



Universitetet
i Stavanger

HANDELHØGSKOLEN VED UIS BACHELOROPPGAVE

STUDIUM:

Økonomi og Administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
TEMATISKE RETNING:

Regnskap og Finans

TITTEL:

Verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Olav Thon Eiendomsselskap

FORFATTERE

Kandidatnr:

1611

1556

Navn:

Tislevoll, Magnus

Jensen Bjørgen, Henrik

VEILEDER:

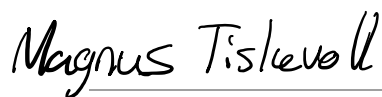
Ola Barkved

Forord

Vårsemesteret 2024 setter vi i gang med bachelorprosjektet. En oppgave som skal reflektere de 3-årene vi har brukt på Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Denne oppgaven vil både tydeliggjøre oss som studenter og ikke minst som individer. Vi har de siste årene hatt fag som har gjort oss engasjert rundt temaer der både finans- og regnskapsemner har vært involvert. Gjennom studieforløpet har vi gradvis tilegnet oss kunnskap og kompetanse som har gitt oss en bredere forståelse av hvordan økonomisk drift fungerer.

Selv om vi kommer fra forskjellige bakgrunner har vi begge en grunnleggende interesse for økonomi og finans, som har blitt særdeles forsterket gjennom studieforløpet. Vi har de siste årene som studiekamerater hatt flere gode samtaler faglig og ellers som resulterte i samarbeid på bacheloroppgaven.

På bakgrunn av våre interesser valgte vi begge valgfaget finansregnskap og verdsettelse i 5 semester. Kurset ga oss mersmak for å gjøre et ytterligere dypdykk innenfor fagfeltet, dette til sammen med et ønske om å fortsette utdanningen innen finans, gjorde at vi valgte det som emne på bacheloroppgaven. En motivator for denne oppgaven var å gjøre en verdsettelse litt utenom det vanlige.



Magnus Tislevoll



Henrik Bjørgen Jensen

Sammendrag

I bacheloroppgaven gjennomfører vi en verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap, referert til som OLT. Selskapet driver med utleie av kjøpesenter- og næringslivseiendom. Vi gjennomfører en verdsettelse basert på en miljøfaktor, i form av en miljøpremie.

Oppgaven starter med en innledning av oppgaven og en påfølgende presentasjon av selskapet. Deretter kommer et kapittel om teoriavklaring med verdsettelses- og strategisk teori, etterfulgt av et kapittel om metode. For å kartlegge selskapets posisjon i bransjen, utfører vi en strategisk analyse av selskapet. Den inneholder en PESTEL-analyse og en gjennomgang av Porters fem krefter for å undersøke makroomstendighetene, med påfølgende VRIO-analyse for å belyse interne kapabiliteter. I regnskapsanalysen presenterer vi nøkkeltallene til OLT og bransjekonkurrenter, for å vurdere selskapets finansielle posisjon. Analysene er grunnlaget for å predikere selskapets fremtidige kontantstrøm.

Deretter gjennomfører vi en fremtidsprognose hvor vi estimerer vekst for inntekts- og kostnadspostene til OLT. Med grunnlag i fremtidsprognosen, utfører vi en fundamental verdsettelse hvor vi diskonterer kontantstrøm og regner ut verdien av OLTs egenkapital. For å få et sammenligningsgrunnlag for verdien til OLT i forhold til konkurrentene, utførte vi en relativ verdsettelse. Videre gjennomfører vi en miljø- og klimaanalyse av selskapet, som vi avslutter med å vekte klima inn i verdsettelsen med en miljøpremie i avkastningskravet til egenkapitalen. For å vurdere funnet gjennomfører vi en sensitivitetsanalyse.

I verdsettelsen av Olav Thon Eiendomsselskap kommer vi frem til en aksjepris på 198,28 NOK, når vi trekker inn miljøfaktorer. Med tanke på valg av metode og subjektive vurderinger i miljø- og klimaanalysen, vil det være rom for diskusjon når det kommer til resultatet.

Innholdsfortegnelse

FORORD	1-I
SAMMENDRAG	1-II
INNHOLDSFORTEGNELSE	1-1
FIGURER, FORMLER OG TABELLER	1-4
1 INNLEDNING	1
1.1 PROBLEMSTILLING	1
1.2 AVGRENSINGER	1
2 PRESENTASJON AV OLAV THON EIENDOMSSSELKAP	2
2.1 INNLEDNING	2
2.2 STRATEGI	2
2.3 EIENDOMSPORTEFØLJEN	3
2.4 AKSJONÆRER	3
2.5 STRUKTUR.....	3
2.6 UTBYTTE.....	4
2.7 FORRETNINGSOMRÅDER	4
2.8 KONKURRENTER	6
2.8.1 <i>Entra Eiendom ASA</i>	6
2.8.2 <i>KMC Properties AS</i>	6
2.8.3 <i>Citycon OJY</i>	6
3 TEORI	7
3.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	7
3.2 AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN.....	8
3.2.1 <i>Beta</i>	8
3.2.2 <i>Historisk beta</i>	9
3.2.3 <i>Risikofri rente</i>	10
3.2.4 <i>Markedets risikopremie (Equity Risk Premium)</i>	10
3.3 EGENKAPITALMETODEN.....	10
3.4 TOTALKAPITALMETODEN.....	11
3.4.1 <i>Gjeldskostnad</i>	11
3.4.2 <i>Kontantstrøm til total kapital</i>	11
3.4.3 <i>Avkastningskrav til total kapital</i>	11
3.5 VEKST	12
3.5.1 <i>Historisk vekst</i>	12
3.5.2 <i>Terminal verdi (TV)</i>	12
3.6 RELATIV VERDSETTELSE	13
3.6.1 <i>Pris/Inntekts rate (P/E)</i>	13
3.6.2 <i>Pris/Salgs rate (P/S)</i>	14
3.6.3 <i>Pris/Bokverdi (P/B)</i>	14
3.7 TEORIAVKLARING STRATEGISK ANALYSE.....	14
3.7.1 <i>PESTEL-analyse</i>	14
3.7.2 <i>Porters fem krefter</i>	15
3.7.3 <i>VRIO-analyse</i>	17
3.8 TEORIAVKLARING MILJØ.....	18

4	METODE OG VALG	18
4.1	MEOTDE.....	18
4.2	VALG	19
5	STRATEGISK ANALYSE.....	20
5.1	PESTEL-ANALYSE	20
5.1.1	<i>Politiske forhold</i>	20
5.1.2	<i>Økonomiske forhold</i>	22
5.1.3	<i>Sosiokulturelle forhold</i>	24
5.1.4	<i>Teknologiske faktorer</i>	25
5.1.5	<i>Juridiske faktorer</i>	26
5.1.6	<i>Oppsummering PESTEL</i>	26
5.2	PORTERS FEM KREFTER	27
5.2.1	<i>Rivalisering blant konkurrenter</i>	27
5.2.2	<i>Inntrengertrusler</i>	28
5.2.3	<i>Trussel fra substitutter</i>	29
5.2.4	<i>Kunders forhandlingsmakt</i>	30
5.2.5	<i>Leverandørenes forhandlingsmakt</i>	30
5.2.6	<i>Oppsummering Porters fem krefter</i>	31
5.3	VRIO-ANALYSE.....	32
5.3.1	<i>Fysiske</i>	32
5.3.2	<i>Finansielle</i>	32
5.3.3	<i>Human kapital</i>	33
5.3.4	<i>Oppsummering VRIO-analyse</i>	33
6	REGNSKAPSANALYSE	34
6.1	LØNNSOMHET	35
6.1.1	<i>Driftsmargin</i>	35
6.1.2	<i>Totalkapitalens rentabilitet</i>	36
6.1.3	<i>Egenkapitalens rentabilitet</i>	37
6.2	LIKVIDITETSANALYSE.....	38
6.2.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	38
6.3	SOLIDITETSANALYSE	38
6.3.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	39
6.3.2	<i>Rentedekningsgrad</i>	40
6.3.3	<i>Finansieringsgrad 1</i>	41
6.4	KONKLUSJON	41
7	FREMTIDSPROGNOSE	42
7.1	VERDIENDRING INVESTERINGSEIENDOM OG FINANSIELLE INSTRUMENTER IAS 40	42
7.2	LEIEINNETEKTER.....	42
7.3	EIENDOMSRELATERTE INNETEKTER-OG KOSTNADER.....	43
7.4	ANDRE DRIFTSINNETEKTER-OG DRIFTSKOSTNADER	44
7.5	INNETEKTER OG KOSTNADER FRA FELLESKONTROLLERTE VIRKSOMHETER OG TILKNYTTETE SELSKAPER	44
7.6	ADMINISTRASJONSKOSTNADER	45
7.7	AVSKRIVINGER	45
7.8	INVESTERINGER	46
7.9	SKATT	46
7.10	ARBEIDSKAPITAL	46

8	VERDSETTELSE	47
8.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	47
8.1.1	<i>Risikofri rente</i>	47
8.1.2	<i>Beta</i>	48
8.1.3	<i>Markedets risikopremie</i>	48
8.1.4	<i>Likviditetspremie</i>	49
8.2	KONKLUSJON AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN.....	49
8.3	AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN.....	49
8.3.1	<i>Gjeldskostnad før skatt</i>	49
8.3.2	<i>Markedsverdi egenkapital</i>	50
8.3.3	<i>Markedsverdi av gjeld</i>	50
8.3.4	<i>Konklusjon avkastningskrav til totalkapitalen</i>	51
9	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	51
9.1	TERMINAL VEKST.....	51
9.2	KONTANTSTRØM.....	51
9.3	TERMINALVERDI	52
9.4	KONKLUSJON AKSJEVERDI	52
9.5	SENSITIVITETSANALYSE.....	53
10	RELATIV VERDSETTELSE	53
10.1	P/E MULTIPPEL.....	53
10.2	P/B MULTIPPEL.....	54
10.3	P/S	55
10.4	KONKLUSJON RELATIV VERDSETTELSE.....	55
11	MILJØ- OG KLIMAANALYSE	56
11.1	FREMGANGSMÅTE.....	56
11.2	KONKURRENTER	56
11.3	MILJØ- OG KLIMAFORHOLD	57
11.3.1	<i>Hvordan henger de nye bærekraftsrapporteringene sammen med direktiv fra EU?</i>	58
11.3.2	<i>Bærekraftig verdivurdering: multiplikator</i>	58
11.3.3	<i>Miljøpremie</i>	58
11.3.4	<i>Diskusjon</i>	59
11.4	PRESENTASJON AV FUNN.....	59
12	KONKLUSJON	61
13	AVSLUTTENDE KOMMENTAR	61
14	LITTERATURLISTE	62
15	VEDLEGG	67

Figurer, formler og tabeller

Figurer:

Figur 1: OLTs utbytte fra 2016-2023 (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, 2016-2023)	4
Figur 2: Leieinntektsnivå (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, 2023, s.8).....	5
Figur 3: Bransjefordeling kjøpesenter (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.).....	5
Figur 4: Selskapsskattesatser 1981-2019 (Kilde: NHO, u.å.).....	21
Figur 5: NOK/SEK valutakurs (Kilde: Norges Bank, 2024).....	22
Figur 6: Utvikling i konsumprisindeks (Kilde: Regjeringen, 2024).....	23
Figur 7: Styringsrenten i	24
Figur 8: Befolkning i byområder (Kilde: Fn-sambandet, u.å.)	25
Figur 9: Egenprodusert oversikt over Porters fem krefter (Kilde: Whittington et al., 2020, s.64)	28
Figur 10: Driftsmargin	36
Figur 11: Totalkapitalens rentabilitet	36
Figur 12: Egenkapitalens rentabilitet.....	37
Figur 13: Egenkapitalprosent.....	39
Figur 14: Rentedekningsgrad.....	40
Figur 15: Finansierungsgrad 1	41

Tabeller:

Tabell 1: Oversikt over de 5 største aksjonærer OLT (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, 2023).....	3
Tabell 2: Oversikt over selskapene (Kilder: selskapenes årsrapporter 2023, Yahoo Finance)	6
Tabell 3: Oversikt største kjøpesentre 2022 (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, Olav Thon Eiendom, Oslo Handelsstand Forening, 2023)	29
Tabell 4: Likviditetsreserve OLT 2019-2023 (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, 2019-2023).....	33
Tabell 5: Egenprodusert VRIO-analyse	34
Tabell 6: Alle nøkkeltall for OLT.....	35
Tabell 7: Fremtidige leieinntekter	42
Tabell 8: Andre driftsinntekter og andre driftskostnader	44

Tabell 9: Inntekter og kostnader fra felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper	44
Tabell 10: Administrasjonskostnader	45
Tabell 11: Avskrivninger	45
Tabell 12: Investeringer	46
Tabell 13: Arbeidskapital	47
Tabell 14: Statsobligasjoner (Kilde: Norges Bank, 2024).....	48
Tabell 15: Beta uke og måned	48
Tabell 16: Avkastningskrav til egenkapitalen	49
Tabell 17: Gjeldskostnad før skatt.....	50
Tabell 18: Markedsverdi av egenkapital	50
Tabell 19: Markedsverdi av gjeld	51
Tabell 20: Kontanstrøm	52
Tabell 21: Konklusjon aksjeverdi	53
Tabell 22: Sensivitetsanalyse WACC og terminal vekst.....	53
Tabell 23: P/E multippel.....	54
Tabell 24: P/B multippel bransjesnitt	54
Tabell 25: P/B multippel aksjekurs	54
Tabell 26: P/S multippel bransjesnitt.....	55
Tabell 27: P/S multippel aksjekurs	55
Tabell 28: Komperativ verdsettelse oppsummering	56
Tabell 29: Totale utslipp per kvadratmeter.....	60
Tabell 30: Avkastningskrav til egenkapitalen med miljøpremie.....	60
Tabell 31: Sensivitetsanalyse Miljøpremie	60

Formler:

Formel 1: Nåverdi.....	7
Formel 2: Kapitalverdimodellen (CAPM).....	8
Formel 3: Regresjonsbeta	9
Formel 4: Historisk beta	9
Formel 5: Markedets risikopremie	10
Formel 6: Kontantstrøm til egenkapital.....	10
Formel 7: Gjeldskostnad.....	11

Formel 8: Kontantstrøm til totalkapital	11
Formel 9: WACC (Weighted average cost of capital)	12
Formel 10: Geometrisk gjennomsnitt	12
Formel 11: Terminal verdi.....	13
Formel 12: Pris/inntekt multippel.....	14
Formel 13: Pris/Salg multippel.....	14
Formel 14: Pris/Bokverdi multippel	14
Formel 15: Driftsmargin	35
Formel 16: Totalkapitalens rentabilitet.....	36
Formel 17: Egenkapitalens rentabilitet.....	37
Formel 18: Likviditetsgrad 1	38
Formel 19: Egenkapitalprosent.....	39
Formel 20: Rentedeckningsgrad.....	40
Formel 21: Finansieringsgrad 1	41
Formel 22: WACC.....	51
Formel 23: Terminal verdi.....	51
Formel 24: Terminalverdi for OLT	52
Formel 25: Nåverdi av Terminal verdi for OLT.....	52

1 Innledning

Vi valgte verdsettelse som emne på bachelorgraden. Vår treårige skolegang ved Universitetet i Stavanger introduserte oss for flere utfordrende og spennende fagområder. Etter en grundig vurderingsprosess falt valget på verdsettelse begrunnet interesse for emne, samt at vi vurderte det som det beste alternativet for å anvende kunnskapen fra andre emner.

Bak valget vårt om Olav Thon Eiendomsselskap ASA lå det flere ukers leting og vurderingsarbeid. Flere forskjellige bransjer og bedrifter var oppe til vurdering, men vi landet på eiendomsbransjen og Olav Thon Eiendomsselskap ASA. En verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA gir oss mulighet for å se hvordan et selskap som driver med utleie, påvirkes av fluktuerende priser på energi og kapital, samt et stadig større krav om bærekraftsrapportering og klimareguleringer. Vi har et ønske om at oppgaven skal reflektere tiden den er skrevet i, derfor ønsker vi å utforske hvilken effekt bærekraft har på aksjeprisen. I oppgaven referer vi til Olav Thon Eiendomsselskap som; OLT.

1.1 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling:

«I hvilken grad vil aksjeprisen til Olav Thon Eiendomsselskap bli påvirket, når vi trekker inn miljøfaktorer»

For å besvare problemstillingen har vi valgt å stille oss følgende forskningsspørsmål:

«Hva er aksjekursen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA 31. Desember 2023?»

«Hvordan kan vi vekke miljøfaktorer i verdsetting?»

1.2 Avgrensinger

I oppgaven vurderer vi Olav Thon Eiendomsselskaps attraktivitet som investeringsobjekt for seg selv og med et miljøperspektiv. Kjøpesentre og næringslivseiendom gjør opp eiendomsporteføljen til Olav Thon Eiendomsselskap, 93% er basert i Norge og resterende

7% er i Sverige. I oppgaven anser vi bedrifter innenfor eiendomsbransjen som konkurrenter.

Verdsettelsen av OLT er basert på data tilgjengelig til og med 31. mars 2024, for å være konsistent og realistisk om den estimerte verdien til Olav Thon Eiendomsselskap.

Olav Thon Eiendomsselskap har en samlet omsetning på 57.032 MNOK kroner fordelt på 53.453 MNOK, og 3.765 MSEK (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.). Vi har adressert konsekvensene valutaendringer kan ha i kapittel 5.1.2, men har valgt å skrive det ut av oppgaven på bakgrunn av den lave andelen omsetning i svenske kroner.

I oppgaven gjennomførte vi en miljø- og klimaanalyse som presenteres i et eget kapittel i slutten av oppgaven. Vi har valgt å skrive ut betraktninger omkring klima og miljø fra strategisk analyse, for å samle det i en felles presentasjon i kapittel miljø- og klimaanalyse.

2 Presentasjon av Olav Thon Eiendomsselskap

2.1 Innledning

OLT er en ledende aktør innen kjøpesenterbransjen i Norge, men har også eiendommer i Sverige (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.). Selskapet ble etablert i 1982 og børsnotert i 1983. Det har siden oppstarten vokst betydelig og har i 2024 et leieinntektsnivå på 3 800 MNOK. OLT inngår i Olav Thon Gruppen som er Norges største private eiendomsaktør (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.).

2.2 Strategi

Selskapet sin hovedstrategi er å erverve, utvikle og eie eiendommer med sentral beliggenhet (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.), ved aktiv videreutvikling, effektiv forvaltning og høy leietaker tilfredshet. De har som et overordnet mål om å oppnå maksimal vekst i egenkapital per aksje som vil gjøre at aksjonærene i langsiktig perspektiv skal oppnå en avkastnings som er konkurransedyktig i forhold til sammenlignbare selskaper (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024).

2.3 Eiendomsporteføljen

OLTs eiendomsportefølje baserer seg på 77% kjøpesenter og resten 23% i næringslivseiendommer. Eiendomsporteføljen består geografisk av 43% i Oslo- regionen, 23% i øvrige store regioner, 28 % i øvrige byregioner også 7% Sverige (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.). En tredjedel av eiendomsporteføljens leieinntekter kommer fra byer som Oslo, Bergen og Stavanger, resten av leieinntektene kommer fra eiendommer i øvrige regioner. OLT eier fem av de seks største kjøpesentrene i landet. (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.).

2.4 Aksjonærer

Oversikt over OLTs 5 største aksjonærer per 31.03.2024 (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.). Olav Thon Gruppen AS sitter med den største andelen aksjeposter med 67,67%, med den nest største aksjonæren Investthn AS med en andel på 7,74%. Olav Thon Gruppen AS er 100% eid av Olav Thon Stiftelsen, som enten direkte eller indirekte eier 75,04% av OLT (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.).

Aksjonær	Antall aksjer	Eierandel %
Olav Thon Gruppen AS	68 674 000	67,67 %
Investthn AS	7 858 940	7,74 %
MP Pensjon PK	2 290 673	2,26 %
Verdipapirfondet Nordea Norge Verd	1 645 896	1,62 %
J.P Morgan SE	1 287 094	1,27 %

Tabell 1: Oversikt over de 5 største aksjonærer OLT (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, 2023)

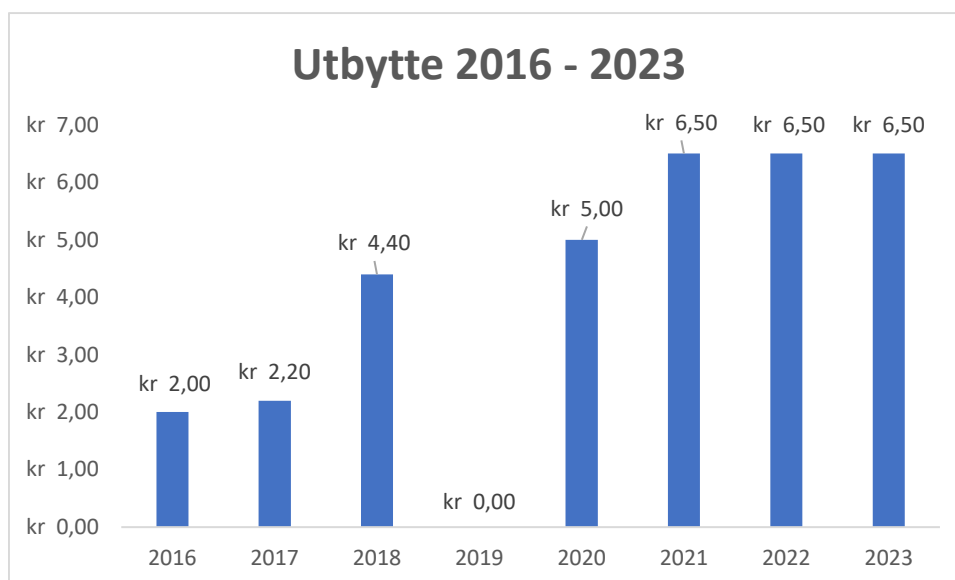
2.5 Struktur

OLT er en del av Olav Thon gruppen. I 2013 ga Olav Thon samtlige aksjer i Olav Thon Gruppen til den nyetablerte Olav Thon Stiftelsen. Siden etableringen i 1982 frem til 2023 har grunnlegger Olav Thon (f.1923) vært styreleder for eiendomsselskapet, rollen som styreleder tok Kjetil Nilsen (f.1966) over i 2023. Olav Thon innehar rollen som

styremedlem. Resterende medlemmer av styret er varamedlem Stig O. Jacobsen (f.1955), Elisabeth Holvik (f.1970), Line Norbye (f.1971) og Sissel Berdal Haga Thon (f.1940). Siden år 2000 har Dag Tangevald-Jensen (f.1960) hatt rollen som administrerende direktør. I konsernet var det i utgangen av 2023 ansatt 237 årsverk i konsernet, med en fordeling på 62% menn og 38% kvinner og et sykefravær på 5,7% (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023, s.10).

2.6 Utbytte

OLT har som nevnt et overordnet mål at selskapet skal oppnå høyest mulig vekst i egenkapital per aksje. Aksjonærene skal over tid oppnå en avkastning som er konkurransedyktig sammenlignet med selskaper som driver i samme forretningsområde. OLT har som formål med å kunne gi et utbytte tilsvarende 30-40% av konsernets resultat til aksjonærene med å tilfredsstillende likviditet og soliditet (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024).

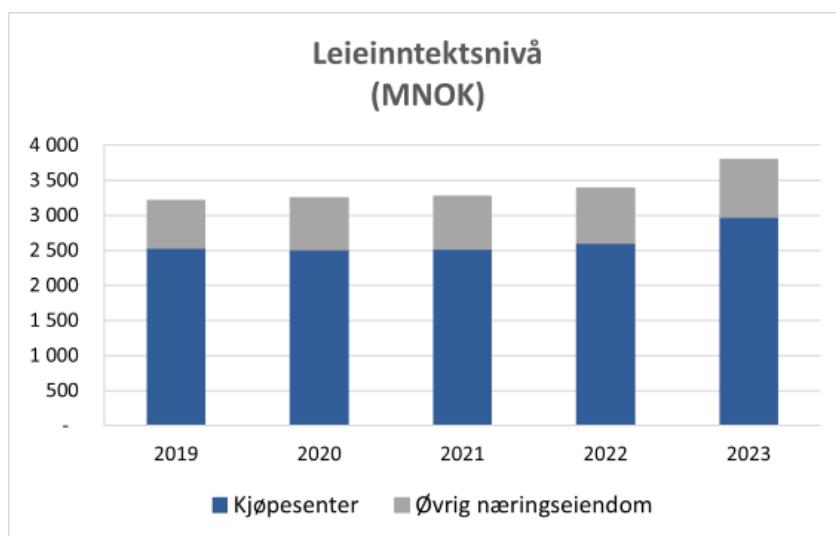


Figur 1: OLTs utbytte fra 2016-2023 (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, 2016-2023)

2.7 Forretningsområder

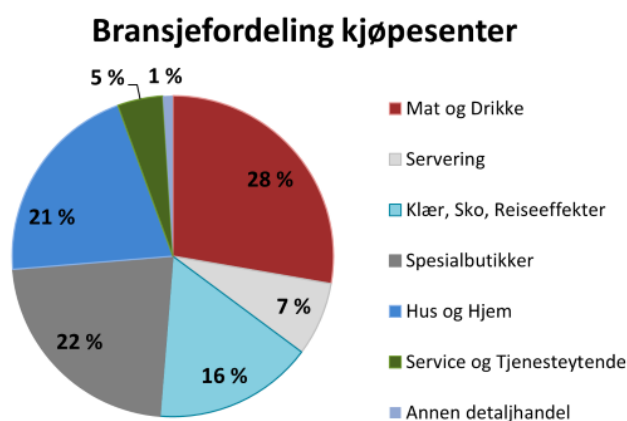
Årene 2022 og 2023 har resultert i økte leieinntekter for bedriften, hvor det er en økning i kjøpesentersegmentet av foretaket som resulterer i den totale økningen. I figuren under ser

vi at det i årene 2019-2021 har vært stabile leieinntektsnivåer for både kjøpesenter og næringslivseiendom (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.).



Figur 2: Leieinntektsnivå (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, 2023, s.8)

Figur 2 viser leieinntekter skapt av kjøpesenter-delen av porteføljen til OLT, en stor del av de totale leieinntektene. Kjøpesentrene varierer på størrelse, antall butikker og omsetning fra sted til sted, men totalt sett genererte butikkene en omsetning på 60 568 MNOK i 2023 (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.). Diagrammet under viser hvordan fordelingen av den totale omsetningen er mellom de forskjellige butikktypene på kjøpesentrene til OLT (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.).



Figur 3: Bransjefordeling kjøpesenter (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.)

2.8 Konkurrenter

Tabellen viser en sammenligning mellom OLT, og de bedriftene valgt som konkurrenter i oppgaven. Dato for markedsverdi beregning er 31. Desember 2023. Markedsverdi egenkapital (MV EK) og leieinntekter angis i millioner norske kroner, med unntak av Citycon som angis i millioner euro.

Bedrifter	Aksjepris	Antall aksjer	Markedsverdi	ElVerdi	Eiendomsportefø	Leieinntekt	Valuta
OLT	186,50	101 478 908	18 926		56568	3722	MNOK
Entra	115,40	182 132 055	21 018		69520	3418	MNOK
KMC Propertie	7,4500	183 894 204	1 370		6153	409,5	MNOK
Citycon	6,40	416 738 276	2 667		1499	195,7	MEUR

Tabell 2: Oversikt over selskapene (Kilder: selskapenes årsrapporter 2023, Yahoo Finance)

2.8.1 Entra Eiendom ASA

Entra Eiendom ASA er et norsk eiendomsselskap som hovedsakelig driver med forvaltning og utleie av eiendom. Porteføljen består av næringsbygg i form av kontor- og logistikkeiendommer. I 2023 hadde Entra utleieinntekter på 3 418 MNOK og en markedsverdi på eiendomsporteføljen på 69 520 MNOK (Entra, 2024, s.6-7).

2.8.2 KMC Properties AS

Er et eiendomsselskap med fokusområde innen logistikk- og industrieiendom. Selskapet er hovedsakelig basert i Norge og Nederland, men porteføljen inneholder også eiendommer i andre nordiske og europeiske land. De forvalter eiendommer som lager og andre typer industribygg. Selskapet har leieinntekter for 2023 på 409,4 MNOK (KMC Properties, 2024, s.62) og en eiendomsporteføljeverdi 6 153 MNOK (KMC Properties, 2024, s.76).

2.8.3 Citycon OJY

Er et nordisk eiendomsselskap med eiendommer i Norden og Baltikum. Selskapet eier, drifter og utvikler 33 flerbrukssentre lokalisert i storbyer i Norge, Sverige, Danmark, Finland og Estland. Majoriteten av eiendommene er i Finland med 42%, mens 27% av porteføljen er i Norge. Selskapet har et mål om å utvikle sentralt liggende eiendommer. Citycon OJY er notert på Helsinki børsen, og tallene står derfor i MEUR (Millioner euro).

Citycon har leieinntekter på 195,7 MEUR (Citycon, 2024, s.9) og eiendomsporteføljen har en markedsverdi på 1 499,2 MEUR (CBRE, Valuation statement 2023, s.3).

Bakgrunn for valget av Entra ASA, KMC Properties og Citycon OJY som sammenligningsgrunnlag og konkurrenter i oppgaven er knyttet opp mot tema for oppgaven, bærekraft.

3 Teori

Det teoretiske rammeverket for verdsettelsen har vi valgt å basere på tredje utgave av *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, av forfatter Aswath Damodaran. Vi har valgt å basere det teoretiske grunnlaget for den strategiske analysen på den ellefte versjonen av boken *Exploring Strategy*, mens teori, formler og metoder innen regnskap er hentet fra *Grunnleggende regnskap 2*. Forklaring av regnskapsteori har vi besluttet å legge i regnskapsanalysen og ikke i kapittel 3 teori. Valget tok vi siden regnskapsteorien er nokså kort og setter tallene i analysen i kontekst.

3.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse, er en verdsettelse av de iboende, grunnleggende faktorene ved en bedrift/organisasjon/eiendel. Det er en analyse som tar for seg økonomiske og finansielle faktorer, intern drift, ledelse, sammen med makroøkonomiske omstendigheter innen bransjen. Målet med verdsettelsen er å undersøke om verdien på aksjen er under- eller overpriset. I en fundamental verdsettelse baserer man verdien på alle bedriftens eiendeler, på eiendelens forventede fremtidige kontantstrøm. Ved hjelp av en diskonteringsfaktor, kan man diskontere kontantstrømmen og finne nåverdi (PV). Nåverdien inneholder en risikovurdering forbundet med eiendelen, samt kontantstrømmens forventede vekst (Damodaran, 2012, s. 11).

$$\text{Nåverdi} = \sum \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

Formel 1: Nåverdi

Formel 1 viser hvordan man regner ut nåverdi av en fremtidig kontantstrøm. Dette ved hjelp av Livsløp eiendel (n), kontantstrøm (Cash Flow), og avkastningskrav (r) (Damodaran, 2012, s. 11-14).

3.2 Avkastningskravet til egenkapitalen

Avkastningskrav for egenkapital / kapitalverdimodellen (CAPM) brukes for å kunne beregne verdien av et selskap eller en eiendel et selskap besitter, er man nødt til å ta hensyn til risikoen den investeringen fører med. Det er her avkastningskrav kommer inn, det sier noe om hvor mye en investor forventer å få igjen for sin investering. Kjernefunksjonen til CAPM er å gi et mål på hvor vidt en investering er verdt det for den marginale (diversifiserte) investor, med hensyn til den avkastning og risiko som er forbundet med investeringen (Damodaran, 2012, s.65-68).

$$E(R) = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Kapitalverdimodellen (CAPM)

$E(R)$ = forventet avkastning investering

R_f = risikofri rente

R_m = forventet avkastning markedsportefølje

B_i = beta investeringsobjekt

Formel 2: Kapitalverdimodellen (CAPM)

3.2.1 Beta

Beta (β) forteller hvordan en aksje eller portefølje forholder seg til markedets svingninger og sier noe om systematisk risiko gitte aksje/portefølje er utsatt for. I kapitalverdimodellen (CAPM), representerer beta den risikoen aksjen tilfører markedsporteføljen (Damodaran, 2012, s.183). For eksempel vil en beta på -1 bevege helt motsatt av markedet, mens en beta på 1 betyr at aksjen beveger seg sammen med markedet. Verdiene over og under 1, betyr at aksjen beveger seg henholdsvis mer eller mindre enn markedet. I betautregning er det flere fremgangsmåter, med respektive historisk- og fundamental beta som de to Damodaran

vektlegger i størst grad. Historisk beta tar hensyn til historiske data om priser i markedet, mens man i en fundamental tilnærming går dypere inn i de interne faktorene i selskapet (Damodaran, 2012, s.183).

3.2.2 Historisk beta

Har en aksje blitt offentlig handlet på børs over tid kan man bruke de historiske data som grunnlag for beta utregning, dette kalles historisk beta. Denne formen for betautrening gjennomføres med en regresjon mot de historiske data tilgjengelig mot en markedsindeks.. Markedsporteføljen bør være diversifisert for å finne riktig beta, ofte vil en bruke OSEBX (Oslo Børs) eller S&P 500 (Standard & Poor`s 500 index) (Damodaran, 2012, s.183).

Utregning av historisk beta, betyr at man utfører en regresjon for aksjeavkastningen (R_j) mot markedsavkastningen (R_m). Med å bruke formelen under, hvor konstanten a representerer skjæringspunktet i regresjonen, mens b representerer helningen til regresjonen, også kalt kovariansen. Helningen til funksjonen korresponderer med den risikoen aksjen tilfører porteføljen (Damodaran, 2012, s.183).

$$R_j = a + bR_m$$

Formel

$a =$ skjæringspunktet y-akse (vertikal akse)

$b =$ stigningstallet / beta = kovarians (R_j, R_m)/ s^2m

Formel 3: Regresjonsbeta

Når man har kovariansen mellom investeringen og markedsporteføljen, kan man finne beta ved å dividere det på variansen til markedsporteføljen (Damodaran, 2012, s.183).

$$\beta = \frac{\text{Kovarians}(R_m, R_j)}{\text{Varians}(R_m)}$$

Formel 4: Historisk beta

3.2.3 Risikofri rente

Damodaran anser en investering som risikofri når forventet avkastning på investering er lik faktisk eller reell avkastning (Damodaran, 2012, s.154). I kapitalverdimodellen (CAPM) omtales den delen av en investering som er garantert eller uten risiko som risikofri rente. For at en investering skal være risikofri er den nødt til å innfri to krav, ingen misligholds risiko eller reinvesteringsrisiko knyttet til investeringen. I de fleste tilfeller er det statlig utsilte obligasjoner som sees på som risikofri rente, ettersom at statlige obligasjoner kan etterfølges med å trykke mer penger for å møte obligasjonen (Damodaran, 2012, s.162).

3.2.4 Markedets risikopremie (Equity Risk Premium)

ERP er den risikjusterte avkastningen investorer forventer på sin investering utover risikofri (garantert) avkastning. Med utgangspunkt i historiske data om avkastning på en indeks eller portefølje, kan man beregne ERP med å trekke fra risikofri rente, gjerne en 10-årig statsobligasjon for den samme perioden (Damodaran, 2012, s. 159).

$$\text{Markedets risikopremie (ERP)} = (E(R_m) - R_f)$$

Formel 5: Markedets risikopremie

3.3 Egenkapitalmetoden

Forkortelsen som brukes når det omhandler kontantstrøm til egenkapital er FCFE (Free Cash Flow to Equity). FCFE brukes i sammenheng med verdivurdering av egenkapitalen i selskapet, med å diskontere fri kontantstrøm til egenkapital med avkastningskravet, det investorene krever på sin investering (Damodaran, 2012, s.13).

Kontantstrøm til egenkapital regnes slik (Damodaran, 2012, s.352)

$$\begin{aligned} \text{Kontantstrøm til egenkapital} &= \text{Netto Inntekt} - (\text{Investering} - \text{Avskrivninger}) - \text{Endring} \\ &\text{ikke kontant arbeidskapital} - (\text{avdrag} - \text{ny gjeld}) \\ &= \text{Kontantstrøm til egenkapital} \end{aligned}$$

Formel 6: Kontantstrøm til egenkapital

3.4 Totalkapitalmetoden

3.4.1 Gjeldskostnad

Ved utregning av gjeldskostnad før skatt bruker vi det til å finne ut hva det koster selskapet for å få tak midler til å finansiere prosjekter. Det er tre faktorer i gjeldskostnad før skatt. Risikofri rente er den første faktoren. Øker den risikofrie renten, vil gjeldskostnaden også øke. Den andre faktoren er misligholds risiko. Har selskapet en misligholds risiko vil det også kost mer å låne penger. Den tredje faktoren er skattefordeler assosiert med gjeld. En høyere skattesats vil redusere gjeldskostnaden og en lavere skattesats vil øke gjeldskostnaden (Damodaran, 2012, s. 211).

$$\text{Gjeldskostnad før skatt} = \text{Risikofri rente} + \text{Påslag for misligholdsrisiko}$$

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

Formel 7: Gjeldskostnad

3.4.2 Kontantstrøm til total kapital

For kontantstrøm til total kapital brukes det forkortelse FCFE (Free Cash Flow to Firm) Bruker man total kapital metoden, diskonterer man med vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad eller WACC (Weighted Average Cost of Capital). Grunnen til at man diskonterer fremtidig kontantstrøm til total kapital med WACC, er fordi kapitalkostnaden fungerer som avkastningskravet for total kapitalen (Damodaran, 2012, s.13).

Kontantstrøm til total kapital beregnes slik (Damodaran, 2012, s..

$$\begin{aligned} \text{Kontantstrøm til total kapital / firma} &= \text{Driftsresultat e/skatt (EBIT)} - (\text{Investeringer} - \\ &\text{Avskrivninger}) - \text{Endring i ikke kontant arbeidskapital} \\ &= \text{Kontantstrøm til total kapital} \end{aligned}$$

Formel 8: Kontantstrøm til total kapital

3.4.3 Avkastningskrav til total kapital

Når man skal verdsette etter egenkapital metoden eller totalkapital metoden, er man avhengig av å vite hva avkastningskravet på henholdsvis total- eller egenkapital er. For totalkapital bruker man ofte gjennomsnittlig kapital kostnad eller WACC som avkastningskrav. Innbakt i WACC er vektet egenkapital- og gjeldskostnad, som gir et estimat for hvor mye av totalkapitalen selskapet har som er egenkapital, og hvor mye som er gjeld (Damodaran, 2012, s.211).

$$WACC = \text{Avkastningskrav EK} * \frac{EK}{EK + Gjeld} + \text{Gjeldskostnad} * \frac{Gjeld}{EK + Gjeld}$$

Formel 9: WACC (Weighted average cost of capital)

3.5 Vekst

3.5.1 Historisk vekst

For å estimere vekst i et selskap basert på historisk data kan vi bruke aritmetisk eller geometrisk rekke. Å bruke historisk vekst vil ikke gi oss en garanti for hvordan den fremtidige veksten vil bli (Damodaran, 2012, s.272-273).

$$\text{Geometrisk gjennomsnitt} = \left(\frac{\text{Observasjon}_n}{\text{observasjon}_1} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

Formel 10: Geometrisk gjennomsnitt

3.5.2 Terminal verdi (TV)

På et tidspunkt vil det ikke lengre være mulig å estimere kontantstrøm, dermed brukes terminal verdi for å avslutte kontantstrømmene. For å beregne terminal verdi brukes det tre forskjellige tilnærminger, som baseres på en rekke forskjellige antakelser om fremtiden for bedriften. Hvilken metode som er mest hensiktsmessig er situasjonsbasert. En metode kalles likvidasjons metoden antar at selskaps drift fortsetter frem til ett terminal-år hvor bedriften likvideres og verdien settes basert på det. Er drift over lengre tid fremover urealistisk er, kan likvidasjons metoden være passende (Damodaran, 2012, s.305). En annen metode som brukes er multippel metoden eller tilnærmingen. Den tar utgangspunkt i

bokverdi eller inntekter og bruk av multipler for å beregne terminal verdi (Damodaran, 2012, s.305-306). Den siste metoden tar utgangspunkt i fortsatt drift ut i evigheten, og kalles for stabil vekst metoden. (Damodaran, 2012, s.304).

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{CF_t + 1}{r - g_n}$$

CF_t = kontantstrøm året etter terminalt år

r = avkastningskrav

g_n = stabil vekst

Formel 11: Terminal verdi

3.6 Relativ verdsettelse

En relativ verdsettelse kan sees på som en utenfor-og-inn vurdering av et selskap og er en utbredt verdsettelses metode. I relativ verdsettelse tar man for seg forskjellige multipler og forholdstall, hvor man ut fra tar en investeringsbeslutning. Sammenlignbare selskaper spiller en viktig rolle ettersom det er de som danner vurderingsgrunnlaget til selskapet, knyttet opp mot ønskelig bransje eller bedrifter (Damodaran, 2012, s.453)

En av fordelene med en relativ verdsettelse er at det tidsbesparende. En annen fordel er at det er enkelt å forstå, som er positivt når en skal presentere for potensielle investorer (Damodaran, 2012, s.453). Ulempene med en relativ verdsettelse kan være de samme som fordelene. Nettopp det at det er en mer overfladisk analyse kan føre til følgefeil i verdsettelsen. (Damodaran, 2012, s.453).

3.6.1 Pris/Inntekts rate (P/E)

Viser forholdet mellom bedriftens markedsverdi og resultat per aksje. Denne multippelen brukes for å vurdere om en aksje er kan sees på som dyr eller billig. Ser man en verdi nær null kan det bety at en aksje er underpriset, mens en verdi på rundt 15 vil stort sett bety fornuftig prising (Damodaran, 472).

$$Pris/Inntekt = \frac{Aksjekurs}{Resultat\ per\ Aksje}$$

Formel 12: Pris/inntekt multipl

3.6.2 Pris/Salgs rate (P/S)

Viser forholdet mellom pris og salg (omsetning) for en aksje. P/S står for price-to-sales-ratio, og tar for seg markedsverdi av egenkapital dividert på omsetning bedriften har. Kan regnes ut på to måter, den ene metoden tar aksjepris delt på omsetning per aksje, eller markedsverdi delt på omsetning (Damodaran, 543).

$$Pris/Salg = \frac{Markedsverdi\ EK}{Omsetning}$$

Formel 13: Pris/Salg multipl

3.6.3 Pris/Bokverdi (P/B)

Viser forholdet mellom markedsverdi og bokført verdi av egenkapital. Markedsverdi sier noe om hva markedet forventer omkring kontantstrømmer for selskapet, mens den bokførte verdien til selskapet sier noe om forholdet mellom eiendeler og gjeld selskapet har bokført (Damodaran, 2012, s.512).

$$Pris/Bokverdi = \frac{Markedsverdi\ EK}{Bokført\ verdi\ EK}$$

Formel 14: Pris/Bokverdi multipl

3.7 Teoriavklaring strategisk analyse

For å kunne besvare oppgaven har vi valgt å støtte oss på følgende strategisk teori.

3.7.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse referer til et rammeverk som identifiserer hvilke makroøkonomiske omstendigheter bedriften opererer rundt. Formålet med PESTEL-analysen er å identifisere hvilke ytre faktorer som påvirker OLTs fremtidige vekst, gjennom rammeverket bestående

av politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold (Whittington, Regnér, Anwig, Johnson & Scholes, 2020, s.36).

De politiske omstendighetene kan være av stor betydning for næringslivet, ettersom at retningslinjer, lover og regler vedtatt politisk sier noe om hvordan de bør og kan drifte. De politiske faktorene refererer politiske vedtak som påvirker omgivelsene til bedriften (Whittington, et al., 2020, s.47)

De økonomiske faktorene i PESTEL-analysen refererer til forhold som er utslagsgivende omkring økonomiske prestasjoner, hvor valutakurs, renter og økonomisk vekst spiller en viktig rolle for makroomstendighetene til bedriften (Whittington, et al., 2020, s.40).

Sosiokulturelle forhold er knyttet til befolkningen og deres påvirkning på samfunnet. Faktorer som kan påvirke sosiokulturelle forhold er demografi, forbrukeratferd og teknologiske faktorer (Whittington, et al., 2020, s.41).

Teknologiske forhold er de faktorene som endrer kunnskap, prosesser og ferdigheter som skaper nye produkter, tjenester eller prosesser. (Whittington, et al., 2020. s.43)

De juridiske faktorer rammer lover og regler bestemt av myndighetene, men også bransjespesifikke regler og normer virksomheter må forholde seg til (Whittington et al., 2020, s.47).

3.7.2 Porters fem krefter

Fem kraftmodellen utviklet av Michael E. Porter er et nyttig verktøy for å analysere bedriftens evne til å konkurrere i sin bransje. Ifølge boken *Exploring Strategy* måles en bransje etter hvor enkelt man kan tilegne seg markedsandel og tjene penger. Porters fem-kraftmodell baseres på rivalisering blant konkurrenter, inntrengertrusler, trusler fra substitutter og kundenes forhandlingsmakt (Whittington, et al. 2020, 64-66).

En fremtredende rivalisering blant aktører innenfor samme bransje reduserer attraktiviteten, ettersom at det er flere bedrifter som kjemper om de samme kundene. Ifølge Whittington et al. kjennetegnes en bransje med høy grad av rivalisering av fem faktorer.

Antall konkurrenter, bransjens vekstrate, nivå av faste kostnader, høye utgangsbarrierer og lite diversifisering mellom aktørene (Whittington, et al., 2020, s.66-67).

Antall konkurrerende aktører innenfor en bransje, betyr at det er flere om beinet når det kommer til kunder. En konkurrent er en bedrift som kjemper om de samme kundegruppene ved at de tilbyr like eller nært like produkter eller tjenester. Flere bedrifter av en tilnærmet lik størrelse innenfor samme bransje, kan føre til stor rivalisering mellom aktørene (Whittington et al., 2020, s.66).

Rivalisering påvirkes i stor grad av perioder med høy og lav vekst i markedet. I en periode med lav vekst vil intern vekst for en bedrift gå på bekostning av andre aktørers vekst, mens i en bransje med høy vekst vil bedriftene i større grad kunne flyte på veksten i det spesifikke markedet (Whittington et al., 2020, s.66).

En attraktiv bransje å operere i kjennetegnes ofte av vanskelige vilkår for nyetableringer, grunnet de etablerte bedriftenes fordeler knyttet til erfaring (effektivisering av drift), geografisk område og stordriftsfordeler. Samtidig vil en attraktiv bransje ofte kreve store mengder kapital for å starte opp. (Whittington, et al., 2020, s.67)

Ifølge *Exploring Strategy* er substitutter andre bransjers varer eller tjenester som kan erstatte bedriftens produkter. Substitutter kan ha forskjellige egenskaper fra bedriftens produkt, men være et fullgodt alternativ og redusere samlet etterspørsel etter bedriftens produkt. Et ensrettet fokus innenfor egen bransje, gjør at substitutter innenfor andre bransjer kan kapre kundeandeler dersom det er lave byttekostnader for kunden (Whittington, et al. 2020, s.69).

Kunders forhandlingsmakt omhandler i hvilken grad kundene bedriften kommuniserer med kan påvirke produktet i sin helhet. Sitter kundene på høy forhandlingsmakt kan det føre til høyere produksjonskostnader eller mindre overskudd etter krav om lavere pris (Whittington, et al., 2020, 69).

Leverandører er dem som tilbyr bedriften de innsatsfaktorene den trenger for å produsere produktet sitt. Det kan være alt fra arbeidskraft, materialer eller kapital. Leverandørers forhandlingsmakt øker

blant annet når det er få leverandører av produktet eller om kostnader knyttet til bytte av leverandør er høye (Whittington, et al., 2020, s.70).

3.7.3 VRIO-analyse

En VRIO-analyse er et strategisk verktøy for å vurdere hvordan en bedrifts interne kapasiteter og ressurser kan gi et varig konkurransefortrinn for bedriften, ved hjelp av faktorene verdi (V), sjeldenhet (R), ikke-imiterbar (I) og organisering (O) (Whittington, et al., 2020, s.95-102). Ressursene kategoriseres etter fysiske, finansielle og humane ressurser. Fysiske ressurser er i form av maskiner, bygninger og datasystemer og konkurransefortrinn kommer av effektivisering og produktivitet ved bruk av disse ressurser. Finansielle ressurser forteller om bedriftens evne til å håndtere økonomiske poster, mens humane ressurser handler om hvilke evner de ansatte i bedriften besitter, som kan skape verdi og konkurransefortrinn (Whittington et al., 2020, s. 100).

Ifølge Whittington et al., er det kundens oppfatning og verdsettelse av produktet eller tjenesten og hvordan produktet utnytter muligheter i markedet som fører med seg verdi (Whittington et al., 2020, s. 99).

Varig konkurransefortrinn i bransjen kan etablerers om ressurser og egenskaper virksomheten har verdsettes av kundene, samtidig som de er sjeldne (Whittington, et al., 2020, s. 100). Ikke-sjeldne egenskaper og ressurser vil i et kompetitivt marked bli kopiert, og konkurransefortrinn blir utlignet. Egenskaper som kategoriseres som sjeldne er ofte bygget opp over tid.

Ifølge Whittington et al., vil konkurrenter på langsikt kopiere bedriftene som har konkurransefortrinn i markedet, og av den grunn holder det ikke at egenskapene og ressursene er verdifulle og sjeldne (Whittington et al., 2020, s.100). Ikke-imiterbare eller uforlignelige egenskaper med en bedrift er de egenskaper som det er utfordrende å kopiere fra utsiden med, og egenskapene er ofte bunnet ut i tidligere akkumulert kunnskap og handlinger. Kjennetegn ved disse egenskapene er at det er dyrt å kopiere fra utsiden av selskapet, ettersom at det ofte er integrert i kjernen i selskapet, eksempelvis geografisk beliggenhet.

Verdifulle, sjeldne og ikke-imiterbare egenskaper og ressurser kan gi bedriften et fortrinn, men det er først med et organisatorisk fundament i bakhånd at bedriften kan få utnyttet sitt fulle potensial (Whittington et al., 2020, s.102). I disse verdifulle, sjeldne og ikke-imiterbare ressursene ligger et uforløst potensial, som kan utløses om den rette organisatoriske styringer er på plass.

3.8 Teoriavklaring miljø

I miljø- og klimaanalysen brukes Scope rammeverket. Scope er en metode for å kategorisere utslippene en virksomhet har (Deloitte, u.å.). I rammeverket deles utslippene i tre kategorier; Scope 1, Scope 2 og Scope 3.

Scope 1 omfatter direkte Co2-utslipp som følge av virksomhetens operasjonelle drift, (Deloitte, u.å.) eksempelvis ved bruk av motorer som går på fossilt brennstoff.

Scope 2 omfatter indirekte utslipp som følge av bedriftens energiforbruk, hvor utslipp knyttet til elektrisitet, varme og kjøling av bygninger tas i betraktning (Deloitte, u.å.).

Scope 3 omfatter alle indirekte utslipp som stammer fra virksomhetens verdikjede, men som ikke oppstår fra virksomhetens egne kilder eller energikjøp. Dette kan for eksempel inkludere utslipp fra produksjon av varer og tjenester som virksomheten kjøper inn, transport av varer og avfall, og utslipp fra bruk av solgte produkter (Deloitte, u.å.)

Scope 3 omfatter utslipp knyttet til verdikjeden virksomheten er en del av. Det vil si at det utelukker direkte utslipp i form av drift, samt utslippene som knyttes til energibruk. Det omfatter utslipp tilknyttet leverandører, samt utslipp knyttet til kunder som kjøper virksomhetens produkt (Deloitte, u.å.).

4 Metode og valg

4.1 Metode

I vår oppgave har vi valgt en kvantitativ metode i vår oppgave. Verdsettelsen baserer vi på data hentet fra selskapenes egne rapporter. Vi anser dataene vi har brukt som pålitelige

Den metodologiske tilnærmingen som anvendes i denne studien er i hovedsak basert på en fundamental verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap. Formålet er å oppnå en omfattende verdivurdering av selskapet. Denne tilnærmingen innebærer en analyse av fremtidige kontantstrømmer ved bruk av total kapitalmetoden. I tillegg til den fundamentale verdsettelsen vil det også gjennomføres en relativ verdsettelse. Dette bidrar til å gi et bredere perspektiv og et sammenligningsgrunnlag ved å analysere andre selskaper innenfor samme bransje. Ved å sammenligne nøkkeltall og prestasjoner vil vi få en bedre innsikt i hvor OLT står i forhold til sine konkurrenter.

Datakilder for disse verdsettelsene vil hovedsakelig bestå av års- og kvartalsrapporter, samt annen regnskapsinformasjon utstedt av OLT. Disse kildene vil være avgjørende for å kunne gjennomføre en grundig analyse av selskapets økonomiske ytelse og framtidsutsikter.

Validitet omtaler i hvilken grad data som er brukt i undersøkelser eller analyser er grunnlag for å trekke holdbare slutninger om tema (Grønmo, 2024, SNL).

Reliabilitet

Reliabilitet brukes om data som måles er konsistente eller pålitelig (Grønmo, 2024, SNL).

4.2 Valg

I utgangspunktet var tanken å gjennomføre intervjuer for å skaffe primærdata som kunne anvendes i miljø- og klimaanalyse. Vi prøvde å gjennomføre intervjuer, men på bakgrunn av manglende svar fra nøkkelpersoner valgte vi å se bort i fra dette. Vi valgte derfor å besvare oppgaver ved å hente sekundærdata. Datagrunnlaget i oppgaven er basert på forskjellige rapporter utstedt av selskapene, samt data hentet fra tidsskrifter og statistikk. I tilfeller hvor vi har brukt tidsskrifter har valgt å kryss-sjekke dem med eksempelvis statistikk fra Statistisk sentralbyrå som vi anser som mer objektiv. Sett i ettertid kunne primærdata i form av intervju gitt oppgaven et interessant perspektiv.

I den strategiske analysen skulle vi presentere sentrale funn i en SWOT-analyse. En SWOT-analyse krever derimot en mye dypere innsikt i selskapets kjerne, struktur og organisering. Selv om en SWOT-analyse kunne vært hensiktsmessig i denne oppgaven, valgte vi å ikke ta det med. Vi mener informasjonsgrunnlaget er for å lite til å rettfærdiggjøre en SWOT-analyse.

Vi har valgt å skrive ut miljømessige faktorer fra PESTEL-analysen og betrakte det i eget kapittel i miljø- og klimaanalyse.

I vårt kapittel om miljø- og klimaanalyse valgte vi å se bort i fra konkurrentene Citycon og KMC Properties. I vår innsamling av data fant vi ut at konkurrentene Citycon og KMC Properties ikke ga oss sammenlignbar data. I utgangspunktet var planen å inkludere alle fire selskapene i miljø- og klimaanalyse, men på bakgrunn av funnene valgte vi bare å ta med Entra.

5 Strategisk analyse

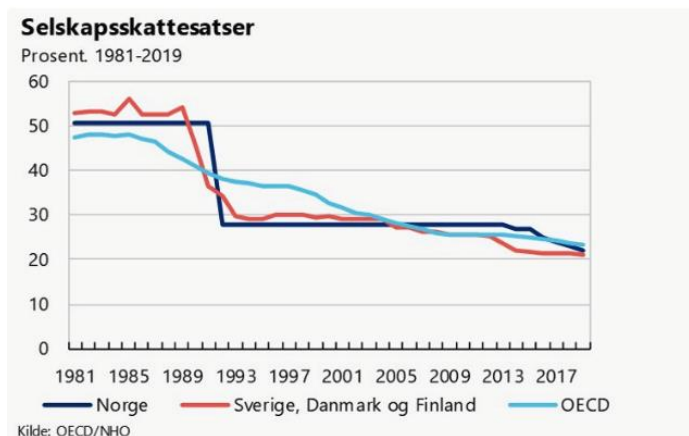
Forholdet mellom interne og eksterne faktorer er av avgjørende betydning for å utforme en effektiv strategisk plan som er tilpasset den aktuelle bedriften. Det sentrale spørsmålet er om virksomheten skal fokusere på eksterne faktorer og søke etter muligheter for å etablere et varig konkurransefortrinn, eller om den skal basere sin strategiske planlegging på interne styrker. Vi har valgt å gjennomføre tre strategiske analyser av bedriften, for å fremheve bedriftens interne posisjon samt hvilket marked den opererer i. Selv om analysene fokuserer på forskjellige aspekter ved bedriften, er målet med en strategisk analyse å se hvordan OLT kan etablere et vedvarende konkurransefortrinn.

5.1 PESTEL-analyse

5.1.1 Politiske forhold

Vi har valgt å se bort i fra svensk politikks innflytelse på OLT. Norge er et representativt demokrati, hvor folket stemmer frem sine representanter gjennom valg hvert fjerde år. Sittende regjering er bestående av Arbeiderpartiet (AP) og Senterpartiet (SP), hvor AP har uttalt at skattenivået for perioden 2021-2025 fortsatt skal være på 22% (Arbeiderpartiet,

u.å.). OLT betalte i 2023 524 MNOK i skatt (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022, s.19). Skattesatsen i Norge er med sitt nivå på 22%, høyere enn det den er ellers i Norden, hvorav den svenske satsen er på 21,4% (NHO, 2022). Figuren under viser utviklingen fra 1981-2019, med norsk, nordisk gjennomsnitt, og OECD-landenes gjennomsnitt.



Figur 4: Selskapsskattesatser 1981-2019 (Kilde: NHO, u.å.)

Med selskapsskatt på 22% prosjektert frem til 2025, kan man se hvordan prognosen er for perioden 2025-2029. Partiopplutningen frem mot stortingsvalget i 2025 er presentert under. Det er basert på en undersøkelse av Norstat med et utvalg på 997 (faktisk.no, 2024, og en annen gjennomført av Opinion med 1000 deltakere (faktisk.no, 2024).

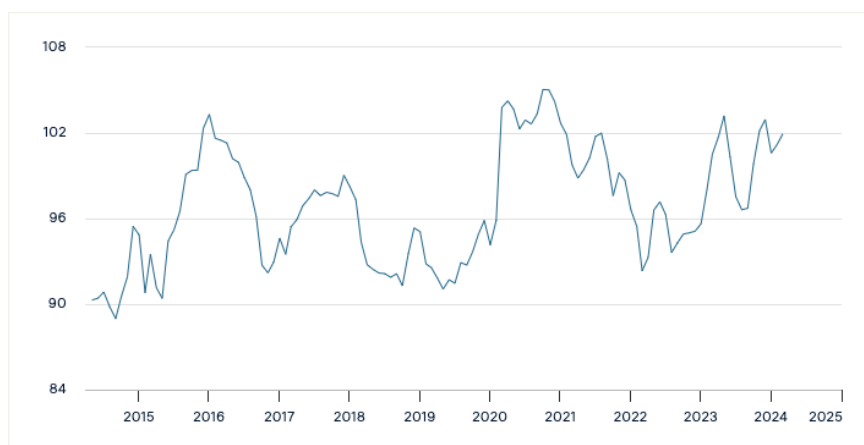
Nettavisen forteller i en artikkel fra desember 2023 at Jonas Gahr Støre kommer til å tape valget i 2025 (Stavrum, 2023). Uttalelsen er basert på en måling gjort av NRK hvor 44% svarer at de vil ha Erna Solberg (H) som statsminister, mens 31% ønsker Jonas Gahr Støre (AP). Samtidig melder NRK i en egen artikkel at Miljøpartiet De Grønne (MDG) ikke lengre ønsker Støre som statsminister for 2025, slik de gjorde i 2021 (Skårdalsmo, 2024). Partiopplutning kan endre seg frem mot 2025, men tatt i betraktning hvordan situasjonen ser ut per våren 2024 ser det ut som at Høyre vil gjøre et godt valg. Høyre har uttalt at de ønsker å føre en skattepolitikk som stimulerer til investering, privat innsats og eierskap (Høyre, 2023), som kan være positivt for OLT.

I tillegg til de norske lover og regler, er det et sett med retningslinjer utstedt av EU som virksomheten må forholde seg til. Ifølge Regjeringen (2021) har Norge basert miljølover på EØS-avtalen, etter dens ikrafttredelse i 1994. Det er et bredt spekter med lovverk

utstedt av EU og EØS, innenfor kategorier som eiendomsrett, plan- og bygning og miljøvern. Nevnte miljølover utstedt av EU betraktes i miljø- og klimaanalysen.

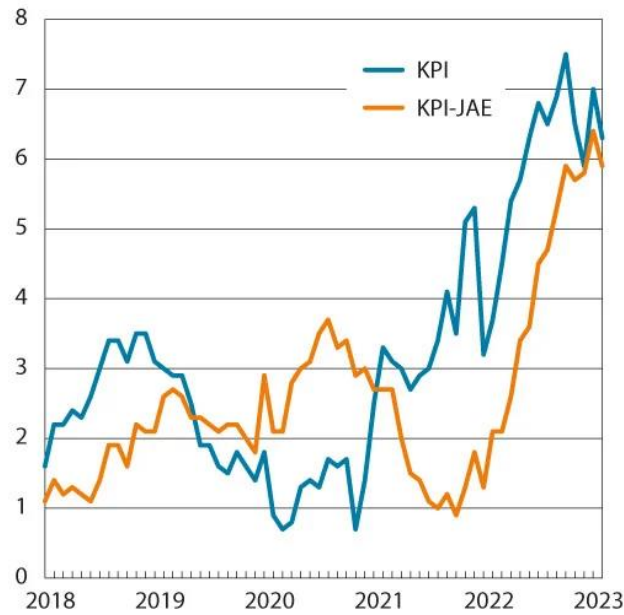
5.1.2 Økonomiske forhold

OLTs portefølje har eiendommer både i Norge og Sverige og valutakursen er derfor noe man må betrakte. Ifølge Norges Bank har 100 svenske kroner jevnt over økt fra 88,98 nok i 2014 til 101,93 i 2024 (Norges Bank, 2024). Kursendringer mellom den norske og svenske kronen vil ikke kunne føre til store forandringer for OLT, ettersom at kursen har holdt seg stabil og porteføljen i Sverige representerer kun 7% av den totale eiendomsporteføljen til OLT (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.). En bedrift med en bredere internasjonal portefølje, som for eksempel Citycon vil være mer utsatt for endringer i valuta, med deres eiendommer spredt ut over Norden og Europa.



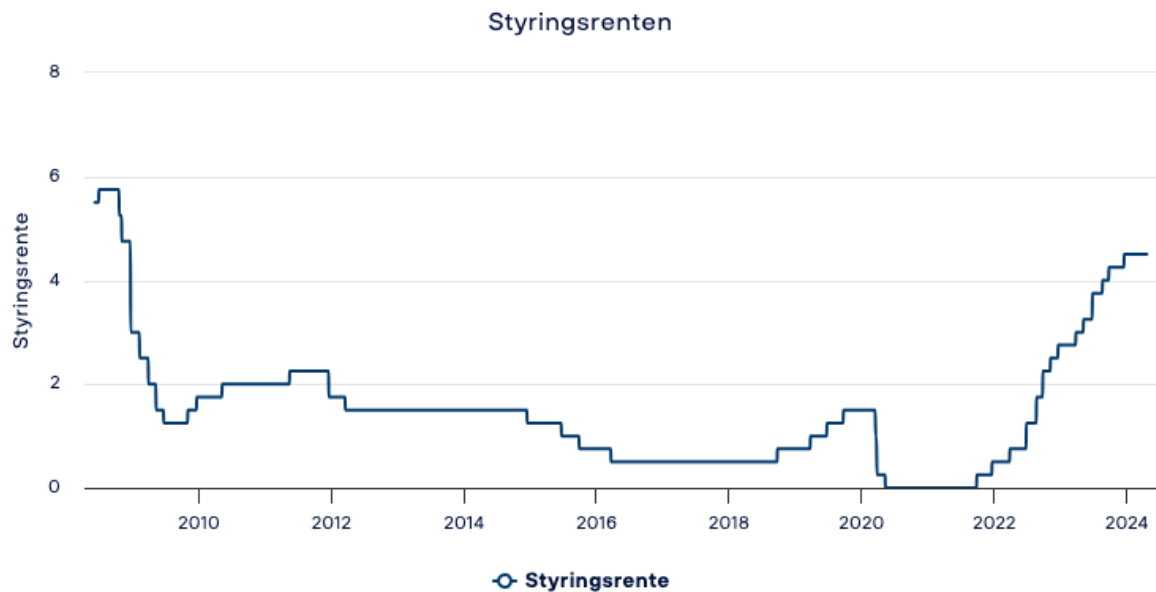
Figur 5: NOK/SEK valutakurs (Kilde: Norges Bank, 2024)

Konsumprisindeks (KPI) er et mål på endringer i prisene på varer og tjenester sammenlignet med et basisår, og endring fra basisår brukes ofte som et mål på inflasjon (Store Norske Leksikon, 2019). KPI-JAE måler inflasjonen uten hensyn til uforutsigbare variabler som energipriser og avgiftsendringer, ofte omtalt som kjerneinflasjon. Ser man på årene fra 2019-2023 ser man at både KPI og kjerneinflasjonen har økt for befolkningen, fra et nivå på 2,7, til 6,3 (Regjeringen, 2023). Prognosene for fremtiden forteller at inflasjonsnivået er på vei ned (Statistisk sentralbyrå, 2023).



Figur 6: Utvikling i konsumprisindeks (Kilde: Regjeringen, 2024)

Styringsrenten brukes som et virkemiddel for å stimulere økonomien etter den pengepolitikken som føres (Thomassen, 2020). I løpet av de siste fem årene har styringsrenten i Norge vært gjenstand for betydelige endringer, påvirket av ulike faktorer som økonomisk vekst, inflasjon og internasjonale forhold. Norges Bank setter styringsrenten for å påvirke pengemarkedet, hvor styringsrenten er den renten bankene får på sine innskudd i Norges Bank. Våren 2024 har vi en styringsrente på 4,5%, som har steget gradvis fra slutten av 2021 (Norges Bank, 2024). Sentralbanksjef Ida Wolden Bache kommuniserte i en pressekonferanse i mars 2024 at styringsrenten vil holdes på samme nivå en stund frem til høsten 2024, med usikkerhet rundt videre utvikling (Norges Bank, 2024).



*Figur 7: Styringsrenten i
(Kilde: Norges Bank, u.å.)*

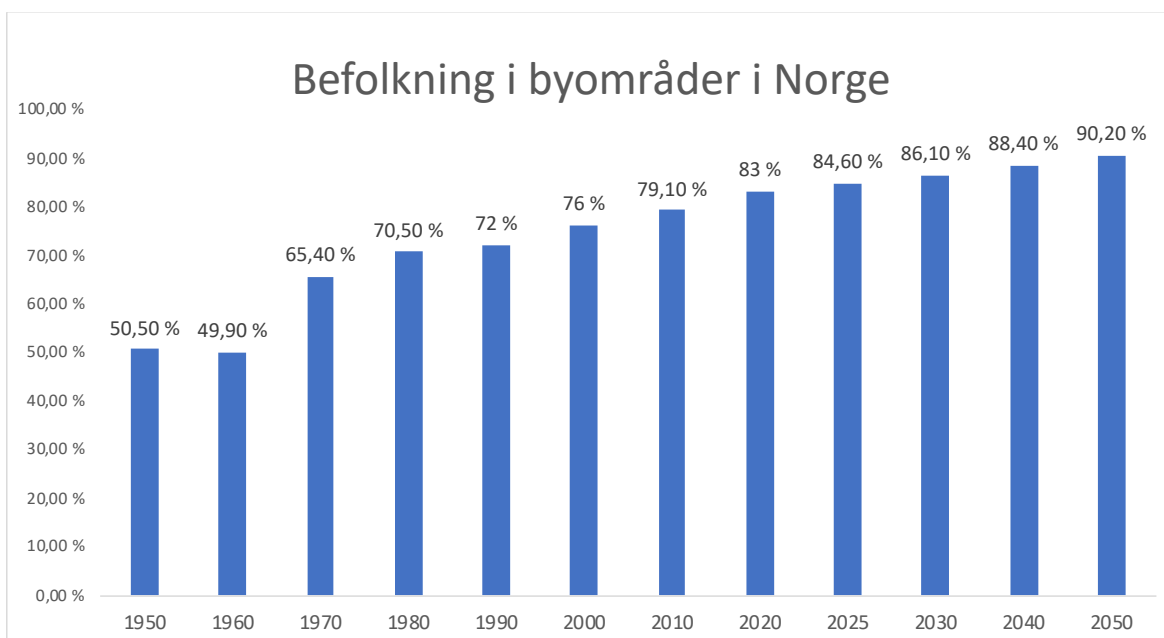
Generelt sett vil en økning i styringsrente bremse økonomien med å skape lavere etterspørselspress, en justering sentralbanken gjør for å redusere inflasjonen (Norges Bank, u.å.). OLT har vært gjennom en periode med kontraktiv pengepolitikk som gjør at det er mindre insentiver for å investere. Ser man dog på selskapets netto investeringer i denne perioden har den økt fra 889 MNOK til 2 029 MNOK, fra 2022-2023 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024). OLT en del av det østlandske strømnettverket (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022). Det var en økning i gjennomsnittlig pris fra 12,21 øre/kWh i 2020, til 241,45 øre/kWh i 2022 (Norges energi, u.å.). Selv om prisen ved utgangen av 2023 derimot er redusert til 136,2 øre/kWh i gjennomsnitt (Statistisk sentralbyrå, 2024). Norges Vassdrags- og energidirektorat publiserte en langsiktig kraftmarkedsanalyse, hvor de regner med at gjennomsnittlig kraftpris i Norge vil være på 80 øre/kWh inn mot 2030 (Norges Vassdrag- og energidirektoratet, 2023).

5.1.3 Sosiokulturelle forhold

Som nevnt har OLT fokus på å utvikle eiendommer med sentral beliggenhet i de store byene, derfor er befolkningen i disse områdene av interesse i analysen. FN spår at enda flere vil bosette seg i byområder - eksempelvis har befolkning i byområder økt fra rundt

50% i 1960 til 83 av befolkningen i byområder i 2023 (FN-sambandet, u.å.).

Fremtidsprognosen til FN som tilsier at tilflyttingen til norske storbyer vil fortsette frem mot 2050 (FN-sambandet, u.å.), som kan være positivt for OLT med tanke på virksomhetens lokasjoner i storbyregioner.



Figur 8: Befolkning i byområder (Kilde: Fn-sambandet, u.å.)

5.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer som netthandel og hjemmekontor kan påvirke OLTs operasjoner innenfor kjøpesenter- og næringslivseiendom, om kundene velger disse løsningene i stedet for å gå fysisk i butikkene. Ifølge Statistisk Sentralbyrå har andelen netthandel med internasjonale betalingskort utstedt i Norge økt fra 156 millioner betalinger i 2021, til 196 millioner betalinger i 2023 (Statistisk sentralbyrå, 2023). Det kan bety at konsumentene i større grad velger å bruke netthandel, enn å gå fysisk i butikk. Til tross for dette har transaksjoner med betalingskort utstedt fra Norge brukt andre steder enn internett, også økt fra 117 millioner betalinger til 188 millioner betalinger i den samme perioden (Statistisk sentralbyrå, 2023). Tallene presentert under netthandel inkluderer også alle transaksjoner gjennomført via Vipps (norsk betalingsløsning), som kan være noe misvisende ettersom at det også brukes som betaling mellom enkeltpersoner.

De store teknologiselskapenes kommunikasjonsverktøy i form av Workspace from Meta, Google Meet, Microsoft Teams og Zoom etc., kan føre til at arbeid kan gjennomføres hvor som helst og derfor redusere etterspørselen etter næringslivsbygg. I en artikkel publisert av Gallup står det at fremtidens kontorer, er en blanding av kontor og hjemmekontor (Wigert, 2023), og tydeliggjør at det kommer av en forventning blant de ansatte. I artikkelen spår de at 53% av dem som har mulighet til å arbeide hvor-som-helst-fra vil gjøre det.

5.1.5 Juridiske faktorer

Kunngjort den 22. desember 2021 ble loven om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren og et rammeverk for bærekraftige investeringer, med ikrafttredelse fra og med 1. januar 2023 (Lov om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren mv, 2021.). Loven skal medbringe en rettferdig fremstilling av bærekraftsinformasjon. §3 Taksonomiforordningen betrakter EUs taksonomi, som er en standard på hva det er som kan klassifiseres som bærekraftig aktivitet (PWC, u.å.). OLT forholder seg til disse reglene ved publisering av årlig bærekraftsrapporter (Olav Thon Eiendomsselskap 2023).

Lover knyttet til anskaffelse, utbygging og utleie av eiendommer er av betydning for OLT. Plan- og bygningsloven omhandler forvaltning av areal i Norge, og gjelder for alle typer virksomheter (Plan- og bygningsloven -pbl, 2008, flere paragrafer). OLTs strategi er som tidligere nevnt, å erverve, utvikle og eie eiendommer med sentral beliggenhet (Olav Thon Eiendomsselskap.), og selskapet er derfor nødt til å forholde seg til lover knyttet de strategiske målene. Ifølge plan- og bygningsloven §17-1 skal utbygging skje etter avtale mellom kommune og grunneier/utbygger (Plan- og bygningsloven, 2008, §17-1), derfor må OLT samarbeide med kommunen for å kunne etablere ny, eller utbygge eksisterende eiendom.

5.1.6 Oppsummering PESTEL

I PESTEL-analysen har vi presentert og analysert eksterne omstendigheter rundt OLT, for å kartlegge hvilke muligheter og trusler bedriften står overfor de neste årene. Skattenivå kommer inn under både politiske og økonomiske faktorer for OLT, et skattenivå som er forventet til være på 22% ut 2025. På den andre siden har økonomisk faktorer som økt

styringsrente og inflasjon sin del av påvirkning på det operasjonelle omstendigheter for OLT. Til tross for utfordringene knyttet til høye priser og renter, kommer det i en tid hvor en stor andel av befolkningen bor samlet i de store byene hvor OLT forvalter sine eiendommer. For å utbygge eller etablere eiendommer i storbyene, er OLT under legale forhold nødt til å forholde seg til flere lover, samt nødt til å rapportere bærekraftig aktivitet etter EUs taksonomi.

5.2 Porters fem krefter

5.2.1 Rivalisering blant konkurrenter

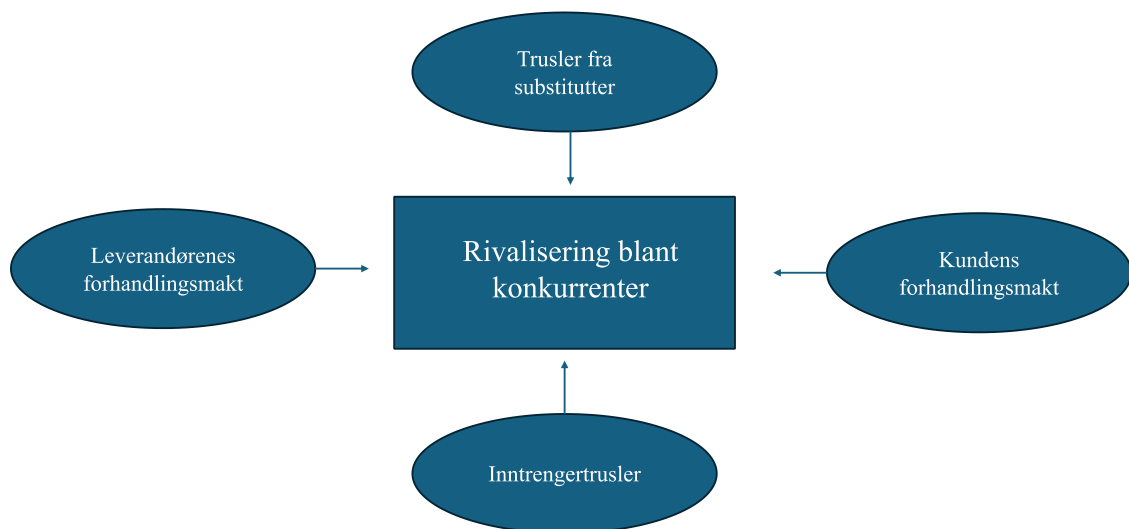
Størrelsen til OLT i eiendomsbransjen i Norge er det få selskaper som kan matche, spesielt innenfor kjøpesentersegmentet. Eiendomsbransjen rommer alle som driver med eksempelvis utleie av en hybel, til dem som driver operasjonelt på et nivå som det OLT gjør. Videre er et kjennetegn på en bransje med lavere nivå av rivalisering at det er flere små aktører som ikke har grunnlag til å utfordre de få store aktørene som er i bransjen. Derfor vil OLT i større grad konkurrere med mindre bedrifter om lokale markedsandeler i stedet for å direkte konkurrere med bedrifter på samme nivå nasjonalt sett.

Den makroøkonomiske Solow-modellen forteller oss at økonomisk vekst på langsikt er avhengig av teknologiske og idemessige fremskritt innenfor bransjen, slik at bransjen kan utvikle seg og ikke ende opp i en «steady state» (Jones, 2021, s.102). Rivalisering oppstår når bransjens vekst stagnerer og aktørene må opprettholde egen vekst på bekostning av andre i bransjen (Whittington, s.66).

Ifølge Whittington et al. er høye faste kostnader i en bransje med på å øke rivaliseringen som en følge av at bedriften vil øke produksjonsvolumet for å kutte enhetskostnader (Whittington et al., 2020, s.66). Eiendomsbransjen krever ofte markant initiale investeringer på bakgrunn av at investeringene er i eiendom. I oppgaven konkluderer vi med at dette ikke endrer alt for mye for leieprisene som OLT tar for sine utleieobjekter, ettersom at det er bransjestandard å sette leieprisen ut fra konsumprisindeksen (Eiendom Norge, 2023)

Høye utgangsbarrierer kan også være en faktor for rivalisering i en bransje (Whittington et al., 2020, s.66), ettersom at selskaper tross nedgangskonjunktur vil stå i bransjen og kjempe om markedsandeler. Høye utgangsbarrierer kan oppstå som en følge mye investering i sektorspesifikt utstyr eller eiendom, som nødvendigvis ikke har potensielle kjøpere. I kjøpesenterbransjen vil man kunne se en slik effekt om kjøpesentereidom, ettersom et salg av eiendom trenger kjøpere, som ikke nødvendigvis eksisterer om kjøpesenternæringen går dårlig.

Liten grad av diversifisering kan øke rivalisering ettersom at kundene enkelt kan bytte til konkurrerende bedrifter om produktene er for like, hvor aktør med best pris får kundeutvalget (Whittington, et al., 2020, s.66).



Figur 9: Egenprodusert oversikt over Porters fem krefter (Kilde: Whittington et al., 2020, s.64)

5.2.2 Inntrengertrusler

OLT er en betydelig aktør innenfor kjøpesentersegmentet, selskapet uttaler selv at de eier 6 av de 9 kjøpesentrene i Norge med høyest omsetning. Denne påstanden støttes av tall fra

2022 publisert av Thon Eiendom og Oslo Handelsstands Forening. OLTs kontroll over disse store kjøpesentrene gir dem betydelig innflytelse over detaljhandelsmarkedet i Norge (Oslo Handelsstands forening, 2022). Tatt i betraktning at det kan oppstå uforutsette hendelser som kan være en trussel for selskapet, men at vi konkluderer med at en aktør som OLT nødvendigvis ikke er i noen markant fare for nyetableringer på kortsikt. Tabellen under inneholder en oversikt over OLTs 9 største kjøpesentre fra høyest til lavest omsetning, samt en oversikt over de største kjøpesentrene i Norge i 2022. Oversikt for 2022 er brukt ettersom det ikke enda er publisert en oversikt for 2023. OLTs kjøpesentre er uthevet i oransje i tabell 4 under.

OLTs kjøpesenter	Omsetning i MNOK	Kjøpesenter i Norge	Omsetning i MNOK
Lagunen	4 064	Lagunen	4 064
Sandvika storsenter	3 551	Strømmen storsenter	3 729
AMFI Moa	3 336	Sandvika storsenter	3 551
Storo Storsenter	3 238	AMFI Moa	3 336
Sørlandsenteret	2 904	Storo Storsenter	3 238
Sator Storsenter	2 457	Sørlandsenteret	2 904
AMFI Roseby	2 131	CC Vest	2 868
Jessheim Storsenter	2 127	Kvadrat	2 610
Åsane Storsenter	1 953	Sartor Kjøpesenter	2 457

Tabell 3: Oversikt største kjøpesentre 2022 (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, Olav Thon Eiendom, Oslo Handelsstand Forening, 2023)

5.2.3 Trussel fra substitutter

OLT sin største operasjonelle virksomhet kommer i form av teknologisk utvikling, både i form av netthandel og andre former for teknologiske utvikling som kan erstatte kjøpesenter og kontorer. Henviser til kapittel 5.1.4 teknologiske faktorer for forklaring. Økt norsk konsum over internett og kontorbedrifters muligheter rundt bruk av digitale verktøy, kan kategoriseres som trusler blant substitutter for OLT.

OLTs eiendomsportefølje-andel innen kjøpesenter, samt posisjon i den norske kjøpesenterbransjen tilsier at den største faren for substitutter for bedriften representeres av det som lokker kunder bort fra kjøpesentrene. Moderne kjøpesentre kan være nødt til å trekke kunder ved å omstille seg – eksempelvis til underholdning og utstillinger.

5.2.4 Kunders forhandlingsmakt

Kundene til OLT er leietakerne. Leietakerne er ofte i form av konsern innenfor handel og servering. Eksempelvis var de største leietakerne for OLT i 2022 blant annet Rema 1000 Norge AS, Cubus AS, NorgesGruppen Øst AS, Clas Ohlsson AS og H&M Hennes & Mauritz AS. (Konkurransetilsynet, 2022). Innenfor næringslivseiendommer er kundene representert av kontorbedrifter og logistikkbedrifter. OLT går ikke ut med spesifikke aktører, men skriver på Thon Eiendoms nettside at de finner lokaler til alle bedrifter, uansett størrelse (Thon Eiendom, u.å.)

Med OLTs posisjon i kjøpesentersegmentet vil det være vanskelig for allerede eksisterende kunder å ha en stor forhandlingsmakt. Kommer det nye kunder som vil ta over lokaler vil det gi en større fordel til OLT som vil kunne sitte på en større makt over allerede eksisterende kunder. Dette gjelder i større grad i kjøpesentervirksomheten da det er større og flere konkurrenter i utleie av næringsbygg. OLT har lokaler som er lokalisert sentrumsnært som gjør det vanskeligere for kunder å kunne gi slipp på sine avtaler. På den andre siden kan store handelskonsern som NorgesGruppen AS eller H&M AS, ha noe makt i forhandlinger ettersom at selskapene har butikker i flere av OLTs kjøpesentre.

5.2.5 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørene til OLT er vurdert som bedrifter som leverer varer og tjenester som OLT trenger for å operere. Dokument publisert i anledning foretakssammenslutning for Sørlandssenteret, ble en oversikt over de største leverandørene til eiendomsvirksomheten utstedt. De fem største leverandørene til OLT i 2022 var Consto AS (entreprenør), Entelios (energi og nett), ISS Facility Services (renhold), Avarn Security (vakthold) og Retura (avfallshåndtering) (Konkurransetilsynet, 2022). Høy forhandlingsmakt blant leverandørene kan føre til at prisene på innsatsfaktorene økes, og det går ut over profitten til bedriften. Oppstår det vertikal integrasjon i leveringskjeden, det vil si at leverandører tar over for en annen aktør i kjeden kan det medføre mer makt til leverandørene.

Finansielle leverandører i form av banker og forsikringselskaper er viktig for OLT for å forsikre eiendom og finansiere drift. Olav Thom Gruppen har en gjeldsportefølje med

kredittrammer i nordiske banker og gjeld i kapitalmarkedene i Norge og Sverige (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023), og selskapet understreker viktigheten av nevnte kapitalmarkeder for finansiering. OLT har en verdifull eiendomsportefølje som selskapet er avhengig av å forsikre. I datainnsamlingen fant vi ikke konkret informasjon på forsikring av eksempelvis OLTs kjøpesentre. Tryg Forsikring har derimot en «huseierforsikring for næringsbygg», som av selskapet selv kategoriseres som passende for blant annet kjøpesentre (Tryg forsikring, u.å.). Dette er et eksempel på forsikring.

Som tidligere nevnt har OLT mulighet til å utnytte seg av de samlede ressursene som eksisterer i konsernet gjennom selskapets administrative selskap Thon Eiendomsdrift AS. (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.). Til tross for dette ser man at selskapet også bruker lokale bedrifter – for eksempel ved at Byggmester Tor Arnesen er blant de fem største leverandørene til Sørlandssenteret (konkurransetilsynet, 2022). OLT er også en ledende bedrift innenfor sitt segment, og det kan tenkes at bedriften av den grunn er en ønskelig forretningspartner for utbyggere. Av den grunn kan det være nærliggende å tro at OLT sitter med gode kort på hånd i forhandlinger med entreprenørselskaper som ønsker å utvikle deres nye eiendommer. Samtidig er OLT eksponert til noe leverandør makt med tanke på at de finansielle leverandørene. Til tross for det kan det tenkes at en kunde på OLTs størrelse, vil være attraktiv fra en bank/forsikringsselskaps perspektiv og derfor at det kan utligne maktbalansen noe.

5.2.6 Oppsummering Porters fem krefter

Vi har konkludert med at det eksisterer en markant rivalisering blant konkurrenter til OLT ettersom at de operer i en bransje med høye utgangsbarrierer, vekst i næringslivseiendomssegmentet og lite diversifisering mellom aktørene. Videre mener vi at OLT ikke står overfor en stor fare for at nyetablerte bedrifter overtar markedsandeler fra selskapet. Vi begrunner det med OLTs posisjon og markedsandel spesielt innenfor kjøpesentersegmentet, men også generelt sett innenfor eiendom og en sterk merkevare som er utfordrerne for en nyetablert aktør å konkurrere med. Trusler blant substitutter mener vi er i form av netthandel overtar for fysiske butikker på kjøpesentrene, mens hjemmekontor kan ta bort kunder som ønsker kontorlokaler. Kunders forhandlingsmakt vurderer vi som lav basert på OLTs posisjon i markedet og som utleier. OLTs leverandørers

forhandlingsmakt vurderer vi som svak, basert på OLTs posisjon og del av Olav Thon Gruppen.

5.3 VRIO-analyse

5.3.1 Fysiske

De fysiske ressursene OLT eier i form av eiendom som kjøpesentre og næringslivseiendom med sentral beliggenhet kan skape verdi for kunden. Sentral beliggenhet tilbyr kunden ofte mange muligheter knyttet til transport, tidsbruk og praktikalitet. Kontorer med sentral beliggenhet i de store byene er ettertraktet, dette ser vi gjennom et ledighetsnivå under 4% for OLTs næringslivseiendommer (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.). 62% av eiendomsporteføljen til OLT er i norske storbyregioner, hvor flere andre aktører også opererer (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.). Man kan av den grunn argumentere for at disse ressursene ikke er sjeldne. Porteføljens beliggenhet er ikke-imiterbar ettersom geografisk beliggenhet er ikke mulig å kopiere uten å foreta et oppkjøp. Som nevnt i kapittel 2.5 struktur og 5.2.5 leverandørens forhandlingsmakt, har OLT tilgang til de felles ressursene internt i Olav Thon Gruppen. De verdifulle og ikke-imiterbare ressursene blir derfor støttet av den organisatoriske styrken i konsernet.

5.3.2 Finansielle

Finansielt sett må selskaper innen eiendomsbransjen ha kontantreserver slik at selskapet kan foreta investeringer i form av nyervervelser eller utvikling av eksisterende eiendommer. For eksempel så har OLT et påbegynt prosjekt med utvidelse av Lagunen Storsenter i Bergen, med nybygg på 15 100 kvadratmeter og utvidelse av eksisterende senter med 2 400 kvadratmeter (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.). Bergens Tidende skrev i en artikkel at utbyggelsen omfatter parkeringsløsninger og fem etasjer med kontor og handel, og at prosjektet har en verdi på 365 MNOK og skal stå ferdig første kvartal 2026 (Lyngøy & Lindberg, 2023). Slik utvidelse kan være verdifullt for kunder i form av muligheten til å åpne flere butikker. Andre aktører i eiendomsbransjen kan etterligne OLTs strategi og drift for å få samme resultat, men det vil være kapitalintensivt og kreve at de får kjøpt opp sentralt lokaliserte eiendommer av eksisterende aktører.

Under er likviditetsreserver for OLT de siste fem årene.

År	2019	2020	2021	2022	2023
Likviditetsreserve MNOK	6410	6742	7766	4885	5156

Tabell 4: Likviditetsreserve OLT 2019-2023 (Kilde: Olav Thon Eiendomsselskap, 2019-2023)

5.3.3 Human kapital

Human kapital er de kapabilitetene ansatte, eiere, styreledere, kunder og leverandører har. På styrenivå besitter OLT ledere med fartstid i bransjen, slik at det er en rødtråd fra toppen og nedover i virksomheten. Styreleder Kjetil Nilsen (f.1966) har vært ansatt i Olav Thon Gruppen siden 1995. Adm.dir. Dag Tangevald-Jensen (f.1960) har hatt stillingen siden år 2000, mens varamedlem Stig O. Jacobsen (f.1955) har bransjeerfaring innen drift og utvikling av kjøpesenter (Olav Thon Eiendomsselskap, Styret). Blant de ansatte i konsernet ser man at sykefraværet på 5,2% for 2023, er under det nasjonale gjennomsnittet på 7% for fjerde kvartal 2023 (Statistisk sentralbyrå, 2024).

På styrenivå vil man kunne si at lederne i selskapet innehar relevant erfaring og fartstid i konsernet og bransjen, som av den grunn er verdifullt, sjeldent og støttet av organisasjonen. Samtidig er det ikke gjort noen konkrete funn omkring hvilken grad styret har gjennomslagskraft nedover i den operasjonelle driften. Når det kommer til å imitere den menneskelige kapitalen selskapet har i form av ledere, kan en argumentere for at det finnes personer med kunnskap og bransjeerfaring i andre bedrifter og at det kan kopieres.

5.3.4 Oppsummering VRIO-analyse

Formålet med VRIO-analysen er å vurdere om virksomheten har noen form for konkurransefortrinn på konkurrentene gjennom å belyse de interne ressursene og egenskapene bedriften har. Etter de betraktningene vi har gjort oss, konkluderer vi analysen med at OLT ikke har konkurransefortrinn på konkurrentene når det kommer til de fysiske og finansielle ressurser totalt sett, men selskapet har heller ikke ulemper knyttet til konkurranseaspektet. Når det kommer til de menneskelige ressursene mener vi at OLT har et midlertidig konkurransefortrinn, det er basert på at den menneskelige kapitalen virker

kompetent. Presiserer også at man kan argumentere for at OLTs menneskelige ressurser er ikke-imiterbare basert på deres kjennskap til konsernet og bransjen, og dermed at selskapet har varig konkurransefortrinn av den grunn. Til tross for det har vi vurdert at andre selskaper også har styrer og ledere med kjennskap i respektive konsern, samtidig som at egenskapene ivaretas bare om styre forblir det samme.

Verdifull?	Sjelden?	Fysiske ressurser Ikke-imiterbar	Støttet organisatorisk?	
Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurranseparitet (Ingen fordel)
Verdifull?	Sjelden?	Fysiske ressurser Ikke-imiterbar	Støttet organisatorisk?	
Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurranseparitet (Ingen fordel)
Verdifull?	Sjelden?	Fysiske ressurser Ikke-imiterbar	Støttet organisatorisk?	
Ja	Nei	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn

Tabell 5: Egenprodusert VRIO-analyse

6 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet vil vi systematisk gå gjennom den regnskapsinformasjonen som er tilgjengelig for OLT. Grunnen til at vi gjennomfører en slik analyse er for å etablere forståelse omkring OLTs økonomiske situasjon, samt hvilke utviklingsmuligheter bedriften har. Vi har i regnskapsanalysen valgt å sammenligne med nevnte konkurrenter.

Grundighet og presisjon ved utvinning av data er sentralt for en riktig regnskapsmessig vurdering av OLT. Av den grunn har vi i denne regnskapsanalysen en gjennomgang av sentrale nøkkeltall for OLT og konkurrenter, med en konsistent tidsramme på fem år. Grunnen til den fem-årige tidsrammen er for å se hvordan utviklingen til selskapet har vært gjennom disse årene, og finne ut hvordan trender påvirker den finansielle situasjonen til eiendomsselskapet. Nøkkeltallene er nyttige verktøy for å vurdere OLT sin finansielle situasjon. En oversikt over nøkkeltallene til OLT er presentert i tabellen under, med påfølgende teoretisk avklaring og kommentarer.

År	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsmargin	64,94 %	54,84 %	75,11 %	65,73 %	-20,61 %
Totalkapitalens rentabilitet	5,13 %	1,90 %	8,82 %	6,27 %	-1,67 %
Egenkapitalens rentabilitet	8,55 %	1,21 %	16,03 %	9,80 %	-6,92 %
Likviditetsgrad 1	1,18	1,09	1,73	1,52	2,08
Egenkapital prosent	46 %	47 %	51 %	52 %	50 %
Rentedekningsgrad	4,17	1,42	7,82	4,99	-0,86
Finansieringsgrad 1	1,10	1,12	1,07	1,05	1,03

Tabell 6: Alle nøkkeltall for OLT

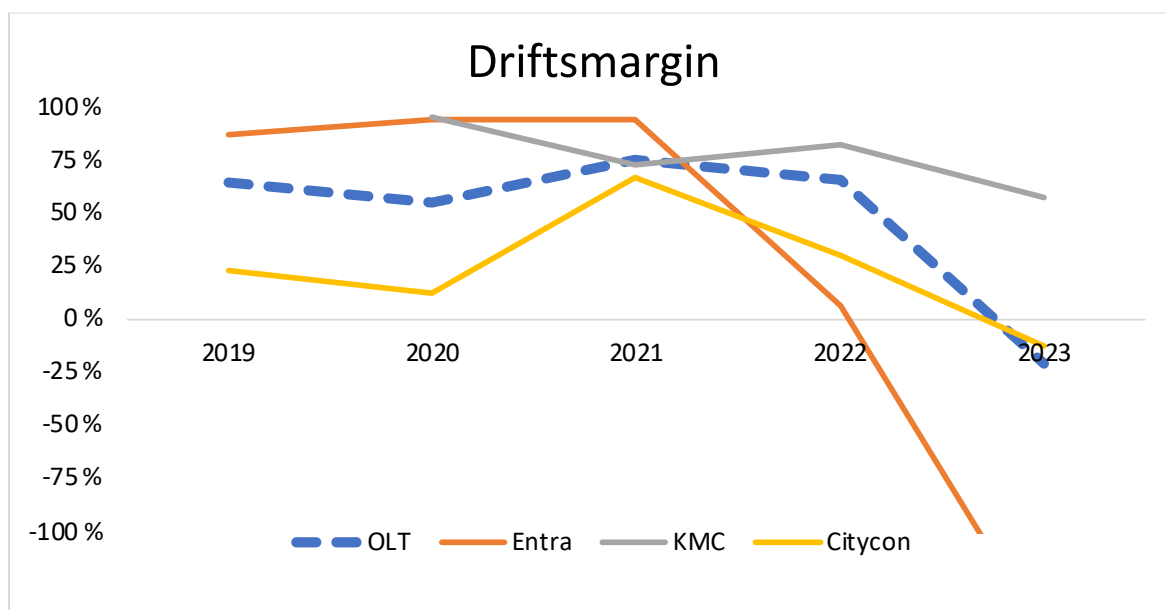
6.1 Lønnsomhet

6.1.1 Driftsmargin

Nøkkeltallet driftsmargin omhandler forholdet mellom driftsresultat og driftsinntekter, og viser hvor mye bedriften sitter igjen med av driftsinntekten før det som omhandler finansiering trekkes inn (Hoff & Pedersen, 2019, s.216).

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

Formel 15: Driftsmargin



Figur 10: Driftsmargin

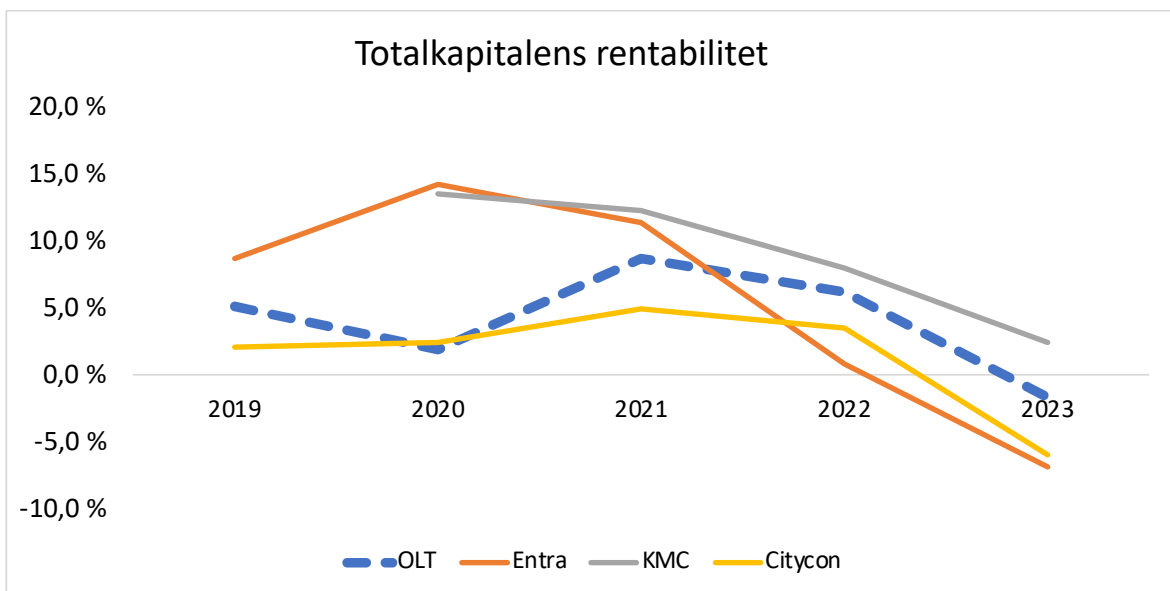
Driftsmarginen har vært noe variende for flere av selskapene. Entra har siden 2021 gått fra en positiv driftsmargin på 94% til negativ på 150% dette kan sammenlignes med alle selskapene som har i de dårlige årene nedjustert verdien på investeringseiendommer. Driftsmarginen kan gi et skjevt bilde på hvordan selskapene generer penger.

6.1.2 Totalkapitalens rentabilitet

Totalkapitalens rentabilitet gir oss et bilde på hvor stor inntjening man har på investert totalkapital, representert ved gjeld og egenkapital. Det er ikke et fasitsvar på hvor stor totalkapitalens rentabilitet bør være. Samtidig bør totalkapital rentabiliteten være lik sin egen gjennomsnittlige lånerente. Er totalkapitalens rentabilitet lavere enn den gjennomsnittlige lånerenten betyr det at selskapets kapital ikke genererer forventet økonomisk avkastning (Hoff & Pedersen, 2019, s.203-206).

$$\text{Totalkapitalens rentabilitet} = \frac{\text{Resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Formel 16: Totalkapitalens rentabilitet



Figur 11: Totalkapitalens rentabilitet

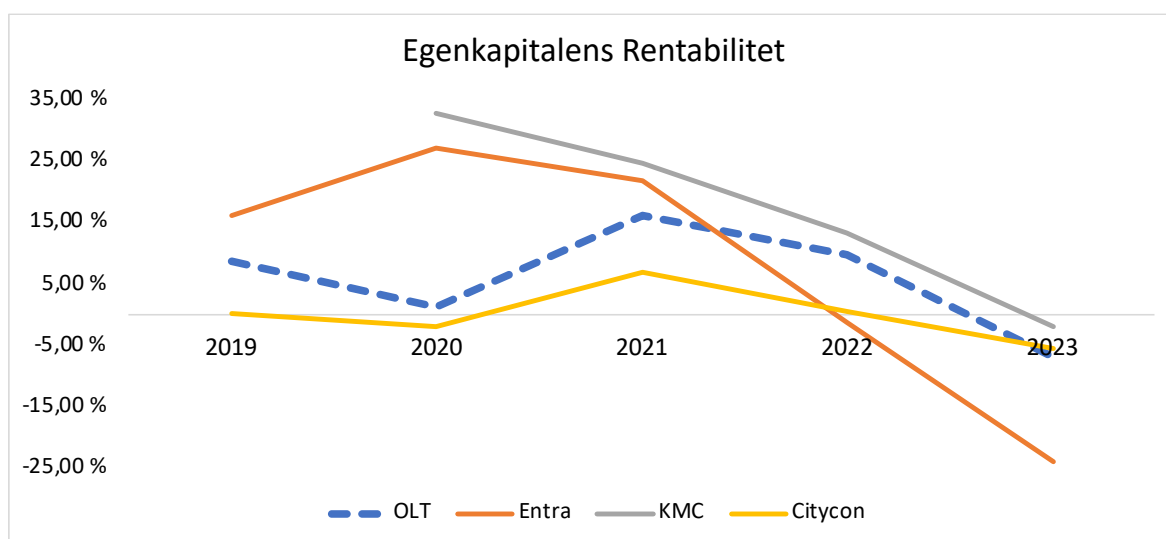
Ser vi bak tallene i totalkapitalens rentabilitet, ser vi at rentekostnad for de siste fem årene har vært relativt stabil med kostander mellom 699 MNOK – 802 MNOK for hvert år, mens i 2023 har det vært økte rentekostnader. Som nevnt i den strategiske analysen, ser vi en økning i styringsrenten fra siste halvdel i 2022 til slutten av 2023 noe som kan forklare de økte rentekostnadene. Ser vi på de tallene som i størst grad preger analysen ser vi likhetstrekk mellom år 2020 og 2023, der verdiendringene på investeringseiendom er mye større i forhold til resterende år som har ført til negativt resultat før skatt.

6.1.3 Egenkapitalens rentabilitet

Egenkapitalens rentabilitet er et mål på hvor mye avkastning investorene har på investert kapital. Avkastningen på egenkapitalen skal reflektere den risikoen investoren har tatt ved å investere i selskapet, så selskapet må tilby et betraktelig høyere avkastningskrav enn et annet risikofritt alternativ (Hoff & Pedersen, 2019, s.277).

$$\text{Egenkapitalens rentabilitet} = \frac{\text{Resultat før skattekostnad}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Formel 17: Egenkapitalens rentabilitet



Figur 12: Egenkapitalens rentabilitet

Egenkapitalens rentabilitet for året 2023 er i stor grad påvirket av verdiendringene på investeringseiendom. Verdiendringer på investeringers eiendommer og finansielle instrumenter ble i 2023 nedjustert med 4 330 MNOK mot en økning på 920 MNOK i 2022. Ser vi bort ifra verdiendringene hadde OLT et solid resultat før skattekostnadene.

6.2 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse er en undersøkelse omkring en bedrifts betalingsevne, gjennom å se hvordan bedriften evner å betale løpende betalingsforpliktelser (Hoff & Pedersen, 2019, s.233). En viktig del av det å drive et selskap er å opprettholde likviditetsgraden, både for å unngå konkurs, men også for å opprettholde relasjoner med kunder og leverandører.

6.2.1 Likviditetsgrad 1

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

Formel 18: Likviditetsgrad 1

Det kan være utfordrende å sette et generelt krav for likviditetsgrad 1, ettersom at bransje, størrelse og vekstrate spiller inn på denne verdien. Forskjeller fra bedrift til bedrift tilsier at et alminnelig krav ikke er dekkende for alle, men et nivå på større eller lik to blir sett på som retningsgivende for bærekraftig økonomisk drift (Hoff & Pedersen, 2019, s.234).

Tallene viser at OLT at de siste årene har hatt en positiv utvikling. Året 2023 viser at det er tilstrekkelig med likviditetsreserve som gir en likviditetsgrad 1 på over 2. Omløpsmidlene har de siste årene vært relativt like. Fra 2020 har den kortsiktige gjelden halvert seg. Vi har ikke tatt med figur for likviditetsgrad 1 grunnet Citycon og KMC Properties ikke har oppgitt likviditetsreserver i sine årsrapporter.

6.3 Soliditetsanalyse

Hvor en likviditetsanalyse handler om bedriftens evne til å møte kortsiktige betalingsforpliktelser, er det i en soliditetsanalyse evnen til å møte de langsiktige økonomiske forpliktelsene. Finansieringsstruktur handler om hvordan bedriften er sammensatt og finansiert, hvor stor andel som er belånt og står som gjeld og hvor mye som er egenkapitalfinansiert. Långivere er opptatt av at bedriftens finansieringsstruktur er velbalansert for å investere i bedriften, hvor langsiktig kapital er et sentralt begrep.

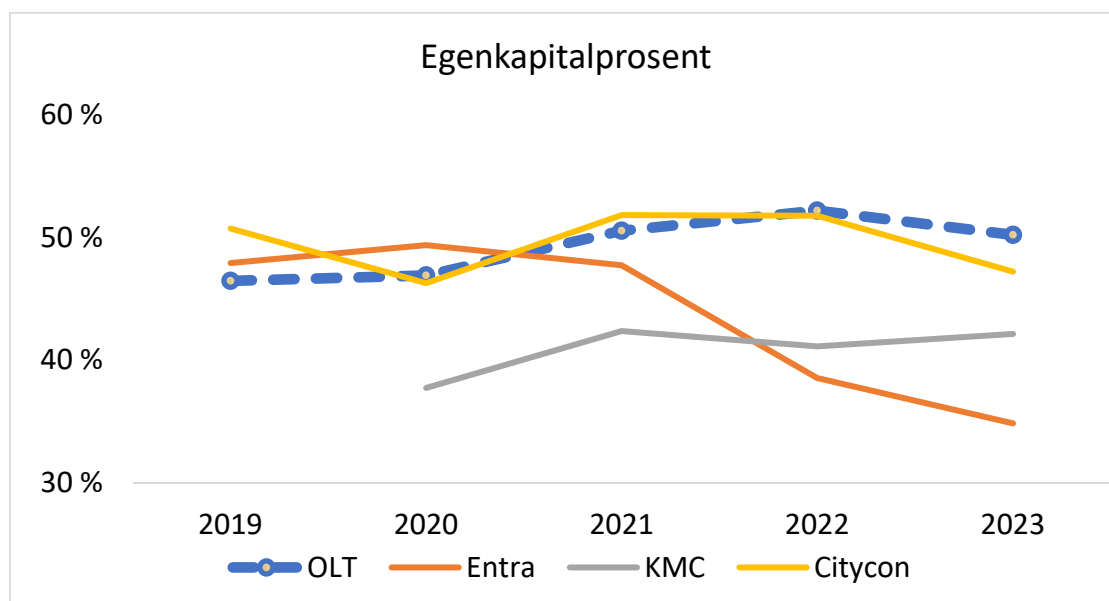
Langsiktig kapital referer til langsiktig gjeld og egenkapital og ifølge Hoff & Pedersen (s.272) skal alle anleggsmidler finansieres av det, sammen med halvparten av omløpsmidlene for at finansieringsstrukturen skal klassifiseres som god.

6.3.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent sier noe om hvor mye eiendeler som kan gå tapt før går ut over långivere og kreditorer. Det er derfor ønskelig å ha en høy egenkapitalprosent fordi det gjør bedriften mer attraktiv for långivere. Ifølge Hoff & Pedersen (s.275) er egenkapitalprosent avhengig av i hvor stor grad virksomheten er kapitalintensiv. Kapitalintensiteten omhandler om hvor mye kapital virksomheten må ut med per produsert enhet.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * 100\%$$

Formel 19: Egenkapitalprosent



Figur 13: Egenkapitalprosent

Ser man på egenkapitalprosenten til OLT ser vi en stadig økning frem til 2022, med en reduksjon ned til en verdi på 50% i 2023. En stabil økning fra 2019 til 2023 gir oss en indikator på at OLT skal kunne klare å håndtere dårlige tider. En egenkapitalprosent på over 50% gir et bilde på at egenkapitalen kan finansiere halvparten av totalkapitalen. OLT

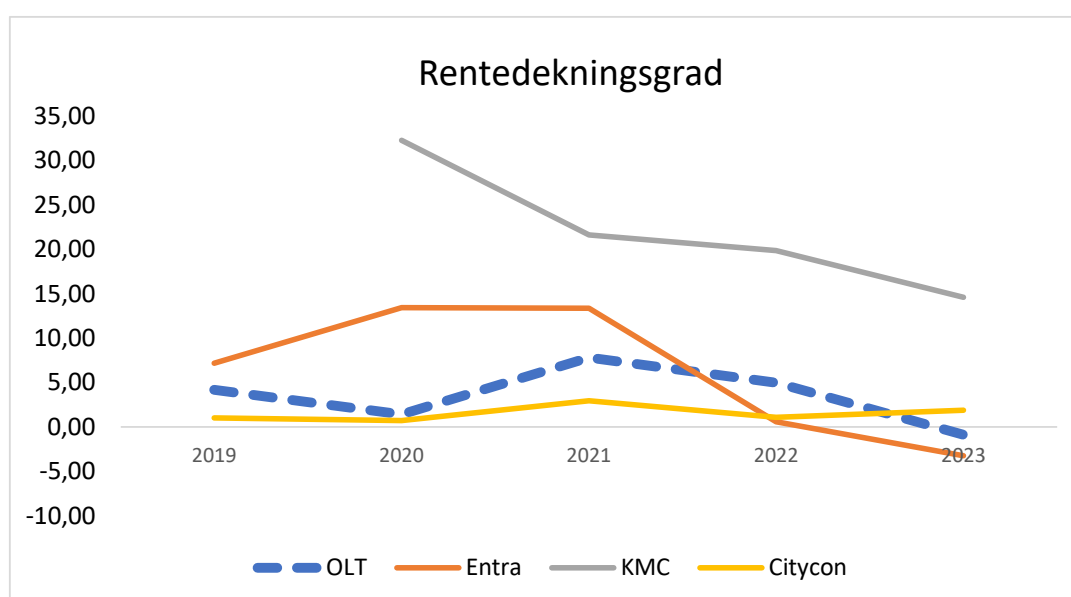
figurerer i en kapitalintensiv bransje. Det vil kreve mye kapital å anskaffe f.eks en ny eiendom.

6.3.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden forteller noe om i hvilken grad bedriften er kapabel til å betale sine rentekostnader. En høy rentedekningsgrad betyr at bedriften klarer å håndtere sine rentekostnader og betyr at bedriften kan ta opp mer gjeld. En rentedekningsgrad på 1 vil bety et resultat på 0, og en rentedekningsgrad bør være over 3 for at bedriften skal ha noe å gå på. (Hoff & Pedersen, 2019, s.328).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{Rentekostnad}}{\text{Rentekostnad}}$$

Formel 20: Rentedekningsgrad



Figur 14: Rentedekningsgrad

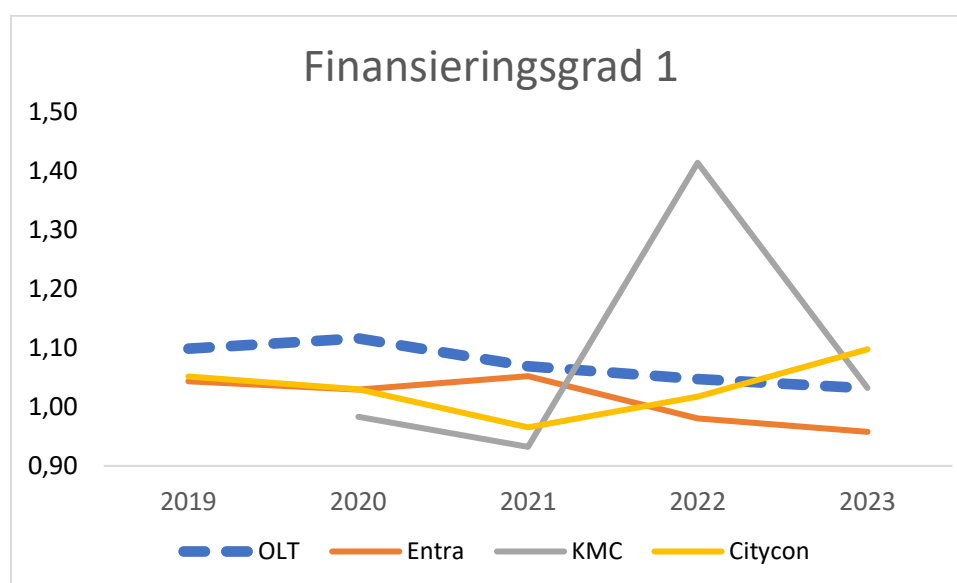
Rentedekningsgraden til OLT har variert gjennom den satte tidsrammen, og ender på -0,86 i 2023. Øvrig kan man se at året 2021 også var et bra år for bedriften når det kommer til rentedekningsgraden, som også reflekteres i nøkkeltall som totalkapitalens rentabilitet. Samtidig ser man at årene 2020 og 2023 begge er preget av lavere grader av rentedekning som kan forklares med nedjustering på investeringseiendom og finansielle instrumenter. Med rentekostnader i nevneren gir det oss et bedre bilde på hvor godt bedriften klarer å betale rentekostnadene ekskludert finansinntektene.

6.3.3 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 forteller oss om hvor stor andel av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. Ifølge Hoff & Pedersen (s.274) bør finansieringsgrad 1 være mindre enn 1 og helst rundt 0,67.

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

Formel 21: Finansieringsgrad 1



Figur 15: Finansieringsgrad 1

Tallene til OLT viser at de ligger over det foreslåtte tallet 1. Det er en positiv retning i nøkkeltallet. Anleggsmidlene begynner i større grad å bli finansiert med langsiktig gjeld. Sett i lys med rentedekningsgraden har OLT de siste årene hatt en rentedekningsgrad som kan argumentere for at de lettere kan ta langsiktig gjeld for å finansiere anleggsmidler.

6.4 Konklusjon

I regnskapsanalysen har vi sammenlignet OLT med nevnte konkurrenter. Fra 2021 og frem til 2023 har alle selskapene hatt mye lavere resultat før skatt enn tidligere og i 2023 leverte samtlige et negativt resultat før skatt. Likviditeten til OLT har siden 2020 styrket seg som er godt utgangspunkt for kommende år. I en nedgangsperiode med høyere renter

har ikke soliditeten vært svekkende i noen stor grad. OLT har siden 2020 frem til 2023 hatt en økende egenkapitalprosent og noe høyere enn sine konkurrenter.

7 Fremtidsprognose

Den primære målsetningen med denne analysen er å evaluere fremtidige forutsetninger for OLT. Tidsperspektivet som er valgt, omfatter årene 2018-2023, med sikte på å vurdere den historiske utviklingen og deretter estimere en prognose for perioden frem til 2028. Dataene som presenteres i dette kapittelet er hentet fra årsrapportene for de nevnte årene og er uttrykt i millioner norske kroner (MNOK).

7.1 Verdiendring Investeringseiendom og finansielle instrumenter IAS 40

OLT verdsetter investeringseiendom til virkelig verdi etter IAS 40 (OLT, u.å.).

Investeringseiendom er definert i IAS 40.5: (Investeringseiendom er eiendom som benyttes for å opptjene leieinntekter eller for verdistigning på kapital eller begge deler) (Bernhoft, 2011). Som tidligere omtalt er OLTs strategi knyttet til eie og forvaltning, mens en strategi innenfor salg av investeringseiendom ikke kommer frem for selskapet.

Verdiendringer i investeringseiendommer avspeiles i både OLTs resultatregnskap og balanseført verdi. Verdiendringene på investeringseiendom gir ikke et bilde på hvordan fremtidige kontantstrømmer kommer til å bli. Av denne grunn har vi valgt å ekskludere verdiendringer i investeringseiendommer fra driftsresultatet ved utarbeidelse av estimerte regnskapstall. Dette gjenspeiles også i verdivurderingen av OLT.

7.2 Leieinntekter

Tall i MNOK	2023	E2024	E2025	E2026	E2027	E2028
Leieinntekter	3 722	3 908	4 025	4 146	4 250	4 356
Årlig vekst	16 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Geometrisk vekst						2,7 %

Tabell 7: Fremtidige leieinntekter

Analysen innledes med en estimering av veksten i leieinntekter for OLT, som gir grunnlag for å beregne en vekstrate for hvert år. Leieinntekter utgjør den største inntektskilden for OLT og utgjør derfor et sentralt fokusområde. I henhold til en artikkel publisert i E24, er det bransjestandard å justere leiepriser basert på konsumprisindeksen (Jordheim, 2023). Økningen i KPI har ført til en markant økning i leieinntektene de siste to årene (2022-2023). Mens veksten var på 0,95% fra 2020 til 2021, har de påfølgende to årene opplevd en markant økning på henholdsvis 7,65% og 15,56%. Vi tror prisveksten fortsatt vil være høy i de kommende år. Teknisk Beregningsutvalg anslår at prisveksten vil ligge på over 4% i 2024 (Lier, 2024). Vi tror at den geometriske veksten de neste fem årene kommer til å ligge nærmere 3%.

7.3 Eiendomsrelaterte inntekter-og kostnader

Eiendomsrelaterte inntekter omfatter inntekter knyttet til felleskostnader, salg av markedsføringsbidrag og andre driftsinntekter. Felleskostnadene inkluderer ulike tjenester som er uavhengige og dekket av driftstjeneste i leiekontrakten, som for eksempel vaktmester- og renholdstjenester, samt service og vedlikehold. Driftsinntekter inkluderer også forvaltningshonorarer for eiendommene.

En analyse av forholdet mellom eiendomsrelaterte inntekter og kostnader viser at kostnadene har økt mer enn inntektene i samme periode. Mens inntektene har hatt en økning i fire av fem år, var 2020 det eneste året med en negativ utvikling sammenlignet med året før. I perioden 2021-2023 har det vært en årlig økning på mellom 7,14% og 9,57%. På kostnadssiden har det vært en nedgang mellom 2019 og 2020, mens kostnadene har økt hvert år siden. De siste to årene, 2022-2023, har det vært en drastisk økning på henholdsvis 16,54% og 8,25% på eiendomsrelaterte kostnader.

Eiendomsrelaterte inntektene har de siste fem årene vært mellom 29 og 31 % av leieinntektene. Vi har derfor valgt i estimatet vårt å ta utgangspunkt i at de eiendomsrelaterte inntektene skal i de kommende årene være 30 % av fremtidige leieinntekter.

Eiendomsrelaterte kostnader har de siste fem årene vært mellom 38 og 42% av leieinntektene. Vi ser og et forholdstall mellom de eiendomsrelaterte inntektene- og kostnadene på gjennomsnittlig 0,75. Kostnadene har de siste årene vært større enn inntektene. Vi velger å bruke et gjennomsnitt av forholdet mellom leieinntektene og eiendomsrelaterte kostnader i estimatet vårt for fremtiden på 39%.

7.4 Andre driftsinntekter-og driftskostnader

Tall i MNOK	2023	E2024	E2025	E2026	E2027	E2028
Andre driftsinntekter	56	59	61	62	64	66
Andre driftskostnader	-56	-59	-61	-62	-64	-66

Tabell 8: Andre driftsinntekter og andre driftskostnader

Ser vi på tallene fra 2021 til 2023 er det et markant fall i driftsinntekter. Dette skyldes i stor grad av OLT solgte forvaltningsselskapet Amfi drift AS. Vi tar høyde for OLT ikke selger andre lignende selskaper og bruker tallet fra 2023 som en ny standard. Andre driftsinntekter er salgssinntekter fra andre virksomheter. I 2023 utgjorde kostnadene -56 MNOK og inntektene 56 MNOK. I vårt estimat tar vi utgangspunkt at inntektene og kostnadene vil korrelere med hverandre i de kommende årene.

7.5 Inntekter og kostnader fra felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper

Tall i MNOK	2023	E2024	E2025	E2026	E2027	E2028
Inntekter FV og TS	279	293	302	311	319	327
Kostnader FV og TS	-139	-146	-150	-155	-159	-163
Resultat FV og TS	140	147	151	156	160	164

Tabell 9: Inntekter og kostnader fra felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper

Vi har i noteopplysningene hentet ut tall for felleskontrollerte og tilknyttede selskaper. I beregningene har vi valgt å se bort ifra verdiendringene på investeringseiendom og finansielle instrumenter. Mindre inntekter i 2023 kan forklares med OLT sin eierandel i Sørlandssenteret SA økte fra 50% til 100% i 2023. Slike tilfeller kan i fremtiden påvirke resultatet for felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper. Våre estimer tar i betraktning at OLT ikke foretar seg noen endringer. Vi velger å samme estimat for vekst som vi gjorde med leieinntekter.

Kostnader fra felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper har de siste årene vært dobbelt så lave som inntektene. Vi velger å bruke dette forholdstallet for å estimere kostnader for felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper.

7.6 Administrasjonskostnader

Tall i MNOK	E2024	E2025	E2026	E2027	E2028
Administrasjonskostnader	-195	-201	-207	-212	-218
Prosent av leieinntekter	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %

Tabell 10: Administrasjonskostnader

Under posten administrasjonskostnader er kostnadene delt opp i lønnskostnader og administrasjonshonorarer. I 2023 utgjorde administrasjonshonorarer mer enn 97% av administrasjonskostnadene. Som nevnt tidligere har OLT en forretningsfører avtale med Thon Holding AS. Gjennom denne avtalen har Thon Holding AS et honorar som utgjør 4% av bruttoleieinntekter (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024). Siden administrasjonshonorarer utgjør en stor del av administrasjonskostnadene, tar vi i betraktning at det vil fortsette i fremtiden. Gjennomsnittet av administrasjonshonorarene har utgjort 5% av brutto leieinntekter de siste 5 årene. Vi velger å bruke samme estimat for fremtiden.

7.7 Avskrivninger

Tall i MNOK	E2024	E2025	E2026	E2027	E2028
Avskrivninger	17	17	17	17	17

Tabell 11: Avskrivninger

Avskrivninger for de siste årene har vært avtagende. Dette kan føre til usikkerhet om prognoser for fremtidige avskrivninger. Vi har valgt å holde avskrivninger på 17 MNOK grunnet halvering i avskrivninger de siste 4 årene. Dette tallet tilsvarer det samme beløpet som i 2023, og ved å holde det konstant, tar vi hensyn til både den historiske veksten.

Denne beslutningen sikrer stabilitet i våre finansielle analyser og bidrar til å gi et mer realistisk bilde av selskapets økonomiske situasjon i prognoseperioden.

7.8 Investeringer

Tall i MNOK	E2024	E2025	E2026	E2027	E2028
Investeringer	1 000	1 000	931	955	978

Tabell 12: Investeringer

I 2023 utgjorde kjøp av eiendom den største delen av OLTs investeringer, noe som kan forklares med oppkjøpet av 50% av Sørlandssenteret SA. OLTs hjemmesider og årsrapport for 2023 lister opp tre prosjekter under utvikling. Kjøp og påkostninger på investeringseiendom har utgjort største delen av investeringer i år der kjøp av selskaper ikke har forekommet. De siste 5 årene har kjøp og påkostninger på investeringseiendom gjennomsnittlig vært 717 MNOK. Med nye prosjekt under oppføring for årene 2024 og 2025 som også var ført under kjøp og påkostninger på investeringseiendom i årsrapporten for 2023. Vi velger å estimere investeringer der vi ser bort i fra kjøp av selskaper grunnet lite informasjon om oppkjøp, På bakgrunn av prosjekter under oppføring tror vi investeringer vil ligge høyere i 2024 og 2025 og komme ned til vanlig nivå igjen.

7.9 Skatt

Skattekostnaden kan variere fra år til år. Det er flere faktorer som påvirker skatten som kan gjøre det vanskelig å estimere for fremtiden. Den effektive skatten til OLT har variert fra år til år. Den gjennomsnittlige effektive skattesatsen til OLT de siste fem årene ligger på 22,09%. I Norge har selskapsskatten de siste fem årene vært 22%. Når vi estimerer skatt i den fremtidige kontantstrømmen bruker vi den selskapsskatten som blir brukt idag.

7.10 Arbeidskapital

Når vi beregner posten for arbeidskapital, benytter vi formelen omløpsmidler – kortsiktig gjeld. Vi bruker ikke-kontant arbeidskapital som Damodaran benytter i sine lærebøker. Vi trekker vekk bankbeholdningen fra omløpsmidler og kortsiktig rentebærendegjeld fra kortsiktiggjeld (Damodaran, s. 264). Ikke kontant arbeidskapital har de siste fem årene vært negative. Vi har tidligere funnet ut at OLT dekker mye av gjelden med egenkapital og har en stor likviditetsreserve å trekke på. Vi anser en negativ arbeidskapital som ikke truende for fremtidige kontanstrømmer. Vi ser bort i fra arbeidskapital og setter arbeidskapital til 0 i utregningen av kontantstrømmen.

Tall i MNOK	2019	2020	2021	2022	2023
Kundefordringer	1 001	905	992	1 056	1 126
Betalbar skatt	240	170	209	225	308
Leverandørgjeld og Annen kortsiktig gjeld	1 607	1 759	1 790	1 224	1 349
Arbeidskapital	- 846	- 1 024	- 1 007	- 393	- 531
Driftsinntekter	4 504	4 328	4 440	4 739	5 155
Arbeidskapital prosent av driftsinntekter	-18,8 %	-23,7 %	-22,7 %	-8,3 %	-10,3 %

Tabell 13: Arbeidskapital

8 Verdsettelse

I dette kapitlet finner vi avkastningskravet til egenkapitalen og til total kapitalen. Vi anvender tidligere presentert teori.

8.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

8.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten gir investoren et bilde på hvor mye av investeringen som er uten risiko. Avkastningskravet bør være høyere enn den risikofrie renten for at det skal lønne seg å investere. I vårt anslag har vi hentet data fra Norges bank der vi har brukt statsobligasjoner som er vanlig å bruke for å finne den risikofrie renten.

OLT bruker norske regnskapstandarder og aksjen blir handlet i norske kroner på den norske børsen. Vi velger derfor å bruke Norges Bank gjennomsnittlige statsobligasjon for 2023. Vi kan se at statsobligasjonene de siste årene har økt grunnet høyere renter. Vi velger å bruke Norges Bank 10-årige statsobligasjon. Den risikofrie renten vil da være 3,48 % i vår beregning for avkastningskravet.

År	2019	2020	2021	2022	2023
10	1,48 %	0,82 %	1,40 %	2,84 %	3,48 %
5	1,28 %	0,56 %	1,12 %	2,78 %	3,50 %
3	1,22 %	0,44 %	0,90 %	2,74 %	3,60 %

Tabell 14: Statsobligasjoner (Kilde: Norges Bank, 2024)

8.1.2 Beta

Vi har valgt å utføre en regresjonsanalyse for å finne en historisk beta til OLT. I regresjonsanalysen har vi valgt å sammenligne svingningene til OLT, opp mot historiske kurser og OSEBX indeksen. I regresjonsanalysen har vi hentet historiske data i et fem-årig intervall. Dataen er målt opp mot ukentlige og månedlige kurser. Daglige intervaller kan gi et mer volatilte bilde og et månedlig intervall viser mindre av svingene i markedet. Vi valgte å bruke ukentlig intervall for å estimere vår beta fordi vi mener at det gir en mer konkret bilde på sensitiviten til aksjen målt opp mot markedet.

	Uke	Måned
Beta	0,74	0,96
R-kvadrat	0,21	0,33

Tabell 15: Beta uke og måned

8.1.3 Markedets risikopremie

PWC har i tretten år samarbeidet med Forening For Finansfag (FFN) om å undersøke hva markedets risikopremie er. Undersøkelsen baserer seg på svar fra 146 av FN's ca. 1000 medlemmer. I undersøkelsen fra 2023 kommer det frem at markedets risikopremie ligger

på 5%, som det har gjort siden 2015 (PWC, 2023). Vi velger å bruke en markedsrisikopremie på 5%.

8.1.4 Likviditetspremie

Likviditetspremie er en ekstra faktor i avkastningskravet som skal gi investorer en kompensasjon for lavere likviditet. På Yahoo Finance sine sider oppgir de at 81% av aksjene er holdt av innsidere (Yahoo Finance, 2024). Markedsverdien på egenkapitalen er 3 600 MNOK når en trekker vekk aksjer holdt av Olav Thon Gruppen AS og andre innsidere. I et selskap som OLT, representerer aksjene som kan kjøpes av investorer og institusjoner en minoritetsandel. I PWC sin undersøkelse om risikopremien i det norske markedet kommer det frem at 80% mener det bør brukes en småbedriftspremie. Gjennomsnittet mener det bør brukes en småbedriftspremie på 1,7% på selskaper med markedsverdi mellom 2-5 MNOK (PWC, 2024, s.12). Av den grunn velger vi å legge på en likviditetspremie på 1,7%.

8.2 Konklusjon avkastningskrav til egenkapitalen

$$CAPM = 3,48\% + 0,74 (5\%) + 1,7\% = 8,88\%$$

Avkastningskrav på Egenkapitalen	
Risikofri rente	3,48 %
Beta	0,74
Markedets risikopremie	5 %
Likviditetspremie	1,7 %
CAPM	8,88 %

Tabell 16: Avkastningskrav til egenkapitalen

8.3 Avkastningskrav til totalkapitalen

8.3.1 Gjeldskostnad før skatt

Moody`s har i februar 2024 gjennomført en kredittrating på OLT. De har gitt OLT samme rating som i februar 2021(Moody`s, 2024). Vi har brukt Damodaran sin tabell for å finne påslag for misligholdsrisiko. En BAA2 gir 1,47% i påslag. (Damodaran, 2024).

Vi velger å bruke en BAA2 rating som gir 1,47% i påslag i tillegg til risikofri rente som vi fant tidligere.

Risikofri rente	3,48
+Baa2	1,47
Gjeldskostnad før skatt	4,95

Tabell 17: Gjeldskostnad før skatt

8.3.2 Markedsverdi egenkapital

Vi har i utregning av markedsverdi brukt OLTs aksjepris per 31.12.2023 på 186,50 kr. For å finne markedsverdien til aksjen ganger vi prisen med antall utstilte aksjer.

Antall aksjer	101 478 908
Aksjekurs NOK	186,5
Markedsverdi EK	18 925 MNOK
Totalkapital	39 993 MNOK
Egenkapitalandel	47,3 %

Tabell 18: Markedsverdi av egenkapital

Markedsverdi på egenkapitalen er 18 925 MNOK.

8.3.3 Markedsverdi av gjeld

Vi finner at markedsverdien av gjeld er 21 068 MNOK. Den rentebærende gjelden til OLT er på 20 997 MNOK med en gjennomsnittlig løpetid på 3,5 år og med en gjeldskostnad på 4,95%.

Markedsverdi gjeld	21 068 MNOK
Totalkapital	39 993 MNOK
Gjeldsandel	52,68 %

Tabell 19: Markedsverdi av gjeld

8.3.4 Konklusjon avkastningskrav til totalkapitalen

$$WACC = 8,88\% * \left(\frac{18\,925\,816\,342}{39\,993\,998\,652}\right) + 4,95\% * \left(\frac{21\,068\,182\,310}{39\,993\,998\,652}\right) * (1 - 22\%)$$

Formel 22: WACC

Avkastningskravet til totalkapitalen er 6,24%.

9 Fundamental Verdsettelse

9.1 Terminal vekst

I kontantstrømmodellen måler vi verdien av fremtidige kontantstrømmer. Vi har målt kontantstrømmen for de neste 5-årene. Terminal verdien gir oss et svar utover de 5-årene vi har målt. Når vi bruker terminal verdi antar vi at selskapet lever for alltid (Damodaran, 2012, s. 306). Vi regner terminal verdi basert på stabil vekst.

$$\text{Terminal verdi} = \frac{CF_{t+1}}{(r - v)}$$

Formel 23: Terminal verdi

Ifølge Teknisk Beregningsutvalg anslår de at prisveksten i 2024 vil ligge på 4,1% (Lier, 2024). I vår beregning bruker vi det langsiktige målet om inflasjon i Norge som er på 2%. (Norges Bank, 2020). Der dette tallet vi bruker når vi skal beregne terminal verdien til OLT.

9.2 Kontantstrøm

Tall i MNOK	E2024	E2025	E2026	E2027	E2028
Driftsresultat	3 519	3 633	3 742	3 836	3 932
Skatt	771	796	819	840	861
Årsresultat	2 732	2 821	2 905	2 979	3 054
Avskrivinger	17	17	17	17	17
Brutto kontantstrøm	2 749	2 838	2 922	2 996	3 071
Investeringer	1 000	1 000	931	955	978
Kontantstrøm til totalkapital	1 749	1 838	1 991	2 041	2 092

Tabell 20: Kontanstrøm

9.3 Terminalverdi

$$\text{Terminal verdi} = \frac{2092 * (1 + 2\%)}{6,28\% - 2\%} = 50\,377 \text{ MNOK}$$

Formel 24: Terminalverdi for OLT

$$\text{Nåverdi av Terminal verdi} = \frac{50\,377}{(1 + 6,38\%)^5} = 37\,288 \text{ MNOK}$$

Formel 25: Nåverdi av Terminal verdi for OLT

9.4 Konklusjon aksjeverdi

	Tall i MNOK
Terminal verdi	37 228
Nåverdi Kontantstrøm	8 084
Totalkapital	45 312
Rentebærende gjeld	20 923
Bankinnskudd og kontanter	226
Verdi av egenkapital	24 615
Antall aksjer	101 478 908
Pris per aksje	243,72

Tabell 21: Konklusjon aksjeverdi

Basert på beregningen over har vi nå grunnlag for å estimere aksjekursen til OLT. Alle de fremtidige kontantstrømmene er blitt diskontert til nåverdi og terminal verdien er beregnet. Ved å dele verdien av egenkapitalen på antall aksjer får vi en pris per aksje på 243,72 kr den 31. desember 2023.

9.5 Sensitivitetsanalyse

		Avkastningskravet til total kapital				
		6,04 %	6,14 %	6,24 %	6,34 %	6,44 %
Terminal Vekst	1,80 %	kr 247	kr 236	kr 226	kr 216	kr 207
	1,90 %	kr 256	kr 245	kr 234	kr 224	kr 215
	2 %	kr 266	kr 254	kr 243	kr 233	kr 223
	2,10 %	kr 276	kr 264	kr 253	kr 242	kr 231
	2,20 %	kr 287	kr 274	kr 262	kr 251	kr 240

Tabell 22: Sensitivitetsanalyse WACC og terminal vekst

I tabellen over ser vi hvor sensitiv aksjekursen er mot endringer i WACC og terminal vekst. Endringer i variablene vil kunne gi endringer i aksjekursen til OLT. Vi ser at liten endring i avkastningskravet til total kapitalen og terminal veksten kan gi oss en annen aksjekurs.

10 Relativ verdsettelse

I den relative verdsettelsen brukes standardiserte forholdstall for relevante poster for OLT og dens konkurrenter, henviser til teoretisk kapittel for formler og forklaringer. Under er en presentasjon av våre funn med tilhørende kommentarer.

10.1 P/E multipl

Vår analyse av forholdstallet mellom pris og inntjening har gitt oss negative tall. Vi velger derfor å ikke bruke P/E-multippelen, da den ikke kommer til å gi oss en realistisk kurs. Det kan være avvik fra normale år og velger å se bort fra den i vår estimering.

Selskap	P/E
Olav Thon Eiendomsselskap	-12,31
Entra	-3,78
KMC Properties	-28,90
Citycon OYJ	-7,33

Tabell 23: P/E multippel

10.2 P/B multippel

Forholdstallet mellom pris og bokført verdi er vist under. KMC Properties skiller seg ut fra de andre, med en P/B over 1. Vi velger likevel å ta med KMC Properties i vårt bransjegjennomsnitt. Ellers noterer vi at OLTs og Entras P/B-rate er tilnærmet lik. Den bokførte verdien kan endre seg med verdiendringene av investeringseiendom og finansielle instrumenter. Dette har vi kommentert tidligere i kapittel om fremtidsprognoser.

Selskap	P/B
Olav Thon Eiendomsselskap	0,62
Entra	0,60
KMC Properties	1,37
Citycon OYJ	0,37
Snitt	0,74

Tabell 24: P/B multippel bransjesnitt

Bransjesnittet multiplisert med OLTs bokførte egenkapital gir oss aksjeverdi etter P/B multippelen på 225,23.

Bransjesnitt	0,74
Bokført EK	304,37
P/B	225,2338

Tabell 25: P/B multippel aksjekurs

10.3 P/S

Forholdstallet mellom pris og salg for OLT er 3,881 som er noe lavere enn bransjegjennomsnittet.

Selskap	P/S
Olav Thon Eiendomsselskap	3,88
Entra	6,03
KMC Properties	6,16
Citycon OYJ	3,02
Snitt	4,77

Tabell 26: P/S multiplert bransjesnitt

P/S multiplert gir oss en aksjepris for OLT på 232,68.

Snitt	4,77
Salg	48,76
P/S	232,68

Tabell 27: P/S multiplert aksjekurs

10.4 Konklusjon relativ verdsettelse

I vår konklusjon har vi valgt å vektlegge multiplene likt. P/B multiplert antyder en litt overpriset aksje. P/S multiplert antyder en litt underpriset aksje. Vi velger å regne ut en gjennomsnittlig aksjekurs basert på multiplene og bruker multiplene til alle konkurrenter. Vi ser ingen konkurrenter med stort nok avvik til å se bort fra og bruker multiplene funnet over. Ved bruk av multipler gir det oss en gjennomsnittlig aksjekurs på 228,96 NOK. Det gir oss en litt lavere aksjekurs sammenlignet med den fundamentale verdsettelsen. Den relative verdsettelsen kan gi et bilde på hvordan OLT er sammenlignet med andre selskaper og gir et godt sammenlignings grunnlag. Når vi skal regne aksjekursen med miljøfaktorer velger vi å bruke aksjekursen fra den fundamentale verdsettelsen.

Multippel	NOK
P/S	232,68
P/B	225,23
Gjennomsnittlig aksjekurs	228,96

Tabell 28: Komperativ verdsettelse oppsummering

11 Miljø- og klimaanalyse

Formålet med dette kapittelet er å forsøke å besvare forskningsspørsmålet «Hvordan kan vi vekte miljøfaktorer i verdsetting». I miljø- og klimaanalysen anvender vi informasjonen vi har funnet i verdsettelsen som et fundament sammen med en miljøfaktor. Resultatene er basert på en subjektiv vurdering av miljø- og klimainformasjon som er tilgjengelig, og er med andre ord ikke nødvendigvis reelt.

11.1 Fremgangsmåte

Dette kapittelet bygger på verdsettelsen av OLT, hvor de samme konkurrentene, nøkkeltallene og dataene er benyttet. Analysen starter med en presentasjon av OLTs og konkurrentenes posisjoner når det gjelder miljø og klima. Deretter belyses informasjon om bærekraftsrapportering og en presentasjon av den anvendte teorien og metodikken. De viktigste funnene presenteres, etterfulgt av en verdivurdering for selskapet.

Diskusjonsdelen drøfter og kritiserer analysens betraktninger, og konkluderer med en sammenfatning av besvarelsene på forskningsspørsmålene knyttet til problemstillingen.

11.2 Konkurrenter

Bedriftene valgt som konkurrenter i verdsettelsen fortsetter som sammenligningsgrunnlag for miljø- og klimaanalysen. En av grunnene for valget av nettopp disse selskapene som konkurrenter er basert på at de har uttalte klimamål, som kan vurderes i analysen. Tidligere nevnt valgte vi å skrive ut konkurrentene KMC Properties og Citycon på bakgrunn av ikke-sammenlignbare data. Citycon har ikke rapportert Scope-tall for alle land de operer i. KMC Properties kategoriser ikke utslippene på samme måte som OLT, men rapporterer under andre vilkår. Fullstendig oversikt over alle konkurrentene sine utslipp er vedlagt under.

Entra som hovedsakelig opererer i det norske markedet og er av en lignende størrelse som OLT når det kommer til utleieinntekter og markedsverdi. Selskapet tilbyr miljøledende kontorbygg, hvor bærekraft og teknologisk er deler av fremtidens arbeidsplasser (Entra,).
Visjon: Netto klimanøytralitet innen 2030 (Entra, u.å.)

Felles for OLT og Entra er et mål om å ligge lengst fremme i den bærekraftige utviklingen. Det har vi vurdert opp mot innsamlet data og informasjon, for å kunne sammenligne selskapene.

11.3 Miljø- og Klimaforhold

I 2023 innførte regjeringen nye regler som skal gjelde for bærekraftsrapportering av store norske foretak fra 2024. I 2025 blir store norske foretak som OLT pliktige til å rapportere innenfor EU sine krav om bærekraftsrapportering. (Deloitte, 2023). EU har innført et nytt klassifiseringssystem som skal gjøre at bedrifter legger til rette for lønnsomme bærekraftige aktiviteter og prosjekter (Regjeringen, 2024).

Begrepet bærekraftsrapportering brukes til å forklare rapportering om miljømessige, sosiale og styrings forhold som inkluderer forhold som gjelder arbeidstakere, respekt for menneskerettigheter og bekjempelse av korrupsjon (Regjeringen, 2023).

EU stiller nå høye krav til hvordan bærekraftsrapportering skjer i tråd med dagens nye regelverk. Med den nye bærekraftsrapportering CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) vil det settes større krav og heve tidligere standarder ved rapportering. EU legger en retning mot en mer bærekraftig økonomi.

Med dagens rapporteringskrav er det 300 foretak som er omfattet, men ved nye krav fra EU er det om lag 2100 foretak i Norge som vil bli rammet (Regjeringen, 2023). Fra 2024 vil store norske børsnoterte selskaper rapportere etter de nye kravene til EU (Deloitte, 2023)

11.3.1 Hvordan henger de nye bærekraftsrapporteringene sammen med direktiv fra EU?

Ved de nye reglene er det CSRD som er den nye standarden for bærekraftsrapportering, men EU har allerede etablerte standarder og insentiver som også vil gjelde. De tre større reguleringene er CSRD, EUs taksonomi og SFDR (Sustainability Finance disclosure regulations). EU sin taksonomi er et klassifiseringssystem for bærekraftige økonomiske aktiviteter som blir anvendt i CSRD og SFDR. CSRD rapport har informasjon som skal igjen inn i SFDR rapporten. SFDR rapporten trenger målinger fra taksonomien om investeringsobjekter for å få godkjent CSRD rapporteringen (Casado, 2023).

11.3.2 Bærekraftig verdivurdering: multiplikator

I et komplekst landskap preget av bevissthet rundt miljø-og sosiale utfordringer, kan det være avgjørende at verdivurderingsmetoder gjenspeiler disse bekymringene på sikt. Vi har i den anledning utarbeidet en egen multiplikator for å vekte miljømessige tiltak i en verdivurdering. Vi ønsker å presisere at forholdstallet presentert under er basert på en egenprodusert multipl, og er derfor utsatt for mulig partiskhet.

Forholdstallet baseres på Scope 1, 2 og 3 som forteller hvor mye Co2-utslipp som selskapene har både direkte og indirekte. Videre deles det på antall kvadratmeter med eiendom bedriften besitter. Jo lavere forholdstallet er, jo lavere utslipp per kvadratmeter har virksomheten.

11.3.3 Miljøpremie

Ved å inkludere en miljøfaktor i avkastningskravet til egenkapitalen prøver vi å vekte svake presentasjoner knyttet til miljø og klima. Miljøfaktoren i avkastningskravet skal være et påslag for å gi en reduksjon eller en økning i aksjeprisen. Ved bruk av vår multipl knyttet til miljø vil ingen kunne få en høyere aksjepris kun lavere. I en undersøkelse gjort av PWC kommer det frem at 67% mener at det bør brukes en faktor i kontantstrømmen eller avkastningskravet når det gjelder dårlig prestasjon knyttet til miljø og bærekraft (PWC, 2023).

11.3.4 Diskusjon

For å sørge for at man kan vurdere resultatene som pålitelige og realistiske, er det viktig å se bak tallene i en slik analyse som dette. Et viktig aspekt utslippstallene er at det er selskapene selv kategoriserer og publiserer dem. Dermed er det viktig at man stiller seg spørsmål rundt hvor vidt OLT og Entra kategoriserer sine utslipp etter samme standard, og hvis ikke så kan det bety at funnene ikke reliable. På den andre siden kan man argumentere for at Scope rammeverket samler alle utslippene selskapet står for direkte og indirekte, og av den grunn inneholder aktuelle utslipp. Argumentet blir at kategorisering av utslippene ikke har noe å si, ettersom at man måler de totale utslippene – eksempelvis at OLTs kategorisering av kjøpt energi i Scope 2 eller 3, ikke har noe å si, ettersom at det kommer frem i de totale utslippene.

Som en start på klima- og miljøanalysen, besluttet vi å introdusere en egenlagd multippel i form av utslipp per kvadratmeter. Forholdstallet baseres på utslippene til de respektive sammenlignbare selskapene etter Scope kategoriseringen. Under datainnsamlingen kom det frem at verdiene som de forskjellige selskapene publiserte i sine års- og bærekraftsrapporter, ikke kunne brukes i vår standardiserte multippel. Det kommer av at det kan være potensielle avvik mellom det ett selskap kategoriserer inn i sine Scope-utslipp. Oppgir KMC Properties 0 tCo₂ i Scope 1, mens OLT oppgir 66,9 tCo₂. På andre enden av skalaen oppgir Citycon utslipp på 1050 tCo₂. Vi har valgt å vurdere avvikene som utslagsgivende for sammenligningen med OLT, og av den grunn valgt å basere sammenligningen på Entra. Bakgrunn for disse avvikene kan være på grunn av forskjeller knyttet til hvilke eiendommer selskapene eier, og til det faktum at KMC Properties og Citycon i opererer på tvers av land. På den andre siden kunne vi undersøkt dette nærmere og fremstilt en analyse på hvorfor disse avvikene eksisterer, men valgte å fokusere på Entra og OLT.

11.4 Presentasjon av funn

Basert på forholdstallet mellom totale utslipp og antall kvadratmeter, har OLT en verdi på 7,7% sammenlignet med 1,6% for Entra. OLT har høyere utslipp per kvadratmeter, enn Entra.

Totale utslipp per kvadratmeter	
Olt	0,077
Entra	0,017

Tabell 29: Totale utslipp per kvadratmeter

Ved å legge inn en miljøpremie på 1% i avkastningskravet til egenkapitalen gir det oss et avkastningskrav på 9,88%.

Avkastningskrav på Egenkapitalen	
Risikofri rente	3,48 %
Beta	0,74
Markedets risikopremie	5 %
Likviditetspremie	1,7 %
Miljøpremie	1,0 %
CAPM	9,88 %

Tabell 30: Avkastningskrav til egenkapitalen med miljøpremie

I utregning av aksjeverdi med miljøpremie bruker vi samme markedsverdi av gjeld og samme markedsverdi av egenkapitalen. Prisen per aksje blir 198,28 kroner. Det gir en differanse på 44,72 NOK mot pris per aksje uten miljøpremie.

Bakgrunn for valget av 1% miljøpremie er at vi la på et ekstra påslag på 0,23% på forholdstallet fra multippelen på 0,77%. Valget kom av at OLT hadde høyere forholdstall enn Entra, som vi ville inkorporere i verdien. Vi har derfor foretatt en sensitivitetsanalyse, ved å sette inn andre verdier for miljøpremien, som vist i tabellen under. Her ser vi at endringen i aksjekursen kan ha et avvik både positivt og negativt. Et valg av en miljøpremie kan derfor føre til usikkerhet knyttet til verdien av aksjen.

Miljøpremie	0,70 %	0,80 %	0,90 %	1 %	1,10 %	1,20 %	1,30 %
Aksjekurs NOK	210,72	207,08	202,63	198,28	194,00	190,66	186,55

Tabell 31: Sensitivitetsanalyse Miljøpremie

12 Konklusjon

Hensikten med vår bacheloroppgave var å besvare problemstillingen «I hvilken grad vil aksjeprisen til Olav Thon Eiendomsselskap bli påvirket, når vi trekker inn miljøfaktorer». Problemstillingen består av to deler og vi har valgt å formulere to forskningsspørsmål for å besvare den. Den første er «Hva er aksjekursen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA 31. Desember 2023?». Ved en strategisk og regnskapsmessig analyse har vi forsøkt å kartlegge bedriftens posisjon blant makroomgivelsene og finansielt. Under kapittelet om fremtidsprognose har vi estimert virksomhetens frie kontantstrøm til total kapital, den prognosen er grunnlaget i den fundamentale verdsettelsen. Resultatet vi satt igjen med etter den verdsettelsen var en aksjepris på 243,72 NOK. Vi valgte også å gjennomføre en relativ verdsettelse for å sammenligne resultatene. I den relative verdsettingen tok vi for oss multiplene pris/inntekt, pris/bokverdi og pris/salg og den resulterte i en aksjepris på 228,96 NOK. For å knytte miljø inn mot verdsettelsen valgte vi forskningsspørsmålet «Hvordan kan vi vekte miljøfaktorer i verdsetting». Her kom vi frem til at det var utslippene gjennom Scope-rammeverket som var det mest målbare. Ved en egenprodusert multippel som ga oss forholdstallet mellom utslipp og antall kvadratmeter. Multippelen implementerte vi i avkastningskravet til egenkapitalen.

Forskningsspørsmålene satt sammen ga oss grunnlaget for å svare på problemstillingen. Ved å implementere miljøpremie i verdsettelsen av Olav Thon Eiendomsselskap, resulterer det i en aksjepris på 198,28 NOK. Med et avvik på 44,72 NOK fra aksjeprisen fra den fundamentale verdsettelsen, konkluderer vi med at aksjen er overpriset med hensyn til miljøfaktorer.

13 Avsluttende kommentar

Avslutningsvis er det deler av oppgaven vi ønsker å reflektere rundt.

Under kapittel 1.3 avgrensinger tok vi for oss deler av oppgaven vi valgte å se bort fra. Blant disse var forutsetningen om at konkurrerende bedrifter ble avgrenset til bedriften innenfor eiendomsbransjen. Man kan argumentere for at konkurrenter eksempelvis også

kan være bedrifter i samme utbytteklasse. En annen avgrensing vi foretok var å se bort fra valutakursendringer mellom norske og svenske kroner.

Konklusjonen vår i oppgaven er basert på en satt miljøfaktor innbakt i avkastningskravet, i form av en miljøpremie. Denne miljøpremien er utsatt for subjektivitet, ettersom at satsen er vektet etter vår vurdering. Man kan tenke seg at det er store forskjeller mellom hva det er folk anser som en rettferdig miljøpremie. Derfor mener vi at dette er nødvendigvis ikke er konkluderende beviser for hvordan miljøfaktoren bør vektet, men at det i stedet er en veiledning for hvordan man kan inkorporere miljø i verdsettelse. Fokus på bærekraft og klima er ikke et nytt fenomen, men i lys av den tiden vi lever i kan man anta at det blir viktigere og viktigere. Oppgaven representerer vår tilnærming til dette problemet.

I ettertid er det noen aspekter ved oppgaven vi kunne gjort annerledes. En av dem er at vi kunne gått mer i dybden i Scope-rammeverket. I innhenting av data fant vi som nevnt ut at det er forskjeller mellom hvordan selskapene rapporterer sine utslipp. Spesielt innenfor Scope 3 utslippene var det avvik mellom hva selskapene rapportert og ikke rapporterte. En dypere og mer detaljert undersøkelse av hva som inngår i Scope 3-tallene for de forskjellige selskapene, ville vært nyttig informasjon for denne oppgaven. En slik undersøkelse kunne vært i form av intervjuer – for å forstå hvor forskjellene oppstår. Vi håper at oppgaven innfrir en verdsettelse litt utenom det vanlige.

14 Litteraturliste

Casado Barral, A. (2023, 27 september). *Relationships Between CSRD, EU Taxonomy, and SFDR*.

CBRE. (2024). *Valuation statement Citycon OYJ*.

<https://www.citycon.com/sites/default/files/>

Citycon OYJ. (2024). *Financial Review 2023*.

https://www.citycon.com/sites/default/files/material/Citycon_Financial%20Review%2020

Citycon OYJ. (2022). *Financial review 2021*.

<https://www.citycon.com/sites/default/files/material/citycon-financial-review-2021.pdf>

Citycon OYJ. (2021). *Financial review 2020*.

https://www.citycon.com/sites/default/files/material/citycon_financial_review_2020.pdf

Citycon OYJ. (2024). *Sustainability Accounts 2023*

https://www.citycon.com/sites/default/files/documents/Citycon_Sustainability_Accounts_2023.pdf

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determinant the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.

Damodaran, A. (2024, januar). *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*.

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

Deloitte Norway. (2023, 27 september). *Guide: Dette må du vite om CSRD*.

<https://www2.deloitte.com/no/no/innsikt/klima-og-barekraft/styrk>

Eiendom Norge. (2023, 11 august). *Fortsatt vekst i leieprisene - Eiendom Norge*.

<https://eiendommnorge.no/nyheter/fortsatt-vekst-i-leieprisene-article>

Entra ASA. (2024). *Annual report 2023*. <https://www.entra.no/>.

<https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations/2023/Annual%20report.pdf>

Entra ASA. (2022). *Annual report 2021*. <https://www.entra.no/>.

<https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations/2021/2021-annual-report.pdf>

Entra ASA (2021). *Annual report 2020*. <https://www.entra.no/>.

<https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations/2020/Annual-report-2020.pdf>

Gårseth-Nesbakk, L. (2023, 21 juli). *p/e*. Store Norske Leksikon.

<https://snl.no/p/e>

Gårseth-Nesbakk, L. (2024, 7 april). *Regnskap*. Store Norske Leksikon.

<https://snl.no/regnskap>

Grønmo, S. (2020, 3 april). *Reliabilitet*. Store Norske Leksikon.

<https://snl.no/reliabilitet>

Hoff, K. G. (2019). *Grunnleggende regnskap 2* (A. O. Pedersen, Ed.; 3rd ed.).

Universitetsforlaget.

Jordheim, H. M. (2023, 8 februar). *Virke: Har fått mange klager på Olav Thon Gruppen*.

E24.No.

<https://e24.no/naeringsliv/i/BWboyl/virke-har-faatt-mange-klager-paa-olav-thon-gruppen>

KMC Properties ASA. (2024a). *Annual report KMC Properties ASA*.

<https://files-cdn.vitaminw.no/da>

KMC Properties ASA. (2024b). *Interim report 2023 Fourth quarter*.

<https://files-cdn.vitaminw.no/da>

KMC Properties ASA. (2021). *Annual report 2021 KMC Properties ASA*.

<https://files-cdn.vitaminw.no/da5>

KMC Properties ASA. (2020). *Annual report 2020 KMC Properties ASA*.

<https://files-cdn.vitaminw.no/da>

Konkurransetilsynet. (2022, 28 november). *OLAV THON EIENDOMSSELSKAP*.

<https://konkurransetilsynet.no/wp-content/>

Lyngøy, R., & B. Lindberg, A. (2023, 26 september). *Nå skal Lagunen Storsenter bli enda større*. Bergens Tidende.

<https://www.bt.no/nyheter/okonomi/i/KnAOGM/lagunen-storsenter-skal-bli-enda-stoerre>

Moodys. (2024, 19 februar). *Moody's - credit ratings, research, and data for global capital*

markets.

<https://www.moody.com/research/Moodys-affirms-Olav-Thon-Eiendomsselskap-ASA>

Morningstar, Inc. (2024). *Olav Thon Eiendomsselskap (OLT)*. Morningstar, Inc.

<https://www.morningstar.com/stocks/xosl/olt/quote>

Morningstar, Inc. (2024a). *Citycon Oyj (CTYIS)*.

<https://www.morningstar.com/stocks/xhel/cty1s/quote>

Morningstar, Inc. (2024b). *Entra ASA*. Morningstar, Inc.

<https://www.morningstar.com/stocks/xosl/entra/quote>

Morningstar, Inc. (2024c). *KMC Properties ASA*. Morningstar, Inc.

<https://www.morningstar.com/stocks/xosl/kmcp/quote>

Nilstun, C. (2021, november 7). *Fundamental*. Store Norske Leksikon.

<https://snl.no/fundamental>

Norges Bank. (2024). *Statslån – Generiske Renter*.

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/>

Norges Bank. (2020). *Styringsrenten*. Norges-Bank.no.

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Vassdrag-og energidirektorat. (2023). NVE.no.

<https://www.nve.no/energi/analyser-og-statistikk/kraftbalanse-og-kraftpris/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2024). *Bærekraftsrapport 2023*.

<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2023/barekraftsrapport/olav-thon-eiendomsselskap-barekraftsrapport-2023-no-web.pdf>

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

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

Olav Thon Eiendomsselskap. (2024). *Årsrapport 2023*.

<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2023/pdf-noen/arsrapport-ote-2023.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2022). *Årsrapport 2021*.

<https://www.olt.no/investor/Rapporter/2021/2021-arsrapport/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2020). *Årsrapport 2019*.

<https://www.olt.no/investor/Rapporter/2019/2019-arsrapport/>

Oslo Handelsstands Forening. (n.d.). *NORGES 60 STØRSTE KJØPESENTRER 1. KVARTAL 2022*.

<https://www.ohf.no/s/norges-storste-kojopesenter>

PricewaterhouseCoopers. (2023, 7 desember). *Risikopremien 2023*. PwC.

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Regjeringen. (2022, 10 juni). *Bærekraftsrapportering for foretak*. Regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/sub/eosnotatbasen/notatene/2022/juni/>

Regjeringen. (2021, 11 november). *EØS-avtalen om klima og miljø*. Regjeringen.no

<https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/innsiktsartikler-klima-miljo/eos-avtalen-og-miljo1/>

Regjeringen. (2020, 15 juli). *Koronasituasjonen*. Regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/tema/Koronasituasjonen/id2692388/>

Regjeringen. (2023, 31 mars). *NOU 2023: 12*. Regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2023-12/id2969960/?ch=4>

Regjeringen. (2023, 22 mai). *Utredning fra Verdipapirlovutvalget om*

bærekraftsrapportering. [https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/utredning-fra-](https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/utredning-fra-verdipapirlovutvalget-om-barekraftsrapportering/id2977768/)

[verdipapirlovutvalget-om-barekraftsrapportering/id2977768/](https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/utredning-fra-verdipapirlovutvalget-om-barekraftsrapportering/id2977768/)

Shaw, N., Eschenbrenner, B., & Baier, D. (2022, 16 august). *Online shopping continuance*

after COVID-19: A comparison of Canada, Germany and the United States. National Library of Medicine.

<https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC9379614/>

Statistisk sentralbyrå. (2023). Utsikter til lavere inflasjon.

<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/statistikk/>

Statistisk sentralbyrå. (2024) Sykefravær.

<https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/arbeidsmiljo-sykefravaer-og-a>

Tryg Forsikring. (u.å.). Huseierforsikring for næringsbygg. Tryg Forsikring.

<https://www.tryg.no/bedrift/forsikringer/huseierforsikring-for-naeringsbygg.html>

Whittington, R., Regner, P., Angwin, D., Johnson, G., & Scholes, K. (2020). *Exploring strategy* (12th ed.). Pearson.

Yahoo finance. Historiske kurser OSEBX. (2024).

https://consent.yahoo.com/v2/collectConsent?sessionId=3_cc-session

Yahoo finance. OLT. (2024).

https://consent.yahoo.com/v2/collectConsent?sessionId=3_cc-session

15 Vedlegg

Vedlegg A: Resultat og balanse

Tall i MNOK	2019	2020	2021	2022	2023
Leieinntekter	2 984	2 962	2 990	3 219	3 722
eiendomsrelaterte inntekter	900	857	939	1 006	1 098
eiendomsrelaterte kostnader	- 1 201	- 1 112	- 1 155	- 1 346	- 1 454
Netto leieinntekter	2 683	2 707	2 774	2 879	3 366
Andre driftskotnader	- 157	- 151	- 154	- 83	- 56
Andre driftsintekter	167	148	165	158	56
Administrasjonskostnader	- 189	- 190	- 197	- 180	- 179
Ordinære avskrivninger og nedskrivninger	- 24	- 35	- 32	- 26	- 17
Forvaltningsresultat	2 480	2 479	2 556	2 748	3 170
Verdiendring investeringeiendommer	218	909	1 802	114	4 361
Resultat i FV og TS	213	22	283	122	28
Verdiendring rett til bruk eiendeler	- 14	- 12	- 12		
Driftsresultat	2 897	1 536	4 629	2 984	1 219
Finansinntekter	12	10	118	58	26
finanskostnader	- 737	- 802	- 699	- 786	- 1 169
Verdiendring finansielle instrumter	164	407	716	878	183
Netto finansposter	- 561	1 199	135	150	960
Resultat før skattekostnad	2 336	337	4 764	3 134	2 179
Endring utsatt skatt	- 259	89,00	- 736	444	841
Betalt skatt	- 239	-170	- 208	- 224	- 317
Skattekostnad	- 498	81	944	668	524
Resultat	1 838	256	3 820	2 466	1 655

Tall i MNOK	2019	2020	2021	2022	2023
Eiendeler					
Utsatt skattefordel	294	326	-		
Investerings eiendom	54 037	54 453	56 530	57 699	56 577
Rett til bruk eiendeler	365	347	337		
Eierbenyttede eiendeler	191	189	187	186	184
Varige driftmidler	88	73	58	50	46
Andeler i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	2 914	2 740	3 004	2 965	1 899
Finansielle anleggsmidler	592	440	445	374	442
Sum anleggsmidler	58 481	58 568	60 561	61 274	59 148
Kundefordringer	1 001	905	992	1 056	1 126
Bankinnskudd og kontanter	386	484	448	254	226
Sum omløpsmidler	1 387	1 389	1 440	1 310	1 352
Sum eiendeler	59 868	59 957	62 001	62 584	60 500
Egenkapital og gjeld					
Aksjekapital	106	104	104	101	101
Overkurs	318	318	318	318	318
Annen egenkapital	26 942	27 331	30 484	31 815	29 677
Ikke-kontrollerende eierinteressers andel av egenkapital	452	385	436	438	340
Sum egenkapital	27 818	28 138	31 342	32 672	30 436
Utsatt skatt	7 250	7 138	7 493	7 940	7 149
Leieforpliktelse	360	347	341	196	204
Langsiktig rentebærende gjeld	16 568	15 475	16 780	17 605	19 471
Annen langsiktig gjeld	1 112	1 406	712	100	57
Sum langsiktig gjeld	25 290	24 366	25 326	25 841	26 881
Betalbar skatt	240	170	209	225	308
Kortsiktig rentebærende gjeld	4 913	5 528	3 335	2 622	1 527
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1 607	1 759	1 790	1 224	1 349
Sum kortsiktig gjeld	6 760	7 457	5 334	4 071	3 184
Sum gjeld	32 050	31 823	30 660	29 912	30 065
Sum egenkapital og gjeld	59 868	59 961	62 002	62 584	60 501

Vedlegg B: Scope 1,2 og 3

Olt	2 020	2 021	2 022	2 023
Scope 1		66	91	67
Scope 2		4 520	5 160	3 420
Scope 3		4 557	49 490	123 746
Total	-	9 143	54 741	127 233
Entra	2 020	2 021	2 022	2 023
Scope 1	66	179	312	136
Scope 2	4 255	3 876	4 342	3 586
Scope 3	1 339	1 237	29 271	22 181
Total	5 660	5 292	33 925	25 903
KMC Properties	2 020	2 021	2 022	2 023
Scope 1		-	-	-
Scope 2		0	0	0
Scope 3		4	4	4
Total		46 372	47 021	493 127
Citycon	2 020	2 021	2 022	2 023
Scope 1	588	1 242	1 075	1 050
Scope 2 indirect, market based	19 317	9 363	4 032	4 375
Scope 2, indirect, location based	33 549	31 618	28 039	27 193
scope 3, indirect	222 734	170 243	209 471	172 700
Total	276 188	212 466	242 617	205 318