	59 958	59 869	58 573	56 493
Tillegg fra noter i årsrapport:	2022* (urevidert)	2021	2020	2019	2018	
Ubenyttet kassekreditt	4 885	7 766	6 742	6 410	6 863	
Rentekostnad	762	670	702	710	633	

Kontantstrømoppstilling (info fra OLT årsrapport 2021)

Konsernet utarbeider kontantstrøm etter den indirekte metoden. Kontanter og kontantekvivalenter omfatter kontanter, bankinnskudd og andre kortsiktige, svært likvide investeringer som lett kan omgjøres i et kjent kontantbeløp og som har ubetydelig risiko for verdiendringer.

Kontantstrømoppstilling	2022* (urevidert)	2021	2020	2019	2018	2017
Beløp i MNOK						
<i>Netto kontantstøm fra drift (2022 Q4 rapport)*mangler</i>	<i>2 028</i>					
Resultat før skatt	*	4 767	338	2 336	2 880	4 193
Verdiendring investeringseiendom	*	- 1 802	909	- 219	- 867	- 2 216
Verdiendring finansielle instrumenter	*	- 716	407	- 164	- 273	- 165
Kostnadsførte renter		762	670	702	710	666
Betalte renter	-	748	- 667	- 731	- 707	- 652
Betalte skatter	-	207	- 169	- 251	- 215	- 19
Andel resultat i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	*	- 283	22	- 213	- 96	- 199
Ordinære avskrivninger/nedskrivninger	*	32	35	23	20	27
Endring i driftsrelaterte tidsavgrensingsposter	-	604	- 147	- 57	55	42
Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter		1 231	1 684	1 373	1 497	1 587
Innbetalinger ved salg av investeringseiendom og varige driftsmidler	-	366	-	-	17	-
Utbetalinger ved kjøp av investeringseiendom og varige driftsmidler	-	701	- 873	- 680	- 672	- 1 452
Innbetalinger ved salg av datterselskap		191	-	-	-	-
Utbetalinger ved kjøp av datterselskap	-	263	-	33	- 55	22
Andre investeringer		240	14	304	155	220
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter		- 532	- 492	- 410	- 573	- 1 386
Innbetaling ved opptak av rentebærende gjeld		9 393	14 550	10 257	19 051	18 617
Utbetalinger ved nedbetaling av rentebærende gjeld	-	9 206	-15 245	-11 099	-19 071	-18 622
Avdrag leieforpliktelser	-	8	- 11	- 13	6	-
Utbetaling av utbytte	-	691	- 520	- 13	- 481	- 256
Utbetaling ved kjøp av egne aksjer	-	398	-	-	341	-
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter		- 911	- 1 226	- 868	- 847	- 262
Valutakurseffekter bankbeholdning		-	- 2	4	2	-
Netto endringer i kontanter og bankinnskudd		- 213	- 36	98	80	- 60
Kontanter og bankinnskudd 1.1.		448	484	386	305	366
Kontanter og bankinnskudd 31.12.		235	448	484	386	366
Utrukne kommitterte lånefasiliteter		4 885	7 766	6 742	6 410	6 863

Konsolidert resultat, balanse og kontantstrøm

Resultatregnskap	2022* (urevidert)	2021	2020	2019	2018	2017
Driftsresultat	2986	4631	1537	2898	3259	4717
Netto finansposter	151	136	-1198	-561	-379	0
Resultat før skattekostnad	3138	4767	338	2336	2880	4193
Skattekostnad	-650	-944	-81	-498	-364	-711
Resultat	2487	3822	257	1838	2516	3482
Totalresultat	2442	3720	332	1822	2505	3503
Balanse	2022* (urevidert)	2021	2020	2019	2018	2017
Sum anleggsmidler	61278	60560	58570	58482	57225	55079
Sum omløpsmidler	1290	1440	1388	1386	1349	1415
Sum eiendeler	62568	62000	59958	59869	58573	56493
Sum egenkapital	32694	31342	28136	27819	26827	24580
Sum langsiktig gjeld	25835	25325	24360	25431	23864	22646
Sum kortsiktig gjeld	4039	5333	7462	6619	7882	9267
Sum egenkapital og gjeld	62568	62000	59958	59869	58573	56493
Kontantstrømoppstilling	2022* (urevidert)	2021	2020	2019	2018	2017
Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	1231	1684	1373	1497	1587	1626
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-532	-492	-410	-573	-1386	-1550
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	-911	-1226	-868	-847	-262	-29
Netto endringer i kontanter og bankinnskudd	-213	-36	98	80	-60	41
Kontanter og bankinnskudd 1.1.	448	484	386	305	366	325
Kontanter og bankinnskudd 31.12.	235	448	484	386	305	366

Vedlegg B: Estimert kontantstrøm og aksjepris

Skatt	24 %	23 %	22 %	22 %	22 %	20,7 %
År (til formeler)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Geometrisk årsfaktor	0	1	2	3	4	5
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter (MNOK)	4217	4357	4504	4406	4440	4738
Vekst pr år		3,32 %	3,37 %	-2,18 %	0,77 %	6,71 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						2,36 %
Leieinntekter	2770	2828	2984	2962	2990	3220
Vekst pr år		2,09 %	5,52 %	-0,74 %	0,95 %	7,69 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						3,06 %
Eiendomsrelaterte inntekter	845	874	900	857	939	1003
Vekst pr år		3,43 %	2,97 %	-4,78 %	9,57 %	6,82 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						3,49 %
Andre driftsinntekter	193	179	167	148	165	158
Vekst pr år		-7,25 %	-6,70 %	-11,38 %	11,49 %	-4,24 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						-3,92 %
Inntekter fra felleskontrollerte og tilkny	409	476	453	439	346	357
Vekst pr år		16,38 %	-4,83 %	-3,09 %	-21,18 %	3,18 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						-2,68 %
	0,73	0,72	0,75	0,77	0,81	0,74
Driftskostnader (MNOK)	-1746	-1918	-1816	-1707	-1649	-1766
Vekst pr år		9,85 %	-5,32 %	-6,00 %	-3,40 %	7,10 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						0,23 %
Prosent av driftsinntekter	41,40 %	44,02 %	40,32 %	38,74 %	37,14 %	37,27 %
Eiendomsrelaterte kostnader	-1155	-1215	-1201	-1112	-1155	-1351
Vekst pr år		5,19 %	-1,15 %	-7,41 %	3,87 %	16,97 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						3,18 %
Andre driftskostnader	-160	-159	-157	-151	-154	-83
Vekst pr år		-0,63 %	-1,26 %	-3,82 %	1,99 %	-46,10 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						-12,30 %
Administrasjonskostnader	-164	-191	-189	-190	-197	-180
Vekst pr år		16,46 %	-1,05 %	0,53 %	3,68 %	-8,63 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						1,88 %
Kostnader fra felleskontrollerte og tilkn	-267	-353	-269	-254	-143	-152
Vekst pr år		32,21 %	-23,80 %	-5,58 %	-43,70 %	6,29 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						-10,66 %
Driftsresultat eks. avskriv (MNOK)	2471	2439	2688	2699	2791	2972
Vekst pr år		-1,30 %	10,21 %	0,41 %	3,41 %	6,49 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						3,76 %
Avskrivninger	-27	-20	-24	-35	-32	-26
% ending i avskrivninger		-25,93 %	20,00 %	45,83 %	-8,57 %	-18,75 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						-0,75 %
Driftsresultat	2444	2419	2664	2664	2759	2946
Skatt	587	556	586	586	607	610
Driftsresultat etter skatt	1857	1863	2078	2078	2152	2336
Investeringer	1734	1287	548	914	559	883
Prosent av driftsinntekter	41,12 %	29,54 %	12,17 %	20,74 %	12,59 %	18,64 %
Vekst pr år		-25,78 %	-57,42 %	66,79 %	-38,84 %	57,96 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						-12,63 %
Avskrivninger	-27	-20	-24	-35	-32	-26
Endring i ikke kontant AK	0	0	0	0	0	0
Kontantstrøm til total kapital FCFE	150	596	1554	1199	1625	1479
Vekst pr år		295,93 %	160,89 %	-22,85 %	35,54 %	-8,99 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27						57,95 %
Gjennomsnitt sum år 2018-22 & 2023-27						

Skatt	21,4 %	21,4 %	21,4 %	21,4 %	21,4 %	22 %
År (til formeler)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Geometrisk årsfaktor	6	7	8	9	10	Terminal år
År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	E2028
Driftsinntekter (MNOK)	4878	5008	5140	5264	5382	5490
Vekst pr år	2,95 %	2,67 %	2,63 %	2,42 %	2,24 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					2,58 %	
Leieinntekter	3309	3400	3493	3580	3661	3734
Vekst pr år	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,50 %	2,25 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					2,60 %	
Eiendomsrelaterte inntekter	1051	1081	1109	1136	1165	1188
Vekst pr år	4,80 %	2,80 %	2,60 %	2,50 %	2,50 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					3,04 %	
Andre driftsinntekter	158	158	158	158	158	161
Vekst pr år	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					0,00 %	
Inntekter fra felleskontrollerte og tilkny	360	370	380	390	398	406
Vekst pr år	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,50 %	2,25 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					2,04 %	
	0,75	0,75	0,75	0,76	0,76	0,76
Driftskostnader (MNOK)	-1859	-1903	-1944	-1984	-2025	-2058
Vekst pr år	5,28 %	2,35 %	2,17 %	2,06 %	2,03 %	1,63 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					2,77 %	
Prosent av driftsinntekter	38,12 %	38,00 %	37,83 %	37,69 %	37,62 %	37,48 %
Eiendomsrelaterte kostnader	-1409	-1442	-1472	-1501	-1531	-1562
Vekst pr år	4,30 %	2,30 %	2,10 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					2,54 %	
Andre driftskostnader	-87	-89	-90	-92	-94	-96
Vekst pr år	4,30 %	2,30 %	2,10 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					2,54 %	
Administrasjonskostnader	-205	-211	-217	-222	-227	-224
Vekst pr år	13,96 %	2,75 %	2,75 %	2,50 %	2,25 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					4,75 %	
Kostnader fra felleskontrollerte og tilkny	-159	-162	-166	-169	-172	-176
Vekst pr år	4,30 %	2,30 %	2,10 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					2,54 %	
Driftsresultat eks. avskriv (MNOK)	3018	3105	3195	3280	3357	3432
Vekst pr år	1,56 %	2,87 %	2,91 %	2,65 %	2,36 %	2,22 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					2,47 %	
Avskrivninger	-27	-28	-29	-29	-30	-31
% ending i avskrivninger	4,80 %	2,80 %	2,60 %	2,50 %	2,25 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					2,99 %	
Driftsresultat	2991	3077	3167	3251	3327	3401
Skatt	640	658	678	696	712	748
Driftsresultat etter skatt	2351	2419	2489	2555	2615	2653
Investeringer	909	933	958	981	1003	1023
Prosent av driftsinntekter	18,64 %	18,64 %	18,64 %	18,64 %	18,64 %	18,64 %
Vekst pr år	2,95 %	2,67 %	2,63 %	2,42 %	2,24 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					2,58 %	
Avskrivninger	-27	-28	-29	-29	-30	-31
Endring i ikke kontant AK	0	0	0	0	0	0
Kontantstrøm til total kapital FCFF	1469	1513	1560	1603	1642	1675
Vekst pr år	-0,65 %	2,99 %	3,08 %	2,78 %	2,44 %	2,00 %
Geometrisk vekst 2017-22 & 2022-27					2,12 %	2,00 %
Gjennomsnitt sum år 2018-22 & 2023-27	1290				1558	

CAPM	6,98 %
CAPM + Likviditetspremium	8,48 %
WACC	5,84 %
Likviditetspremium	1,50 %
Riskikofri rente	3,18 %
Markedsverdi EK	17 809 548 354
Markedsverdi Gjeld	19 819 562 248
G/EK+G	0,5267
E/EK+G	0,4733
Beta	0,7600
Markedets aksjeP	5,00 %
Gjeldkostnad% (hentet fra selskapet sel	4,45 %
Skatt	22 %

		Gordons formel:					Oppgavens formel:	
		E2023	E2024	E2025	E2026	E2027		
Terminalverdi (ikke diskontert)							43607	MNOK
Diskonteringsår		0	1	2	3	4	5	
Nåverdi FCF		38244	1388	1351	1316	1278	1237	6569 MNOK
Sum nåverdi år 2023-27 + 2028		38244						39398 MNOK
Gjeld (markedsverdi)		19 820						19 820 MNOK
EK verdi uten bankinnskudd og kontanter		18 425						19 579 MNOK
Bankinnskudd og kontanter		235						235 MNOK
EK verdi (total)		18660						19814 MNOK
Antall aksjer 31.12.2022		101478908						101 478 908 stk
Estimert aksjepris		183,88					195,25	NOK
Aksjepris 31.12.2022		175,50					175,50	NOK
Avvik fra børsi kr		8,38					19,75	NOK
Avvik fra børsi %		4,77 %					11,25 %	%

Vedlegg C: Beta regresjon dag

For datagrunnlag (inndata) kontakt John Andreas Tjelta: joa.tjelta@stud.uis.no

SAMMENDRAG (UTDATA)		OLT							
<i>Regresjonsstatistikk</i>									
Multippel R	0,36954794								
R-kvadrat	0,13656568								
Justert R-kvadrat	0,13587604								
Standardfeil	0,01508885								
Observasjone	1254								
Variansanalyse									
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>				
Regresjon	1	0,04508465	0,04508465	198,023438	7,2906E-42				
Residualer	1252	0,28504694	0,00022767						
Totalt	1253	0,33013159							
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>	
Skjæringspunkt	-5,2497E-06	0,00042631	-0,01231428	0,99017684	-0,00084161	0,00083111	-0,00084161	0,00083111	
X-variabel 1	0,51827611	0,0368301	14,0720801	7,2906E-42	0,44602059	0,59053163	0,44602059	0,59053163	

SAMMENDRAG (UTDATA)		ENTRA							
<i>Regresjonsstatistikk</i>									
Multippel R	0,4447415								
R-kvadrat	0,19779501								
Justert R-kvadrat	0,19715427								
Standardfeil	0,01732958								
Observasjone	1254								
Variansanalyse									
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>				
Regresjon	1	0,09270657	0,09270657	308,698336	6,112E-62				
Residualer	1252	0,3759937	0,00030031						
Totalt	1253	0,46870027							
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>	
Skjæringspunkt	-0,00019355	0,00048962	-0,39530889	0,69268228	-0,00115412	0,00076702	-0,00115412	0,00076702	
X-variabel 1	0,74319388	0,04229948	17,5698132	6,112E-62	0,66020821	0,82617956	0,66020821	0,82617956	

SAMMENDRAG (UTDATA)		KMC							
<i>Regresjonsstatistikk</i>									
Multipel R	0,06075208								
R-kvadrat	0,00369082								
Justert R-kvadrat	0,00289504								
Standardfeil	0,08347693								
Observasjoner	1254								
<i>Variansanalyse</i>									
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>				
Regresjon	1	0,03231956	0,03231956	4,63801884	0,03146152				
Residualer	1252	8,72443442	0,0069684						
Totalt	1253	8,75675398							
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>	
Skjæringspunkt	0,00239936	0,00235851	1,01732086	0,30919736	-0,00222771	0,00702643	-0,00222771	0,00702643	
X-variabel 1	0,43881311	0,20375738	2,15360601	0,03146152	0,03906955	0,83855667	0,03906955	0,83855667	
SAMMENDRAG (UTDATA)		Fabage							
<i>Regresjonsstatistikk</i>									
Multipel R	0,38451338								
R-kvadrat	0,14785054								
Justert R-kvadrat	0,14716991								
Standardfeil	0,01887245								
Observasjoner	1254								
<i>Variansanalyse</i>									
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>				
Regresjon	1	0,07736921	0,07736921	217,225835	1,858E-45				
Residualer	1252	0,44592415	0,00035617						
Totalt	1253	0,52329336							
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>	
Skjæringspunkt	-2,6243E-05	0,00053321	-0,04921703	0,96075419	-0,00107233	0,00101984	-0,00107233	0,00101984	
X-variabel 1	0,67893928	0,04606544	14,7385832	1,858E-45	0,58856531	0,76931324	0,58856531	0,76931324	

Vedlegg D: Beta regresjon uke

For datagrunnlag (inndata) kontakt John Andreas Tjelta: joa.tjelta@stud.uis.no

SAMMENDRAG (UTDATA)		OLT						
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multippel R	0,47556343							
R-kvadrat	0,22616058							
Justert R-kvadrat	0,22317278							
Standardfeil	0,0332533							
Observasjone	261							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,0837019	0,0837019	75,6947608	3,9123E-16			
Residualer	259	0,28639752	0,00110578					
Totalt	260	0,37009941						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>
Skjæringspunkt	-0,00026877	0,00206386	-0,13022651	0,89648831	-0,00433284	0,0037953	-0,00433284	0,0037953
X-variabel 1	0,75541914	0,08682706	8,7002736	3,9123E-16	0,58444229	0,92639599	0,58444229	0,92639599

SAMMENDRAG (UTDATA)		Entra						
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multippel R	0,48021363							
R-kvadrat	0,23060513							
Justert R-kvadrat	0,2276345							
Standardfeil	0,03508724							
Observasjone	261							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,0955692	0,0955692	77,628188	1,8382E-16			
Residualer	259	0,31885871	0,00123111					
Totalt	260	0,41442791						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>
Skjæringspunkt	-0,00116178	0,00217768	-0,53349617	0,59414769	-0,00544999	0,00312643	-0,00544999	0,00312643
X-variabel 1	0,80719659	0,09161563	8,81068601	1,8382E-16	0,62679024	0,98760294	0,62679024	0,98760294

SAMMENDRAG (UTDATA)		KMC						
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,19716327							
R-kvadrat	0,03887336							
Justert R-kvadrat	0,03516244							
Standardfeil	0,16873828							
Observasjone	261							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,29826232	0,29826232	10,4754137	0,00136731			
Residualer	259	7,37440482	0,02847261					
Totalt	260	7,67266714						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>
Skjæringspunkt	0,0079448	0,01047269	0,75862129	0,44876893	-0,01267765	0,02856726	-0,01267765	0,02856726
X-variabel 1	1,42600002	0,44058929	3,23657438	0,00136731	0,55840676	2,29359328	0,55840676	2,29359328

SAMMENDRAG (UTDATA)		Faberge						
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,41794589							
R-kvadrat	0,17467876							
Justert R-kvadrat	0,1714922							
Standardfeil	0,04193314							
Observasjone	261							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,09638993	0,09638993	54,8172011	1,8574E-12			
Residualer	259	0,45542262	0,00175839					
Totalt	260	0,55181255						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>
Skjæringspunkt	-0,00027809	0,00260257	-0,10685226	0,9149889	-0,00540298	0,0048468	-0,00540298	0,0048468
X-variabel 1	0,81065521	0,10949083	7,40386393	1,8574E-12	0,59504964	1,02626078	0,59504964	1,02626078

Vedlegg E: Beta regresjon måned

For datagrunnlag (inndata) kontakt John Andreas Tjelta: joa.tjelta@stud.uis.no

SAMMENDRAG (UTDATA)		OLT						
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,6033521							
R-kvadrat	0,36403376							
Justert R-kvadrat	0,35306882							
Standardfeil	0,06083031							
Observasjone	60							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,12285015	0,12285015	33,1998093	3,3536E-07			
Residualer	58	0,21461896	0,00370033					
Totalt	59	0,33746911						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>
Skjæringspunkt	-0,00287107	0,00794964	-0,3611577	0,7192938	-0,01878401	0,01304187	-0,01878401	0,01304187
X-variabel 1	0,95150034	0,16513577	5,76192757	3,3536E-07	0,62094519	1,2820555	0,62094519	1,2820555

SAMMENDRAG (UTDATA)		ENTRA						
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,61073722							
R-kvadrat	0,37299995							
Justert R-kvadrat	0,36218961							
Standardfeil	0,07069516							
Observasjone	60							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,17244419	0,17244419	34,5039801	2,197E-07			
Residualer	58	0,28987274	0,00499781					
Totalt	59	0,46231694						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>
Skjæringspunkt	-0,00717679	0,00923884	-0,7768064	0,44042967	-0,02567033	0,01131675	-0,02567033	0,01131675
X-variabel 1	1,12731528	0,19191583	5,87400886	2,197E-07	0,74315401	1,51147655	0,74315401	1,51147655

SAMMENDRAG (UTDATA)		KMC						
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,27381991							
R-kvadrat	0,07497734							
Justert R-kvadrat	0,05902868							
Standardfeil	0,28310913							
Observasjone	60							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,37680219	0,37680219	4,7011668	0,03425757			
Residualer	58	4,64874531	0,08015078					
Totalt	59	5,0255475						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>
Skjæringspunkt	0,0174686	0,03699827	0,47214622	0,63859405	-0,0565915	0,09152869	-0,0565915	0,09152869
X-variabel 1	1,66639446	0,76855506	2,16821742	0,03425757	0,12796437	3,20482455	0,12796437	3,20482455

SAMMENDRAG (UTDATA)		Faberge						
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,51521636							
R-kvadrat	0,2654479							
Justert R-kvadrat	0,25278321							
Standardfeil	0,07653305							
Observasjone	60							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,1227673	0,1227673	20,9596813	2,5284E-05			
Residualer	58	0,33972383	0,00585731					
Totalt	59	0,46249113						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95.0%</i>	<i>Øverste 95.0%</i>
Skjæringspunkt	-0,00288419	0,01000176	-0,28836783	0,77409324	-0,02290489	0,01713652	-0,02290489	0,01713652
X-variabel 1	0,95117943	0,20776391	4,57817446	2,5284E-05	0,53529478	1,36706409	0,53529478	1,36706409

Vedlegg F: Beta fra byrå & bottom up Beta

Hentet fra Refinitiv (Eikon)				OLT	Entra	Fabege	KMC	
BETA (5Y MONTHLY)				0,93	1,12	0,92	1,72	
Hentet fra Yahoo finans				OLT	Entra	Fabege	KMC	
Beta (5Y Monthly)				0,90	1,1	0,93	0,30	
Beta regresjon				OLT	Entra	Fabege	KMC	
Beta på avkastning pr mnd i aksje og indeks 2018-2022				0,9515	1,1273	0,9512	1,6664	
Beta på avkastning pr uke i aksje og indeks 2018-2022				0,7554	0,8072	0,8107	1,4260	
Beta på avkastning pr dag i aksje og indeks 2018-2022				0,5183	0,7432	0,6789	0,4388	
Gjennomsnitt				0,7417	0,8926	0,8136	1,1771	
Gjeld 31.12.2022				mnok	20 227	40 804	33 341	3 134
EK markedsverdi 31.12.2022				mnok	17 810	19 270	29 340	2 202
Antall aksjer					182 132 055	330 783 144	323 893 649	
Aksjepris 30.12					105,8	88,7	6,8	
G/EK				1,135739076	2,117535420	1,136348730	1,422943470	
G/EK+G				0,531778010	0,679233797	0,531911628	0,587278856	
EK/EK+G				0,468221990	0,320766203	0,468088372	0,412721144	
Kontroll = 1 = OK				1	1	1	1	
Bottom up Beta (Vekting basert på inntekter Norge vs Sverige)								
Selskap	Måned	Uke	Dag			Måned	Uke	Dag
Norge	Måned Beta	Uke Beta	Dag Beta	Gjeldsgrad (G/EK)	Skatteprosent	Unlevered Beta	Unlevered Beta	Unlevered Beta
Entra ASA	1,1273	0,8072	0,7432	2,1175	22,00 %	0,4251	0,3044	0,2803
KMC Properties A	1,6664	1,4260	0,4388	1,4229	22,00 %	0,7898	0,6759	0,2080
Gjennomsnitt	1,3969	1,1166	0,5910	1,7702	22,00 %	0,5867	0,4690	0,2482
Vekting Norge	0,92					0,5398	0,4315	0,2284
Sverige	Beta			Gjeldsgrad (G/EK)	Skatteprosent	Unlevered Beta	Unlevered Beta	Unlevered Beta
Fabege AB	0,9512	0,8107	0,6789	1,1363	20,60 %	0,5000	0,4262	0,3569
Gjennomsnitt	0,9512	0,8107	0,6789	1,1363	20,60 %	0,5000	0,4262	0,3569
Vekting Sverige	0,08					0,0400	0,0341	0,0286
Unlevered Beta for OLT: Sum vekting Norge og Sverige						0,5798	0,4656	0,2569
Bottom up beta for OLT				Gjeldsgrad	Skatteprosent	Måned	Uke	Dag
				1,1357	22,00 %	1,0934	0,8780	0,4845
Tall i bottom up beta er hentet fra:								
Entra:								
Antall aksjer utestående + rentebærende gjeld:								
https://www.entra.no/storage/uploads/reports/164/entra-annual-report-2022-web.pdf								
Aksjeprisen:								
https://live.euronext.com/en/product/equities/NO0010716418-XOSL#historical-price								
Fabege:								
Antall aksjer utestående + rentebærende gjeld:								
https://mb.cision.com/Main/1568/3709468/1827537.pdf								
Aksjeprisen:								
https://finance.yahoo.com/quote/FABG.ST/history?p=FABG.ST								
KMC Properties ASA:								
Antall aksjer utestående + rentebærende gjeld:								
https://files-cdn.vitaminw.no/da52041865c246cddb981d4bf28a2ada/Root/Kvartalsrapporter/KMC+Properties+Q4+2022+report.pdf?ts=638127292517736838								
Aksjeprisen:								
https://finance.yahoo.com/quote/KMCP.OL/history?p=KMCP.OL								

Vedlegg G: Relativ verdsettelse

Selskap	Pris per aksje	Antall aksjer	Sales (Yahoo)	KVM	KVM dato
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	175,5	101 478 908	4 133 000 000	1 856 000	31.12.2021
Aurora Eiendom AS	74	30 962 431	447 915 298	169 577	31.12.2022
Fabege AB	88,7	330 783 144	3 327 000 000	1 290 000	31.12.2022
KMC Properties ASA	6,8	324 000 000	269 321 000	526 000	31.12.2022
Entra ASA	105,8	182 132 055	3 270 000 000	1 595 625	31.12.2022
Selskap	earnings per share	book value per share	pe beregnet	pb beregnet	ps beregnet
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	24	322	7,31	0,54	4,31
Aurora Eiendom AS	13,36	131	5,54	0,57	5,12
Fabege AB	7,49	138	11,84	0,64	8,82
KMC Properties ASA	0,50	7	13,52	0,93	8,18
Entra ASA	-3,48	174	-30,40	0,61	5,89
Selskap	P/KVM	KVM sum	Kjøpesentre Norge	Kjøpesentre Sverige	Næringseiendom
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	9596	1864000	1360000	115000	389000
Aurora Eiendom AS	13511				
Fabege AB	22745				
KMC Properties ASA	4189				
Entra ASA	12077				
Selskap	Rapportside/dato	Rapport/nettside			
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	01.01.2023	https://www.olt.no/Virksomheten/			
Aurora Eiendom AS	11	https://aurora.no/media/k2wldwgw/aurora-eiendom-as-annual-report-2022.pdf			
Fabege AB	18	https://mb.cision.com/Main/1568/3709468/1827537.pdf			
KMC Properties ASA	5	https://files-cdn.vitaminw.no/da52041865c246cdbb981d4bf28a2ada/Root/Kvartalsrapporter/KMC+Properties+Q4+2022+report.pdf?ts=638127292517736838			
Entra ASA	16	https://www.entra.no/storage/uploads/reports/164/entra-annual-report-2022-web.pdf			