



Universitetet
i Stavanger

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
TEMATISKE RETNING:

Regnskap og Finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

Nei

TITTEL:

Verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Olav Thon Eiendomsselskap ASA

FORFATTERE

Kandidatnr:

1559

.....

1633

.....

1616

.....

Navn:

Elias Handeland

.....

Vetle N. Fjelde

.....

Trygg Rølsåsen

.....

VEILEDER:

Bernt Arne Ødegaard

Forord

Bacheloroppgaven er skrevet som en avsluttende oppgave for vårt studium i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger og utgjør 20 studiepoeng. Valget av emnet verdsettelse er basert på personlig interesse og et ønske om faglig utvikling innenfor feltet. Interessen for den tematiske retningen finans er noe som engasjerer alle i gruppen, og det er også dette vi ønsker å ta en mastergrad i til høsten. Valget av Olav Thon Eiendomsselskap ASA som analyseobjekt i verdsettelsen er valgt på bakgrunn av selskapets omdømme og betydelige eiendomsportefølje. I lys av økte renter det siste året er det også interessant å se hvilken innvirkning dette vil ha på verdsettelsen. Oppgaven er relevant for alle interessentene til selskapet og vil gi et grundig innblikk i selskapets økonomiske tilstand.

Arbeidet med oppgaven har vært krevende, men veldig lærerikt. Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Bernt Arne Ødegaard for verdifulle tilbakemeldinger og støtte gjennom hele prosessen.

Stavanger, 10. Mai 2024



Elias Handeland



Vetle N. Fjelde



Trygg Rølsåsen

Sammendrag

Denne bacheloroppgaven har som formål å estimere egenkapitalverdien til Olav Thon Eiendomsselskap per 31.12.2023, for å se om aksjen var under- eller overvurdert i markedet. Basert på dette utvikler vi også en handelsstrategi for nåværende og potensielle investorer. Aksjekursen er basert på fundamental verdsettelse, men vi har i tillegg supplert med en relativ verdsettelse og en sensitivitetsanalyse for å undersøke sårbarheten til estimatene.

Vi har også foretatt en strategisk analyse og regnskapsanalyse av selskapet. I den strategiske analysen konkluderte vi med at selskapet besitter et midlertidig konkurransefortrinn som taler for høyere lønnsomhet enn bransjegjennomsnittet på kort sikt. Vi observerte at risikoen for substitutter og konkurrenter var moderat, mens trusselen fra nykommere var lav. Det ble videre identifisert en moderat risiko knyttet til politiske og miljømessige faktorer. På lengre sikt antas imidlertid fortrinnet å avta. Regnskapsanalysen viser til god likviditet og solid finansiell stilling for OLT.

Den fundamentale verdsettelsen ga et prisestimat på kr 205,26 per aksje. Dette tilsvarer en egenkapitalverdi på kr 20 830 millioner. I den relative verdsettelsen er prisen kr 207,71 per aksje. Vi foretar ingen justeringer i forhold til gjennomsnittet mellom estimatene. Vekten er 100% på fundamental verdsettelse. Årsaken er et minimalt avvik fra de to estimatene, samt større usikkerhet knyttet til estimatene fra relativ verdsettelse.

Basert på handelsstrategien anbefaler vi en kjøpsanbefaling på kr 184,73, salgsanbefaling på kr 246,25, og holdstrategi på kr 205,26.

Innholdsfortegnelse

| | |
|---|-----------|
| Forord | 1 |
| Sammendrag | 2 |
| Innholdsfortegnelse | 3 |
| 1.0 Introduksjon | 8 |
| 1.1 Motivasjon | 8 |
| 1.2 Formål | 8 |
| 1.3 Problemstilling | 8 |
| 1.4 Avgrensing | 8 |
| 1.5 Oppgavens struktur | 8 |
| 2.0 Olav Thon Eiendomsselskap og bransjen | 10 |
| 2.1 Presentasjon av selskapet - Olav Thon Eiendomsselskap | 10 |
| 2.1.1 Strategi | 12 |
| 2.1.3 Organisasjonsstruktur | 12 |
| 2.1.4 Aksjonæroversikt | 14 |
| 2.1.5 Historisk utvikling | 14 |
| 2.2 Eiendomsbransjen | 15 |
| 2.2.1 Eiendomsbransjen i Norge | 15 |
| 2.2.2 Hvorfor investere i eiendom? | 16 |
| 2.2.3 Risikofaktorer ved investering i eiendom | 17 |
| 2.2.4 Historisk vekst | 18 |
| 2.2.4 Konkurrenter | 18 |
| 3.0 Verdsettelsesmetoder | 20 |
| 3.1 Fri kontantstrøm til total kapitalen | 20 |
| 3.2 Fri kontantstrøm til egen kapitalen | 21 |
| 3.3 Relativ verdsettelse | 21 |
| 3.4 Opsjonsbasert verdsettelse | 21 |
| 3.5 Dividendemodellen | 22 |
| 3.6 Markedseffisiens | 22 |

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 3.7 Valg av metode | 23 |
| 4.0 Strategisk analyse | 24 |
| 4.1 Porters fem konkurransekrefter | 24 |
| 4.1.1 Trussel fra nykommere | 24 |
| 4.1.2 Trussel fra substitutter | 25 |
| 4.1.3 Leverandørers forhandlingsmakt | 27 |
| 4.1.4 Kunders forhandlingsmakt | 28 |
| 4.1.5 Rivalisering | 30 |
| 4.1.6 Oppsummering | 31 |
| 4.2 PESTEL | 31 |
| 4.2.1 Politiske | 31 |
| 4.2.2 Økonomiske | 33 |
| 4.2.3. Sosiale | 34 |
| 4.2.4 Teknologiske | 35 |
| 4.2.5 Miljømessige | 35 |
| 4.2.6 Lovmessige | 37 |
| 4.2.7 Oppsummering | 37 |
| 4.3 SVIMA - analyse | 38 |
| 4.3.1 Ressursene | 38 |
| 4.3.2 Fysiske ressurser | 39 |
| 4.3.3 Finansielle ressurser | 39 |
| 4.3.4 Organisatoriske ressurser | 40 |
| 4.3.5 Kunnskapsressurser | 41 |
| 4.3.6 Oppsummering | 42 |
| 4.4 SWOT | 42 |
| 5.0 Regnskapsanalyse | 44 |
| 5.1.1 Totalkapitalens rentabilitet | 44 |
| 5.1.2 Egenkapitalens rentabilitet | 45 |
| 5.1.3 Driftsmargin | 46 |

| | |
|---|-----------|
| 5.2 Likviditet | 47 |
| 5.2.1 Likviditetsgrad 1 | 47 |
| 5.2.2 Likviditetsgrad 3 | 49 |
| 5.3 Soliditet | 50 |
| 5.3.1 Egenkapitalprosent | 50 |
| 5.3.2 Rentedekningsgrad | 51 |
| 5.3.3 Gjeldsgrad | 52 |
| 5.4 Oppsummering | 52 |
| 6.0 Fremtidsregnskap | 54 |
| 6.1 Driftsinntekter | 55 |
| 6.1.1 Leieinntekter | 55 |
| 6.1.2 Eiendomsrelaterte inntekter | 58 |
| 6.1.3 Andre driftsinntekter | 58 |
| 6.1.4 Driftsinntekter | 59 |
| 6.2 Driftskostnader | 59 |
| 6.2.1 Avskrivninger | 60 |
| 6.2.2 Driftskostnader | 60 |
| 6.3 Resultat fra felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper | 61 |
| 6.4 Ikke-kontant arbeidskapital | 62 |
| 6.5 Investeringer | 64 |
| 6.6 Skatt | 65 |
| 6.7 Oppsummering av fremtidsregnskap | 66 |
| 7.0 Avkastningskrav | 67 |
| 7.1 Egenkapitalkostnad | 67 |
| 7.2 Risikofri rente | 68 |
| 7.3 Beta | 68 |
| 7.3.1 Bottom-up beta | 69 |
| 7.3.2 Regresjonsbeta | 71 |
| 7.3.3 Justert beta | 72 |

| | |
|--|-----------|
| 7.4 Markedsrisikopremie | 72 |
| 7.5 Likviditetspremie | 73 |
| 7.6 Oppsummering av egenkapitalkostnaden | 75 |
| 7.7 Gjeldskostnad | 75 |
| 7.7.1 Vektet gjennomsnittlig gjeldskostnad | 76 |
| 7.7.2 Syntetisk rating | 78 |
| 7.7.3 Nylig lånehistorikk | 79 |
| 7.7.4 Oppsummering av gjeldskostnad | 79 |
| 7.8 Kapitalkostnaden | 79 |
| 8.0 Fundamental verdsettelse | 82 |
| 9.0 Sensitivitetsanalyse | 84 |
| 9.1 WACC mot terminalvekst | 84 |
| 9.2 Aksjepris - endring risikofri rente | 84 |
| 9.3 Aksjepris - endring beta | 85 |
| 9.4 Aksjepris - endring terminalvekst | 85 |
| 9.5 Aksjepris - endring WACC | 86 |
| 10.0 Relativ verdsettelse | 87 |
| 10.1 P/B | 87 |
| 10.2 Normalisert P/E | 87 |
| 10.3 P/CF | 87 |
| 10.4 EV/EBITDA | 88 |
| 10.5 Beregning av relativ pris | 88 |
| 11.1 Konklusjon | 90 |
| 11.2 Kritikk | 90 |
| 11.3 Endelig verdierestimert | 91 |
| 11.4 Handelsstrategi | 91 |
| 12.0 Referanseliste | 93 |
| 12.1 Trykte medier | 93 |
| 12.2 Årsrapporter | 94 |

| | |
|------------------------------|------------|
| 12.3 Internettbaserte kilder | 97 |
| 13.0 Figurliste | 107 |
| 14.0 Tabelliste | 107 |
| 15.0 Formelliste | 109 |
| 16.0 Grafliste | 110 |
| 17.0 Vedlegg | 111 |

1.0 Introduksjon

I dette kapitlet vil vi gi en oversikt over motivasjon, formål, problemstilling, avgrensing og oppgavens struktur.

1.1 Motivasjon

En verdsettelse er dynamisk og må oppdateres kontinuerlig. Det er ikke foretatt noen bachelor- eller mastergradsavhandling om verdsettelse av OLT siden i fjor. Med bakgrunn i store uroligheter og geopolitiske spenninger i verden, samt høyeste styringsrente siden finanskrisen i 2008, er det interessant å foreta en ny verdsettelse og kartlegging av selskapets stilling i verdensøkonomien.

1.2 Formål

I et effisient marked vil all relevant informasjon være priset inn i aksjen. Formålet med oppgaven er å undersøke om OLT var over- eller underpriset i markedet den 31.12.2023.

1.3 Problemstilling

Formålet danner grunnlaget for problemstillingen:

“Hva var verdien av egenkapitalen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA den 31.12.2023?”

1.4 Avgrensing

Vi har avgrenset oppgaven til to former for verdsettelse; fri kontantstrøm til total kapital og relativ verdsettelse. Verdsettelsen tar utgangspunkt i et eksternt investorperspektiv hvor vi kun har benyttet offentlig tilgjengelig informasjon. Oppgaven har en varighet på fire måneder og av den grunn benyttet vi oss av informasjon som ikke var tilgjengelig for allmennheten på verdsettelsesdagen 31.12.2023.

1.5 Oppgavens struktur

Del 1

I kapittel 2 vil vi gi en presentasjon av selskapet og bransjen. Her diskuteres det også fordeler og risikoer ved eiendomsinvesteringer, samt en kort presentasjon av konkurrentene til OLT. Dernest i kapittel 3 diskuteres det forskjellige verdsettelsesmetoder

og hvilke som er relevante videre i oppgaven. Det vil også være en innledende del om markedseffisiens og antakelsene som legges til grunn videre i verdsettelsen.

I kapittel 4 presenteres den strategiske analysen med utgangspunkt i Porters fem konkurransekrefter, PESTEL, SVIMA og SWOT. Dette vil kartlegge konkurransen for OLT og hvilke implikasjoner det kan ha på kontantstrømmene.

Del 2

Kapittel 5 tar for seg regnskapsanalysen med formål om å sammenligne regnskapstall med industrigjennomsnittet. Hovedfokuset er å se på årsakssammenhenger og diskutere selskapets finansielle stilling. Videre i kapittel 6 fremlegges fremtidsregnskapet hvor vi estimerer fremtidige regnskapsposter. Utgangspunktet for prognosene er strategisk analyse, historisk vekst og skjønsmessige vurderinger. I kapittel 7 beregner vi avkastningskravet. Her vil vi estimere egenkapitalkostnad og gjeldskostnad. I Kapittel 8 under fundamental verdsettelse beregner vi egenkapitalverdien og aksjekursen til OLT. I Kapittel 9 viser vi en sensitivitetsanalyse basert på endringer i makroøkonomiske variabler slik som risikofri rente og terminalvekst. I kapittel 10 estimerer vi aksjekursen til OLT basert på relativ verdsettelse. Vi tar utgangspunkt i fire multipler, herunder P/B, P/E, P/CF og EV/EBITDA.

Del 3

Til slutt i kapittel 11 kommer vi med en konklusjon og en anbefalt handelsstrategi basert på funn i foregående kapitler. Kapittel 12, 13, 14, 15, 16 og 17 er henholdsvis referanseliste, figur-, tabell-, formel- og grafliste, samt vedlegg.

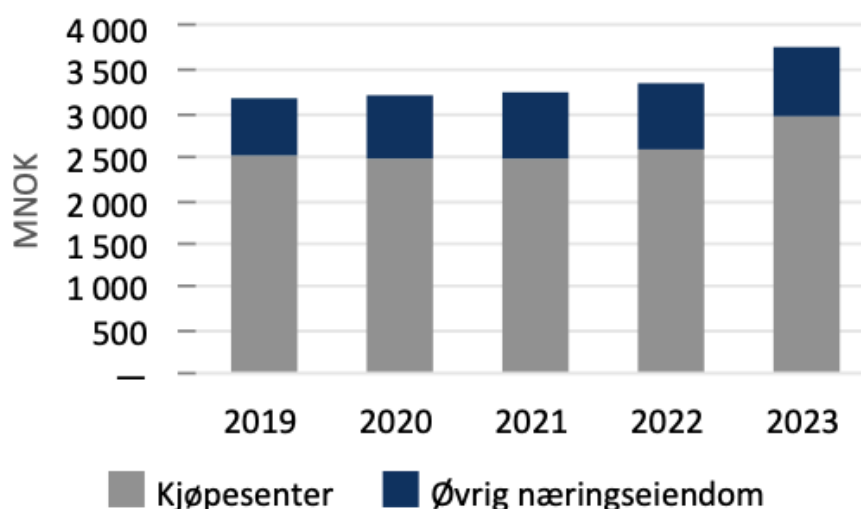
2.0 Olav Thon Eiendomsselskap og bransjen

2.1 Presentasjon av selskapet - Olav Thon Eiendomsselskap

Olav Thon Eiendomsselskap, heretter omtalt som OLT, ble stiftet i 1982 og notert på Oslo Børs i 1983. Selskapet er en del av Olav Thon Gruppen, som er Norges største private eiendomsaktør og en av Norges største i hotellbransjen (Thon Hotels) (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 3) OLT ble grunnlagt av Olav Thon. Han satt som styrets leder i flere tiår, men valgte å gå av i 2023 – året han fylte 100 år. Nå sitter han som styremedlem (Bach & Hageman, 2023).

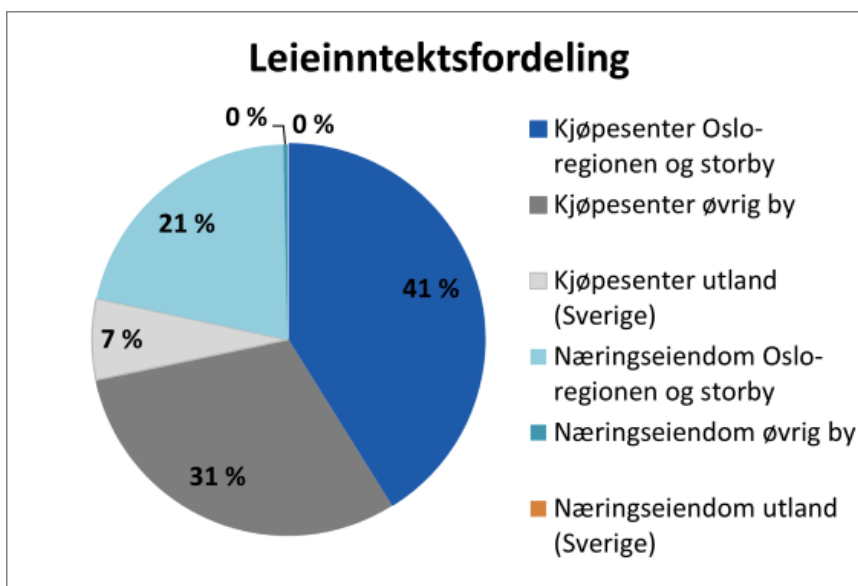
Siden tidlig på 1990-tallet har det viktigste satsingsområdet vært kjøpesentereidendom, hvorav OLT i dag er Norges ledende kjøpesentertør og en fremtredende aktør også i det svenske kjøpesentemarkedet. I tillegg til kjøpesentertørbransjen besitter selskapet også næringsseidommer innenfor andre segmenter, for det meste i Oslo-området. Selskapet har siden starten hatt en enorm vekst, der årlige leieinntekter har økt fra opprinnelig 27 millioner kroner til 3 800 milliarder kroner ved inngangen til 2024. Dette illustreres i figur 2.1. I samme periode har børsverdien gått fra 200 millioner kroner til 18,9 milliarder kroner, som tilsvarer en årlig avkastning på 12,37% (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 3).

Leieinntektsnivå



Figur 2.1: Utvikling i leieinntekter (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 8)

Målt etter leienivå fordeler eiendomsporteføljen seg på 78% kjøpesenter og 22% næringsseiendom. Ved årsskiftet eide de helt eller delvis 60 kjøpesentre i Norge og Sverige. I porteføljen besitter de seks av landets ni største kjøpesentre, herunder Lagunen Storsenter i Bergen som er det største kjøpesenteret i Norge målt etter omsetning. I segmentet næringsseiendom eier de 74 eiendommer innenfor ulike segmenter som handel, kontor, logistikk, hotelleiendommer og omtrent 500 utleieboliger i Oslo-området (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.). Leieinntektsfordelingen er vist i figur 2.2.



Figur 2.2: Geografisk leieinntektsfordeling (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.)

Selskapet arbeider også med flere store bygge- og utviklingsprosjekter som skal sikre fremtidig vekst og verdiskaping. De har blant annet to prosjekter som skal ferdigstilles i 2024, og ett i 2025 (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.). Arnljot Gellines vei 1 er et boligprosjekt bestående av 22 leiligheter fordelt på 8 etasjer, som kommer for utleie sommeren 2024 (Thon Eiendom, u.å.). Amfi Elverum er også et prosjekt som skal ferdigstilles i 2024, hvor det skal oppføres et nytt tilbygg på 4 500 kvadratmeter. Lagunen Storsenter er et prosjekt med ferdigstilling i 2025, og omfatter nybygg på 15 100 kvadratmeter samt utvidelse av eksisterende senter med 2 400 kvadratmeter (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.).

2.1.1 Strategi

OLT sin strategi er å «erverve, utvikle og eie eiendommer med sentral beliggenhet.» (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.). Eiendommene er anskaffet med formål om å eie, og ikke for å drive med videresalg. Selskapet ønsker å investere i eiendommer med utviklingspotensial innenfor ulike eiendomssegmenter. Utviklingspotensialet skal oppnås ved aktiv videreutvikling, effektiv forvaltning og høy leietakertilfredshet. På grunn av en kapitalintensiv næring vektlegges det at selskapet skal ha en solid finansiell posisjon (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024, s. 3).

Det forventes at en kombinasjon av høy løpende avkastning på eiendomsporteføljen og verdiskaping gjennom aktiv eiendomsutvikling, vil maksimere verdiskapingen både på kort og lang sikt. Dette skal bidra til å nå selskapets overordnede mål som er å oppnå maksimal vekst i egenkapital per aksje, slik at aksjonærene i et langsiktig perspektiv skal oppnå en avkastning som er konkurransedyktig i forhold til lignende investeringsalternativer (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.)

Når det gjelder utbyttepolitikken til OLT skriver selskapet følgende: «Med tilfredsstillende likviditet og soliditet, vektlegges det at aksjonærene skal motta et utbytte tilsvarende 30-40% av konsernets resultat eksklusive verdiendringer.» (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.). Tabellen nedenfor viser utbyttehistorikken for de siste fem årene.

| Utbyttehistorikk | | | | | |
|------------------|------|------|------|------|------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Utbytte (Kr) | 0,00 | 5,00 | 6,50 | 6,50 | 7,00 |

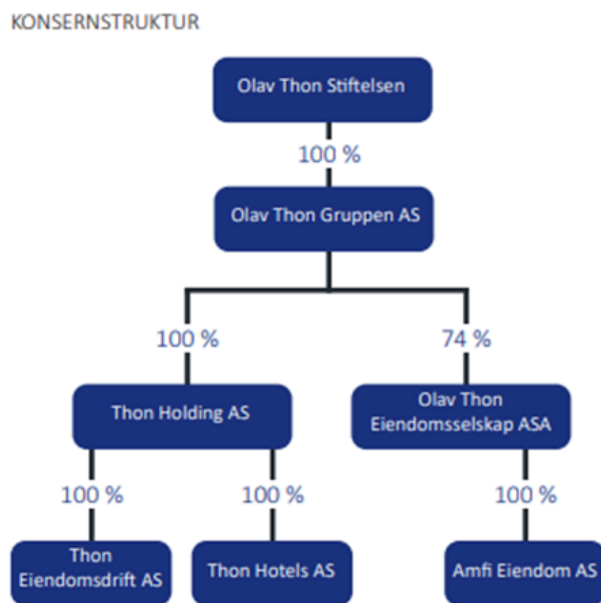
Tabell 2.1: Utbyttehistorikk

2.1.3 Organisasjonsstruktur

Styret i OLT består av seks medlemmer. Kjetil Nilsen ble i 2023 styrets leder, mens Olav Thon, Sissel Berdal Haga Thon, Line Norbye, Elisabeth Holvik og Stig O. Jacobsen er de resterende som sitter i styret. Dag Tangevald-Jensen er administrerende direktør, og har vært dette siden 2000 (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.)

Figuren under viser konsernstrukturen som OLT tilhører. Olav Thon Stiftelsen er på toppen og eier Olav Thon Gruppen AS, som videre består av Thon Holding AS og Olav Thon

Eiendomsselskap ASA. Herunder finnes det flere datterselskaper, både heleid og deleid. Olav Thon Stiftelsen ble grunnlagt i 2013 og fikk ved etableringen overført alle aksjene i Olav Thon Gruppen AS fra Olav Thon. Stiftelsen har som formål å videreutvikle virksomheten i tråd med de verdier, holdninger og ideer Olav Thon har lagt til grunn for sin forretningsdrift. Stiftelsen skal i tillegg bidra til å skape et bedre samfunn ved å utdele midler til allmennyttige formål, eksempelvis å yte støtte til forskning av muskel- og skjelettsykdommer (Olav Thon Gruppen, 2022, s. 9).



Figur 2.3: Oversikt over konsernstrukturen til Olav Thon Stiftelsen

2.1.4 Aksjonæroversikt

OLT er strukturert som et allmennaksjeselskap. Per 31.12.2023 var det 101 478 908 utestående aksjer. Tabellen nedenfor viser en oversikt over de største aksjonærene i OLT (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024).

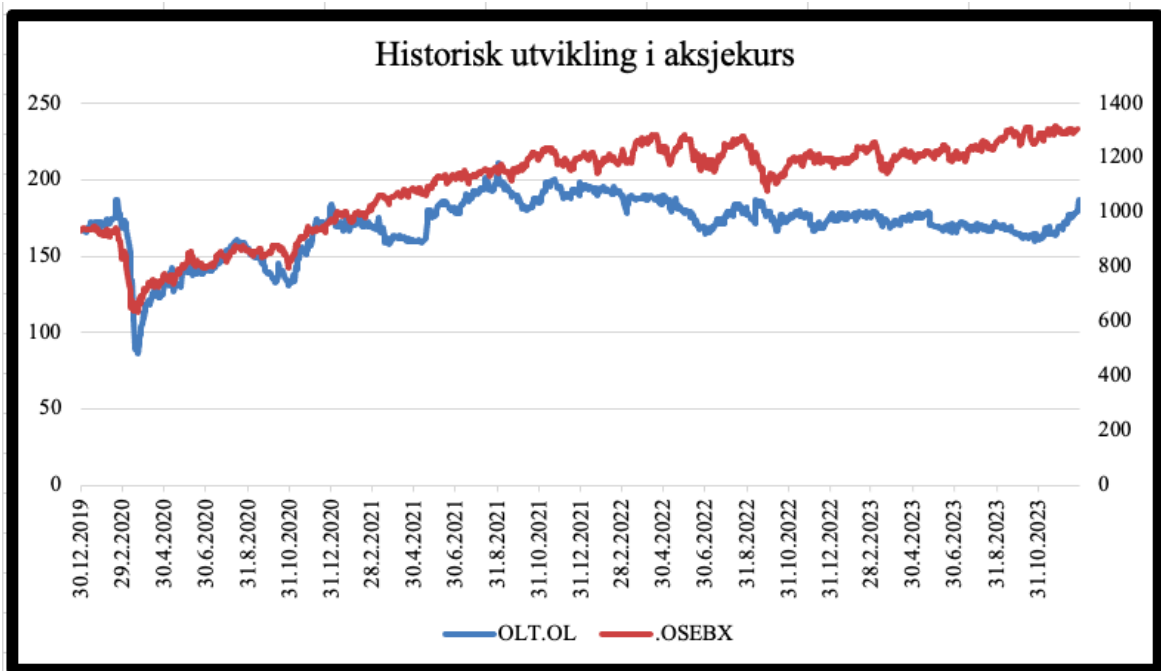
| Aksjonær | Antall aksjer | Eierandel % |
|------------------------------------|---------------|-------------|
| Olav Thon Gruppen AS | 68,674,000 | 67.67% |
| Investhon AS | 7,858,940 | 7.74% |
| MP Pensjon PK | 2,290,673 | 2.26% |
| Verdipapirfondet Nordea Norge Verd | 1,645,896 | 1.62% |
| J.P. Morgan SE | 1,287,094 | 1.27% |
| Folketrygdfondet | 1,210,529 | 1.19% |
| Otto Olsen Invest AS | 1,036,484 | 1.02% |
| Sum syv største aksjonærer | 84,003,616 | 82.77% |
| Totalt | 101,478,908 | 100% |

Tabell 2.2: Aksjonæroversikt i OLT

Oversikten viser at Olav Thon Gruppen AS eier mer enn to tredjedeler av selskapet. Olav Thon Gruppen eies 100% av Olav Thon Stiftelsen, og totalt eier Olav Thon Stiftelsen direkte og indirekte 75,4% av selskapet. De syv største aksjonærene eier nesten 83% av de utstedte aksjene til selskapet (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024). Dette gjør at fri flyt av aksjer i selskapet er svært begrenset. Vel så problematisk kan det være med fare for “tunneling.” Dette oppstår typisk ved at majoritetseiere bruker sin posisjon for å oppnå personlig gevinst. Eksempler på dette inkluderer utvannende aksjetiltak, eiendomssalg og personlige lånegarantier. Dette kan skade minoritetsaksjonærer (Kenton, 2022).

2.1.5 Historisk utvikling

Grafen under viser historisk utvikling i aksjekursen til OLT som er den blå linjen. Den røde linjen viser utviklingen i OSEBX. Til tross for et stort fall i 2020 på grunn av koronapandemien har kursen hatt en stabil utvikling siden. Linjene følger hverandre forholdsvis likt, men har det siste året fått en større spredning.



Graf 2.1 Historisk utvikling i aksjekurs mot utvikling i OSEBX fra 30.12.2019 til 29.12.2023

2.2 Eiendomsbransjen

I det kommende kapittelet skal vi gi en oversikt over eiendomsbransjen i Norge, samt argumentere for hvorfor det er interessant å investere i eiendom. Vi skal også diskutere risikofaktorer ved eiendomsinvesteringer, før vi går videre til å se på historisk vekst for bransjen. Til slutt gir vi en kort oversikt over konkurrentene til OLT.

2.2.1 Eiendomsbransjen i Norge

Ifølge Eiendomsfag er det tre typer eiendomsbransjer i Norge:

- Næringseiendom: I denne bransjen investeres det i kontorbygg, hoteller, logistikkbygg, leilighetsbygg, handelseiendom, datahaller osv., i hovedsak for utleie.
- Boligbygging: Her investeres det i tomter med utviklingspotensial til boligprosjekter, fortrinnsvis for salg.
- Formålsbygg: Denne bransjen investerer i barnehager, skoler, sykehjem, idrettsbygg, kulturbygg osv.

Hovedforskjellene mellom de ulike næringene er tidshorisont for investeringen, hvem eierne er og hvilket avkastningskrav disse opererer under. Næringseiendom har som regel et mer langsiktig forhold til eiendommer enn hva boligbyggingsprosjekter normalt har. Dette kommer av at det vanlige formålet med boligbygging er utvikling og salg til sluttbrukere (Ringens-Vatnedalen, u.å.)

2.2.2 Hvorfor investere i eiendom?

Å investere i eiendom er attraktivt for investorer som søker langsiktig avkastning. Eiendomsinvesteringer gir ofte forutsigbare kontantstrømmer gjennom leieinntekter, samt en mulighet til å bygge formue gjennom økt egenkapital over tid (Palmer, 2022).

I tillegg tilbyr eiendomsinvesteringer skattefordeler og fradrag som kan bidra til å redusere skatteplikten. Eiendomsverdier har også en tendens til å øke over tid gjennom verdistigning, noe som gir investorer muligheten til å realisere gevinst ved salg. Leieinntekter pleier også å stige over tid, noe som kan resultere i høyere kontantstrømmer (Palmer, 2022).

Eiendomsinvesteringer har også diversifiseringsfordeler. Eiendommer har en lav og til og med negativ korrelasjon med andre aktivaklasser. Dette betyr at en implementering av eiendom til en investeringsportefølje kan redusere volatiliteten og gi en høyere avkastning per enhet risiko (Palmer, 2022).

Eiendom er en fysisk ressurs og kan brukes som sikkerhet. Av den grunn er det vanligvis enkelt å få finansiering. Eiendomsbelåning vil si å bruke forskjellige finansielle instrumenter eller lånt kapital til å øke potensiell avkastning på en investering (Palmer, 2022). I Norge er hovedregelen at man må stille med en egenkapital på 15% for å kunne få 100% av verdien på huset.

Inflasjon vil også påvirke leieinntekter og lån. For det første har utleier mulighet til å inflasjonsjustere leieinntektene. For det andre vil utleiere med mye gjeld ha nytte av inflasjon, da det over tid vil redusere den reelle verdien på lånet. Dette skjer imidlertid kun hvis renten ikke øker mer enn inflasjonen (Eiendomshjørnet, 2023).

Eiendomsinvesteringer fungerer ofte som en beskyttelse mot inflasjon. Mens finansielle eiendeler ofte påvirkes negativt av inflasjon har eiendomsinvesteringer historisk vist seg å være motstandsdyktig mot inflasjon. Årsaken er blant annet mer fordelaktig skattebehandling som avskrivningsfordeler, samt investorenes preferanse for fysiske eiendeler i perioder med høy inflasjon (Damodaran, 2012, s. 740).

2.2.3 Risikofaktorer ved investering i eiendom

I motsetning til finansmarkedet har eiendomsmarkedet betydelig mindre likviditet. Det er vanskelig å handle eiendommer effektivt, spesielt under ugunstige økonomiske forhold eller hvis investorers tidshorisont endres. Det kan være utfordrende å nøyaktig estimere og kvantifisere risikoen knyttet til lav likviditet (Damodaran, 2012, s. 746).

Endringer i lover og regler er en stor risikofaktor ved investering i eiendom.

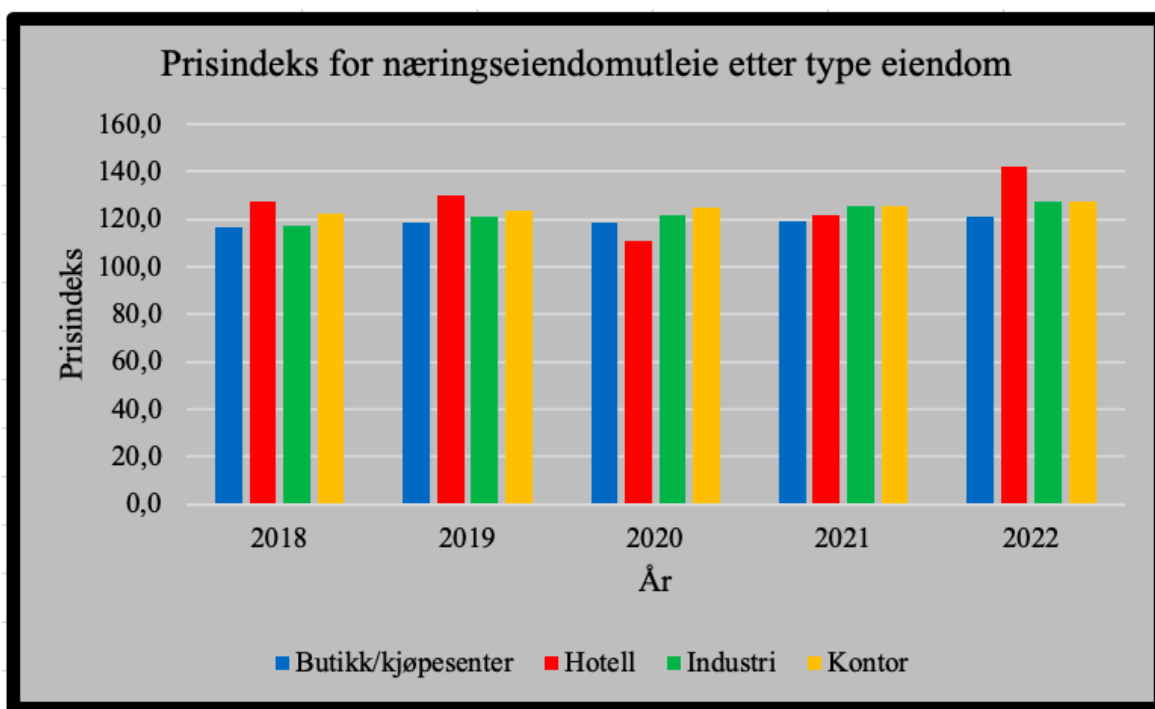
Eiendomsinvesteringer er spesielt sensitive for skattemessige endringer og lokale reguleringer. Dette inkluderer blant annet endringer i eiendomsskatter og leieprisreguleringer (Damodaran, 2012, s. 746).

Informasjonskostnader påvirker også risikoen. Eiendomsinvesteringer krever ofte spesifikk informasjon om lokale forhold som kan være utfordrende og kostbart å skaffe. Det kan også være større usikkerhet i informasjonen i motsetning til finansielle investeringer (Damodaran, 2012, s. 747).

Manglende diversifisering i eiendomsporteføljen kan øke risikoen. Mens diversifisering kan bidra til å spre risiko i finansielle porteføljer, kan det være vanskelig å oppnå tilsvarende diversifisering i eiendomsinvesteringer. Investering i eiendom krever betydelig kapital, og dermed vil det kun være store investorer som kan bygge en diversifisert portefølje. Selv om investorer hadde hatt en diversifisert eiendomsportefølje, kan likviditetsrisikoen fortsatt være høy hvis markedene for disse eiendelene blir påvirket av samme faktorer og har samme tidspunkt for salg (Norges Bank Investment Management, 2015, s. 11, 27, 28).

2.2.4 Historisk vekst

Figur 2.3 viser prisindeksen for næringsseiendomutleie etter kategori fra 2018 til 2022. Prisindeksen for hotell har hatt størst vekst over femårsperioden til tross for et stort fall i 2020 under coronapandemien. På den andre siden har butikk/kjøpesenter hatt lavest utvikling, mens kontoreiendommer har hatt stabil vekst. For industrieiendom er gjennomsnittlig vekst 2,19%. Til tross for lav utvikling i butikk/kjøpesenter har alle typer eiendom hatt positiv vekst over perioden.



Figur 2.4: Statistisk Sentralbyrå, statistikktabell 11574 Næringsdomutleie, etter type eiendom

2.2.4 Konkurrenter

Under presenteres en kort beskrivelse av et utvalg børsnoterte konkurrenter til OLT, før alt oppsummeres i tabell 2.3. Konkurrentene vil bli brukt for sammenligningsgrunnlag i kapittel 5.0 regnskapsanalyse og beregning av relativ pris i 11.0 relativ verdsettelse.

Entra ASA:

Entra er et norsk eiendomsselskap og opererer utelukkende på det norske markedet. Hovedfokuset er næringsseiendom, herunder kontorfellesskap (Entra, u.å.). De har en markedsverdi på kr 21 018 millioner og har leieinntekter på kr 3 418 millioner.

KMC Properties ASA:

KMCP er et norsk eiendomsselskap som har en diversifisert portefølje i Norden og Nederland. Hovedfokuset er logistikk- og industrieiendom (KMCP, u.å.). De har en markedsverdi på kr 2 667 millioner og leieinntekter på kr 409,4 millioner.

Aurora Eiendom ASA:

AURA er et norsk selskap som investerer i norske kjøpesentre. Alliansen med ALTI gjør dem til en av de sterkeste alliansene i norsk kjøpesenterindustri (AURORA, u.å.). De har en markedsverdi på kr 2 539 millioner og har leieinntekter på kr 574,8 millioner.

Citycon Oyj:

CTY1S er et finsk eiendomsselskap og er en ledende aktør i utviklingen av sentrumsnære knutepunkter. De eier eiendommer i Norden og Baltikum og har blant annet 14 sentre i Norge (Citycon, u.å.). De har en markedsverdi på kr 10 739 millioner og en aksjepris på kr 58,40. Aksjeprisen er konvertert fra EUR til NOK basert på EUR/NOK kurs 31.12.2023. CTY1S har leieinntekter på kr 2 418 millioner.

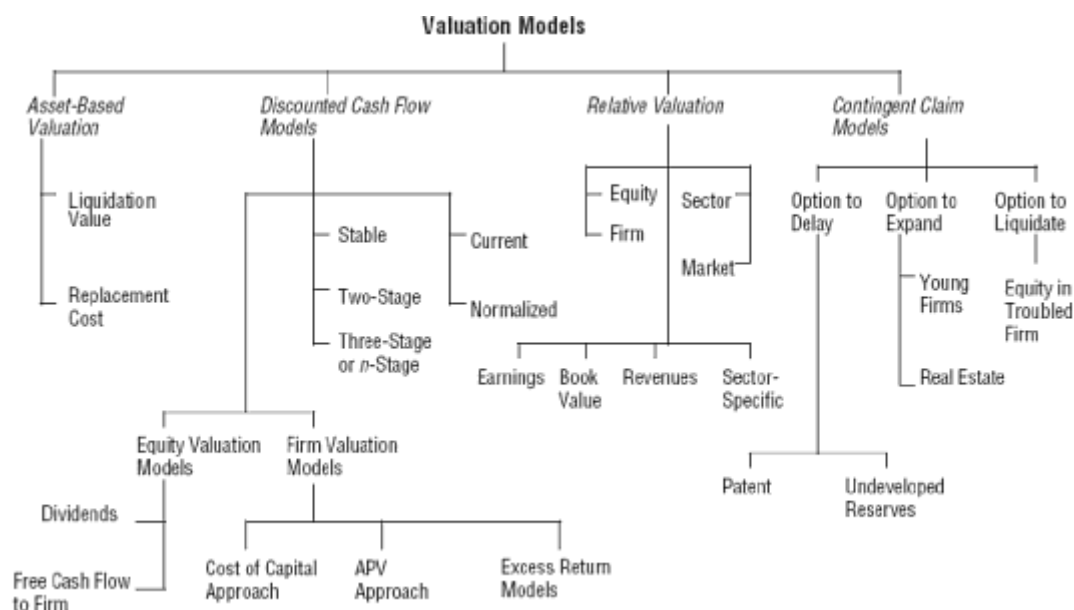
Tabellen under viser en oppsummering av konkurrentene. OLT, ENTRA og CTY1S er mest sammenlignbare når det kommer til markedsverdi, leieinntekter og aksjepris. De to resterende har betydelig lavere verdier, men fordi de er norske eiendomsselskaper velger vi å inkludere dem i videre beregninger i oppgaven.

| Konkurrenter | | | | | |
|---------------|-------------------------------|-------------------|--------------------|----------------------|------------------------------|
| 31.12.2023 | Hovedselskap | Konkurrent 1 | Konkurrent 2 | Konkurrent 3 | Konkurrent 4 |
| Navn: | Olav Thon Eiendomsselskap ASA | Entra ASA | KMC Properties ASA | Aurora Eiendom AS | Citycon Oyj |
| Ticker: | OLT | ENTRA | KMCP | AURA | CTY1S |
| Notering: | Oslo børs | Oslo børs | Oslo børs | Euronext growth Oslo | Nasdaq Helsinki |
| Sektor: | Eiendom | Eiendom | Eiendom | Eiendom | Eiendom |
| Bransje: | Eiendomstjenester | Eiendomstjenester | Eiendomstjenester | Eiendomstjenester | Fast eiendom - diversifisert |
| Aksjepris: | 186,50 | 115,40 | 6,40 | 82,00 | 58,40 |
| Markedsverdi | 18 925 816 342,00 | 21 018 039 147,00 | 2 667 124 966,40 | 2 538 919 342,00 | 10 738 685 936,78 |
| Leieinntekter | 3 722 000 000,00 | 3 418 000 000,00 | 409 400 000,00 | 574 831 016,00 | 2 417 819 000,00 |

Tabell 2.3: Konkurrenter til OLT

3.0 Verdsettelsesmetoder

I dette kapitlet skal vi gi en innføring i ulike verdsettelsesmetoder, før vi til slutt begrunner valg av metode. Vi skal også forklare hvordan markedseffisiens påvirker grunnlaget for verdsettelsen. Oversikten under er laget av Damodaran og viser ulike verdsettelsesmetoder.



Figur 3.1: Verdsettelsesmetoder (Damodaran, 2012, s. 926)

3.1 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Fundamental verdsettelse innebærer å diskontere fri kontantstrøm til totalkapitalen ved avkastningskravet til totalkapital (WACC) for å fastslå selskapets totale verdi. Denne verdien justeres ved å trekke fra markedsverdien av utestående gjeld for å utlede egenkapitalverdien. Siden fri kontantstrøm til selskapet representerer kontantstrømmer før gjeldsbetalinger, er denne metoden spesielt egnet for scenarier der gjeldsgrad endres over tid. Imidlertid er justeringer av avkastningskravet til totalkapital nødvendig for å ta hensyn til endringer i gjeldsgrad (Damodaran, 2012, s. 380).

3.2 Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Modellen for fri kontantstrøm til egenkapitalen estimerer også fremtidige kontantstrømmer, men diskonterer de ved bruk av avkastningskravet til egenkapital (CAPM). Diskontering av fri kontantstrøm til egenkapital deler mange likheter med diskontering av fri kontantstrøm til selskapet. Forskjellen er at metoden for å finne selskapets totale verdi benytter kontantstrømmer før finansielle poster, mens metoden for verdien til egenkapital bruker kontantstrømmer etter finansielle poster (Damodaran, 2012, s. 350).

3.3 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse vil si å verdsette eiendeler basert på hvordan tilsvarende eiendeler er verdsatt i markedet. Ingen selskaper er like og vil variere når det gjelder risiko, vekstpotensiale og kontantstrømmer. Dette gjelder også for selskaper i samme bransje. Til tross for dette er relativ verdsettelse utbredt, på grunn av dens enkle sammensetning og forutsetninger som legges til grunn (Damodaran, 2012, s. 453).

I en relativ verdsettelse er det tre metoder for å finne den beste multippelen for selskapet man analyserer. Den første er en fundamental tilnærming hvor man finner variablene som korrelerer mest med selskapets verdi. Den andre metoden er en statistisk tilnærming, hvor man utfører en regresjon av flere multipler og velger den multippelen som gir høyest forklaringskraft (R^2). Den siste metoden kalles konvensjonell multiplertilnærming, hvor man finner multipler basert på hvor ofte de er brukt i en spesifikk sektor. Vi har valgt å fokusere på sistnevnte gjennom de mest brukte multiplene i eiendomsbransjen (Damodaran, 2012, s. 935-936).

3.4 Opsjonsbasert verdsettelse

En tredje tilnærming for verdsettelse er opsjonsbasert verdsettelse. Denne tilnærmingen tar sikte på å evaluere verdien av fleksibilitet, representert av opsjoner. Med dette menes at selskapet kan inneha verdier eller opsjoner som overstiger nåverdien til tilsvarende aktiviteter eller ressurser. Dermed er det ikke tilstrekkelig å benytte seg av konvensjonelle metoder for å verdsette disse, da de vil undervurderes med en slik tilnærming. Eksempler på slike aktiviteter eller ressurser inkluderer vanligvis patenter eller teknologi under utvikling (Damodaran, 2012, s. 23-25).

3.5 Dividendmodellen

Dividendmodellen bygger på nåverdi-regelen; verdien av et hvilket som helst aktiva er lik nåverdien av forventede kontantstrømmer, diskontert med en rente passende risikoen knyttet til de diskonterte kontantstrømmene. Kontantstrømmene forventet av en aksje er dividende gjennom perioden den er holdt, og en forventet pris ved salg. Ifølge Damodaran er dividendmodellen den enkleste modellen for å verdsette egenkapitalen til et selskap, men mange analytikere har gått bort fra denne til fordel for andre modeller da den betraktes som utdatert. Likevel er mye av intuisjonen bak den tidligere nevnte diskonterte kontantstrømmodellen avledet fra dividendmodellen (Damodaran, 2012, s. 323).

3.6 Markedseffisiens

Markedseffisiens er sentralt innenfor verdsettelse, og kan klassifiseres i tre kategorier: svak, halvsterk og sterk. I et marked med svak effisiens vil man ikke kunne bruke historisk informasjon til å predikere fremtidige aksjekurser. Et marked med mellomsterk markedseffisiens har i tillegg til historisk data, priset inn all relevant offentlig informasjon. En sterk form for effisiens innebærer at markedet har priset inn all relevant informasjon som eksisterer, inklusive innsideinformasjon (Gårseth-Nesbakk, 2023).

Aksjene i selskapet handles sjeldnere sammenlignet med de mest handlede aksjene på Oslo Børs, og dette kan skape risiko for at investorer ikke får solgt til markedspris på grunn av illikviditet. Lav omsetning og en eierstruktur med få langsiktige aksjonærer kan resultere i prisvolatilitet og begrenset etterspørsel, noe som kan indikere en ineffisient markedsprissetting. Med tanke på disse faktorene, virker det fornuftig å gjennomføre en grundig verdsettelse av selskapet for å vurdere aksjens virkelige verdi (Ballestad, 2023, s. 33).

Hvis markedet er effisient blir grunnlaget for verdsettelsen å forsvare markedsprisen. Dersom markedet ikke er effisient og markedsprisen avviker fra faktisk verdi, blir formålet med verdsettelsen å få et rimelig estimat av verdien (Damodaran, 2012, s. 111-112).

3.7 Valg av metode

DCF-modellen er delt inn i to perioder, kortsiktig og langsiktig. Den kortsiktige perioden vil dekke en periode på fem år, etterfulgt av terminalverdien for å adressere den langsiktige perioden. I henhold til teorien forventes resultatet å være konsistent uavhengig av hvilken DCF-modell som brukes, og vi velger derfor å forholde oss til fri kontantstrøm til total kapital. Videre supplerer vi med en relativ verdsettelse, som et alternativ til DCF-modellen. Vi har valgt å ekskludere dividendemodellen, da den anses som utdatert og ikke lenger har samme grad av tillit blant investorer. Opsjonsbasert verdsettelse er ikke relevant for OLT, og vil dermed ikke benyttes videre i oppgaven.

4.0 Strategisk analyse

Strategisk analyse av bransjen og selskapet danner grunnlaget for utarbeiding av fremtidige kontantstrømmer. Kombinert med potensielle scenarioer vil vi prøve å estimere lønnsomhetspotensialet til OLT framover.

Den strategiske analysen har to deler; intern og ekstern. Den eksterne analysen tar utgangspunkt i Porters fem konkurransekrefter og PESTEL-rammeverket, mens den interne analysen gjennomføres med utgangspunkt i SVIMA-analyse. Til slutt kobles alt sammen gjennom en SWOT-modell.

4.1 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter brukes som et verktøy for å få et tydeligere bilde av situasjonen på virksomhets- og bransjenivå. Analysen inkluderer trussel fra: nykommere, substitutter, leverandørers forhandlingsmakt, kunders forhandlingsmakt og rivalisering. De fem konkurransekraftene gir innsikt i hvordan ulike faktorer påvirker lønnsomheten og konkurransesituasjonen i bransjen (Porter, 1998, s. 4).

4.1.1 Trussel fra nykommere

Nykommere i en bransje tilfører ofte betydelige ressurser, ny kapasitet, samt et ønske om å kapre markedsandeler. Dette kan resultere i at prisene blir drevet ned eller at kostnadene øker for etablerte aktører, som følgelig reduserer lønnsomheten. Trusselen fra nykommere avhenger av hvilke etableringsbarrierer som er til stede, kombinert med reaksjonen fra de eksisterende konkurrentene (Porter, 1998, s. 7).

Trusselen fra nykommere kan tydeliggjøres ved å se på etableringsbarrierene i bransjen. Eiendomsbransjen har generelt høye inngangsbarrierer, fordi det er en kapitalintensiv bransje (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.). Ettersom OLT er Norges ledende aktør innen kjøpesenter, hvor de eier helt eller delvis 60 kjøpesentre i Norge og Sverige, samt eier seks av de ni største kjøpesentrene i Norge, kreves det betydelige mengder kapital for å kunne utgjøre en trussel (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024).

I tillegg har de kunnskapsrike styremedlemmer og har opparbeidet seg erfaring i eiendomsbransjen helt siden de ble etablert i 1982. Dette har ført til bred kunnskap om markedet og lønnsomme investeringsbeslutninger. Med dette kommer også en viss beskyttelse mot nykommere.

OLT har eiendommer med attraktive og sentrale beliggenheter. Byer med stort utbyggingspress har ofte mange interessenter som ønsker å utvikle arealene til ulike formål. Dette kan resultere i motstridende interesser og arealknapphet (Regjeringen, 2024). I kombinasjon med sentral beliggenhet kan det føre til høyere eiendomsverdier. De mest attraktive eiendommene overtas av kapitalsterke selskaper, slik at nykommere med mindre tilgang på kapital har større vanskeligheter for å skaffe eiendommer i sentrale områder. Nykommere må potensielt slå seg sammen med allerede etablerte aktører for å kunne utgjøre en trussel mot OLT.

Norges Bank økte styringsrenten fra 2,75% til 4,50% i 2023 (Norges Bank, u.å.). Høyere renter har bidratt til økt kapitalkostnad og låneviljen til banker blir lavere. I usikre økonomiske tider er banker mer tilbakeholdne og krever høyere kompensasjon for å ta risiko. Dette kan gjøre det utfordrende for nykommere å skaffe seg kapital og etablere seg i markedet. Vi anser truslen fra nykommere som lav.

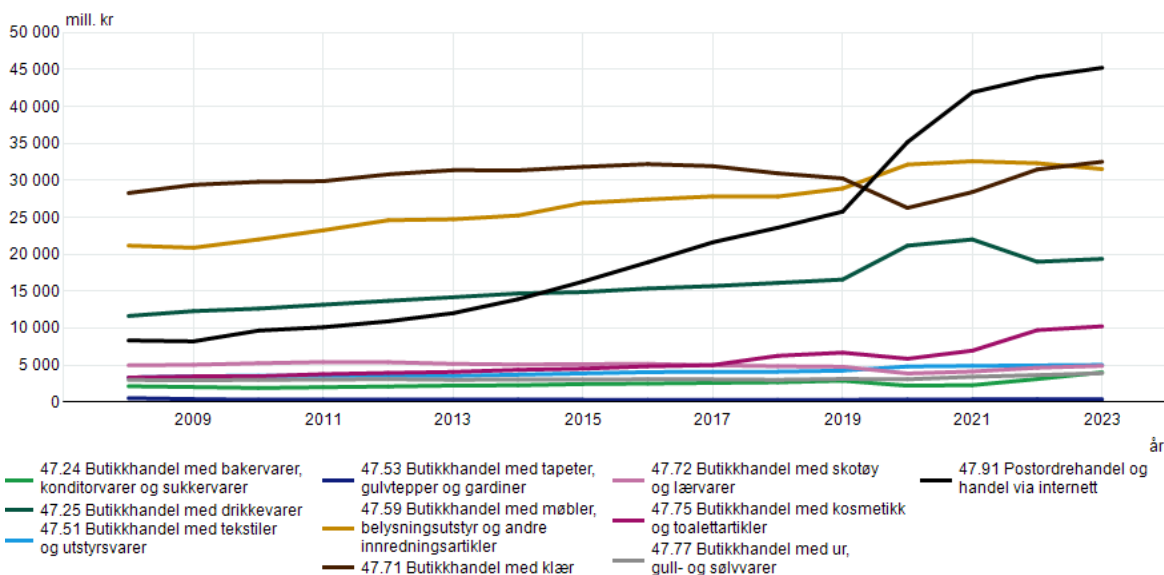
4.1.2 Trussel fra substitutter

Alle selskaper i en bransje konkurrerer mot selskaper som produserer substituttprodukter. Substitutt er en vare eller tjeneste som fungerer som et alternativ til eksisterende produkter, fordi de oppfyller samme behov eller funksjon. Substitutter begrenser den potensielle avkastningen en bransje kan oppnå. Jo mer attraktive priser substituttene tilbyr fra et kost-nytte-perspektiv, desto begrenset er industriens avkastning (Porter, 1998, s. 23) Bekymringsmomentet er dersom substituttene utkonkurrerer nåværende produkter og tjenester, herunder kjøpesenter og næringseiendom.

Et substitutt til kjøpesenter kan være netthandel. Historisk har netthandel økt fra kr 8 338 millioner i 2008 til kr 45 242 millioner i 2023, og det neste tiåret er det forventet en tredobling (Statistisk sentralbyrå, 2024) og (Nenseth et al., 2021).

Graf 3.1 viser omsetning for varehandel etter næring. Næringer for kjøpesentervirksomhet har hatt stabil utvikling gjennom perioden. Imidlertid viser den svarte grafen at vekst i

netthandel øker raskere enn andre næringer. Til tross for dette er det fortsatt gode tall for investering i kjøpesentre, da antall kvadratmeter kjøpesentre i Norge ifølge Andhøyregistrene steg med nesten 10 prosent fra 2017 til 2021 (Løtveit, 2021).

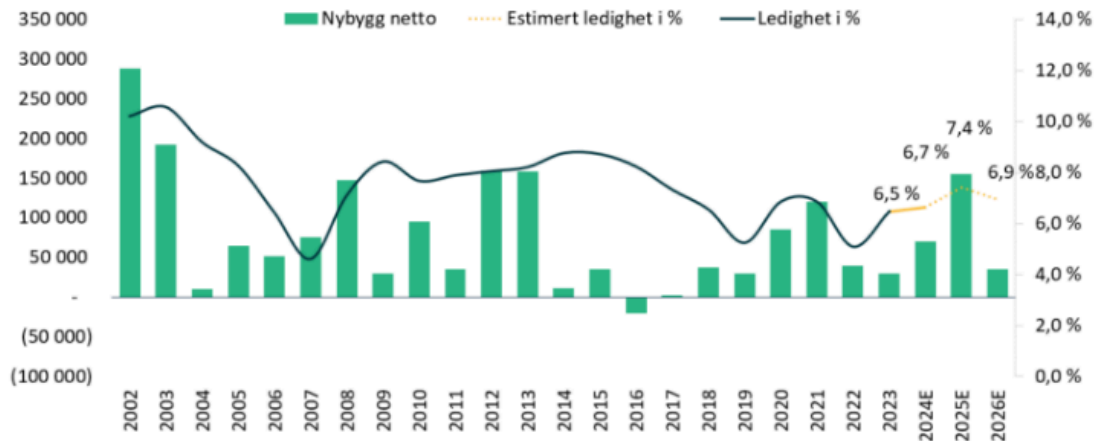


Graf 3.1: Statistisk Sentralbyrå, statistikktabell 07313 Omsetning for varehandel etter næring

Ifølge OLT fordeles kjøpesentromsetningen slik (fra størst til minst): mat og drikke, spesialbutikker, hus og hjem, klær, sko og reiseeffekter, servering, service og tjenester, og annen detaljhandel (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.). Dersom konsumvridning mot netthandel fører til et mindre marked for fysisk handel vil kjøpesentre måtte tilby et bredt utvalg av andre produkter og tjenester, eksempelvis restauranter og caféer, kino, lekeplasser, dagligvarehandel og treningssentre. Dette indikerer at netthandel er en reell trussel, med mindre kjøpesentrene klarer å tilpasse seg forbrukertrender.

Et alternativ til kontorlokaler kan være hjemmekontor. Som en konsekvens av pandemien ble det i større grad vanlig å bruke hjemmekontor. For sysselsatte i alle næringer var det i 2022, 44% som benyttet seg av hjemmekontor (Statistisk sentralbyrå, 2023). Samtidig viser graf 3.2 historisk utvikling og en prognose for kontorledighet i Oslo-området. Det er estimert at kontorledigheten vil stige til 7,4% i 2025, før veksten igjen avtar. Dette begrunnes i svak etterspørselsutvikling og høye byggekostnader. OLT oppgir en estimert ledighet for næringseiendom på 5,4% i 2023, fastsatt med utgangspunkt i faktiske markedsforhold og forventede markedsforhold ved utgangen av eksisterende leieavtaler (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023, s. 45). Fra årsrapportene i 2021 og 2022 er

henholdsvis faktisk ledighet for næringseiendom på 3,3% og 4,1%. Økningen i ledighet kan skyldes at flere benytter seg av substituttet hjemmekontor. Samlet sett anses trusselen fra substitutter som moderat.



Graf 3.2: Historisk og prognose: Kontorledighet i Oslo, Asker og Bærum (DNB, u.å.)

4.1.3 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandører kan utvise forhandlingsmakt over aktørene i en bransje ved å gi indikasjoner på prisøkninger eller ved å redusere kvaliteten på de leverte produkter og tjenester. Leverandører med mye forhandlingsmakt kan begrense lønnsomheten i en bransje for selskaper som ikke er i stand til å implementere kostnadsøkninger gjennom egne priser. Forhandlingsmakten påvirkes av blant annet størrelse og antall leverandører, substituerbarhet, byttekostnader og mulighet for vertikal integrasjon (Porter, 1998, s. 27-29).

En av leverandørene som påvirker lønnsomheten mest er kapitalmarkedene. Dette fremkommer av OLTs høye rentebærende gjeld i forhold til inntjening (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 5). Selskapet får blant annet finansiering i form av lån fra banker, og betaler til gjengjeld renter på lånene. Bankene har imidlertid foretatt innstramminger for bedrifter innenfor næringseiendom og eiendomsutvikling det siste året på grunn av økt risiko. Dermed stilles det strengere krav til egenkapital og

gjeldsbetjeningsevne ved opptak av nye lån (Norges Bank, 2023, 11). Dersom OLT ikke imøtekommer de nye kravene, risikerer de å få dårligere vilkår ved opptak av nye lån.

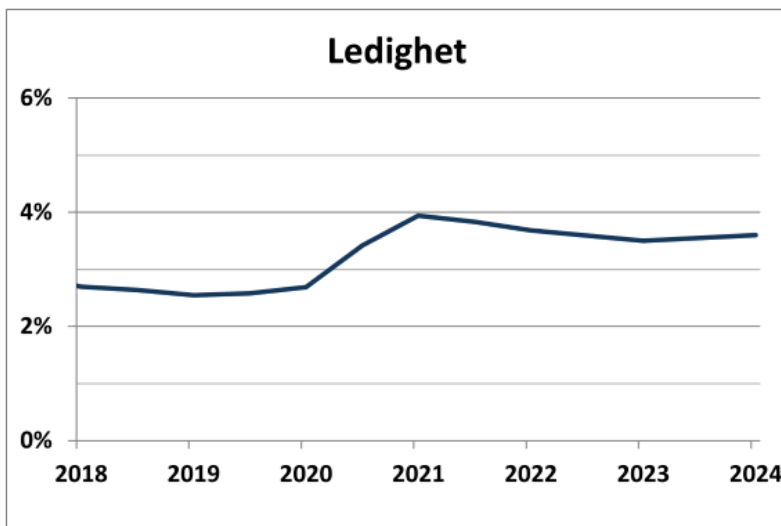
OLT reduserer finansiell risiko gjennom lav belåningsgrad, balansert gjeldsportefølje og betydelige likviditetsreserver. Moody's har gitt OLT Investment Grade Rating Baa2 med "Stable Outlook" (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 12). På grunn av sterk finansiell posisjon gir dette OLT lettere tilgang til finansiering. Disse forholdene bidrar til å redusere leverandørenes forhandlingsmakt.

OLT har ingen store leverandører å forholde seg til. Utvalget av leverandører for råvarer, utstyr og arbeidskraft er stort. I tillegg er det lave byttekostnader knyttet til underleverandørene. OLT har en egen gruppe som sørger for drift av eiendom og vaktmestertjenester (Olav Thon Gruppen, u.å.). Ettersom selskapet er avhengig av kapitalmarkedene, men har få store leverandører å forholde seg til, opplever vi leverandørers forhandlingsmakt som en moderat trussel.

4.1.4 Kunders forhandlingsmakt

Kundene konkurrerer med bransjen ved å tvinge ned priser, forhandle seg til bedre kvalitet eller flere tjenester. De kan sette konkurrenter opp mot hverandre, alt på bekostning av bransjens lønnsomhet. Makten til de forskjellige kundegruppene avhenger av hvor viktig de er for lønnsomheten i bransjen (Porter, 1998, s. 24).

Kundene til OLT består i all hovedsak av leietakere. Leietakerne oppnår forhandlingsmakt dersom etterspørselen i leiemarkedet er lav, mens OLT oppnår forhandlingsmakt dersom etterspørselen er høy. Etterspørselen avhenger også av antall tilbydere i markedet. Grafen under viser utviklingen av ledigheten for OLT. Med gjennomgående stabil og lav ledighet betyr det at OLT ikke sliter med å finne leietakere. Dette bidrar til å svekke kundenes forhandlingsmakt.



Graf 3.3: Historisk utvikling i ledighet (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.)

OLT drar nytte av å ha flere næringsseiendommer og kjøpesentre med sentral beliggenhet. Leietakerne av næringsseiendommene har behov for at deres ansatte, potensielle partnere og kunder har lett fremkommelighet til eiendommene (Løtveit, 2021). Kjøpesentre er avhengige av høy kundestrøm, og dette oppnår OLT ved å ha eiendommer i travle områder med høy konsentrasjon av mennesker. Som et resultat av et uvanlig lavt tilbud av nye næringsbygg og god etterspørsel de siste årene, har det blitt vanskelig for selskaper å finne nye lokaler i Oslo (Due-Andresen, 2024). Dette gir OLT fordelen av å kunne velge solide leietakere, som bidrar til bedre lønnsomhet samt reduserer risikoen for tap på fordringer. Samtidig vil store og kjente leietakere som tiltrekker mange kunder til kjøpesentrene ha større forhandlingsmakt. I tillegg har leietakere med høy kredittverdighet større forhandlingsmakt på grunn av høyere betalingsevne.

Ved årsslutt 31.12.2023 hadde leiekontraktene på kjøpesenter en vektet gjennomsnittlig gjenværende løpetid på 3,91 år, mens næringsseiendom var 5,37 år. Med kontrakter som strekker seg fra 1-15 år for næringsseiendom og 1-10 år for kjøpesenter kan det oppstå problemer for kunder som ønsker å avslutte leieforholdet umiddelbart (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 45, 59). Hvis en leietaker ønsker å flytte medfører dette byttekostnader i form av flytting og etablering i nytt lokale.

Framtiden til eiendomsbransjen er mer usikker enn tidligere. Med svak utvikling i næringsseiendom i 2023, og kraftig økning i finansieringskostnader førte det til betydelig lavere etterspørsel etter næringsseiendom (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 12).

Lavere tilbud i kombinasjon med stabil etterspørselsvekst hos leietakere gjør at vi anser kunders forhandlingsmakt som lav.

4.1.5 Rivalisering

Rivaler konkurrerer gjennom prissetting, markedsføringskampanjer, introduksjon av nye produkter, og forbedret kundeservice eller garantier. Rivalisering oppstår fordi én eller flere konkurrenter opplever press eller ser en mulighet til å forbedre sin posisjon i markedet (Porter, 1998, s. 17).

Rivalene til OLT er henholdsvis aktørene innenfor næringseiendom i Oslo-området, og kjøpesentereieendom i Oslo, Bergen og Stavanger, samt mindre byregioner rundt i Norge. Det oppstår en trussel dersom aktørene klarer å kapre markedsandeler fra OLT. Aktørene kan forsøke å kapre markedsandeler gjennom prissetting, lokasjon, kvalitetsstandard og miljøvennlighet på deres eiendommer.

Det viktigste momentet for eiendomsbransjen er lokasjon (Løtveit, 2021). Beliggenhet er et eksklusivt gode som ikke kan benyttes av andre aktører. Siden OLT besitter eiendommer med attraktiv beliggenhet, oppnår de komparative fortrinn som er vanskelig å konkurrere mot.

Tendensen for kontorlokaler de siste årene i Oslo-området har vært lite nybygging og relativt god etterspørsel. Lite nybygging kommer av høye byggekostnader. Kontorledigheten har steget i Oslo det siste halvåret. Konkurransen om leietakere vil dermed bli større i et kortsiktig perspektiv på rundt tre år. I et langsiktig perspektiv estimeres leieinntektene å øke, på grunn av lite nybygging og økt kontoretterspørsel (DNB, u.å.).

Målt etter leienivå er kjøpesenter den viktigste delen av virksomheten til OLT fordi den står for 78% av leieinntektene deres. Norge er landet i Europa med flest kvadratmeter kjøpesenter per innbygger. Dette tyder på stor rivalisering innenfor kjøpesenterbransjen. Flere konkurrenter betyr større kamp om kundene. Med dette anser vi risikoen for rivalisering som moderat.

4.1.6 Oppsummering

Under er en oversikt over hovedfunnene fra Porters fem konkurransekrefter. Vi har identifisert en lav trussel fra nykommere og kunders forhandlingsmakt. På den andre siden har vi funnet en moderat trussel for substitutter, leverandørens forhandlingsmakt og rivalisering.

| Porters fem konkurransekrefter | | | |
|--|-----|---------|-----|
| Konkurransekrefter | Lav | Moderat | Høy |
| Trussel fra nykommere | x | | |
| Trussel fra substitutter | | x | |
| Trussel fra leverandørens forhandlingsmakt | | x | |
| Trussel fra kundenes forhandlingsmakt | x | | |
| Trussel fra rivalisering | | x | |

Tabell 4.1: Porters fem konkurransekrefter oppsummert

4.2 PESTEL

PESTEL-rammeverket illustrerer hvordan de politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og lovmessige faktorene påvirker konkurranseforholdene i et marked. Bedrifter blir kontinuerlig påvirket av omgivelsene og det kan skape eksterne sjokk. Endringer i PESTEL-faktorene vil som oftest ramme en hel bransje, men kan også være bedriftsspesifikke (Lien et al., 2017, s. 86, 233).

4.2.1 Politiske

En av de største politiske faktorene som påvirker OLT er skatt. OLT har en anvendt skattesats på 22%. I 2021 ble det vedtatt store endringer i det internasjonale skattesystemet som omfatter alle OECD- og G20 land, inkludert Norge. Vedtaket vil ramme store internasjonale konsern, med formål om å bli skattlagt med en minimumssats uavhengig av hvor man opererer. En av bestemmelsene om minimum 15% global beskatning er vedtatt i Norge og vil være gjeldende fra 2024 (Skatteetaten, u.å.). OLT skriver at det nye regelverket ikke er forventet å gi suppleringskatt for konsernet (Olav Thon

Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 25). Dessuten fastslår de at: “Øvrige vedtatte endringer i standarder eller fortolkninger med fremtidig ikrafttredelse, forventes ikke å ha vesentlig effekt for konsernregnskapet” (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 25).

Nylig kunngjorde regjeringen endringer i beregningsmetoden for fastsettelse av formuesverdi for næringseiendom. Dette har implikasjoner for eiendomsbransjen. En rapport fra NTNU samfunnsforskning, bestilt av Finansdepartementet fastslo at dagens beregningsmetode gjør at næringseiendommer i distriktene blir overvurdert. Endringene som trer i kraft skal redusere formuesskatten for bedriftseiere utenfor storbyene, og forbedre ulikheter i skattesystemet, samt fremme regional utvikling (Regjeringen, 2023). Ifølge PwC kan det bli mer tidkrevende og føre til økt risiko i form av feilrapportering for selskaper som må håndtere de nye kalkulasjonsfaktorene (PwC, 2024).

Regjeringen påvirker også arbeidsgiveravgiften. I 2024 foreslår de at arbeidsgiveravgiften på høye lønninger går fra 750 000 til 850 000 kroner (Regjeringen, 2023). Dette betyr lavere kostnader for OLT. Samtidig som regjeringen påvirker AGA, er det viktig å se hvordan eiendomsskatten spiller inn. Det er frivillig å kreve inn eiendomsskatt for den enkelte kommune. Ifølge SSB er det 322 kommuner med eiendomsskatt (Statistisk Sentralbyrå, 2024). OLT betaler ikke eiendomsskatt selv, da leietakerne betaler felleskostnader hvor eiendomsskatten er bakt inn (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 23). En økning i eiendomsskatten vil i utgangspunktet ikke ha stor innvirkning på selskapet. Samtidig er det begrensinger på hvor mye leietakerne kan betale, noe som gjør at OLT risikerer å måtte ta deler av skatteregningen.

I Norge har politikerne stor innvirkning på eiendomsbransjen. De regulerer byutviklingspolitikken og bestemmer hvilke eiendommer som kan bygges og utvikles. Det kan også stilles miljøkrav (Regjeringen, 2023). Ved en eventuell ny pandemi kan myndighetene pålegge folk å unngå sosiale sammenhenger. Dette kan føre til økt bruk av hjemmekontor og mindre handling på kjøpesenter. Dette vil føre til tapte leieinntekter for OLT og svekket lønnsomhet.

Statistikk fra PwC viser at 14% mener krig er den viktigste risikofaktoren som påvirker det norske aksjemarkedet. Undersøkelsen er basert på et utvalg respondenter fra Foreningen i Finans (PwC, 2023, s. 17). Geopolitiske spenninger bidrar til høy inflasjon, økte renter og økonomisk usikkerhet. Til tross for dette mener OLT at deres solide markedsposisjon og

finansielle stilling vil fortsette å bidra til positiv resultatutvikling i fremtiden (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 14). Vi anser den politiske risikoen som moderat.

4.2.2 Økonomiske

Eiendomsbransjen krever betydelig kapitalressurser i kraft av store investeringer i infrastruktur. Dermed vil en endring i rentenivået ha direkte innvirkning på lønnsomheten. Norges Bank påstår at økte renter påvirker særlig foretak innen eiendomsbransjen. De mener også at mange foretak vil få problemer med å betjene gjelden sin dersom både leieinntekter og eiendomspriser skulle falle betydelig. Dette vil følgelig svekke soliditeten. Dessuten fører høy grad av sysselsetting til å opprettholde etterspørselen etter kontorlokaler, og bidra til fortsatt vekst i leieinntekter. (Norges Bank, 2023, s. 6).

På grunn av eiendomsforetakenes høye gjeldsnivå i forhold til inntjening vil de være sårbare for en økning i rentekostnader. Selv om leieinntektene vil øke, estimeres det at rentedekningsgraden vil falle. Det kan bli et problem for OLT hvis rentene øker mer enn forventet og leieinntektene utvikler seg svakere enn anslått (Norges Bank, 2023, s. 6). OLT hadde en rentedekningsgrad på -0,86 i 2023, jf. 5.3.3 regnskapsanalyse. Hvis ikke den negative rentedekningsgraden til OLT forbedres, kan det oppstå flere komplikasjoner.

Rentenivået vil også påvirke selskapets tilgang på kapital. Strengere kapitalkrav har muligens ført til økte kostnader på banklån sammenlignet med obligasjonslån. I tillegg vil mye av gjelden til næringseiendomsforetakene forfalle de kommende årene, og det kan gjøre det vanskeligere å refinansiere lånene (Norges Bank, 2023, s. 39). OLT oppgir en vektet gjennomsnittlig rente til forfall på 3,45 år, noe som potensielt kan forsterke de nevnte problemene. Selskapet har som mål å sikre at likviditetsreserven dekker 100% av gjeldsforfall de neste 12 månedene (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 47).

OLT sin viktigste kilde til finansiering er kapitalmarkeder i Norge og Sverige (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s 9). Næringseiendom var per 10. Mai 2023 den største sektoren i obligasjonsmarkedet, basert på utestående volum. Selskaper med høy kredittvurdering står for store deler av denne obligasjonsgjelden. Entra, OLT, og Norwegian Property ASA har høy kredittvurdering og står for 31% av den utestående obligasjonsgjelden. Historisk sett har bankfinansiering for næringseiendomsforetak vært mer stabil enn for obligasjonsfinansiering. Utlånsmarginene på foretakslån fra bankene har også vist seg å være mer stabil enn kredittpåslagene for obligasjonsmarkedet. Dermed kan

bankfinansiering være en sikrere kilde til finansiering i urolige tider (Bjørland, 2023, s. 6,8,9). Den økonomiske risikoen anses som moderat.

4.2.3. Sosiale

Regjeringen fastslår at; “Sosial bærekraft skal være et premiss for boligbygging og områdeutvikling på lik linje med miljømessig og økonomisk bærekraft”. Det blir viktigere å planlegge for boliger til alle i årene fremover, i kraft av samfunnsmessige trender som urbanisering, flere eldre og større ulikheter i befolkningen. Regjeringen har ambisjoner om å gjøre leie av bolig til et sikkert alternativ til eierskap (Regjeringen, 2020, s. 17, 23). For OLT kan dette medføre endringer i lovverket som omfatter leieavtaler. Dette kan inkludere økt regulering av leiepriser, insentiver for utvikling av flere leieboliger og en styrking av leietakers rettigheter. I tillegg kan det inngås samarbeid med regjeringen for å sikre et sunnere leie- og boligmarked.

Pengepolitisk rapport 2023 - 2. halvår fastslår at det er lavere boligbygging enn vekst i antall husholdninger (Norges Bank, 2023, s. 13). Med dagens boligpolitikk tar det for lang tid å regulere og planlegge boligbygging i forhold til befolkningsveksten i samfunnet. En ettårig permanent forsinkelse for boligbyggingen i Oslo kan på lang sikt koste samfunnet kr 23 milliarder. Tilsvarende problemer med boligbyggingen eksisterer også i storbyene Stavanger, Bergen og Tromsø (Vestreng, 2024). Pengepolitisk rapport 2024 - 1. halvår forventer lavere boligbygging og svakere rente på sikt som vil bidra til at boligprisene stiger videre. Årsaken er blant annet høye renter og byggekostnader, som skaper en ond spiral i eiendomsmarkedet (Norges Bank, 2024, s. 24). OLT kan forvente økt lønnsomhet på eksisterende eiendommer, men det kan oppstå utfordringer knyttet til ervervelse av nye eiendommer, som følge av tidkrevende byråkratiske prosesser.

Selskapet fokuserer på sosial rettferdighet og en inkluderende arbeidsplass. Olav Thon personlig og Olav Thon Gruppen har gjennom hele sitt liv og virket arbeidet for å skape et bedre samfunn. Dette har kommet til syne gjennom arbeidet til Olav Thon Stiftelsen, Olav Thon DNT-stiftelse, og Olav Thons Samfunnsnyttige Stiftelse (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.). Hvert år deler Olav Thon Stiftelsen ut inntil 100 millioner kroner til forskning og allmenntilgode forhold (Olav Thon Gruppen, u.å.). Den sosiale risikoen anses som lav.

4.2.4 Teknologiske

I 2024 ble Digitaliserings- og forvaltningsdepartementet opprettet. I en pressemelding skriver departementet "Digitaliseringen berører hele samfunnet og er først og fremst en mulighet til å gjøre livene våre enklere og bedre, finne svar på store samfunnsutfordringer og skape nye jobber." Digitalisering generer verdier ved å utnytte teknologi gjennom å modernisere, forenkle og forbedre prosesser. Dette frigjør ressurser og bidrar til økt produksjonseffektivitet, hvor mer kan produseres med samme mengde arbeidsinnsats og kapital. Dette resulterer i en økning i produktiviteten (Næringslivets Hovedorganisasjon, 2024).

En rapport fra PwC og The Urban Land Institute viser at respondentene mener at kunstig intelligens og digitalisering er det viktigste, etter ESG, som vil påvirke eiendomsbransjen de neste årene. For OLT omfatter dette områder som eiendomsforvaltning, investeringer og markedsføring (PwC & Urban Land Institute, 2023, s 20). Gen AI er i ferd med å revolusjonere eiendomsbransjen ved å transformere store mengder data om eiendommer, samfunn, leietakere og markedet til verdifulle innsikter og muligheter. Ved å ta i bruk AI kan man blant annet identifisere investeringsmuligheter og optimalisere markedsføringen. Fordelene inkluderer økt inntekt og bedre kundeopplevelse. Det er mye positivt ved implementering av AI, men det krever investeringer og endringer i operativmodeller (Fitzpatrick et al., 2023). Teknologi har medført store omveltninger og effektiviseringer i mange bransjer. OLT bør være observant på utviklingen og tilpasse seg nye og smarte løsninger, for å redusere kostnader og øke produktiviteten. Den teknologiske risikoen anses som lav.

4.2.5 Miljømessige

Økt fokus på bærekraft har blitt et sentralt fokus for alle industrier, inkludert eiendomsbransjen. Med stadig økende krav fra både myndigheter og markedet, står eiendomsbransjen overfor store endringer som kan påvirke dens fremtidsutsikter. Bransjen har store negative innvirkninger på klimaet, og står for 40% av det globale energiforbruket. I tillegg forbraker bransjen 50% av samfunnets naturressurser. Parisavtalen og FN's klimamål vil spille en stor rolle når det gjelder å motvirke de nevnte utfordringene (Bröske & Johannson, 2023).

En rapport fra PwC og The Urban Land Institute viser at 67% av aktørene i eiendomsbransjen er bekymret for miljømessig bærekraft og avkarboniseringkrav (PwC & Urban Land Institute, 2023, s. 12). “Olav Thon Gruppen AS er medlem av FNs Global Compact, og arbeider målrettet og systematisk innenfor områdene menneskerettigheter, arbeidsforhold, miljø, antikorrupsjon og sosialt ansvar” (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 10).

OLT skriver videre i årsrapporten at klimarisiko i all hovedsak dreier seg om skader på bygg og eiendommer, som følge av klimaendringer. I 2024 har selskapet planlagt en større utredning i forhold til behov for oppgradering og renovering for å redusere risikoen (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 43, 44). Ved fremtidige investeringer i eiendommer kan OLT kjøpe klimarobuste bygg for å imøtekomme potensielle miljøkrav fra myndigheter, samt redusere risikoen for klimakatastrofer på bygninger.

OLT publiserer årlig et klimaregnskap hvor de har som hensikt å kartlegge direkte og indirekte klimautslipp knyttet til driften, som deretter brukes som beslutningsverktøy for ledelsen. Det er et viktig verktøy for å identifisere tiltak for reduksjon av energiforbruk og klimagassutslipp. Årlige markedsbaserte utslipp økte med 80,2% fra 2022 til 2023 (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2023, s. 1, 40, 41).

Klimagassutslipp forekommer gjennom alle deler av OLTs verdikjede. De jobber kontinuerlig med å bekjempe problemene og har lagt frem flere tiltak. I 2023 innførte selskapet krav om 70% av gjenbruksgrad for ikke-farlig avfall i entreprenørspesifikasjonene. De har også etablert en arbeidsgruppe for sirkulære løsninger i bygg, som skal undersøke bruken av resirkulerte materialer frem til 2025 m.m. Det er viktig for OLT å være fremoverlent i arbeidet med klimautfordringer, hvis ikke kan myndigheter og beslutningspersoner komme dem i forkjøpet. Det kan for eksempel tenkes at eiendomsbransjen blir pålagt å kjøpe klimakvoter for å fortsette sin drift. Da kan det være lurt å være proaktiv, hvis ikke kan det være vanskelig å omstille seg raskt. Ved å ha flere mål og krav som stilles til alle deler av verdikjeden, vil de gå frem som en bærekraftig og ansvarlig aktør, samtidig som de imøtekommer samfunnets forventninger.

EU har vedtatt at alle bygg skal oppgraderes og energieffektiviseres. Norge er forpliktet til å implementere dette, men medlemslandene får større frihet til egne tilpasninger. Å energieffektivisere boliger er dyrt, men vil også føre til lavere energikostnader. Imidlertid kan dette føre til en økning i boligprisene for boliger med høy energimerking. På den

positive siden vil byggebransjen nyte godt av vedtaket, spesielt produsenter av miljøvennlige materialer (Holst, 2024). I bærekraftsrapporten til OLT står det at: "Vi som utleier kan tilrettelegge energieffektive løsninger og redusere behovet for energi i lokalet de leier" (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2023). Dette vil mest sannsynlig føre til en økning i investeringer for OLT i årene fremover.

Fokus på bærekraft omfatter også finanssektoren. For banker er det mer attraktivt å investere i bærekraftige bygg, som kan muliggjøre tilgangen på grønne lån. Disse lånene vil gi bedre betingelser enn vanlige lån. Tilsvarende trender gjelder også for leiemarkedet. Mange bedrifter liker å profilere seg som miljøvennlige ved at de leier bærekraftige bygg (Bröske & Johannson, 2023). Det kan derfor være interessant for OLT å fokusere enda mer på bærekraftige investeringer og oppussinger. Den miljømessige trusselen anses som moderat.

4.2.6 Lovmessige

Eiendomsbransjen er underlagt en rekke lover og forskrifter. Dette inkluderer, men er ikke begrenset til; plan-og bygningslover, miljølover, skattelover og arbeidsmiljølover. Sistnevnte er ikke omtalt i foregående kapitler, og vil være hovedfokuset i dette avsnittet.

Kravene til likestilling og mangfold blant ansatte og ledelse øker stadig. Regjeringen foreslår at store- og mellomstore selskaper bør ha en kjønnsbalanse i styret på minst 40% (Regjeringen, 2023). OLT har en fordeling på 19 kvinner og 28 menn som øverste ledere. Dette imøtekommer akkurat regjeringens forslag. Ellers i bedriften er fordelingen 47% kvinner og 53% menn. Det er også økt fokus på lik lønn for likt arbeid. Selskapet gir lik lønn for menn og kvinner for sammenlignbare stillinger. HMS-målene til selskapet inkluderer blant annet lavere sykefravær enn landsgjennomsnittet og ingen alvorlige personskader (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2023, s. 38, 40). Regjeringen kan justere regler for arbeidstid, ferie, lønn og HMS-krav. Den lovmessige risikoen anses som lav.

4.2.7 Oppsummering

Tabellen under viser en oppsummering av de viktigste faktorene som påvirker selskapet ut fra PESTEL-analysen.

| PESTEL | | | | | |
|---|---|--|--|---|--|
| Politiske | Økonomiske | Sosiale | Teknologiske | Miljømessige | Lovmessige |
| <ul style="list-style-type: none"> • Skatt • Beregningsmetode for formuesverdi • Organisatoriske ressurser • Arbeidsgiveravgiften • Geopolitiske spenninger • Byutviklingspolitikk og eiendomsutvikling | <ul style="list-style-type: none"> • Rentenivå • Strengere kapitalkrav • Økte finanskostnader • Refinansieringsrisiko | <ul style="list-style-type: none"> • Boligpolitikk • Lav boligbygging • Økt boligpriser • Økt konkurranse • Inkluderende arbeidsplass | <ul style="list-style-type: none"> • Digitaliserings- og forvaltningsdepartementet • Kunstig intelligens • Gen AI | <ul style="list-style-type: none"> • Parisavtalen • FNs klimamål • Klimavoter • EU's direktiver for energieffektivisering av boliger • Belønning av bærekraftige investeringer | <ul style="list-style-type: none"> • Plan- og bygningslover • Miljølover • Skattelover • Arbeidsmiljølover |

Tabell 4.2 Oppsummering av PESTEL

4.3 SVIMA - analyse

SVIMA-rammeverket lister opp fem kriterier som er nødvendig for å skape et varig konkurransefortrinn. Forskning innen strategifeltet har identifisert at en ressurs må være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert (Lien et al., 2017, s. 153).

Analysen vil ta utgangspunkt i situasjoner på kort- og mellomlang sikt.

At en ressurs er sjelden vil si at den er lite utbredt blant konkurrenter. Neste kriterium er at ressursen må være viktig. Ressursen er viktig hvis den er essensiell for verdiskapningen til bedriften. For at en ressurs ikke skal være imiterbar må ressursen være beskyttet mot imitasjon og substitusjon. Imitasjon betyr at konkurrenter lett kan kopiere en ressurs, mens substitusjon refererer til om konkurrentene kan erstatte en ressurs mot en annen som utfører samme funksjon. Ressurser er mobiliserbare når de utnyttes effektivt. At en ressurs er appropriert handler om at verdien tilfaller bedriften, og ikke kapres av andre interessenter (Lien et al., 2017, s. 155, 159).

4.3.1 Ressursene

For å kartlegge ressursene til OLT har vi tatt utgangspunkt i en tidligere masteroppgave om selskapet (Ballestad, 2023, s. 70). Vi anser informasjonen som verdifull og noe vi kan bygge videre på.

Viktigste ressursene til selskapet:

- Fysiske ressurser - eiendommene
- Finansielle ressurser - tilgang på kapital
- Organisatoriske ressurser

- Kunnskapsressurser - humankapital

4.3.2 Fysiske ressurser

Sjelden

Eiendommer kan være sjeldne, avhengig av beliggenhet og tilgjengelighet av tilsvarende eiendommer på markedet. Med utgangspunkt i OLT sine attraktive eiendommer og beliggenheter anses ressursen for å være sjelden.

Viktig

Ressursen er også viktig for lønnsomheten til OLT. Eiendommene danner grunnlaget for selskapets virksomhet og inntektsstrøm. For å sikre høy leietakertilfredshet er det viktig at eiendommene er av god kvalitet og er godt vedlikeholdt.

Ikke-imiterbar

På kort- og mellomlang sikt vurderes ikke eiendommene til OLT som imiterbare. I porteføljen innehar de allerede attraktive og sentrale eiendommer og har store kapitalressurser til å investere i nye.

Mobilisert

OLT utnytter eiendomsporteføljen ved aktiv videreutvikling, effektiv forvaltning og høy leietakertilfredshet (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 3). Høy leietakertilfredshet bidrar til forlengelser av leiekontrakter, reduserer utskiftningskostnader og sikrer en stabil kontantstrøm.

Approprierbar

Inntektene generert fra eiendommene tilfaller OLT og ingen andre. OLT Dermed er den fysiske ressursen approprierbar.

4.3.3 Finansielle ressurser

Sjelden

Tilgang på kapital er sjelden hvis OLT har tilgang til finansielle ressurser som andre i bransjen ikke har. For nykommere på markedet kan det være utfordrende å konkurrere om lån på samme vilkår, og ressursen betraktes som sjelden. I et kortere

tidsperspektiv anses ikke ressursen som sjelden fordi nåværende konkurrenter av OLT også har finansiell kapasitet og god kredittvurdering.

Viktig

Eiendomsbransjen er en kapitalintensiv bransje og finansielle ressurser er derfor viktig. Tilgang på kapital er avgjørende for OLTs virksomhet, da de trenger penger for å kjøpe, utvikle og vedlikeholde eiendommene sine.

Ikke-imiterbar

Ressursen er i stor grad imiterbar da selskaper med god kredittverdighet enkelt kan skaffe seg kapital på lik linje som OLT.

Mobilisert

Det kreves kontinuerlige kapitalinvesteringer for å oppfylle kravet om aktiv videreutvikling og effektiv forvaltning av eiendomsporteføljen. OLTs finansielle ressurser anses som mobilisert fordi selskapet aktivt bruker midlene til å investere i eiendommer.

Approprierbar

OLTs finansielle ressurser er i all hovedsak approprierbar. Dette er på grunn av selskapets gode kredittverdighet, lave belåningsgrad og gjeldsandel. Dette gir en konkurransedyktig posisjon slik at opptak av nye lån ikke vil være et problem. Långivere og aksjonærer vil også nyte godt av dette.

4.3.4 Organisatoriske ressurser

Sjelden

Den organisatoriske ressursen anses som sjelden fordi OLT har en unik organisasjonsstruktur og arbeidsprosesser. De har i tillegg, etter mange år i bransjen, opparbeidet seg et omdømme og nettverk som bidrar til å tiltrekke seg kunder, partnere og eventuelle investorer.

Viktig

Under presentasjonen av selskapet fremla vi figur 2.3: *Oversikt over konsernstrukturen til Olav Thon Stiftelsen*. Samkjøringen av administrasjonen for alle selskapene i Olav Thon Stiftelsen fører til lavere kostnader for OLT. I tillegg

fører det til en samling av kunnskap og lik forvaltning for alle selskapene i konsernet (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.). Å ha en god organisering av virksomheten har vært viktig for OLT sin lønnsomhet.

Ikke-imiterbar

Ressursen kan imiteres ved å implementere organisasjonsstrukturen til OLT, samt bygge opp sitt eget omdømme. Dette tar imidlertid lang tid.

Mobilisert

Vi antar at OLT utnytter sine organisatoriske ressurser effektivt.

Approprierbar

OLT skaper verdi av den organisatoriske ressursen, og kapres ikke av andre interessenter.

4.3.5 Kunnskapsressurser

Sjelden

Det er vanskelig å avgjøre om kunnskapsressursene er sjeldne. Imidlertid, i lys av selskapets lange tilstedeværelse og at de eies av Olav Thon Gruppen er det grunn til å anta at de besitter mye verdifull kunnskap, som kan bidra til konkurransefortrinn sammenlignet med andre aktører i bransjen.

Viktig

Det sies ofte at ansatte er den viktigste ressursen til selskapet. Ledelsen og selskapets ansatte har bidratt til økt lønnsomhet over tid og ressursen er dermed viktig.

Ikke-imiterbar

Kunnskapsressurser er unike for hver bedrift, dette gjelder også for OLT. Det er ofte nøkkelpersoner som har påvirkningskraft i selskapet. Ressursen er kun imiterbar hvis nøkkelpersoner i OLT slutter og går over til konkurrentene.

Mobilisert

Med grunnlag i dyktig ledelse og administrasjon med lang erfaring utnyttes ressursene effektivt.

Appropriert

Ressursen tilfaller kun OLT, og kapres ikke av andre interessenter.

4.3.6 Oppsummering

Tabellen under viser en oversikt over ressursene og utfallet fra analysen. De fysiske og organisatoriske ressursene skaper et midlertidig fortrinn, mens de finansielle ressursene oppnår paritet. Til slutt skaper kunnskapsressursene et varig fortrinn. Hvis vi betrakter ressursene samlet, anser vi det som et midlertidig konkurransefortrinn.

| SVIMA-tabellen | | | | | | |
|---------------------------|---------|--------|----------------|------------|-------------|----------------------|
| Ressurser | Sjelden | Viktig | Ikke-imiterbar | Mobilisert | Appropriert | Utfall |
| Fysiske ressurser | Ja | Ja | Nei | Ja | Ja | Midlertidig fortrinn |
| Finansielle ressurser | Nei | Ja | Ja | Ja | Ja | Paritet (likhet) |
| Organisatoriske ressurser | Ja | Ja | Nei | Ja | Ja | Midlertidig fortrinn |
| Kunnskapsressurser | Ja | Ja | Ja | Ja | Ja | Varig fortrinn |

Tabell 4.3: SVIMA-analyse oppsummert

4.4 SWOT

SWOT-analyse er et akronym for strengths, weaknesses, opportunities and threats.

Oversatt til norsk er dette styrker, svakheter, muligheter og trusler. Tabellen under viser oppsummering av de tre strategiske analysene: SVIMA, PORTER og PESTEL. SVIMA danner grunnlaget for de interne styrkene og svakhetene til selskapet, mens PORTER og PESTEL danner grunnlaget for de eksterne mulighetene og truslene. I fremtidsregnskapet forsøker vi å implementere faktorer fra strategisk analyse for å projisere fremtidige kontantstrømmer. Oppsummeringen av strategisk analyse taler for høyere lønnsomhet enn bransjegjennomsnittet på kort sikt. OLT må dessuten tilpasse seg endringer i samfunnet og utnytte muligheter som oppstår. På lengre sikt (mer enn fem år) antar vi at faktorene identifisert er usikre estimater og det bør foretas en ny analyse. Dermed vil vekstrater i terminalåret i fremtidsregnskapet justeres nedover for en mer konservativ analyse.

| SWOT - analyse | | |
|-------------------|---|---|
| | Styrker | Svakheter |
| Eksternt (SVIMA) | <ul style="list-style-type: none"> • Fysiske ressurser - midlertidig fortrinn • Organisatoriske ressurser - midlertidig fortrinn • Humankapital ressurser - varig fortrinn | <ul style="list-style-type: none"> • Finansielle ressurser - paritet |
| | Muligheter | Trusler |
| Eksternt (PORTER) | <ul style="list-style-type: none"> • Lav trussel fra nykommere • Lav trussel fra kundenes forhandlingsmakt | <ul style="list-style-type: none"> • Moderat trussel fra substitutter • Moderat trussel fra leverandørens forhandlingsmakt • Moderat trussel fra rivalisering |
| Eksternt (PESTEL) | <ul style="list-style-type: none"> • Lav risiko ift. sosiale forhold • Lav risiko ift. teknologiske forhold • Lav risiko ift. lovmessige forhold | <ul style="list-style-type: none"> • Moderat risiko ift. politiske forhold • Moderat risiko ift. økonomiske forhold • Moderat risiko ift. miljømessige forhold |

Tabell 4.4: SWOT-analyse

5.0 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse omhandler en grundig og systematisk vurdering av den foreliggende regnskapsinformasjon, med sikte på å avdekke og klargjøre bedriftens økonomiske stilling og utvikling (Hoff & Pedersen, 2019, s. 181). Analysen er delt inn i tre kategorier; rentabilitet, likviditet og soliditet.

På grunn av begrenset informasjon om nøkkeltallene i eiendomsbransjen, forsøkte vi å lage et bransjegjennomsnitt basert på noen av OLTs konkurrenter. Dette gir oss et sammenligningsgrunnlag slik at vi bedre kan vurdere prestasjonen til OLT. Selskapene som er brukt i utarbeiding av industrigjennomsnittet er ENTRA, KMCP, AURA, CTY1S og OLT. Nøkkeltallene er kalkulert med utgangspunkt i årsrapporter fra 2019 til 2023 for de respektive selskapene. Det er en del svakheter i bransjegjennomsnittet fordi KMCP har årsrapporter fra 2020 til 2023, og AURA har årsrapporter fra 2021 til 2023.

5.1 Rentabilitet

Rentabilitet betyr inntjening på investert kapital (Hoff & Pedersen, 2019, s. 207). I rentabilitetsanalysen har vi valgt nøkkeltallene totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet, og driftsmargin.

5.1.1 Totalkapitalens rentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten (R_{TK}) forteller hvor stor avkastning bedriften har hatt på all kapital investert i bedriften av långivere og eiere over en bestemt periode. Hoff & Pedersen gir ingen eksakt mål på hva R_{TK} bør være. De nevner imidlertid at R_{TK} bør være minst lik den gjennomsnittlige lånerenten til bedriften og helst 5-6% over risikofri rente ved "normal risiko" (Hoff & Pedersen, 2019, s. 207, 210). OLT oppgir en vektet gjennomsnittlig gjeldskostnad på 5,17% for 2023 (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 53). En totalkapitalrentabilitet under dette nivået tilsier at selskapet ikke genererer nok avkastning på sine eiendeler til å dekke løpende finanskostnader. Med utgangspunkt i gjennomsnittlig risikofri rente fra 03.01.2019 til 29.12.2023, burde OLT ifølge Hoff & Pedersen hatt en R_{TK} på rundt 7,3-8,3% de siste fem årene. Tabellen under viser at R_{TK} var over dette nivået i 2021.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{Finanskostnader})}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} * 100$$

Formel 5.1 Totalkapitalrentabilitet

| Totalkapitalens rentabilitet | | | | | | |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Totalkapitalens rentabilitet | 5,19 % | 1,90 % | 8,96 % | 6,29 % | -1,64 % | 4,14 % |

Tabell 5.1: Totalkapitalens rentabilitet

De siste fem årene er preget av relativt store svingninger i R_{TK} , med større utslag i 2020 og 2023. Leieinntektene holder seg generelt stabile i perioden 2019-2023, og svingningene preges i hovedsak av verdiendringer i investeringseiendommer. Konsernregnskapet til OLT er avlagt i samsvar med IFRS der investeringseiendommer vurderes til virkelig verdi i samsvar med IAS 40 Investeringseiendom (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 23, 24). Dette påvirker dermed total kapitalrentabiliteten til selskapet. Årsaken til negativt resultat i 2023 skyldes nedskrivninger av eiendomsporteføljen og finansielle instrumenter, samt høyere rentekostnader (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 19). I motsatt fall skyldes høy total kapitalrentabilitet i 2021 lavere renter i tillegg til oppjustering av eiendomsverdier og finansielle instrumenter (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2022, s. 23).

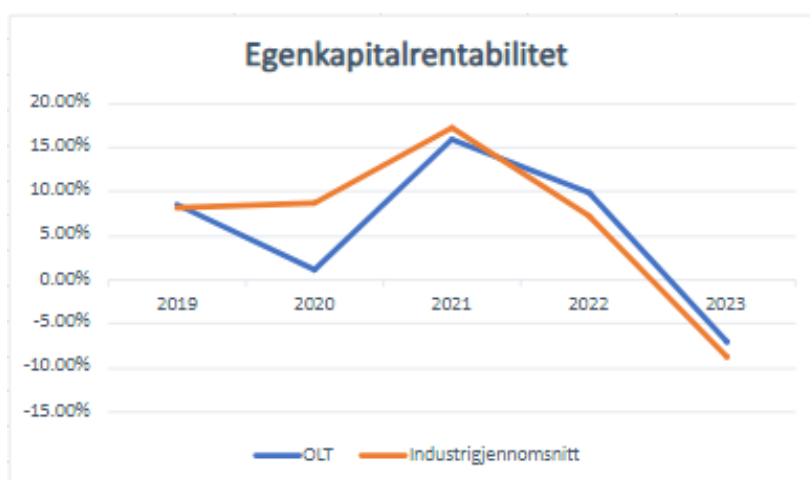
En negativ total kapitalrentabilitet over tid er imidlertid ikke bærekraftig. Med utgangspunkt i gjennomsnittet på 4,14% over en relativt ustabil periode, er det ikke nødvendigvis grunn til å tro at den negative utviklingen vil vedvare. Basert på SSB sine inflasjonsprognoser, er det grunn til å tro at det vil komme rentekutt i fremtiden, noe som vil kunne ha en positiv effekt på total kapitalrentabiliteten.

5.1.2 Egenkapitalens rentabilitet

Egenkapitalrentabilitet R_{EK} er relevant ettersom det gir eierne et mål for avkastning på investert kapital. Hoff & Pedersen nevner at det ikke er noe entydig svar på hva egenkapitalrentabilitet bør være, men at den bør være større enn total kapitalrentabiliteten. Dette skyldes at det er knyttet høyere risiko til egenkapital i forhold til gjeld. Det blir sagt at egenkapitalrentabiliteten bør være lik innskuddsrente i bank pluss en risikopremie, som til sammen blir rundt 15-19%. Den høye avkastningen kommer av risikoen knyttet til egenkapital, som kun får avkastning dersom bedriften går med overskudd (Hoff & Pedersen, 2019, s. 217).

$$\text{Egenkapitalens rentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100$$

Formel 5.2: Egenkapitalens rentabilitet



Graf 5.1 Egenkapitalrentabilitet

Grafen viser at OLTs egenkapitalrentabilitet følger industrigjennomsnittet forholdsvis likt, med unntak av 2020 der OLT har et større fall. Sammenliknet med R_{TK} er R_{EK} mer volatil, med høyere topper og lavere bunner. Av årsrapportene ser vi at egenkapitalen holder seg relativt stabil, med jevn vekst over perioden. Som for totalkapitalrentabiliteten, forårsakes svingningene i egenkapitalrentabilitet i hovedsak av verdjusteringer og endringer i finanskostnader.

5.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen viser hvor stor andel av driftsinntektene bedriften sitter igjen med, uttrykt gjennom driftsresultatet som en prosent av driftsinntektene. Dette viser hvordan driften har gått uavhengig av hvordan bedriften finansieres (Hoff & Pedersen, 2019, s. 200).

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

Formel 5.3: Driftsmargin

| Driftsmargin | | | | | | |
|--------------|--------|--------|---------|---------|---------|--------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Driftsmargin | 71,56% | 38,73% | 113,12% | 68,08 % | -25,11% | 53,28% |

Tabell 5.2: Driftsmargin

Det observeres svingninger i likhet med R_{TK} og R_{EK} . Svingningene kommer av samme årsaker som forklart i R_{TK} og R_{EK} . Verdijusteringene av investeringseiendommer påvirker resultatet negativt, og dette reflekteres i driftsmarginen. Til tross for svingningene har ikke OLT nødvendigvis en dårlig posisjon, ettersom en eksklusjon av verdiendringer vil føre til betydelig mer stabil driftsmargin. Dette er illustrert i tabellen nedenfor.

| Driftsmargin ekskl. verdiendring investeringseiendom | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Driftsmargin | 66,17 % | 61,64 % | 69,10 % | 65,48 % | 64,36 % | 65,35 % |

Tabell 5.3: Driftsmargin ekskl. verdiendring investeringseiendom

5.2 Likviditet

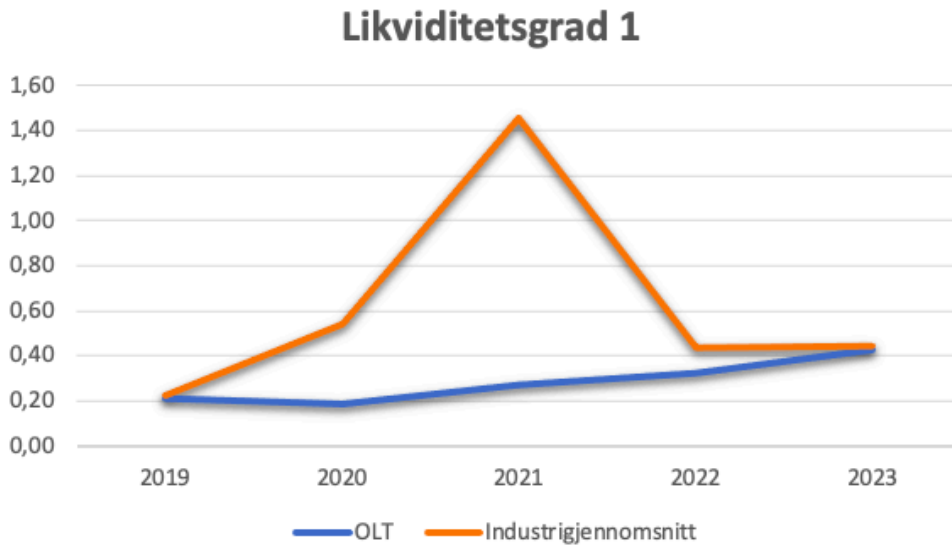
Likviditeten til et selskap viser dets evne til å dekke sine løpende betalingsforpliktelser (Hoff & Pedersen, 2019, s. 235). Likviditetsgrad 2 er ikke relevant for OLT fordi de ikke har varelager. Vi tar dermed utgangspunkt i likviditetsgrad 1 og 3.

5.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 vurderer omløpsmidlenes størrelse i forhold til kortsiktig gjeld. Et retningsgivende krav her er en grad større enn 2, slik at halvparten av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238).

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

Formel 5.4: Likviditetsgrad 1



Graf 5.2: Likviditetsgrad 1

Grafen viser at OLT ligger under industrigjennomsnittet for 2020 til 2022, mens 2019 og 2023 er forholdsvis like. Ut fra det retningsgivende kravet om en grad på 2, kan det se ut som OLT har dårlig likviditet. Ifølge årsrapport 2023 er ikke dette tilfellet. OLT informerer om en likviditetsreserve på 5 382 millioner kroner, i form av kortsiktige plasseringer på 226 millioner kroner og ubenyttede langsiktige kredittrammer på 5 256 millioner kroner (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024, s. 7). Likviditetsgrad 1 eksklusiv ubenyttet kredittramme gir et mål på 0,4 i slutten av 2023.

$$\text{Likviditetsgrad 1 + ubenyttet kassekreditt} = \frac{(\text{Omløpsmidler} + \text{ubenyttet kassekreditt})}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 5.5: Likviditetsgrad 1 + ubenyttet kassekreditt

| Likviditetsgrad 1 + ubenyttet kassekreditt | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|--------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Likviditetsgrad 1 + ubenyttet kassekreditt | 1,18 | 1,09 | 1,73 | 1,52 | 2,08 | 1,52 |

Tabell 5.4: Likviditetsgrad 1 + ubenyttet kassekreditt

Dersom ubenyttet kassekreditt inkluderes i likviditetsgrad 1, ser vi en betydelig forbedring. I 2023 hadde OLT en likviditetsgrad over det retningsgivende kravet på 2.

5.2.2 Likviditetsgrad 3

Likviditetsgrad 3 måler forholdet mellom tilgjengelige betalingsmidler og kortsiktig gjeld. Målet er å se hvor mye av den kortsiktige gjelden bedriften klarer å betale dersom den forfalt i sin helhet ved oppstillingspunktet. Det er usikkerhet rundt hva likviditetsgrad 3 bør være, men et minimumstall på 0,3 nevnes (Hoff & Pedersen, 2019, s. 240).

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

Formel 5.6: Likviditetsgrad 3

| Likviditetsgrad 3 | | | | | | |
|-------------------|------|------|------|------|------|--------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Likviditetsgrad 3 | 0,06 | 0,06 | 0,08 | 0,06 | 0,07 | 0,07 |

Tabell 5.5: Likviditetsgrad 3

Tabellen over viser at likviditetsgrad 3 er gjennomgående stabil. Selv om nivået er betraktelig lavere enn 0,3, kan dette variere avhengig av bransje. Det tyder på at OLT har funnet et akseptabelt nivå av betalingsmidler tilgjengelig. Dette er med utgangspunkt i de siste fem årsrapportene hvor de rapporterer om bankinnskudd på mellom kr 200-400 millioner i bankinnskudd, avhengig av hvor stor total kortsiktig gjeld er basert på.

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

Formel 5.7: Likviditetsgrad 3 + ubenyttet kassekreditt

| Likviditetsgrad 3 + ubenyttet kassekreditt | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|--------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Likviditetsgrad 3 + ubenyttet kassekreditt | 1,03 | 0,97 | 1,54 | 1,26 | 1,72 | 1,30 |

Tabell 5.6 Likviditetsgrad 3 + ubenyttet kassekreditt

Dersom ubenyttet kassekreditt inkluderes, øker likviditetsgraden betydelig. Med et gjennomsnitt på 1,30 og et nivå på 1,72 i 2023 kunne OLT betjent all kortsiktig gjeld ved oppstillingspunktet. Denne kassekreditten er lån, men er uavhengig av kortsiktig gjeld. Det skjer heller en omfordeling av gjelden ved at kredittrammene innfrir annen kortsiktig gjeld (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238).

5.3 Soliditet

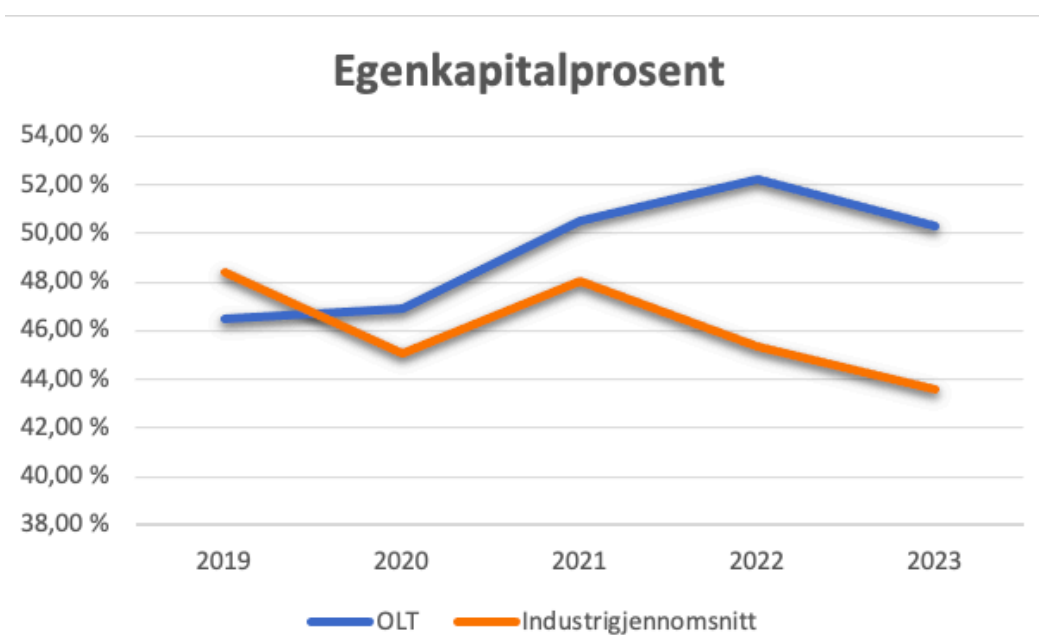
Soliditet uttrykker bedriftens evne til å tåle tap (Hoff & Pedersen, 2019, s. 273). I det følgende delkapittelet inkluderes egenkapitalprosent, rentedekningsgrad og gjeldsgrad.

5.3.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser hvor solid eller robust en bedrift er til å tåle tap. Forholdet mellom egenkapital og total kapital uttrykker hvor stor del av eiendelene som kan gå tapt før långiverne og øvrige kreditorer berøres (Hoff & Pedersen, 2019, s. 276). Hvor høy egenkapitalprosenten bør være varierer. Det avhenger av hvor stor innværende risiko bedriften har og hvor kapitalintensiv virksomheten er (Hoff & Pedersen, 2019, s. 277).

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

Formel 5.8: Egenkapitalprosent



Graf 5.3: Egenkapitalprosent

Grafen viser egenkapitalprosenten til OLT og industriegjennomsnittet for de siste fem årene. Fra 2019 og utover har OLT høyere egenkapitalprosent enn bransjen med rundt 46-50%. Høy egenkapitalprosent bidrar til en sterk finansiell posisjon og gjør at de er godt rustet til

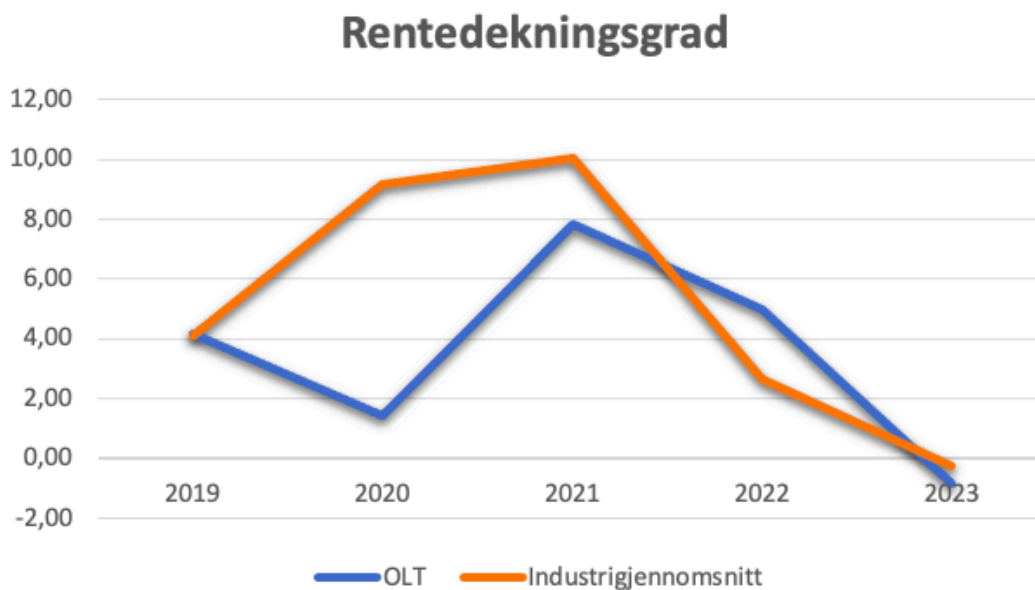
å tåle tap. Imidlertid kan en for høy egenkapitalprosent uttrykke lav investeringsvilje slik at vekstmulighetene ikke utnyttes effektivt. Det er vanskelig å fastslå en optimal egenkapitalprosent, og varierer avhengig av hvilken bransje selskapet opererer i (Tuovila, 2024). Til tross for dette anser vi egenkapitalprosenten til OLT som en styrke og i tråd med strategien til selskapet.

5.3.2 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden er et mål på en bedrifts evne til å betjene sine lån. Et konkret mål er vanskelig å fastsette, men en generell anbefaling på et nivå over 3 er gitt av flere analysebøker (Hoff & Pedersen, 2019, s. 280).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{(\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Finanskostnader})}{\text{Finanskostnader}}$$

Formel 5.9: Rentedekningsgrad



Graf 5.4: Rentedekningsgrad

Grafen ovenfor viser varierende verdier knyttet til rentedekningsgraden. Fallet i rentedekningsgraden for OLT i 2020 skyldes store negative verdiendringer i investeringseiendom, samtidig som bransjen i snitt oppjusterer eiendomsverdiene. I det påfølgende året reduseres imidlertid differansen ettersom OLT oppjusterer verdien av investeringseiendom. At rentedekningsgrad avtar etter 2021 skyldes i hovedsak høye rentekostnader for hele bransjen. Til tross for dette er gjennomsnittlig rentedekningsgrad

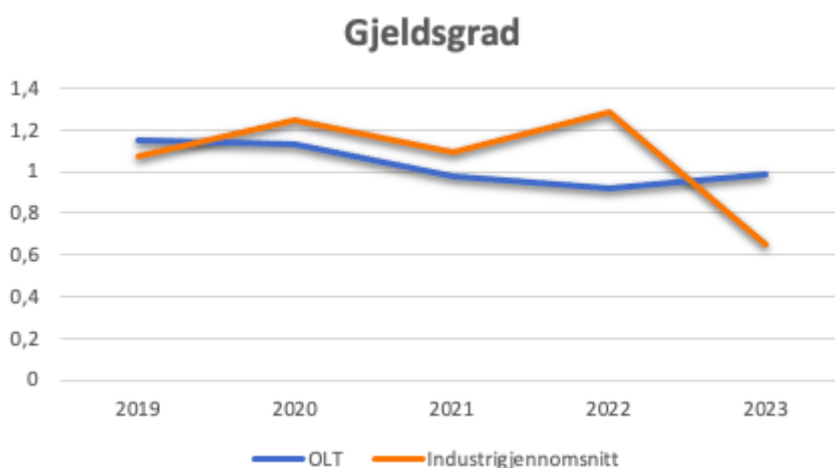
over femårsperioden på 3,51, noe som tilfredsstiller anbefalingen til Hoff & Pedersen. Videre kan OLT ha gode forutsetninger for enda høyere rentedekningsgrad, såfremt de ikke preges av høye. Dersom det nok en gang ekskluderes for verdiendring av investeringseiendom vil rentedekningsgraden til OLT være høyere og preges av mindre svingninger.

5.3.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad forteller hvor mange kroner gjeld det er per krone egenkapital. Jo høyere gjeldsgrad, desto mer gjeld har bedriften, og følgelig blir renter og avdrag større. Det anbefales en gjeldsgrad på 1,85 eller lavere (Hoff & Pedersen, 2019, s. 279).

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Formel 5.10: Gjeldsgrad



Graf 5.5: Gjeldsgrad

Både bransjen og OLT har lave gjeldsgrader. Det betyr at begge i høy grad er finansiert av egenkapital. Lav gjeldsgrad vil blant annet bidra med redusert finansiell risiko for OLT, samt gi de bedre muligheter til å skaffe økt finansiering om ønskelig. OLT ligger forholdsvis likt med bransjen helt fram til 2023 hvor bransjegjennomsnittet synker betraktelig. Framtidsutsiktene til OLTs gjeldsgrad virker solide.

5.4 Oppsummering

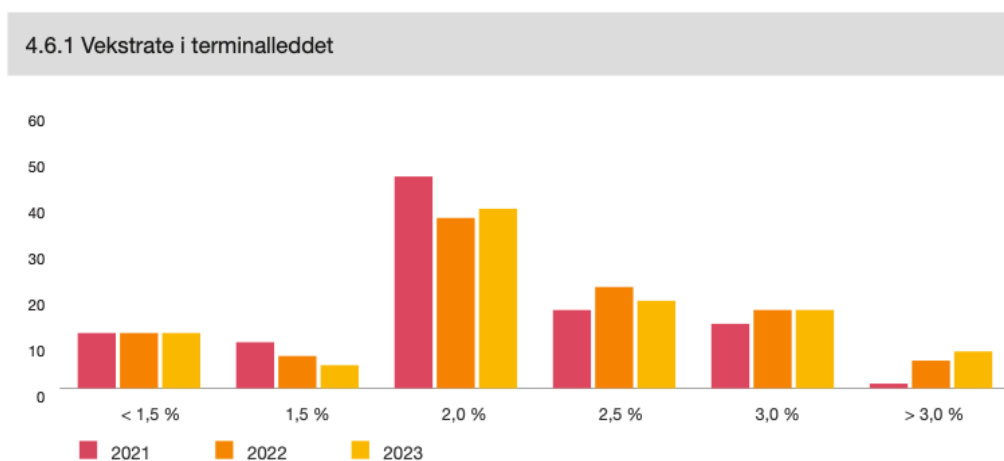
De siste fem årene viser OLT svingninger i totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin grunnet verdijusteringer av eiendom og høye renter. Som et resultat har

lønnsomheten vært noe varierende. Likviditeten derimot viser seg å være relativt god. Med likviditetsreservene OLT rapporterer, er det forutsetninger om gode muligheter til å betjene den kortsiktige gjelden sin. I tillegg viser selskapet meget god soliditet, med høye tall for egenkapitalprosent og gjeldsgrad, samt tilfredsstillende tall for rentedekningsgrad. Til tross for usikre perioder viser OLT en solid finansiell stilling og gode fremtidsutsikter.

6.0 Fremtidsregnskap

Innsikten fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen, i kombinasjon med historisk regnskapsdata, skal i dette kapitlet benyttes med formål om å utarbeide et fremtidsregnskap for OLT. Det er vanlig at prognoseperioden for fremtidsregnskap er mellom tre og fem år frem i tid. Deretter antas det at selskapet går over til en “steady state”, som betyr at veksten har stabilisert seg på lang sikt. Denne veksten brukes til å regne terminalverdi. Ettersom ingen selskaper kan vokse for alltid med en hastighet høyere enn vekstraten til økonomien, kan ikke den konstante vekstraten være større enn den generelle vekstraten til økonomien (Damodaran, u.å.). Et lengre tidsintervall enn tre til fem år vil svekke nøyaktigheten av prognosene. Dessuten er det lite bevis for at analytikerne klarer å produsere overlegne prognoser når tidshorizonten overstiger tre eller fem år (Damodaran, 2012, s. 284).

Ifølge PwC tilsier medianen at 2,0% bør benyttes som langsiktig vekstrate. Flertallet av respondentene svarer også at vekstraten i terminalleddet bør tilsvare inflasjonsforventningene (PwC, 2023). I videre beregninger setter vi derfor terminalvekst lik 2,0%.



Figur 6.1: Vekstrate i terminalleddet

Som nevnt avlegges konsernregnskapet til OLT i samsvar med IFRS og IAS 40 investeringseiendom. Verdiendring av eiendommene fremkommer på resultatoppstillingen og påvirker driftsresultatet til selskapet. Siden verdiendringer ikke har kontantstrømeffekt med mindre eiendommene realiseres, velger vi å ekskludere denne posten fra

driftsresultatet ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet. Dette er fordi OLT sin strategi baserer seg på å eie eiendommer, og ikke selge dem.

Videre har vi benyttet estimert inflasjon for å predikere fremtidige regnskapstall. Inflasjonsprognosene er hentet fra konjunkturtendensene 14. Mars 2024 på SSB sin nettside. Forklaringen ligger i at leieinntektene indeksreguleres årlig, mens en stor andel av kostnadene er faste. Ideen fikk vi fra en tidligere masteroppgave om OLT (Ballestad, 2023, s. 113). Vi benytter i stor grad historiske tall, men har også hensyntatt prosjekter som ferdigstilles i 2024 og 2025, for å inkludere inntektseffekten dette forventes å ha.

6.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene til OLT kan deles inn i tre kategorier; leieinntekter, eiendomsrelaterte inntekter og andre driftsinntekter. Tabellen under viser historisk utvikling i driftsinntektene etter kategori.

| Driftsinntekter | | | | | |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Leieinntekter | 2984 | 2962 | 2990 | 3219 | 3722 |
| | | -0,74 % | 0,95 % | 7,66 % | 15,63 % |
| Eiendomsrelaterte inntekter | 900 | 857 | 939 | 1006 | 1098 |
| | | -4,78 % | 9,57 % | 7,14 % | 9,15 % |
| Andre driftsinntekter | 167 | 148 | 165 | 158 | 56 |
| | | -11,38 % | 11,49 % | -4,24 % | -64,56 % |
| Driftsinntekter | 4051 | 3967 | 4094 | 4383 | 4876 |

Tabell 6.1: Historisk utvikling i driftsinntekter etter kategori

6.1.1 Leieinntekter

Leie av butikk- eller næringslokale består av fast/minimumsleie og/eller omsetningsbasert leie. Den omsetningsbaserte leien utgjør omtrent 6% av totale leieinntekter (kr 226 millioner av totalt kr 3722 millioner). Det betyr at hoveddelen av leieinntektene kommer av faste kontraktsfestede avtaler. Den gjennomsnittlig gjenværende leieperioden er 4,22 år; for kjøpesentre er den 3,91 år, mens den for næringsseiendom er 5,37 år. Per 31.12.2023 var ledigheten 3,6% (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 8, 23, 59).

I tillegg er det vanlig at leien indeksreguleres én gang i året basert på endringer i konsumprisindeksen (KPI). Kombinasjonen av KPI-indeksering og faste kontraktsfestede avtaler bidrar til forutsigbarhet og beskyttelse mot inflasjon (Bjørland, 2023, s. 3).

Historisk vekst er et godt utgangspunkt for å predikere fremtidig vekst. For å beregne fremtidig vekst har vi valgt å ta utgangspunkt i estimert inflasjon og realvekst. Tabellen nedenfor viser at OLT har hatt en nominell gjennomsnittlig vekst på 5,80% de siste fem årene, men justert for inflasjon er realveksten på 2,14%. Som et resultat av Covid-19 pandemien og krigen i Ukraina har inflasjonen steget kraftig de siste to-tre årene. Dette, i kombinasjon med svak utvikling i 2020-2021 på grunn av husleiereduksjoner forårsaket av koronapandemien, har ført til et betydelig sprik i leieinntekter fra 2020 til 2023 (Randen et al., 2020).

| Historiske leieinntekter | | | | | | |
|--------------------------|--------|---------|---------|--------|---------|--------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Leieinntekter | 2984 | 2962 | 2990 | 3219 | 3722 | |
| Årlig vekst | 5,52 % | -0,74 % | 0,95 % | 7,66 % | 15,63 % | 5,80 % |
| Inflasjon | 2,2 % | 1,30 % | 3,50 % | 5,80 % | 5,50 % | |
| Realvekst | 3,32 % | -2,04 % | -2,55 % | 1,86 % | 10,13 % | 2,14 % |

Tabell 6.2: Historisk utvikling i leieinntekter

Prognosene for konsumprisindeksen frem til 2027 er vist i tabellen nedenfor, basert på tall hentet fra SSB (Statistisk sentralbyrå, 2024). Estimater for 2028 er i tråd med inflasjonsmålet på 2,0% (Norges Bank, u.å.). Vi velger å benytte KPI som referanse og ikke KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), fordi vi er interessert i å måle den totale inflasjonen. Leiepriser justeres som regel basert på denne indeksen.

| Inflasjonsprognoser | | | | | |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| År | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| KPI | 4,00 | 2,60 | 2,30 | 1,90 | 2,00 |
| KPI-JAE | 4,30 | 2,80 | 2,40 | 2,00 | 2,00 |

Tabell 6.3: Inflasjonsprognoser (Statistisk sentralbyrå, 2024)

Videre forventer OLT å ferdigstille tre prosjekter, hvorav to av dem i 2024 og ett i 2025. Dette må hensyntas i estimering av fremtidige inntekter. Det første prosjektet er 22 leiligheter som kommer for utleie sommeren 2024. Prislisten for alle leilighetene er lagt ut på thoneiendom.no og beregnes til 5,29 millioner kroner i årlige inntekter (Thon Eiendom, 2024).

Det andre prosjektet er Amfi Elverum, som innebærer et nytt tilbygg på 4,500 kvadratmeter, og forventes å generere 4,24 millioner kroner i leieinntekter. For å beregne dette tok vi utgangspunkt i eksisterende markedsleie på Amfi Elverum 2023 som var på 40 millioner kroner. Dette delte vi så på antall kvadratmeter for å finne kvadratmeterpris. Deretter multipliserte vi kvadratmeterprisen med det nye tilbygget. Siden de eier 50% av senteret, måtte vi dele leieprisen på to.

Det siste prosjektet skal ferdigstilles i 2025 og er Lagunen Storsenter. Her skal det bygges et nybygg på 15,100 kvadratmeter, og en utvidelse av eksisterende senter med 2,400 kvadratmeter. Dette forventes å generere 23,58 millioner kroner, og er beregnet på tilsvarende måte som ved Amfi Elverum (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.). Vi får et påslag i vekstrate på 0,19% i 2024 og 0,44% i 2025, illustrert i tabellen nedenfor.

| Oppjustering av leieinntekter | | |
|--|----------|----------|
| | 2024 | 2025 |
| Driftsinntekter før oppjustering | 5 152,88 | 5 375,79 |
| Oppjustering av leieinntekter | | |
| 22 leiligheter for utleie | 5,29 | |
| Nytt tilbygg på 4 500 kvm | 4,24 | |
| Nybygg på 15 100kvm, samt utvidelse av eksisterende senter med 2 400 kvm | | 23,58 |
| Sum | 5 162,41 | 5 399,37 |
| Påslag i vekstrate | 0,19 % | 0,44 % |

Tabell 6.4: Oppjustering av leieinntekter for ferdigstilte prosjekter

Basert på ovennevnte informasjon kan vi utarbeide en prognose for fremtidige leieinntekter. Med utgangspunkt i lav ledighet, KPI-indeksering og faste kontraktsfestede avtaler, legger vi til grunn at de estimerte leieinntektene de neste årene vil øke med forventet inflasjon pluss gjennomsnittlig realvekst på 2,14%. Fra terminalåret 2028 settes realveksten lik null. Vi inkluderer også inntektene som forventes fra prosjektene som ferdigstilles i 2024 og 2025. Tabellen nedenfor viser at vekstraten avtar i takt med lavere inflasjon, og til slutt stabiliserer seg på 2% i terminalåret.

| Estimert fremtidig vekstrate i leieinntekter | | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| År | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | Terminal |
| Inflasjon | - | 4,00 % | 2,60 % | 2,30 % | 1,90 % | 2,00 % | 2,00 % |
| Realvekst | - | 2,14 % | 2,14 % | 2,14 % | 2,14 % | 2,14 % | 0,00 % |
| Vekstrate | - | 6,14 % | 4,74 % | 4,44 % | 4,04 % | 4,14 % | 2,00 % |
| Leieinntekter vekst estimat | 3722,00 | 3950,60 | 4137,93 | 4321,73 | 4496,41 | 4682,64 | 4776,29 |

Tabell 6.5: Prognose leieinntekter

6.1.2 Eiendomsrelaterte inntekter

Eiendomsrelaterte inntekter består i hovedsak av innbetalinger fra konsernets leietakere for å dekke eiendommenes felleskostnader og drift av senterforeninger (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 6). Tabellen under viser den historiske utviklingen i eiendomsrelaterte inntekter, inkludert gjennomsnittlig årlig vekstrate og realvekst. I snitt har inntektene vokst med 4,81% årlig. Justert for inflasjon utgjør dette 1,15% i året. Det er imidlertid verdt å merke seg fallet i 2020. Dette kan knyttes opp mot Covid-19 pandemien og redusert aktivitet grunnet nedstengninger. De påfølgende årene har vært preget av høyere inflasjon, noe som også slår ut i høyere vekstrate.

| Historiske eiendomsrelaterte inntekter | | | | | | |
|--|--------|---------|--------|--------|--------|--------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Eiendomsrelaterte inntekter | 900 | 857 | 939 | 1006 | 1098 | |
| Årlig vekst | 2,97 % | -4,78 % | 9,57 % | 7,14 % | 9,15 % | 4,81 % |
| Inflasjon | 2,2 % | 1,30 % | 3,50 % | 5,80 % | 5,50 % | |
| Realvekst | 0,77 % | -6,08 % | 6,07 % | 1,34 % | 3,65 % | 1,15 % |

Tabell 6.6: Historisk utvikling eiendomsrelaterte inntekter

Slik tabellen nedenfor viser, estimeres fremtidige eiendomsrelaterte inntekter på tilsvarende måte som leieinntekter.

| Estimert fremtidig vekstrate i eiendomsrelaterte inntekter | | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| År | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | Terminal |
| Inflasjon | - | 4,00 % | 2,60 % | 2,30 % | 1,90 % | 2,00 % | 2,00 % |
| Realvekst | - | 1,15 % | 1,15 % | 1,15 % | 1,15 % | 1,15 % | 0,00 % |
| Vekstrate | - | 5,15 % | 3,75 % | 3,45 % | 3,05 % | 3,15 % | 2,00 % |
| Eiendomsrelaterte inntekter | 1098,00 | 1154,54 | 1197,82 | 1239,14 | 1276,92 | 1317,13 | 1343,47 |

Tabell 6.7: Prognose eiendomsrelaterte inntekter

6.1.3 Andre driftsinntekter

Andre driftsinntekter består ifølge årsrapporten av forvaltningshonorar og øvrige driftsinntekter. I 2023 utgjorde andre driftsinntekter 56 millioner kroner, som i hovedsak besto av salgsinntekter fra annen virksomhet (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 7, 37). På grunn av et betydelig fall i 2023 velger vi å se bort fra dette året ved beregning av vekstrate fordi vi ønsker en normalisert inntjening. Vi tar derfor utgangspunkt i 2018 frem til 2022 og kommer frem til en negativ gjennomsnittlig vekst på -3,62%. I samme periode var realveksten -6,74%, som illustrert i tabellen nedenfor.

| Historiske andre driftsinntekter | | | | | | | |
|----------------------------------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|--------------|
| År | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Andre driftsinntekter | 179 | 167 | 148 | 165 | 158 | 56 | |
| Årlig vekst | -7.25% | -6.70% | -11.38% | 11.49% | -4.24% | -64.56% | -3.62% |
| Inflasjon | 2.8 % | 2.2 % | 1.30% | 3.50% | 5.80% | 5.50% | |
| Realvekst | -10.05% | -8.90% | -12.68% | 7.99% | -10.04% | -70.06% | -6.74% |

Tabell 6.8: Historisk utvikling andre driftsinntekter

Tabellen under viser estimert vekst av andre driftsinntekter. Som ved fremtidige leie- og eiendomsrelaterte inntekter legger vi til grunn KPI-prognosene til SSB og realvekst for å beregne vekstraten. Realveksten er gjennomsnittet av historisk utvikling. Vi setter realvekst lik null i terminalåret.

| Estimert fremtidig vekstrate i andre driftsinntekter | | | | | | | |
|--|-------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| År | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | Terminal |
| Inflasjon | - | 4.00% | 2.60% | 2.30% | 1.90% | 2.00% | 2.00% |
| Realvekst | - | -6.74% | -6.74% | -6.74% | -6.74% | -6.74% | 0.00% |
| Vekstrate | - | -2.74% | -4.14% | -4.44% | -4.84% | -4.74% | 2.00% |
| Andre driftsinntekter | 56.00 | 54.47 | 52.21 | 49.90 | 47.48 | 45.23 | 46.14 |

Tabell 6.9: Prognose andre driftsinntekter

6.1.4 Driftsinntekter

Tabellen nedenfor viser prognosen for driftsinntekter. Vekstraten kommer av at vi har lagt sammen leieinntekter, eiendomsrelaterte inntekter og andre driftsinntekter. Inflasjonen er per tid høy, men forventes å falle de neste årene, og dette reflekteres i vekstraten. Med bakgrunn i faktorene avduket i strategisk analyse, slik som unormalt lavt tilbud av næringsbygg i kombinasjon med stabil til god etterspørsel hos leietakere, anser vi det som naturlig at veksten i driftsinntekter vil fortsette i fremtiden. I tillegg besitter selskapet attraktive beliggenheter på eiendommene og har verdifull kunnskap om bransjen.

| Prognose driftsinntekter | | | | | | | |
|--------------------------|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| År | 2023 | 2024 (E) | 2025 (E) | 2026 (E) | 2027 (E) | 2028 (E) | Terminal |
| Sum driftsinntekter | 4876 | 5162.41 | 5399.37 | 5610.76 | 5820.81 | 6045.00 | 6165.90 |
| Vekstrate | | 5.87% | 4.59% | 3.92% | 3.74% | 3.85% | 2.00% |

Tabell 6.10: Prognose driftsinntekter

6.2 Driftskostnader

Driftskostnadene består av eiendomsrelaterte kostnader, andre driftskostnader, administrasjonskostnader og avskrivninger. Dette vises i tabellen under.

| Driftskostnader | | | | | |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Eiendomsrelaterte kostnader | 1201 | 1112 | 1155 | 1346 | 1454 |
| | | -7,41 % | 3,87 % | 16,54 % | 8,02 % |
| Andre driftskostnader | 157 | 151 | 154 | 83 | 56 |
| | | -3,82 % | 1,99 % | -46,10 % | -32,53 % |
| Administrasjonskostnader | 189 | 190 | 197 | 180 | 179 |
| | | 0,53 % | 3,68 % | -8,63 % | -0,56 % |
| Avskrivninger og nedskrivninger | 24 | 35 | 32 | 26 | 17 |
| | | 45,83 % | -8,57 % | -18,75 % | -34,62 % |
| Driftskostnader | 1571 | 1488 | 1538 | 1635 | 1706 |

Tabell 6.11: Historisk utvikling i driftskostnader etter kategori

6.2.1 Avskrivninger

Investeringseiendommer utgjør mesteparten av eiendelene til OLT. På grunn av regnskapsstandarden IAS 40 avskrives ikke investeringseiendommer i resultatregnskapet. Avskrivninger er dermed knyttet til andre driftsmidler, mer spesifikt eierbenyttede eiendommer og løsøre (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 42). Tabellen nedenfor viser historisk utvikling i avskrivninger. Fremtidsregnskapet bør baseres på normalisert inntjening, og vi tok derfor utgangspunkt i geometrisk vekst fra 2018 til 2022. Dette på bakgrunn av et ganske stort fall i avskrivninger i 2023.

| Historisk utvikling i avskrivninger | | | | | | |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|-------|
| År | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Avskrivninger og nedskrivninger | 20 | 24 | 35 | 32 | 26 | 17 |
| Geometrisk vekst | | | | | | 6,78% |

Tabell 6.12: Historisk utvikling i avskrivninger

På grunn av høy inflasjon og siden avskrivninger henger betydelig etter inflasjonen mener vi at den normaliserte veksten de neste årene kan forsvares, før den i terminalåret reduseres til 2% (Kinserdal, 2022).

| Prognose av fremtidige avskrivninger | | | | | | | |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| År | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | Terminal |
| Avskrivninger og nedskrivning | 17,00 | 18,15 | 19,38 | 20,70 | 22,10 | 23,60 | 24,07 |
| Normalisert vekst | 6,78 % | 6,78 % | 6,78 % | 6,78 % | 6,78 % | 6,78 % | 2,00 % |

Tabell 6.13: Prognose av fremtidige avskrivninger

6.2.2 Driftskostnader

Tabellen nedenfor viser historisk utvikling i driftskostnader, med en gjennomsnittlig vekst på 2,18%. Driftskostnader som en andel av driftsinntekter utgjør i snitt 37,23%, og dette er lagt til grunn ved estimering av fremtidige driftskostnader. Tanken er at driftskostnader vil stige i takt med inflasjonen, på samme måte som driftsinntekter. Grunnen er at en stor

andel av OLTs kostnader er faste, eksempelvis renter, vedlikehold og administrasjon. Disse kostnadene har en tendens til å stige når inflasjonen øker, på samme måte som leieinntektene KPI-indekseres.

| Historisk utvikling i driftskostnader | | | | | | |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Driftskostnader | 1571 | 1488 | 1538 | 1635 | 1706 | |
| Vekst | | -5,28 % | 3,36 % | 6,31 % | 4,34 % | 2,18 % |
| Driftskostnader/Revenues | 38,78 % | 37,51 % | 37,57 % | 37,30 % | 34,99 % | 37,23 % |

Tabell 6.14: Historisk utvikling i driftskostnader

Tabellen nedenfor estimerer fremtidige driftskostnader som andel av driftsinntekter. Vekstraten for 2024 er høy, delvis på grunn av at driftskostnadene som andel av driftsinntektene gikk ned i 2023. I tillegg forventes veksten å øke noe på grunn av høyere forventet inflasjon.

| Prognose i driftskostnader | | | | | | | |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| År | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | Terminal |
| Driftsinntekter | 4876 | 5162,41 | 5399,37 | 5610,76 | 5820,81 | 6045,00 | 6165,90 |
| Driftskostnader/Revenues | 37,23 % | 37,23 % | 37,23 % | 37,23 % | 37,23 % | 37,23 % | 37,23 % |
| Driftskostnader | 1706 | 1921,95 | 2010,17 | 2088,87 | 2167,06 | 2250,53 | 2295,54 |
| Vekstrate | | 12,66 % | 4,59 % | 3,92 % | 3,74 % | 3,85 % | 2,00 % |

Tabell 6.15: Prognose av driftskostnader

6.3 Resultat fra felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper

Felleskontrollerte virksomheter (FKV) og tilknyttede selskaper (TS) er definert som selskaper der OLT har felles kontroll sammen med en annen part (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 31). Resultatet fra “felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper” er en del av driftsresultatet, hvor verdiendringer og skatt er inkludert. Dette må justeres for i fremtidsregnskapet, og det gjøres ved å finne historiske inntekter og kostnader der verdiendringer ekskluderes. Siden vi beregner skatt på det totale driftsresultatet i fremtidsregnskapet, ekskluderes den for å unngå dobbelttelling (Olsen et al., 2023, s. 65).

Tabellen under viser historisk utvikling i resultat fra tilknyttede selskaper. Resultatet får vi ved å trekke kostnader fra inntekter. Det gir en årlig vekstrate på -5,94%, med en realvekst på -2,28%. Realveksten brukes i beregning av fremtidig resultat.

| Historisk resultat i FKV og TS | | | | | | |
|--------------------------------|--------|-------|--------|--------|---------|--------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Inntekter i FKV og TS | 453 | 439 | 346 | 356 | 279 | |
| Kostnader i FKV og TS | 269 | 254 | 143 | 158 | 139 | |
| Resultat i FKV og TS | 184 | 185 | 203 | 198 | 140 | |
| Årlig vekst | -8.22% | 0.54% | 9.73% | -2.46% | -29.29% | -5.94% |
| Inflasjon | 2.20% | 1.30% | 3.50% | 5.80% | 5.50% | |
| Realvekst | -6.02% | 1.84% | 13.23% | 3.34% | -23.79% | -2.28% |

Tabell 6.16: Historisk utvikling i resultat for FKV og TS

I tabellen under har vi beregnet et fremtidig resultat fra felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper. Vekstraten er relativt stabil, men ved oppkjøp o.l., vil det kunne føre til større svingninger. Et tenkt eksempel kan være at OLT kjøper opp virksomheten de er medeier i, som vil redusere resultatet fra FKV og TS, men de totale leieinntektene for konsernet vil derimot stige. Dette skjedde i 1. kvartal 2023 da OLT overtok de resterende 50% av Sørlandssenteret i Kristiansand kommune, og ble eneeier. I tillegg overtok konsernet kjøpesenteret Amfi Ulsteinvik, som de hadde forvaltet for en ekstern eier i flere år (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 9). Oppkjøpene kan forklare inntektsnedgangen fra FKV og TS i 2023.

| Prognose resultat FKV og TS | | | | | | | |
|-----------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| År | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | Terminal |
| Inflasjon | | 4,00 % | 2,60 % | 2,30 % | 1,90 % | 2,00 % | 2,00 % |
| Realvekst | | -2,28 % | -2,28 % | -2,28 % | -2,28 % | -2,28 % | |
| Vekstrate | | 1,72 % | 0,32 % | 0,02 % | -0,38 % | -0,28 % | 2,00 % |
| Resultat i FKV og TS vekst | 140,00 | 142,41 | 142,86 | 142,89 | 142,35 | 141,95 | |

Tabell 6.17: Prognose av resultat for FKV og TS

6.4 Ikke-kontant arbeidskapital

Arbeidskapital er vanligvis definert som omløpsmidler fratrukket kortsiktig gjeld. For verdsettelseformål anbefaler imidlertid Damodaran å trekke fra kontantbeholdning og eventuelle likvide og lett omsettelige investeringer fra omløpsmidler. Grunnen er at kontanter, spesielt i store mengder, som regel investeres i statsobligasjoner, statskasseveksler og sertifikater. Selv om disse investeringene gjerne genererer en lavere avkastning enn selskapets reelle investeringer, gir de likevel en rimelig avkastning for risikofrie investeringer. Dermed bør kontanter ekskluderes i beregning av arbeidskapital (Damodaran, 2012, s. 264).

| Historisk utvikling ikke-kontant arbeidskapital | | | | | | |
|---|----------|----------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Ikke-kontant arbeidskapital | -466 | -854 | -798 | -168 | -223 | |
| | | 83,26 % | -6,56 % | -78,95 % | 32,74 % | 7,62 % |
| Endring ikke-kontant arbeidskapital | | -388 | 56 | 630 | -55 | |
| | | | -114,43 % | 1025,00 % | -108,73 % | 267,28 % |
| Ikke-kontant arbeidskapital/driftsinntekter | -11,50 % | -21,53 % | -19,49 % | -3,83 % | -4,57 % | -12,19 % |

Tabell 6.18: Historisk utvikling i ikke-kontant arbeidskapital

For å finne ikke-kontant arbeidskapital for OLT tar vi utgangspunkt i omløpsmidler som består av fordringer og bankinnskudd. Deretter trekker vi fra bankinnskudd, leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld. Som det fremkommer av tabellen over er endringer i ikke-kontant arbeidskapital svært ustabile, med store økninger i enkelte år etterfulgt av betydelige reduksjoner i påfølgende år. I slike tilfeller anbefaler Damodaran å sette ikke-kontant arbeidskapital som en andel av driftsinntekter over en historisk periode (Damodaran, 2012, s. 266). Det gir oss et gjennomsnitt på -12,19%, som indikerer at endringer i ikke-kontant arbeidskapital i fremtidige år vil være -12,19% av inntektsendringen det året.

Tabellen nedenfor viser prognosene for fremtidig ikke-kontant arbeidskapital. Det er en stor endring i ikke-kontant arbeidskapital fra 2023 til 2024, som skyldes et lavt utgangspunkt fra 2023. Likevel anser vi ikke dette som usannsynlig med tanke på at historisk arbeidskapital er preget av stor volatilitet.

| Prognose ikke-kontant arbeidskapital | | | | | | | |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| År | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | Terminal |
| Ikke-kontant arbeidskapital | (223,00) | (629,08) | (657,96) | (683,72) | (709,32) | (736,64) | (736,64) |
| Ikke-kontant arbeidskapital/driftsinntekter | -12,19 % | -12,19 % | -12,19 % | -12,19 % | -12,19 % | -12,19 % | -11,95 % |
| Endring i ikke-kontant arbeidskapital | | -406,08 | -28,88 | -25,76 | -25,60 | -27,32 | 0,00 |
| Vekstrate | | 182,10 % | 4,59 % | 3,92 % | 3,74 % | 3,85 % | 0,00 % |

Tabell 6.19: Prognose av ikke-kontant arbeidskapital

Tabellen viser også at historisk utvikling i ikke-kontant arbeidskapital har vært negativ i alle årene. Det betyr i prinsippet at OLT bruker leverandørkreditt som en kilde til kapital. På kort sikt er det ikke nødvendigvis et problem å fortsette med denne praksisen. I tillegg, som nevnt i regnskapsanalysen, hadde OLT ved årsskiftet en solid ubenyttet kassekreditt. Dermed er det ingen umiddelbar misligholdsrisiko. På lang sikt bør man derimot ikke anta at ikke-kontant arbeidskapital vil fortsette å være negativ. På et tidspunkt i fremtiden må

man ifølge Damodaran enten anta at endringen i ikke-kontant arbeidskapital blir null, eller at selskapet blir presset til å øke arbeidskapitalen (Damodaran, 2012, s. 268). I prognosene setter vi derfor endring i ikke-kontant arbeidskapital lik null i terminalåret, og da synker arbeidskapital som prosent av driftsinntekter.

6.5 Investeringer

| Historisk utvikling i investeringer | | | | | | |
|-------------------------------------|------|---------|----------|---------|----------|--------------|
| År | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Investeringer | 548 | 914 | 559 | 888 | 2024 | 986,60 |
| Vekst | | 66,79 % | -38,84 % | 58,86 % | 127,93 % | 53,68 % |

Tabell 6.20: Historisk utvikling i investeringer

Tabellen ovenfor viser historisk utvikling i netto investeringer. Dette omfatter eiendomskjøp, investeringer i eiendomsprosjekter under oppføring, samt oppgradering av eksisterende eiendomsportefølje. Selskapets netto investeringer svinger fra år til år, men større utslag oppstår typisk i forbindelse med eiendomskjøp og utviklingsprosjekter, slik tilfellet var i 2023, da de kjøpte resten av Sørlandssenteret og kjøpesenteret Amfi Ulsteinvik (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 9). Ved beregning av fremtidige investeringer, har vi valgt å legge til grunn gjennomsnittlig investeringsnivå fra de siste fem årene. Dette gjør vi for å jevne ut svingninger og normalisere investeringsnivået. Foruten eiendomskjøp eller andre større investeringer, er påkostninger og oppgradering av investeringseiendom den største posten under netto investeringer. Dette i kombinasjon med oppkjøp av nye eiendommer gjør at vi antar at investeringene til OLT vil øke i takt med inflasjon i fremtiden, som illustrert i tabellen nedenfor (Ballestad, 2023, s. 122). I tillegg, som nevnt i strategisk analyse, har selskapet planlagt en større utredning i forbindelse med oppgradering og renovering av bygg som tar skader som følge av klimaendringer, noe som også taler for et høyere investeringsnivå i fremtiden.

| Prognose normaliserte investeringer | | | | | | | |
|-------------------------------------|------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| År | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | Terminal |
| Investeringer | 2024 | 1026,06 | 1052,74 | 1076,95 | 1097,42 | 1119,37 | 1141,75 |
| Inflasjon | | 4,00 % | 2,60 % | 2,30 % | 1,90 % | 2,00 % | 2,00 % |
| Vekstrate | | -49,31 % | 2,60 % | 2,30 % | 1,90 % | 2,00 % | 2,00 % |

Tabell 6.21: Prognose av investeringer

6.6 Skatt

I det følgende delkapittelet vil vi vurdere hvilken skattesats som skal legges til grunn i beregning av fri kontantstrøm. Tabellen nedenfor viser at den effektive skattesatsen varierer fra år til år, med et gjennomsnitt på 21,60%. Gjennomsnittet er beregnet fra årene 2019 til 2022. Det er ikke relevant å medregne 2023 ettersom den rapporterte skatten var negativ. At skattekostnaden var negativ skyldes endringer i utsatt skatt på grunn av positive midlertidige forskjeller. I tillegg er det ikke hensiktsmessig å ta med 2018 i beregningen da selskapsskatten på dette tidspunktet var 23%. På nåværende tidspunkt er imidlertid selskapsskatten og derav marginals-katten 22%. Årsaken til at den effektive skattesatsen avviker fra marginals-katten skyldes midlertidige forskjeller som eksisterer mellom regnskapsmessige og skattemessige verdier (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 64). Midlertidige forskjeller oppstår som en konsekvens av at eiendommene føres etter historisk kost i skatteregnskapet og avskrives basert på denne verdien, mens det i konsernregnskapet skal føres etter virkelig verdi (Nilssen & Schnell, 2022, s. 112).

| Historisk utvikling i skattesats | | | | | | |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|----------|--------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Gjennomsnitt |
| Skattekostnad | 498 | 81 | 944 | 668 | (524) | |
| Resultat før skattekostnad | 2336 | 338 | 4767 | 3134 | 2177 | |
| Effektiv skattesats | 21,32 % | 23,96 % | 19,80 % | 21,31 % | -24,07 % | 21,60 % |

Tabell 6.22: Historisk utvikling i skattesats

Som nevnt inkluderes verdiendring av eiendommene som en del av driftsresultatet, som dermed også påvirker skattekostnaden. I det estimerte regnskapet er verdijustering derimot ikke inkludert. Derfor er det naturlig å ekskludere denne skattemessige effekten fordi det er en midlertidig forskjell som kun slår ut ved realisasjon av gevinst. Dette, i kombinasjon med at Damodaran anbefaler å ta utgangspunkt i marginal skattesats, gjør at vi velger å ta utgangspunkt i selskapsskatten på 22% ved beregning av fri kontantstrøm til total kapital (Damodaran, 2012, s. 213). Prognosen er presentert i tabellen under.

| Prognose skattekostnad og skattesats | | | | | | | |
|--------------------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| År | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | Terminal |
| Driftsresultat | 3310 | 3382,88 | 3532,07 | 3664,79 | 3796,09 | 3936,43 | 4015,15 |
| Skattesats | 24,07 % | 22,00 % | 22,00 % | 22,00 % | 22,00 % | 22,00 % | 22,00 % |
| Skattekostnad | (524,00) | 744,23 | 777,06 | 806,25 | 835,14 | 866,01 | 883,33 |

Tabell 6.23: Prognose av skattekostnad og skattesats

6.7 Oppsummering av fremtidsregnskap

Tabellen nedenfor viser det ferdigstilte fremtidsregnskapet.

| Fri kontantstrøm til selskapet | | | | | | | |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| År | 2023 | E2024 | 1 E2025 | 2 E2026 | 3 E2027 | 4 E2028 | 5 Terminal |
| Driftsinntekter | 4 876,00 | 5 162,41 | 5 399,37 | 5 610,76 | 5 820,81 | 6 045,00 | 6 165,90 |
| Driftskostnader | 1 706,00 | 1 921,95 | 2 010,17 | 2 088,87 | 2 167,06 | 2 250,53 | 2 295,54 |
| Resultat i FKV og TS | 140,00 | 142,41 | 142,86 | 142,89 | 142,35 | 141,95 | 144,79 |
| Driftsresultat | 3 310,00 | 3 382,88 | 3 532,07 | 3 664,79 | 3 796,09 | 3 936,43 | 4 015,15 |
| Skattekostnad | -524,00 | 744,23 | 777,06 | 806,25 | 835,14 | 866,01 | 883,33 |
| Investeringer | 2 024,00 | 1 026,06 | 1 052,74 | 1 076,95 | 1 097,42 | 1 119,37 | 1 141,75 |
| Endring i ikke-kontant arbeidskapital | (55,00) | (406,08) | (28,88) | (25,76) | (25,60) | (27,32) | - |
| Avskrivninger og nedskrivninger | 17,00 | 18,15 | 19,38 | 20,70 | 22,10 | 23,60 | 24,07 |
| Fri kontantstrøm til selskapet | 1 882,00 | 2 036,82 | 1 750,53 | 1 828,04 | 1 911,23 | 2 001,96 | 2 042,00 |

Tabell 6.24: Fremtidsregnskap

7.0 Avkastningskrav

Enhver investering i et selskap innebærer risiko, og investorer vil kreve en avkastning som justerer for denne risikoen. Dette kalles avkastningskrav og defineres som “den forventede alternative avkastningen som kunne vært oppnådd til samme risiko” (Stortinget, 1999).

Det skilles mellom avkastningskrav til egenkapital og avkastningskrav til total kapital, avhengig av hvilken verdsettelsesmodell som brukes. Når man kun verdsetter egenkapitalandelen i et selskap, skal avkastningskrav til egenkapital benyttes. Når man derimot skal verdsette hele virksomheten, som inkluderer, i tillegg til egenkapital, de andre rettighetshaverne i selskapet, skal avkastningskrav til total kapital brukes. Det er viktig å unngå å blande kontantstrømmer og avkastningskrav, da dette vil resultere i feilaktig verddivurdering (Damodaran, 2012, s. 13-14). Verdsettelsesmetoden i denne oppgaven baserer seg på fri kontantstrøm til selskapet, og følgelig må avkastningskrav til total kapitalen benyttes. For å komme frem til egenkapitalverdi må netto rentebærende gjeld trekkes fra selskapsverdien (Enterprise Value).

Vi benytter kapitalkostnaden (WACC) som avkastningskrav til total kapitalen. Den består av to komponenter; egenkapitalkostnad og gjeldskostnad. WACC er den avkastningen som både långivere og aksjeeiere krever for å tilføre kapital, og er derfor et mål på risikoen forbundet med selskapet. WACC tar også hensyn til skattefordelen som følger med gjeld, ettersom renteutgifter er fradragsberettiget (Damodaran, s. 252).

7.1 Egenkapitalkostnad

Kapitalverdimodellen (CAPM) er metoden som brukes for å beregne egenkapitalkostnaden for OLT. Denne modellen har vært i bruk lengst og er fortsatt den som oftest benyttes av profesjonelle aktører (Damodaran, 2012, 65). CAPM beskriver sammenhengen mellom systematisk risiko og et aktivums forventede avkastning. Formålet med modellen er å sørge for at investorene skal kompenseres for å ta systematisk risiko. Jo høyere risiko, desto høyere avkastning er forventet. Det er altså en lineær sammenheng mellom avkastningskravet til en investering og risikoen en investor tar (Sander, 2024). Modellen består av tre variabler; risikofri rente, beta og markedsrisikopremie. Det er imidlertid vanlig å legge til andre risikopremier som bedre skal reflektere selskapets risiko, slik som landrisiko, likviditetsrisiko og kontrollrisiko. CAPM kan beregnes ved følgende formel:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

$E(R_i)$ = forventet avkastning på investeringen

R_f = risikofri rente

$E(R_m)$ = forventet avkastning på markedsportefølje

β_i = beta på investeringen

$[E(R_m) - R_f]$ = markedets risikopremie

7.2 Risikofri rente

For at en eiendel skal være risikofri må to antakelser være til stede. Det kan ikke være misligholds- eller reinvesteringsrisiko. I praksis er det vanskelig å finne en slik eiendel, fordi enhver form for investering vil innebære en viss risiko for at innehaveren av eiendelen ikke vil være i stand til å betale tilbake. For at en eiendel ikke skal ha reinvesteringsrisiko må den faktiske avkastningen være lik den forventede avkastningen. Dette er vanskelig å oppnå fordi man ikke vet til hvilken rente man kan reinvestere kupongene sine. Likevel, vil det nærmeste man kommer til en risikofri eiendel være en 10-årig nullkupong statsobligasjon (Damodaran, 2012, 155-165). Ved å gå inn på Norges bank sine estimerte verdier for nullkupongobligasjoner finner man at 10-årig statsobligasjon den 29.12.2023 var 3,239, og det er denne risikofrie renten vi legger til grunn (Norges-Bank, u.å.).

| | |
|--------------------------------|-----------|
| TENOR Løpetid | 10Y 10 år |
| TIME_PERIOD Tidsperiode | B:10Y: |
| 2023-12-29 | 3,239 |

Tabell 7.1: 10-årig nullkupong statsobligasjon (Norges-Bank, u.å.)

7.3 Beta

Beta er et mål på hvor mye en aksje svinger sammenlignet med markedet som helhet, ofte målt mot indeksen som aksjen er notert på. En beta over 1,0 betyr at en aksje er mer volatil enn markedet, hvilket også innebærer en høyere systematisk risiko (Kenton, 2024). På samme måte betyr en beta under 1,0 at en aksje er mindre volatil enn markedet.

Betaverdien kan beregnes på følgende måte:

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$$

Formel 7.1: Formel for beta

Den vanligste måten å estimere beta på er ved hjelp av regresjonsanalyse. Da baserer man seg på historiske data av aksjekurser og sammenligner dette med markedet. En annen måte å beregne beta på er ved en såkalt “bottom-up” metode. Denne metoden tar ikke utgangspunkt i historisk data slik som regresjonsbeta, men beregnes på grunnlag av komparative selskaper for å dekomponere betaen til forretningsrisiko og belåningsgrad (Damodaran, 2012, s. 183, 197).

7.3.1 Bottom-up beta

Ifølge Damodaran er “bottom-up” beta bedre enn regresjonsbeta av tre grunner. For det første er den mer presis fordi standardfeilen reduseres ettersom man tar et gjennomsnitt av flere regresjonsbetaer. For det andre kan en endring i et selskaps forretningsstruktur enklere gjenspeiles i en “bottom-up” beta, siden du kan justere vekten for de ulike virksomhetene. Til slutt, hvis et selskap endrer egenkapitalandelen, kan “bottom-up” betaen lett tilpasses for å gjenspeile disse endringene (Damodaran, 2012, s. 198)

Under ellers like forhold vil en økt finansiell belåningsgrad føre til høyere egenkapitalbeta. Intuitivt tenkes det at man i gode tider vil forvente at faste rentebetalinger på gjeld resulterer i høyere inntekt, og i dårlige tider forventes det lavere inntekt. Høyere belåningsgrad fører altså til mer volatilitet og investeringer er derfor mer utsatt for risiko (Damodaran, 2012, s. 195). Effekten av høyere belåningsgrad illustreres med følgende formel:

$$\beta_L = \beta_U [1 + (1 - t) \left(\frac{D}{E}\right)]$$

Formel 7.2: Levered beta

β_L : Levered beta

β_U : Unlevered beta

t: marginalsattesats

$\frac{D}{E}$: gjeldsgrad

Fremgangsmåten for bottom-up beta er følgende: Man finner gjennomsnittlig regresjonsbeta og gjennomsnittlig gjeldsgrad til sammenlignbare selskaper slik formelen under viser. Da får man “unlevered” beta til selskapet. Deretter settes “unlevered” beta sammen med selskapets egen gjeldsgrad inn i øverste formel for å til slutt finne “levered” beta til selskapet (Damodaran, 2012, s. 197).

$$\text{Unlevered beta}_{\text{business}} = \text{Beta}_{\text{comparable firms}} / [1 + (1 - t)(D/E \text{ ratio}_{\text{comparable firms}})]$$

Formel 7.3: Unlevered beta

Tabellen nedenfor viser gjennomsnittlig beta og gjeldsgrad for et utvalg av sammenlignbare selskaper. Dataene er hentet fra Refinitiv Eikon, med unntak av gjeldsgrad. Denne er beregnet ved å bruke markedsverdi av egenkapital og gjeld, slik Damodaran anbefaler (Damodaran, u.å.). Derfor vil gjeldsgraden her avvike fra gjeldsgraden i regnskapsanalysen som er basert på bokførte verdier.

| Beta for sammenlignbare selskaper | | | |
|--|------------------|--------------------------|----------------------|
| Konkurrenter | 5Å M beta | Gjeldsgrad (G/EK) | Skatteprosent |
| Entra ASA | 1,31 | 1,88 | 22,00 % |
| KMC Properties ASA | 1,92 | 1,34 | 20,20 % |
| Aurora Eiendom AS | -0,07 | 1,78 | 22,70 % |
| Citycon Oyj | 1,11 | 1,92 | 22,70 % |
| <i>Gjennomsnitt</i> | 1,07 | 1,73 | 21,90 % |

Tabell 7.2: Beta for sammenlignbare selskaper ,

Ved å ta utgangspunkt i konkurrerende selskaper får vi en unlevered beta på 0,45. Denne betaen med OLT sin gjeldsgrad, tilsvarer en levered beta på 0,84, som fremkommer av tabellen under. Årsaken til at OLT får lavere beta enn gjennomsnittet skyldes en betydelig lavere gjeldsgrad på 1,10 i forhold til gjennomsnittet på 1,73.

| Levered beta for Olav Thon Eiendomsselskap ASA | |
|---|---------------------|
| | Gjennomsnitt |
| Unlevered beta | 0,45 |
| Levered beta Olav Thon eiendomsselskap ASA | 0,84 |

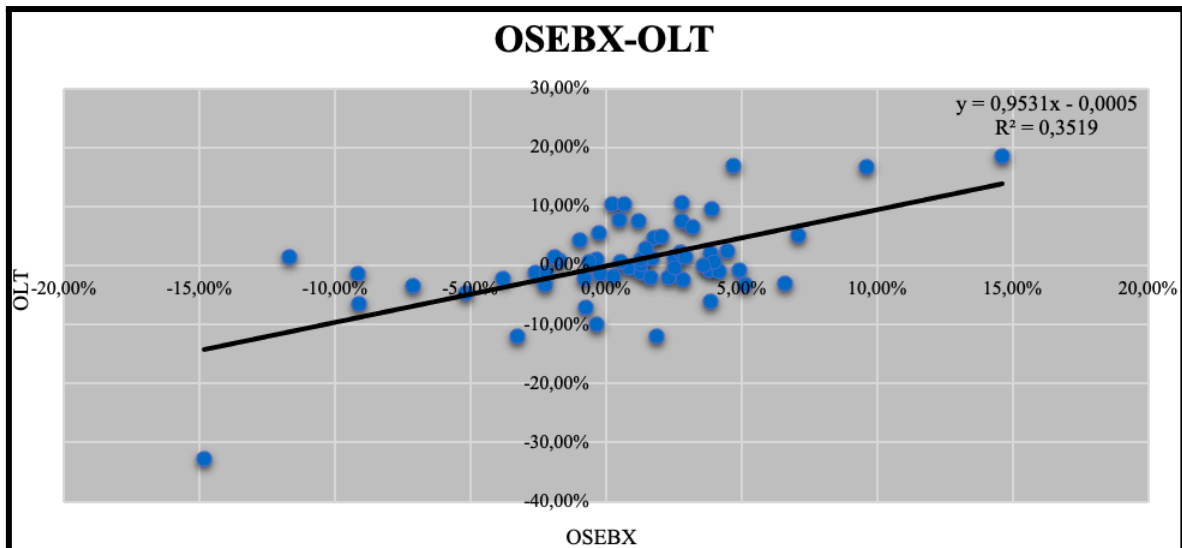
Tabell 7.3: Levered beta for OLT

7.3.2 Regresjonsbeta

For å beregne egenkapitalbetaen til OLT setter vi avkastningen til selskapet som den avhengige variabelen (Y), mens avkastningen til OSEBX settes som forklaringsvariabelen (X). Regresjonen tar utgangspunkt i avkastningen på Oslo Børs fordi det er her selskapet er notert. Tidsintervallet er fra 30.12.2018 til 31.12.2023. Tidligere oppgaver om OLT har enten brukt femårig daglig eller ukentlig avkastning (Nilssen & Schnell, 2022, s. 150), (Ballestad, 2023, s. 127), (Olsen et al., 2023, s. 76). Omtrent 25% av utestående aksjer i markedet er lett omsettelige til enhver tid. På grunn av lite likviditet i aksjen velger vi derfor å benytte en femårig månedlig avkastning som bedre reflekterer den faktiske markedsrisikoen til selskapet. En aksje med lite likviditet har en tendens til å inneholde bias i regresjonen ved korte tidsintervall. (Damodaran, 2012, s. 190). Regresjonen under viser en beta på 0,95, og har en forklaringsgrad på 35,19%. Det betyr at 35,19% av variasjonen i avkastningen til OLT kan forklares av endringene i Oslo Børs' utvikling.

| | <i>Koeffisienter</i> | <i>Standardfeil</i> | <i>t-Stat</i> | <i>P-verdi</i> | <i>Nederste 95%</i> | <i>Øverste 95%</i> | <i>Nedre 95,0%</i> | <i>Øverste 95,0%</i> |
|----------------|----------------------|---------------------|---------------|----------------|---------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
| Skjæringspunkt | -0,00049 | 0,00791 | -0,06167 | 0,95103 | -0,01631 | 0,01533 | -0,01631 | 0,01533 |
| X-variabel 1 | 0,95313 | 0,16839 | 5,66033 | 0,00000 | 0,61619 | 1,29008 | 0,61619 | 1,29008 |

Figur 7.1: Estimert regresjonsbeta



Graf 7.1 Regresjonsligning

7.3.3 Justert beta

Etter å ha estimert en regresjonsbeta er det vanlig å justere den mot 1. Empirisk forskning har vist at betaen til de fleste selskaper har en tendens til å gå mot gjennomsnittsbetaen som er 1. Når selskaper blir større pleier de å utvide sin produktmiks og bli mer diversifiserte. Dermed reflekterer selskapet mindre risiko og betaen justeres mot 1 (Damodaran, 2012, s. 187). Bloomberg kalkulerer justert beta på følgende måte:

$$\text{Adjusted beta} = \text{Raw beta}(0.67) + 1.00(0.33)$$

Formel 7.4: Justert beta

Vektingen er $\frac{2}{3}$ på regresjonsbeta og $\frac{1}{3}$ på gjennomsnittsbetaen. Vi velger å se bort fra justert beta fordi vi anser OLT som et modent og stabilt vekstselskap. I tillegg kom vi frem til en regresjonsbeta som allerede ligger nær 1.

På grunn av få sammenlignbare selskaper, og en bottom-up beta basert på et lite utvalg selskaper, velger vi å gå videre med regresjonsbetaen på 0,95.

7.4 Markedsrisikopremie

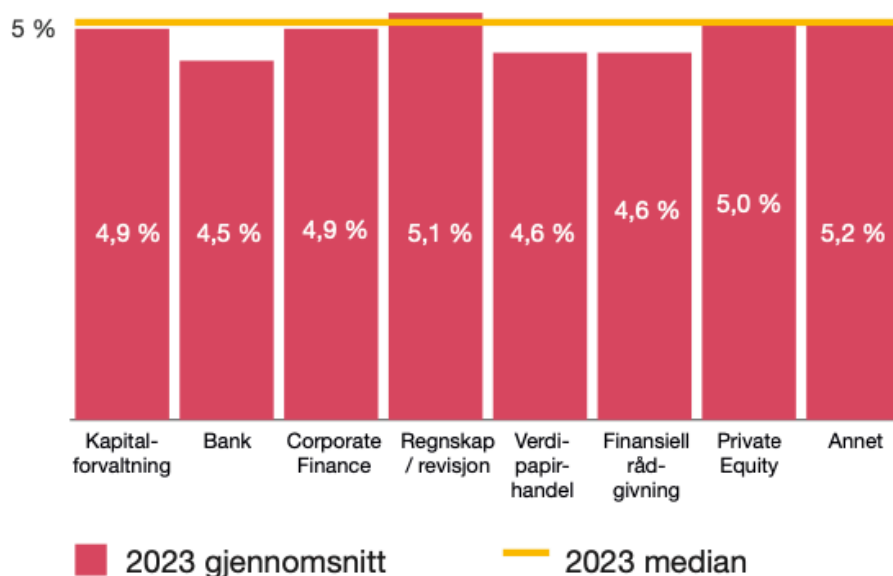
Markedsrisikopremien er et mål på avkastningen en investor vil kreve utover risikofri rente. Den beregnes ved å ta historisk avkastning i aksjemarkedet minus risikofri rente. Beregninger av risikopremien varierer mellom ulike aktører på grunn av ulike metoder for estimering. Faktorer som påvirker risikopremien er valg av tidshorisont, valg av risikofri

rente og valg av gjennomsnittsmetode. Damodaran argumenterer for at det mest nøyaktige målet for markedsrisikopremie er ved å se på en lang tidshorisont, med en langsiktig statsobligasjon som risikofri rente og ved bruk av geometrisk gjennomsnitt (Damodaran, 2012, s. 161-163).

OLT opererer stort sett i det norske markedet og det vil derfor være hensiktsmessig å benytte en markedsrisikopremie som reflekterer dette. PwC skriver:

“Markedsrisikopremien i det norske markedet er uendret og har en median på 5,0%” (PwC, 2023). Av den grunn setter vi markedsrisikopremien lik 5,0%.

4.2.2 Gjennomsnittlig markedsrisikopremie 2023



Figur 7.2: Gjennomsnittlig markedsrisikopremie 2023 (PwC, 2023)

7.5 Likviditetspremie

Likviditetspremie, også kalt småbedriftspremie, er en premie som legges til i egenkapitalkostnaden for selskaper som er mindre likvide. Selskaper med lite likviditet vil ha vanskeligheter for å omsettes effektivt i et marked og er dermed mer risikofylt. Det må derfor legges til en premie (Ødegaard, 2023, s. 8). OLT har en estimert markedsverdi av egenkapitalen på kr 18,93 milliarder. Figur 7.2 viser hvilken småbedriftspremie et utvalg respondenter fra Forening i Finans bruker (PwC, 2023). OLT havner i det øvre sjiktet i

kategorien for selskaper med en markedsverdi av egenkapitalen på over kr 5 milliarder, som resulterer i en småbedriftspremie på 0,5%. Imidlertid anses denne verdien som for lav. Grunnen er at Olav Thon Gruppen eier 74,6% av alle utestående aksjer, som gjør at aksjene sjeldent omsettes i markedet. Dette kommer til syne ved lavt handelsvolum og omsetning i aksjen. Ved å undersøke hvor mange ganger OLT blir handlet på et utvalg tilfeldige børsdager i forhold til konkurrentene får man et bedre inntrykk av hvor illikvid aksjen er. Tabellen under viser OLT sitt handelsvolum sammenlignet med ENTRA.

| Handelsvolum | | | | | |
|--------------|--------|--|------------|---------|--|
| OLT | | | ENTRA | | |
| Dato | Volum | | Dato | Volum | |
| 01.06.2023 | 2 685 | | 01.06.2023 | 141 441 | |
| 03.07.2023 | 4 430 | | 03.07.2023 | 114 757 | |
| 01.08.2023 | 629 | | 01.08.2023 | 52 815 | |
| 01.09.2023 | 1 196 | | 01.09.2023 | 108 384 | |
| 02.10.2023 | 8 081 | | 02.10.2023 | 145 243 | |
| 01.11.2023 | 947 | | 01.11.2023 | 119 867 | |
| 01.12.2023 | 25 944 | | 01.12.2023 | 240 821 | |

Tabell 7.4 Handelsvolum OLT og ENTRA (Tall hentet fra Euronext Live Markets)

Et eksempel er forskjellen mellom OLT sitt volum på 2 685, og ENTRA sitt volum på 141 441 den 01.06.2023. Med dette som utgangspunkt velger vi å oppjustere likviditetspremien til medianen på 1,0%.

| 4.4.3 Småbedriftspremie 2021-2023 | | | | | | |
|-----------------------------------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | 2021 | | 2022 | | 2023 | |
| Småbedriftspremie | Gj.snitt | Median | Gj.snitt | Median | Gj.snitt | Median |
| Egenkap. over 5 mrd NOK | 0,9 % | 0,0 % | 0,9 % | 0,0 % | 0,5 % | 0,0 % |
| Egenkap. 2-5 mrd NOK | 1,7 % | 1,0 % | 1,3 % | 1,0 % | 1,7 % | 1,0 % |
| Egenkap. 1-2 mrd NOK | 2,6 % | 2,0 % | 2,5 % | 2,0 % | 1,9 % | 1,5 % |
| Egenkap. 0,5-1 mrd NOK | 4,0 % | 3,0 % | 3,2 % | 2,0 % | 2,7 % | 2,0 % |
| Egenkap. 0,1-0,5 mrd NOK | 5,5 % | 4,0 % | 4,2 % | 3,3 % | 3,0 % | 2,5 % |
| Egenkap. 0-0,1 mrd NOK | 7,1 % | 5,0 % | 5,3 % | 5,0 % | 3,9 % | 3,0 % |

Figur 7.3: Småbedriftspremie 2021 - 2023 (PwC, 2023)

7.6 Oppsummering av egenkapitalkostnaden

Basert på ovennevnte analyse kan vi nå beregne avkastningskravet til egenkapitalen ved bruk av kapitalverdimodellen. Dette illustreres i tabell 7.5. Formelen er følgende:

$$\text{Cost of equity } (k_e): r_f + \beta (r_m - r_f) + f(c_i)$$

Formel 7.5: Egenkapitalkostnad

r_f : risikofri rente

β : beta

r_m : markedsavkastning

$f(c_i)$: likviditetspremie

| Kapitalverdimodellen | |
|---------------------------|---------------|
| Risikofri rente | 3,24 % |
| Beta | 0,95 |
| Markedsrisikopremie | 5,00 % |
| Likviditetspremie | 1,00 % |
| Egenkapitalkostnad | 9,00 % |

Tabell 7.5: Egenkapitalkostnad for OLT

7.7 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden er kostnaden selskapet har i forbindelse med finansiering av prosjekter, og består av risikofri rente, misligholdsrisiko og skattefordel forbundet med gjeld. Det finnes flere måter å estimere gjeldskostnad på. Dersom et selskap har mange utestående obligasjoner som er likvide og handles ofte, kan yielden kalkuleres og brukes som gjeldskostnad. Noen selskaper har derimot ikke obligasjoner som omsettes regelmessig, og da kan rating fra kredittvurderingsbyråer benyttes som beregning av påslag for misligholdsrisiko. Hvis heller ikke dette er tilgjengelig, presenterer Damodaran to alternativer. Det ene er å se på nylig lånehistorikk, mens det andre er å beregne en syntetisk rating ved å bruke rentedekningsgrad (Damodaran, 2012, s. 211-212).

7.7.1 Vektet gjennomsnittlig gjeldskostnad

OLT har listet opp alle sine utestående lån og obligasjoner med tilleggsavtaler på sin nettside (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.). Tabellen under viser en oversikt over antall obligasjoner, forfallsdato og år til forfall.

| Obligasjoner | Forfall | År til forfall |
|--------------|------------|----------------|
| #1 | 03.06.2024 | 0,43 |
| #2 | 25.09.2024 | 0,75 |
| #3 | 03.02.2025 | 1,11 |
| #4 | 25.08.2025 | 1,68 |
| #5 | 29.05.2025 | 1,78 |
| #6 | 03.03.2026 | 2,20 |
| #7 | 01.09.2026 | 2,71 |
| #8 | 27.01.2027 | 3,12 |
| #9 | 02.09.2027 | 3,73 |
| #10 | 03.03.2028 | 4,23 |
| #11 | 24.11.2028 | 4,98 |
| #12 | 23.02.2029 | 5,23 |
| #13 | 04.04.2030 | 6,35 |
| #14 | 25.08.2031 | 7,76 |
| #15 | 12.04.2032 | 8,41 |

Tabell 7.6: Obligasjoner til forfall

Ved å ta utgangspunkt i 31.12.2023 og datoene obligasjonene forfaller finner man antall år til forfall. Obligasjonene følger et 360-dagers år med utgangspunkt i IMM-datoene som er vanlig brukte forfallsdatoer for enkelte pengemarkedsinstrumenter (Norges Bank, 2023, 23). Av den grunn deler vi antall dager til forfall på 360.

Tre måneders NIBOR er en pengemarkedsrente og er renten på lån mellom bankene. Den brukes ofte som en referanserente for finansielle produkter (Norges Bank, 2023, 27). Omtrent halvparten av obligasjonene til OLT benytter en tre måneders NIBOR rente med en rentemargin som påslag. Tabellen under viser hva 3 måneders NIBOR var 29. desember 2023, og vil legges til grunn i videre beregninger.

| Exchange Date | Fixing Value |
|---------------|--------------|
| 29-des-2023 | 4,73 |

Tabell 7.7: 3 måneders NIBOR

Alle obligasjonslånene til OLT med tre måneders NIBOR som referanserente forrentes kvartalsvis. Renten på lånene er imidlertid oppgitt som nominell årlig rente. Av den grunn har vi valgt å regne ut den effektive årlige renten (EAR), slik at gjeldskostnaden blir mest mulig nøyaktig. Denne tilnærmingen gir et mer presist bilde av rentekostnadene til OLT. Det kan illustreres ved tabellen nedenfor.

| Nominell og EAR rente | | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Nominell | 5,40 % | 5,48 % | 5,60 % | 5,56 % | 5,80 % | 6,23 % | 6,88 % | 5,93 % |
| EAR | 5,51 % | 5,59 % | 5,72 % | 5,68 % | 5,93 % | 6,38 % | 7,06 % | 6,06 % |

Tabell 7.8: Nominell og årlig effektiv rente

Tabell 7.9 viser en oversikt over rentebetingelser, grunnrente, rentemargin, nominell rente og effektiv årlig rente basert på hver obligasjon.

| Rentebetingelse | Grunnrente | Rentemargin | Nominell rente | Effektiv årlig rente |
|-----------------|------------|-------------|----------------|----------------------|
| 3 måneder NIBOR | | 4,73 | | 5,51 % |
| Fast rente | | 2,62 | | 2,62 % |
| 3 måneder NIBOR | | 4,73 | | 5,59 % |
| Fast rente | | 2,03 | | 2,03 % |
| Fast rente | | 5,67 | | 5,67 % |
| 3 måneder NIBOR | | 4,73 | 5,6 | 5,72 % |
| 3 måneder NIBOR | | 4,73 | 5,56 | 5,68 % |
| Fast rente | | 2,9 | | 2,90 % |
| Fast rente | | 2,33 | | 2,33 % |
| 3 måneder NIBOR | | 4,73 | 5,8 | 5,93 % |
| 3 måneder NIBOR | | 4,73 | 6,23 | 6,38 % |
| Fast rente | | 5,792 | | 5,79 % |
| 3 måneder NIBOR | | 4,73 | 6,88 | 7,06 % |
| 3 måneder NIBOR | | 4,73 | 5,93 | 6,06 % |
| Fast rente | | 4,17 | | 4,17 % |

Tabell 7.9: Obligasjonenes årlige effektive rente

OLT oppgir i årsrapporten en gjennomsnittlig rente på 5,17% (Damodaran, 2012, s. 9). Dette er basert på obligasjonsgjeld samt langsiktig og kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner. Det er imidlertid rentekostnader fra obligasjonene som er oppgitt på OLT sin nettside. Dermed tar vi utgangspunkt i disse ved beregning av vektet gjennomsnittlig gjeldskostnad. For å finne yielden til alle obligasjonene må hver obligasjon vektet basert på total obligasjonsgjeld og multipliseres med tilhørende årlige effektive rente. Det forutsettes at bokført verdi av gjeld er lik markedsverdi av gjeld. Vi beregnet pålydende verdi av obligasjonsgjelden til 11 994 MNOK, men OLT rapporterte i

sin årsrapport en verdi lik 11 809 MNOK. En sannsynlig forklaring er at høyere renter har redusert verdien på eksisterende obligasjoner, slik at 11 809 MNOK er den nye markedsverdien. Som tabellen nedenfor viser, kommer vi frem til en gjennomsnittlig rente på 5,02%.

| MNOK | Vektete gjennomsnitt | | |
|------------------|----------------------|-----------------|----------------|
| Markedsverdi | Vekt | Gjeldskostnad | År til forfall |
| 984,57 | | 8,34 % | 0,46 % |
| 492,28 | | 4,17 % | 0,11 % |
| 984,57 | | 8,34 % | 0,47 % |
| 1 378,39 | | 11,67 % | 0,24 % |
| 683,41 | | 5,79 % | 0,33 % |
| 1 132,25 | | 9,59 % | 0,55 % |
| 295,37 | | 2,50 % | 0,14 % |
| 246,14 | | 2,08 % | 0,06 % |
| 492,28 | | 4,17 % | 0,10 % |
| 1 772,22 | | 15,01 % | 0,89 % |
| 984,57 | | 8,34 % | 0,53 % |
| 787,65 | | 6,67 % | 0,39 % |
| 393,83 | | 3,33 % | 0,24 % |
| 689,20 | | 5,84 % | 0,35 % |
| 492,28 | | 4,17 % | 0,17 % |
| 11 809,00 | | 100,00 % | 5,02% |

Tabell 7.10: Vektet gjennomsnittlig gjeldskostnad og år til forfall for obligasjoner

7.7.2 Syntetisk rating

En annen metode for å kalkulere gjeldskostnaden på er gjennom en syntetisk rating. Hvis et selskap ikke har fått en rating fra et kredittvurderingsbyrå kan man ifølge damodaran estimere en rating basert på rentedeckningsgraden til selskapet. På grunn av høy volatilitet i rentedeckningsgraden velger vi å legge til grunn et gjennomsnitt fra de siste fem årene. Damodaran har laget en liste som kobler rentedeckningsgraden til et selskap mot en syntetisk rating, samt en spredning som tilhører denne ratingen. Koblingen mellom rentedeckningsgrad og rating ble utviklet ved å se på alle kredittvurderte selskaper i USA. Spredningen er hentet fra omsatte obligasjoner (Damodaran, 2024). Tabellen nedenfor viser at OLT med en gjennomsnittlig rentedeckningsgrad på 3,51, får en kredittvurdering på Ba1/BB+ med en rentespredning på 1,74%. Dette gir en gjeldskostnad på 4,98%.

Gjeldskostnad (syntetisk rating): rentespredning + risikofri rente

Formel 7.6: Gjeldskostnad (syntetisk rating)

| Syntetisk rating | |
|--|---------------|
| 5 år gjennomsnittlig rentedekningsgrad | 3,51 |
| Syntetisk rating fra Damodaran | Ba1/BB+ |
| Rentespredning | 1,74 % |
| Risikofri rente | 3,24 % |
| Gjeldskostnad | 4,98 % |

Tabell 7.11: Syntetisk rating

Det kan tenkes at rating fra et kredittvurderingsbyrå vil gi en mer nøyaktig syntetisk rating, ettersom de inkluderer flere nøkkeltall i beregningene. OLT ble ratet Baa2 av Moody's 14. Mars 2024 (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 12). Per 31.12.2023 ville en rating på Baa2 gitt en rentespredning på 1,29% samt en gjeldskostnad på 4,53% (Ycharts, u.å.). Dette er imidlertid informasjon som ikke var tilgjengelig 31.12.2023, hvorpå ting kan ha endret seg siden den tid.

7.7.3 Nylig lånehistorikk

Den siste anbefalte metoden Damodaran viser til er å se på nylig lånehistorikk for å beregne gjeldskostnad. Nylig lånehistorikk hos OLT viser at de tok opp et obligasjonslån 23.11.2023, med fastrente på 5,792%. Etter skatt tilsvarer dette en lånekostnad på 4,52%.

7.7.4 Oppsummering av gjeldskostnad

Vi kom fram til en vektet gjennomsnittlig gjeldskostnad på 5,02%. Dette er dog kun basert på obligasjonene. OLT har også gjeld til kredittinstitusjoner og dette må inkluderes i beregningen av gjeldskostnad. Ettersom vår beregning på 5,02% i liten grad avviker fra gjeldskostnaden som OLT oppgir i årsrapporten, anser vi 5,17% som legitim å bruke i videre beregninger. I tillegg vurderer vi den syntetiske ratingen og nylig lånehistorikk som mindre nøyaktig enn vektet gjennomsnittlig gjeldskostnad.

7.8 Kapitalkostnaden

OLT oppgir i årsrapporten en egenkapitalandel på 50% (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 4). Vi tar derimot utgangspunkt i markedsverdier og finner vekt av egenkapital på 48% og en vekt av gjeld på 52%.

| Vekter | | | |
|----------------------------|----------------|----------------------|---------------|
| Vekt av egenkapital | | Vekt av gjeld | |
| Aksjepris (NOK) | 186,50 | Rentebærende gjeld | 20 997 000,00 |
| Utestående aksjer | 101 478 908,00 | Bankinskudd | 226 000,00 |
| Egenkapital | 18 925 816,34 | Netto gjeld | 20 771 000,00 |
| Vekt av egenkapital | 0,48 | Vekt av gjeld | 0,52 |

Tabell 7.12: Vekt av egenkapital og gjeld

I beregningen av kapitalkostnaden bruker vi en skattesats på 22%. OLT oppgir i årsrapporten en anvendt skattesats på 22% (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2024, s. 56). Marginalskattesats er den mest nøyaktige skattesatsen å bruke, fordi rentekostnadene gir fradrag på siste krone tjent og sparer selskapet for skatt (Damodaran, 2012, s. 213).

Formelen for vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad:

$$WACC: \left(\frac{E}{E+D} * r_e \right) + \left(\frac{D}{E+D} * r_d * (1 - T) \right)$$

Formel 7.7: WACC

E : Egenkapital

D : Gjeld

r_e : Egenkapitalkostnad

r_d : Gjeldskostnad

T : Skattesats

PwC har estimert kapitalkostnadene for brede sektorer i Norden og rapporterer en kapitalkostnad på 7,2% for eiendomsbransjen i desember 2023. Deres beregning av avkastningskrav til total kapital har lagt til grunn en risikofri rente basert på Swap Rente for 6M LIBOR (10 år), mens egenkapitalbeta er utledet ved å bruke median eiendelsbeta for eiendomsbransjen. Det er heller ikke tatt høyde for noen spesifikke landrisikopremie, småbedriftspremie eller ulikheter i inflasjon. (PwC, u.å.). For OLT har vi derimot estimert en kapitalkostnad på 6,40% slik tabellen nedenfor viser. Differansen skyldes at vi legger til grunn en risikofri rente basert på 10-årig nullkupong statsobligasjon, mens beta er beregnet ved hjelp av regresjonsanalyse. Dessuten har PwC basert sitt avkastningskrav på hele bransjen, i motsetning til vår analyse.

| Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad | |
|--|---------------|
| Egenkapitalkostnad | 9,00 % |
| Gjeldskostnad | 5,17 % |
| Skattesats | 22 % |
| Vekt av egenkapital | 0,48 |
| Vekt av gjeld | 0,52 |
| Kapitalkostnad | 6,40 % |

Tabell 7.13: Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

8.0 Fundamental verdsettelse

Med utgangspunkt i kapittel 6.0 fremtidsregnskap og kapittel 7.0 avkastningskrav kan vi nå beregne egenkapitalverdien til OLT. Tabellen under viser fremgangsmåten for å komme frem til nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet.

| Nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet | |
|---|---|
| | Driftsinntekter |
| - | Driftskostnader |
| + | Resultat i FKV og TS |
| = | Driftsresultat |
| | Driftsresultat |
| - | Skattekostnad |
| - | Investeringer |
| - | Endring i ikke-kontant arbeidskapital |
| + | Avskrivninger og nedskrivninger |
| = | Fri kontantstrøm til selskapet |
| x | Kumulativ diskonteringsfaktor |
| = | Nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet |

Tabell 8.1: Fremgangsmåte for nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet

Fri kontantstrøm til selskapet baserer seg på prognoser fra fremtidsregnskapet, og blir neddiskontert med en kumulativ diskonteringsfaktor basert på kapitalkostnaden for å finne nåverdien av kontantstrømmene. Dette illustreres nedenfor.

| Nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet | | | | | | | |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| År | 2023 | E2024 | 1 E2025 | 2 E2026 | 3 E2027 | 4 E2028 | 5 Terminal |
| Driftsinntekter | 4 876,00 | 5 162,41 | 5 399,37 | 5 610,76 | 5 820,81 | 6 045,00 | 6 165,90 |
| Driftskostnader | 1 706,00 | 1 921,95 | 2 010,17 | 2 088,87 | 2 167,06 | 2 250,53 | 2 295,54 |
| Resultat i FKV og TS | 140,00 | 142,41 | 142,86 | 142,89 | 142,35 | 141,95 | 144,79 |
| Driftsresultat | 3 310,00 | 3 382,88 | 3 532,07 | 3 664,79 | 3 796,09 | 3 936,43 | 4 015,15 |
| Skattekostnad | -524,00 | 744,23 | 777,06 | 806,25 | 835,14 | 866,01 | 883,33 |
| Investeringer | 2 024,00 | 1 026,06 | 1 052,74 | 1 076,95 | 1 097,42 | 1 119,37 | 1 141,75 |
| Endring i ikke-kontant arbeidskapital | (55,00) | (406,08) | (28,88) | (25,76) | (25,60) | (27,32) | - |
| Avskrivninger og nedskrivninger | 17,00 | 18,15 | 19,38 | 20,70 | 22,10 | 23,60 | 24,07 |
| Fri kontantstrøm til selskapet | 1 882,00 | 2 036,82 | 1 750,53 | 1 828,04 | 1 911,23 | 2 001,96 | 2 042,00 |
| Kapitalkostnad | 6,40 % | 6,40 % | 6,40 % | 6,40 % | 6,40 % | 6,40 % | 6,40 % |
| Kumulativ diskonteringsfaktor | | 0,94 | 0,88 | 0,83 | 0,78 | 0,73 | 0,69 |
| Nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet | 1 882,00 | 1 914,25 | 1 546,19 | 1 517,48 | 1 491,07 | 1 467,86 | 34 003,97 |

Tabell 8.2: Nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet

Tabellen under viser verdi av selskapet, aksjonærers egenkapital og estimert aksjekurs.

| Estimert pris | |
|------------------------------|--------------------------|
| Nåverdi av terminalverdi | 34 003,97 |
| Nåverdi av kontantstrømmer | 7 936,84 |
| Verdi av selskap | 41 940,81 |
| Netto markedsverdi av gjeld | 20 771,00 |
| Minoritetsinteresser | 340,00 |
| Aksjonærs egenkapital | 20 829 808 183,33 |
| Utestående aksjer | 101 478 908,00 |
| Aksjepris | 205,26 |
| Pris NOK | 205,26 |
| Aksjepris (31.12.2023) | 186,50 |
| Oppside/Nedside | 10,06 % |

Tabell 8.3: Estimert pris

Verdien av selskapet beregnes ved å summere nåverdi av kontantstrømmer og nåverdi av terminalverdi. Videre trekker vi fra netto markedsverdi av gjeld og minoritetsinteresser for å finne egenkapitalverdien. Minoritetsinteresser representerer den andelen av egenkapitalen som verken direkte eller indirekte kan tilfalle selskapet (Norsk Regnskapsstiftelse, 2022, s. 2). For å få en mer nøyaktig representasjon av den faktiske egenkapitalen som tilhører aksjonærene i hovedselskapet, må derfor minoritetsinteresser trekkes fra. Aksjonærers egenkapital er kr 20 830 millioner.

Avslutningsvis divideres egenkapitalverdien på antall utestående aksjer, som resulterer i en pris per aksje på kr 205,26 og en oppside på 10,06%. Basert på våre beregninger tilsier dette at aksjen var underpriset i markedet 31.12.2023.

9.0 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse er en scenarioanalyse som blir brukt til verdivurdering og beslutningstaking. Det er et nyttig verktøy for å forstå hvordan endringer i makroøkonomiske forhold kan påvirke aksjekursen og dermed verdien av selskapet. Risikofylte eiendeler er vanligvis mer utsatt for svingninger enn stabile eiendeler, alt annet likt. Tilnærmingen kan også brukes for å minimere effekten av nedsiderisiko for uønskede hendelser (Damodaran, 2012, s. 896). Vi har valgt ut fire makroøkonomiske variabler som påvirker aksjekursen til OLT; endring i risikofri rente, beta, WACC og terminal vekst.

9.1 WACC mot terminalvekst

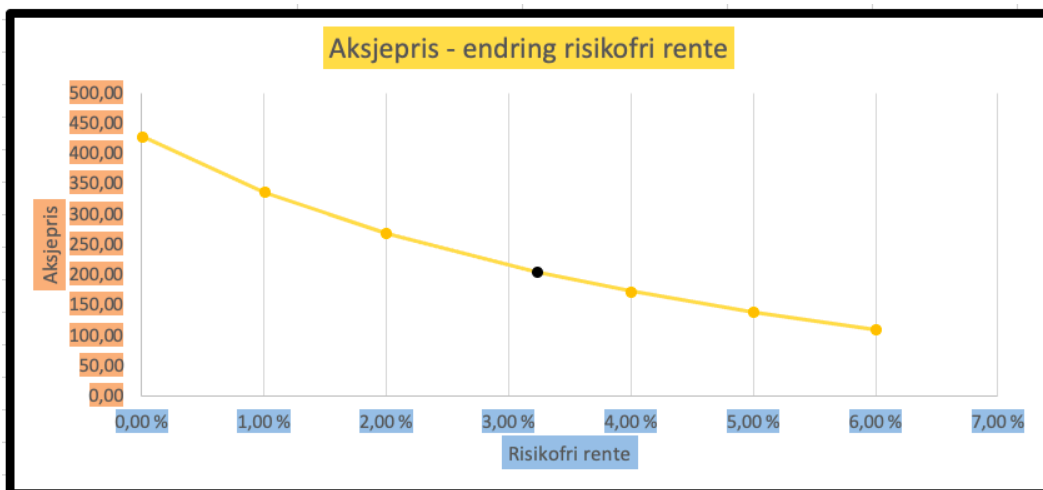
Ved å utføre en “hva-skjer-hvis-analyse” i Excel får man tabellen under. Den viser hvordan aksjekursen endrer seg ved endringer i terminalvekst og WACC. Aksjekursen stiger dersom terminalverdi stiger. Motsatt gjelder for WACC; aksjekursen stiger hvis WACC synker. Eksempelvis vil en terminalvekst på 2,20% og en WACC på 8,40% gi en pris på kr 83,25.

| Sensitivitetsanalyse | | | | | | | | |
|---------------------------------------|---------------|----------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|
| Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad | | | | | | | | |
| | 205,26 | 3,40 % | 4,40 % | 5,40 % | 6,40 % | 7,40 % | 8,40 % | 9,40 % |
| Terminalvekst | 1,70 % | 873,52 | 472,98 | 288,80 | 182,97 | 114,26 | 66,07 | 30,40 |
| | 1,80 % | 936,73 | 496,58 | 300,78 | 190,07 | 118,90 | 69,30 | 32,75 |
| | 1,90 % | 1 008,34 | 522,07 | 313,44 | 197,50 | 123,71 | 72,62 | 35,17 |
| | 2,00 % | 1 090,17 | 549,67 | 326,85 | 205,26 | 128,70 | 76,05 | 37,64 |
| | 2,10 % | 1 184,55 | 579,67 | 341,07 | 213,39 | 133,87 | 79,59 | 40,19 |
| | 2,20 % | 1 294,63 | 612,40 | 356,18 | 221,90 | 139,24 | 83,25 | 42,81 |
| | 2,30 % | 1 424,66 | 648,24 | 372,26 | 230,82 | 144,83 | 87,02 | 45,50 |

Tabell 9.1: Sensitivitetsanalyse WACC mot terminalvekst

9.2 Aksjepris - endring risikofri rente

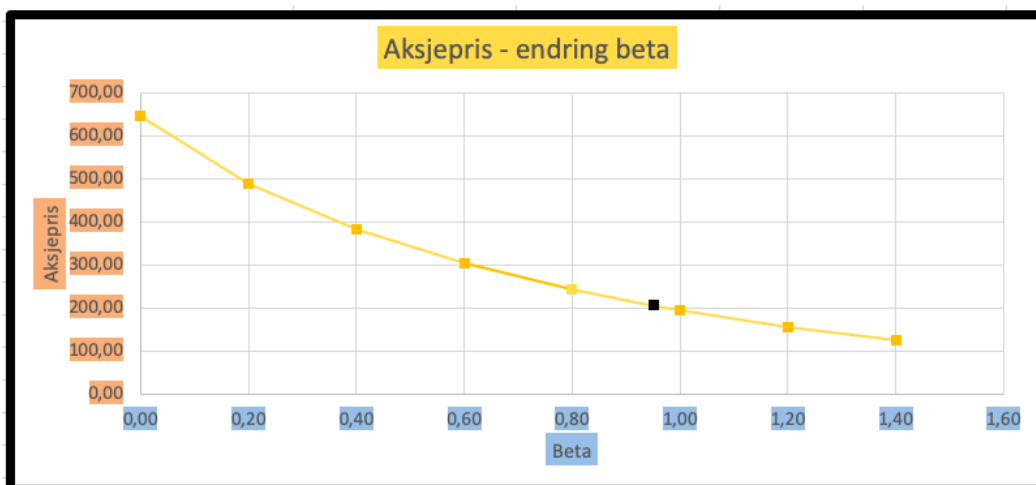
Grafen under illustrerer aksjepris ved endring i risikofri rente. Det svarte punktet på grafen er den risikofrie rente som ble brukt i beregningen av WACC tidligere i oppgaven. En økning i rentenivået påvirker aksjekursen negativt, og vice versa. Prisen på en aksje er definert som nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmene, og påvirkes av avkastningskravet. Jo høyere avkastningskravet er, desto lavere blir nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Dette illustreres gjennom kapitalverdimodellen. Grafen nedenfor viser at hvis risikofri rente synker til 2% blir aksjekursen kr 269,37.



Graf 9.1: Aksjepris - endring risikofri rente

9.3 Aksjepris - endring beta

Grafen under illustrerer aksjepris ved endring i beta. Det svarte punktet på grafen er betaen som ble brukt i beregningen av WACC tidligere i oppgaven. Høyere beta betyr høyere avkastningskrav som igjen betyr lavere aksjekurs, og vice versa. Med en beta på 1,20 vil prisen bli kr 156.

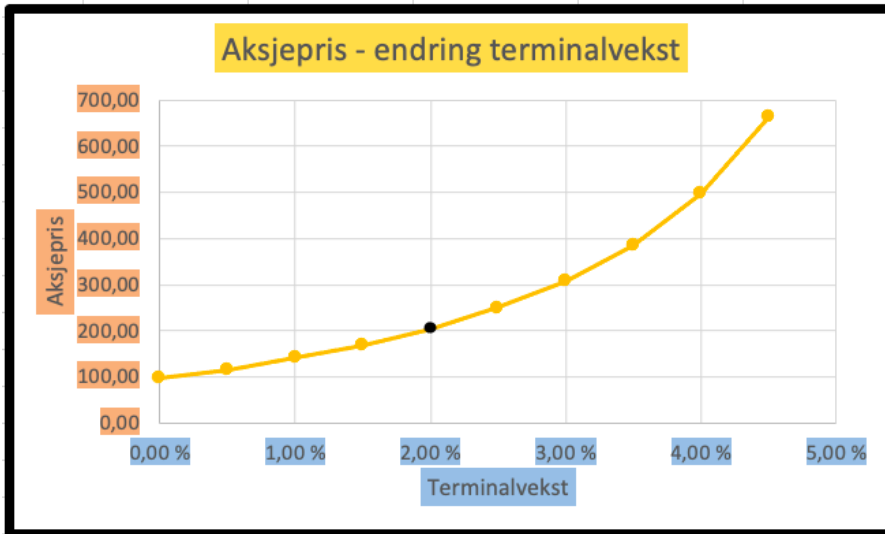


Graf 9.2: Aksjepris - endring beta

9.4 Aksjepris - endring terminalvekst

Grafen nedenfor illustrerer aksjepris ved endring i terminalvekst. Det svarte punktet på grafen er terminalveksten som ble brukt i beregningen av terminalverdi tidligere i oppgaven. Hvis terminalverdien stiger med 1% øker aksjekursen med nesten 50%. Riktig fastsettelse av terminalverdi er dermed kritisk med tanke på hvor sensitiv kursen er for

endringer. Dessuten er det konsensus om en terminalvekst på 2% og vi tror endringer i denne variabelen trolig ikke vil forekomme (PwC, 2023).

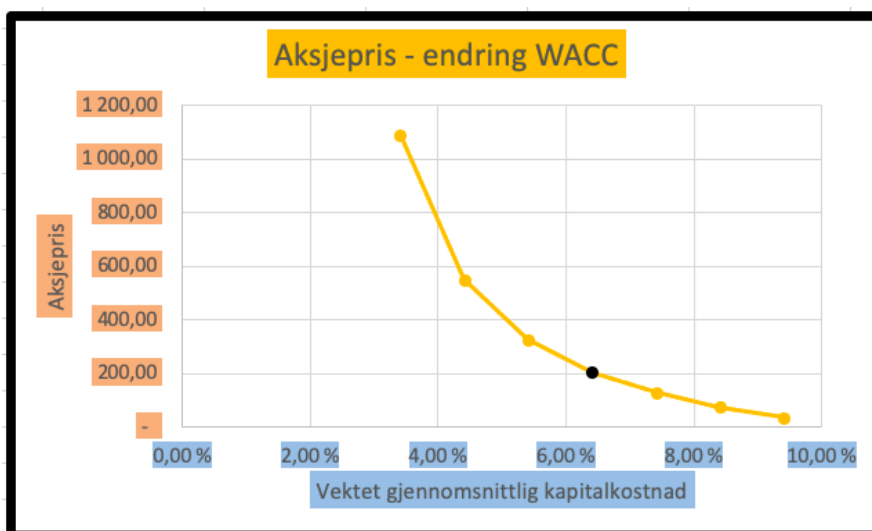


Graf 9.3: Aksjepris - endring terminalvekst

9.5 Aksjepris - endring WACC

Grafen under illustrerer hvor sensitiv aksjeprisen er ved en prosentvis endring i WACC.

Det svarte punktet på grafen er avkastningskravet som ble brukt i beregningen av nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet tidligere i oppgaven. Tilsvarende begrunnelse gjelder her; høyere avkastningskrav tilsvarer lavere aksjekurs, og vice versa. Ved 1% reduksjon i WACC vil prisen bli kr 327. Grafen uttrykker en eksponensiell vekst hvor hver reduksjon i WACC fører til en stadig raskere vekst i aksjekurs over tid.



Graf 9.4: Aksjepris - endring WACC

10.0 Relativ verdsettelse

OLT har ingen like konkurrenter når det kommer til risiko, vekstpotensiale og kontantstrømmer, men ENTRA, KMCP, AURA og CTY1S er relevante sammenligningsobjekter. Vi har valgt å ta utgangspunkt i fire multipler; P/B, normalisert P/E, P/CF og EV/EBITDA. Multiplene brukes for å beregne relativ aksjepris til OLT.

10.1 P/B

P/B viser forholdet mellom markedsverdi av aksjekurs og bokført verdi av aksjekurs. Det er en nyttig og enkel multiplere som brukes av mange investorer. En lav pris-bokverdi anses som en troverdig indikator for undervurdering av selskap. Dette forutsetter like regnskapsstandarder (Damodaran, 2012, s. 137, s. 511-512).

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

Formel 10.1: Price-to-book ratio

10.2 Normalisert P/E

P/E viser forholdet mellom pris og inntjening. En høy P/E vil si at investorer forventer høy inntjening i fremtiden. Ulempen med P/E multiplere er store variasjoner i EPS mellom selskapene. Selskaper kan beregne EPS på ulike måter (Damodaran, 2012, s. 468). Vi har valgt å bruke en normalisert EPS på grunn av høy volatilitet og år med negativ inntjening. Fem års gjennomsnittlig EPS er brukt for alle selskapene, bortsett fra AURA som ble børsnotert i 2021.

$$PE = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earnings per share}}$$

Formel 10.2: PE

10.3 P/CF

P/CF multiplere viser forholdet mellom pris og kontantstrømmer. Ifølge Damodaran er P/CF multiplere den mest brukte i eiendomsbransjen. Årsaken til dette er store avskrivninger og restriksjoner i investeringspolitikk som gjør kontantstrømmer til en bedre indikator enn egenkapitalinntekter (Damodaran, 2012, s. 936).

$$P/CF = \frac{P}{CF/Shares}$$

Formel 10.3: P/CF

10.4 EV/EBITDA

EV/EBITDA viser verdien til selskapet i forhold til bruttoinntekt. Det er en pålitelig multiplere, fordi forskjeller i avskrivningsmetoder ikke vil påvirke EBITDA, og i tillegg er det få selskaper som har negativ EBITDA (Damodaran, 2012, s. 500).

$$EV/EBITDA = \frac{EV}{EBITDA}$$

Formel 10.4: EV/EBITDA

10.5 Beregning av relativ pris

De fire multiplene i tabellen under gir en pekepinn over hvordan OLT er priset i forhold til sine konkurrenter. Den angir også tre former for sentraltendens; gjennomsnitt, justert og median. I beregningene videre bruker vi justert. I en justert sentraltendens eliminerer vi ytterverdier fra gjennomsnittet på grunn av skjevhet. Et eksempel er forskjellene i P/E som har verdier mellom 4,44 og 19,61. Ved å eliminere disse to ytterverdiene unngår man skjevhet i beregningene.

| Nøkkeltall fra hvert selskap | | | | |
|------------------------------|------|-----------------|-------|-----------|
| | P/B | Normalisert P/E | P/CF | EV/EBITDA |
| OLT | 0,62 | 14,13 | 10,06 | 12,03 |
| ENTRA | 0,82 | 19,61 | 10,21 | 20,76 |
| KMCP | 0,95 | 4,44 | 5,39 | 15,42 |
| AURA | 0,66 | 12,98 | 5,55 | 13,88 |
| CTY1S | 0,48 | 10,98 | 13,01 | 16,55 |
| Gjennomsnitt | 0,71 | 12,43 | 8,84 | 15,73 |
| Justert | 0,70 | 12,70 | 8,61 | 15,29 |
| Median | 0,66 | 12,98 | 10,06 | 15,42 |

Tabell 10.1: Nøkkeltall fra hvert selskap

Tabellen under viser mellomregning i nøkkeltall som brukes i beregninger av relativ pris i neste tabell.

| Mellomregning i nøkkeltall | | | | | | |
|----------------------------|-----------|-----------------|-----------|---------------|----------------|-------------|
| | BV/Shares | Normalisert EPS | CF/Shares | EBITDA | Aksjonærers EK | Aksjer |
| OLT | 299,93 | 13,20 | 18,55 | 3 327 000 000 | 20 883 000 000 | 101 478 908 |
| Entra | 140,30 | 5,89 | 11,30 | 2 974 000 000 | 37 511 000 000 | 182 132 055 |
| KMCP | 6,72 | 1,44 | 1,19 | 376 900 000 | 3 696 400 000 | 416 738 276 |
| AURA | 125,18 | 6,32 | 14,77 | 496 809 402 | 4 717 004 674 | 30 962 431 |
| CTY1S | 121,37 | 5,32 | 4,49 | 1 881 025 000 | 20 950 688 000 | 183 894 204 |

Tabell 10.2: Mellomregning i nøkkeltall

Tabellen under viser den relative prisen til selskapene basert på hver multipl. Prosenten som vises til høyre er vektingen av hver multipl som brukes i neste tabell.

| Pris | | | | | | | | |
|-------|--------|------|-----------------|------|--------|------|-----------|------|
| | P/B | | Normalisert P/E | | P/CF | | EV/EBITDA | |
| OLT | 209,89 | 25 % | 167,62 | 20 % | 159,59 | 30 % | 295,33 | 25 % |
| ENTRA | 98,18 | 25 % | 74,74 | 20 % | 97,28 | 30 % | 43,63 | 25 % |
| KMCP | 4,70 | 25 % | 18,32 | 20 % | 10,23 | 30 % | 4,95 | 25 % |
| AURA | 87,60 | 25 % | 80,21 | 20 % | 127,11 | 30 % | 92,91 | 25 % |
| CTY1S | 84,93 | 25 % | 67,51 | 20 % | 38,62 | 30 % | 42,42 | 25 % |

Tabell 10.3: Pris

I tabellen under vises to priser. Lik vektet vil si at multiplene er likt vektet. Ved en spesifikk vektning får hver multipl sin egen vekt basert på hvor nøyaktig multiplene er. I henhold til damodaran vil en spesifikk vektning gi høyere presisjon i motsetning til likt vektete multipler. Vektingen kan være subjektiv eller statistisk estimert ved hjelp av regresjon (Damodaran, 2012, s. 935). Siden P/CF er en mye brukt multipl i eiendomsbransjen velger vi å gi høyest vektning til den på 30%. EV/EBITDA og P/B er vektet identisk på 25%. Siden P/E er et dårligere mål på lønnsomhet enn P/CF i eiendomsbransjen, vektes den 20%.

Den relative verdsettelsen gir en pris på 207,71 - en oppside på 11,37%. Med utgangspunkt i tabellen og basert på relativ verdsettelsesprinsipper er OLT middels priset i forhold til nærliggende selskaper.

| Oppside/Nedside | | | | | |
|-----------------|--------|-----------|-----------------|-----------------|-----------|
| | Vektet | | Pris 31.12.2023 | Oppside/nedside | |
| | Lik | Spesifikk | | Lik | Spesifikk |
| OLT | 208,11 | 207,71 | 186,50 | 11,59 % | 11,37 % |
| ENTRA | 78,46 | 79,59 | 115,40 | -32,01 % | -31,03 % |
| KMCP | 9,55 | 9,14 | 6,40 | 49,20 % | 42,88 % |
| AURA | 96,96 | 99,30 | 82,00 | 18,24 % | 21,10 % |
| CTY1S | 58,37 | 56,93 | 58,40 | -0,04 % | -2,52 % |

Tabell 10.4: Oppside/Nedside

11.0 Avslutning

Bacheloroppgavens formål var å estimere egenkapitalverdien til OLT per 31.12.2023. Dette har vi oppnådd ved bruk av hovedmetoden fundamental verdsettelse. I det avsluttende kapittelet gir vi en oppsummering av hovedfunnene, en fremleggelse av kritikk til oppgaven, før vi til slutt viser et endelig verdiestimat og en anbefalt handelsstrategi.

11.1 Konklusjon

Med utgangspunkt i strategisk analyse fant vi ut at ressursene til selskapet besitter et midlertidig konkurransefortrinn. På lengre sikt antar vi at veksten vil avta ettersom bransjen og selskapet blir ansett som modent. I tillegg registrerte vi en moderat trussel fra substitutter og rivalisering, mens det for nykommere var en lav trussel. Videre fastslo vi moderat risiko for politiske og miljømessige forhold, mens det var en lav risiko for teknologiske og sosiale forhold.

I regnskapsanalysen observerte vi god likviditet og soliditet, men noe varierende lønnsomhet. Fra den fundamentale verdsettelsen fant vi et prisestimat på kr 205,26 per aksje. Dette tilsvarte en egenkapitalverdi på kr 20 830 millioner. For å redusere usikkerheten knyttet til den fundamentale verdsettelsen, har vi supplert verdivurderingen med en relativ verdsettelse. I den relative verdsettelsen ble prisen kr 207,71 per aksje. For å analysere usikkerheten i den fundamentale verdsettelsen, utarbeidet vi en sensitivitetsanalyse av nøkkeltallene anvendt i verdivurderingen. Verdiestimatet er sensitivt for endringer i terminalverdi og avkastningskrav til total kapital, mens det er noe mindre sensitivt for endringer i beta og risikofri rente.

Forslag til videre forskning kan inkludere dybdeintervjuer med nøkkelpersoner og utvikling og implementering av mer avanserte modeller for å forstå selskapets risiko bedre.

11.2 Kritikk

Denne delen tar for seg kritikk av oppgaven og momenter som er verdt å merke seg for lesere. Analysen inneholder en del svakheter og usikkerheter rundt estimater.

Dette inkluderer blant annet at vi har benyttet informasjon som ikke var tilgjengelig for andre investorer den 31.12.2023. Eksempler på dette er årsrapport 2023 til OLT som ble

utgitt 11.04.2024 og inflasjonsprognoser fra SSB 14.03.2024, samt diverse andre kilder. Dette gjør at vi ikke kan bekrefte eller avkrefte markedseffisienshypotesen.

En annen svakhet ved oppgaven er relativ verdsettelse. Ingen selskaper er like og det vil derfor knyttes store usikkerheter rundt estimatene. Dessuten er gjennomsnittet basert på et fåtall konkurrenter slik at sannsynligheten for skjevheter er stor.

Til tross for at nøkkeltallene i regnskapsanalysen gir verdifull innsikt, er det viktig å være klar over deres begrensninger. Uten kontekst og sammenligningsgrunnlag kan de gi et upresist bilde av selskapets økonomiske tilstand. Industriegjennomsnittet tar utgangspunkt i et fåtall konkurrenter og er ikke nødvendigvis et godt sammenligningsgrunnlag for resten av bransjen. I tillegg finnes det et bredt utvalg av nøkkeltall og vi kan ha utelatt noen relevante som burde vært en del av analysen.

I tillegg er det verdt å merke seg at deler av informasjonen i oppgaven er hentet fra OLT selv, noe som kan gi et mer positivt bilde av selskapet enn hva som faktisk er tilfelle. Dette kan resultere i en overvurdering av selskapets prestasjoner og en undervurdering av risikofaktorer.

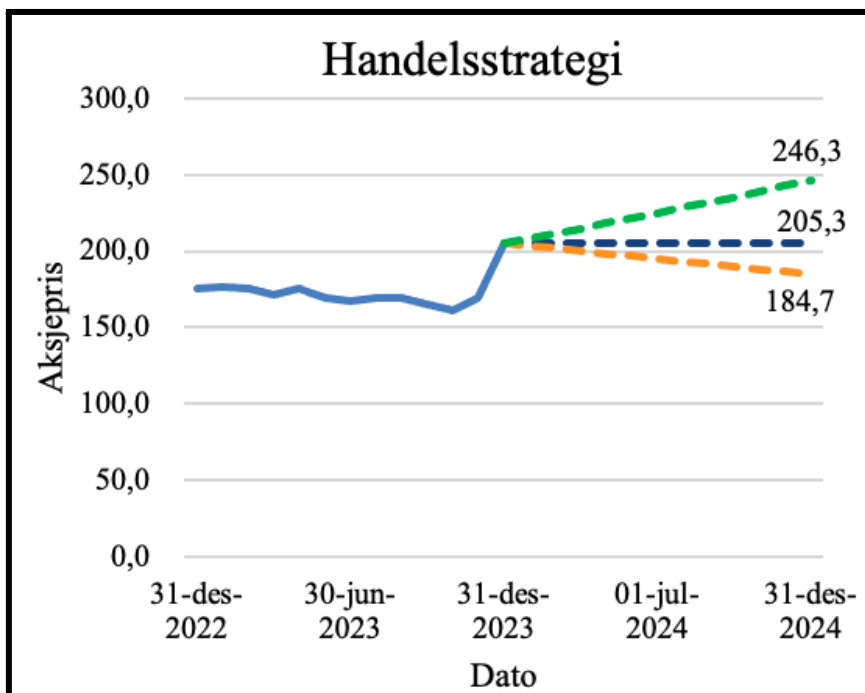
11.3 Endelig verdiestimat

Vi kom frem til en aksjekurs på kr 205,26 fra den fundamentale verdsettelsen og en aksjekurs på kr 207,71 fra den relative verdsettelsen. I det endelige verdiestimatet har vi valgt å vekte den fundamentale verdsettelsen med 100%. Dette er fordi det er knyttet større usikkerhet i en relativ verdsettelse i motsetning til en fundamental verdsettelse. Dessuten er avviket minimalt og vi anser det som lite hensiktsmessig å utføre et vektet gjennomsnitt fra de to verdsettelsesmetodene. Hadde det vært større avvik ville vi utført en vekting på $\frac{2}{3}$ for fundamental verdsettelse og en vekting på $\frac{1}{3}$ for relativ verdsettelse. Det endelige verdiestimatet forblir dermed på kr 205,26.

11.4 Handelsstrategi

Basert på vårt endelige verdiestimat på kr 205,26, skal vi forsøke å formulere en handelsstrategi for nåværende og potensielle investorer. I henhold til de positive aspektene fra strategisk analyse setter vi en gradvis vekst på 20% med utgangspunkt i aksjekursen

31.12.2023 i et optimistisk aksjemarked. Dette vises i den grønne stiplede linjen og vi anbefaler å selge for kr 246,3. På den andre siden i det pessimistiske scenarioet har vi satt en negativ vekst på minus 10%. Av dette anbefaler vi kjøp på kr 184,7. Den blå stiplede linjen illustrerer en hold strategi hvor aksjekursen forblir på kr 205,26 som er vårt endelige verdiestimat. Oppsummert illustreres dette i grafen under. Med utgangspunkt som investor den 31.12.2023 med en pris på kr 186,50 anbefaler vi kjøp. Dette støttes opp fra en analyse gjennomført av DNB Markets 18. Februar 2024 hvor de anbefaler kjøp med et kursmål på kr 250 (DNB Markets, 2024).



Graf 11.1: Handelsstrategi

12.0 Referanseliste

12.1 Trykte medier

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, University Edition* (3rd ed.). Wiley Finance Series.

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

Lien, L. B., Knudsen, E. S., & Baardsen, T. Ø. (2017). *Strategiboken* (2. opplag ed.). Fagbokforlaget.

Porter, M. E. (1998). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press.

12.2 Årsrapporter

Aurora Eiendom ASA. 2022. *Annual report 2021*

<https://aurora.no/media/a3gb3rya/annual-report-2021.pdf>

Aurora Eiendom ASA. 2023. *Annual report 2022*

<https://aurora.no/media/k2wdlwgw/aurora-eiendom-as-annual-report-2022.pdf>

Aurora Eiendom ASA. 2024. *Annual report 2023*

<https://aurora.no/media/fucebjz4/aurora-eiendom-as-annual-report-2023.pdf>

Citycon OYJ. 2017. *Financial review 2019.*

https://www.citycon.com/sites/default/files/material/financial_review_2019.pdf

Citycon OYJ. 2017. *Financial review 2020.*

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

Citycon OYJ. 2017. *Financial review 2021.*

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

Citycon OYJ. 2017. *Financial review 2022.*

https://www.citycon.com/sites/default/files/material/Citycon_Financial%20Review_2022_1.pdf

Citycon OYJ. 2017. *Financial review 2023.*

https://www.citycon.com/sites/default/files/material/Citycon_Financial%20Review%202023.pdf

Entra ASA. 2020. *Annual Report 2019.*

<https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations/2019/Annual-report-2019.pdf>

Entra ASA. 2021. *Annual Report 2020.*

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

Entra ASA. 2022. *Annual Report 2021.*

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

Entra ASA. 2023. *Annual Report 2022.*

<https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations/2022/2022-annual-report.pdf>

Entra ASA. 2024. *Annual Report 2023*

<https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations/2023/Annual%20report%202023.pdf>

KMC Properties ASA. 2021. *Annual report 2020*.

<https://files-cdn.vitaminw.no/da52041865c246cddb981d4bf28a2ada/Root/KMC+Properties+annual+report+2020.pdf?ts=637553609456245761>

KMC Properties ASA. 2022. *Annual report 2021*

<https://files-cdn.vitaminw.no/da52041865c246cddb981d4bf28a2ada/Root/%C3%85rsrappoter/KMC+Properties+annual+report+2021.pdf?ts=637867527840875933>

KMC Properties ASA. 2023. *Annual report 2022*

<https://files-cdn.vitaminw.no/da52041865c246cddb981d4bf28a2ada/Root/%C3%85rsrappoter/KMC+Properties+ASA+annual+report+2022.pdf?ts=638157902691974141>

KMC Properties ASA. 2024. *Annual report 2023*

<https://files-cdn.vitaminw.no/da52041865c246cddb981d4bf28a2ada/Root/Innhold/KMC+Properties+ASA+annual+report+2023.pdf?ts=638466495844066087>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. 2019. *Årsrapport 2018*.

<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2018/pdf-noen/ote-arsrapport-2018-ipdf.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. 2020. *Årsrapport 2019*.

<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2019/pdf-noen/ote-arsrapport-2019-ipdf.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. 2021. *Årsrapport 2020*.

<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2020/pdf-noen/godkjent-arsrapport-2020-ipdf.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. 2022. *Årsrapport 2021*.

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

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. 2023. *Årsrapport 2022*.

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

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. 2024. *Årsrapport 2023*.

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

12.3 Internettbaserte kilder

AURORA. (u.å.). *Aurora Eiendom and Alti Forvaltning form a strong alliance*. aurora.no.

<https://aurora.no/about/>

Bach, D., & Hageman, J. (2023, Juli 11). *Olav Thon går av som styreleder i Olav Thon Gruppen*. e.24.no.

<https://e24.no/naeringsliv/i/eJvjM9/olav-thon-gaar-av-som-styreleder-i-olav-thon-gruppen>

Ballestad, A. (2023). *Fundamental verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA*

[Mastergradsavhandling]. openarchive.usn.no.

<https://openarchive.usn.no/usn-xmloi/bitstream/handle/11250/3101836/no.usn%3Awiseflow%3A6825686%3A54951174.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Bjørland, C. (2023, Mai 10). *Næringseiendomsforetakenes refinansiering og kontantstrømmer i moderne dyrtid*. norges-bank.no.

https://www.norges-bank.no/contentassets/05429e0ee2d7497cbeebf5c3210ca4da/staff-memo-11-2023_20_6.pdf?v=20062023144434

Brøske, R., & Johannson, V. (2023, Februar 2). *Et bærekraftskifte i eiendomsbransjen*.

sands.no. <https://www.sands.no/aktuelt/et-baerekraftskifte-i-eiendomsbransjen/>

Citycon. (u.å.). *This is Citycon*. citycon.com.

<https://www.citycon.com/about-us/this-is-citycon>

Damodaran, A. (u.å.). *Bottom-up Betas*. pages.stern.nyu.edu.

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/discrate2.pdf>

Damodaran, A. (2024, Januar 5). *Ratings and Coverage Ratios*. pages.stern.nyu.edu.

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

DNB. (u.å.). *Oslo: Kontorledigheten vil stige, utflating i leiepriser.* dnbnaringsmegling.no.
<https://www.dnbnaringsmegling.no/no/tag/oslo/>

DNB. (u.å.). *Oslo: Kontorledigheten vil stige, utflating i leiepriser.* dnbnaringsmegling.no.
<https://www.dnbnaringsmegling.no/no/tag/oslo/>

DNB Markets. (2024, Februar 18). *OLAV THON Mixed Q4, but underlying in line.* dnb.no.
https://cdn.fsbx.com/v/t59.2708-21/432333886_981767490292110_2253624174154584580_n.pdf/20240314T160847863.att.981767486958777.pdf?_nc_cat=111&cb=1-7&_nc_sid=2b0e22&_nc_ohc=8PjehURrpWgQ7kNvgExuoUk&_nc_ht=cdn.fsbx.com&oh=03_Q7cD1QFR_xPIVHU3ipGh32BN0pOHxhJ

Due-Andresen, K. (2022, Desember 19). *Kjøpesenterlandet.* dn.no.
<https://www.dn.no/eiendom/kjopesenter/barekraft/klima-og-miljo/kjopesenterlandet/2-1-1375437>

Due-Andresen, K. (2024, April 23). *Frykt for «kontordød» avløst av prispress i leiemarkedet.* dn.no.
<https://www.dn.no/eiendom/eiendom/naringseiendom/kontorbygg/frykt-for-kontordod-avlost-av-prispress-i-leiemarkedet/2-1-1629769>

Eiendomshjørnet. (2023, April 20). *Seks grunner til hvorfor investering og utleie av eiendom er lønnsomt.* eiendomshjornet.no.
<https://www.eiendomshjornet.no/blogginnlegg/seks-grunner-til-hvorfor-investering-og-utleie-av-eiendom-er-lonnsomt>

Entra. (u.å.). *Om Entra.* entra.no.
<https://www.entra.no/om-entra>

Euronext. (u.å.). *KMC PROPERTIES ASA.* live.euronext.com.
<https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0010360175-XOSL>

Euronext. (u.å.). *OLAV THON EIENDOMSSSELSKAP.* live.euronext.com.
<https://live.euronext.com/nb/product/equities/no0005638858-xosl>

Fitzpatrick, M., Gujral, V., Kapoor, A., & Wolkomir, A. (2023, November 14). *Generative AI can change real estate, but the industry must change to reap the benefits.*

McKinsey.com.

<https://www.mckinsey.com/industries/real-estate/our-insights/generative-ai-can-change-real-estate-but-the-industry-must-change-to-reap-the-benefits#/>

Gårseth-Nesbakk, L. (2023, Januar 2). *markedseffisiens*. snl.no.

<https://snl.no/markedseffisiens>

Gratton, P. (2024, Januar 22). *Porter's Five Forces Explained and How to Use the Model.*

investopedia.com.

<https://www.investopedia.com/terms/p/porter.asp>

Holst, I. (2024, April 17). *EU har bestemt seg: Saftig regning til norske boligeiere.*

nettavisen.no.

<https://www.nettavisen.no/okonomi/eu-har-bestemt-seg-saftig-regning-til-norske-boligeiere/s/5-95-1763410>

Kenton, W. (2022, April 26). *Tunneling: What it is, How it Works, Example.*

Investopedia.com.

<https://www.investopedia.com/terms/t/tunneling.asp>

Kenton, W. (2024, Februar 22). *Beta: Definition, Calculation, and Explanation for Investors.* Investopedia.

Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>

Kinserdal, F. (2022). *Inflasjon og påvirkning på regnskapet*. Revisjon og Regnskap.

https://www.revregn.no/journal/2022/8/m-1149/Inflasjon_og_p%C3%A5virkning_p%C3%A5_regnskapet

KMCP. (u.å.). *About us*. kmcp.no.

<https://www.kmcp.no/en/about+us>

- Løvteit, H. (2021, September 16). *Hjemmekontor stanser nye kontorbygg*. finansavisen.no.
<https://www.finansavisen.no/nyheter/naeringseiendom/2021/09/16/7728966/hjemmekontor-stanser-nye-kontorbygg>
- Maverick, J. B. (2023, September 30). *The Weak, Strong, and Semi-Strong Efficient Market Hypotheses*. Investopedia.com
<https://www.investopedia.com/ask/answers/032615/what-are-differences-between-weak-strong-and-semistrong-versions-efficient-market-hypothesis.asp>
- Næringslivets Hovedorganisasjon. (2024, Mars 11). *Økonomisk overblikk 1/24*. nho.no.
<https://www.nho.no/analyse/okonomisk-overblikk/#part21>
- Nenseth, V., Klimek, B., & Johansen, C. M. (2021, Januar 06). *Nye handlevaner*. ndla.no.
<https://ndla.no/nb/subject:1:47678c7b-bc09-4fc8-b2d9-a2e3d709e105/topic:1:2e4891dc-2c4a-410b-b4a6-1cb79b8820ac/resource:4d8253a0-f144-4fdd-8694-a49d9e78d354>
- Nilssen, J.-K., & Schnell, T. H. (2022). *Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse* [Mastergradsavhandling]. openaccess.nhh.no.
<https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/handle/11250/3052705>
- Norges Bank. (u.å.). *Endringer i styringsrenten*. norges-bank.no.
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>
- Norges bank. (u.å.). *Hvorfor bør inflasjonen være lav og stabil?* norges-bank.no.
<https://www.norges-bank.no/kort-forklart/inflasjon/hvorfor-bor-inflasjonen-vaere-lav-og-stabil/>
- Norges Bank. (u.å.). *Nullkuponrenter*. norges-bank.no.
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/statsrenter/>

- Norges bank. (2023, Juni 30). *Det norske finansielle systemet 2023*. norges-bank.no.
https://www.norges-bank.no/contentassets/41a6f8ea7d9842d994b9de750fd6c570/dnfs_2023.pdf?v=17012024125211
- Norges Bank. (2023, November 8). *Finansiell stabilitet 2023 - 2. halvår*. norges-bank.no.
https://www.norges-bank.no/contentassets/c82e0ad758fe417ea0c3d1ffa89d06e1/fs_2_23_web_2212.pdf?v=22122023124258
- Norges Bank. (2024, Mars 21). *Pengepolitisk rapport 1/24*. Norges Bank.
https://www.norges-bank.no/contentassets/1c8d6c55dbc84a749396db8f82b7be44/pr_1-24.pdf?v=21032024092309
- Norges Bank. (2024, Mars 21). *Rentebeslutning mars 2024*. norges-bank.no.
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2024/mars-2024/>
- Norges Bank Investment Management. (2015, Mai 6). *THE DIVERSIFICATION POTENTIAL OF REAL ESTATE* [Discussion note]. nbim.no.
https://www.nbim.no/contentassets/6f7dc4d09cd94c10b76906442e6e1549/nbim_discussionnotes_1-15.pdf
- Norsk Regnskapsstiftelse. (2022, Desember). *Norsk RegnskapsStandard 17*. regnskapsstiftelsen.no.
<https://www.regnskapsstiftelsen.no/wp-content/uploads/2023/01/2022-NRS-17-Virksomhetskjop-og-konsernregnskap-2022-desember.pdf>
- Ødegaard, B. A. (2023, Desember 21). *Risikopremien i det norske markedet*. ba-odegaard.no.
https://ba-odegaard.no/teach/notes/risikopremien_i_norge/forelesning.pdf
- Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (u.å.). *Eiendomsvirksomheten*. olt.no.
<https://www.olt.no/Virksomheten/>
- Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (u.å.). *Finansiell informasjon - Obligasjonslån*. olt.no.
<https://www.olt.no/finans/obligasjonslan/>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (u.å.). *Foretaksstyring - Styret*. Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

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

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (u.å.). *Prosjekter*. olt.no.

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

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (u.å.). *Samfunnsansvar*. olt.no.

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

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (u.å.). *Strategi*. olt.no.

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

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (u.å.). *Styret og administrasjon*. olt.no.

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

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (u.å.). *Utbytte*. Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

<https://www.olt.no/investor/Utbytte/>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2023). *Energi & klimaregnskap 2023*. olt.no.

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

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2023, April 13). *BÆREKRAFTSRAPPORT 2023*. olt.no.

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

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2024). *Aksjonærer*. olt.no.

<https://www.olt.no/investor/aksjonarer/>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2024, April 04). *Base prospectus*. olt.no.

https://www.olt.no/globalassets/finans/obligasjonslan/2024/april/baseprospectus_olavthoneiendomsselskapasa_2024apr04.pdf

Olav Thon Gruppen. (u.å.). *Næringseiendom til leie*. thon.no.

https://thon.no/naringseiendom/?_gl=1*xzw6fr*_up*MQ..*_ga*NDIxODE2MDMyLjE3MTM5ODQ2MTM.*_ga_9K5B8C6P5P*MTcxMzk4NDYxMi4xLjAuMTcxMzk4NDYxMi4wLjAuMA

Olav Thon Gruppen. (u.å.). *Samfunnsansvar i Olav Thon Gruppen*. thon.no.

<https://thon.no/samfunnsansvar/>

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

https://thon.no/contentassets/c593e00c9f7447d3b6ca46d1b98ea909/olav-thon-gruppen-barekraftsrapport-2022-no-print.pdf?_gl=1*4xiwgp*_up*MQ..*_ga*MTY1NDA3NDEwMi4xNzE1MjYzMDA0*_ga_9K5B8C6P5P*MTcxNTI2MzAwMy4xLjAuMTcxNTI2MzAwMy4wLjAuMA..

Olsen, R. B., Stangeland, N., & Tjelta, J. A. (2023, Mai 4). *Verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA* [Bacheloroppgave]. uis.brage.unit.no.

<https://uis.brage.unit.no/uis-xmlui/bitstream/handle/11250/3074792/no.uis%3Ainspera%3A145995936%3A69581469.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Olsen, R. B., Stangeland, N., & Tjelta, J. A. (2023, mai 4). *Verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA* [Bacheloroppgave]. Universitet i Stavanger.

<https://uis.brage.unit.no/uis-xmlui/bitstream/handle/11250/3074792/no.uis%3Ainspera%3A145995936%3A69581469.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Palmer, B. (2022, April 7). *Key Reasons to Invest in Real Estate*. investopedia.com.

<https://www.investopedia.com/articles/mortgages-real-estate/11/key-reasons-invest-real-estate.asp>

PwC. (u.å.). *Verdsettelse av selskaper*. pwc.no.

<https://www.pwc.no/no/tjenester/deals-pwc/verdivurderinger/verdsettelse-av-selskaper.html#beskrivelse-av-vaar-tilnaerming>

PwC. (2023). *Risikopremien i det norske markedet*. pwc.no.

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

PwC. (2024, Mars 11). *Redusert formuesverdi på næringseiendom utenfor storbyene*. PwC.

<https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/reduisert-formuesverdi-paa-naeringseiendom-utenfor-storbyene.html>

PwC & Urban Land Institute. (2023, November 7). *Emerging Trends in Real Estate*.

pwc.com.

<https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/emerging-trends-real-estate/assets/emerging-trends-in-real-estate-europe-2024.pdf>

Randen, M., Winther, P., Christensen, J., & Finstad, Ø. (2020, mai 20). *dn.no*.

<https://www.dn.no/bors/olav-thon-eiendomsselskap-skriver-ned-verdier-for-31-milliarder-kroner-i-forste-kvartal/2-1-812324>

Regjeringen. (2020, Desember 2). *Alle trenger et trygt hjem*. Regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/contentassets/c2d6de6c12d5484495d4ddeb7d103ad5/oppdatert-versjon-alle-trenger-en-nytt-hjem.pdf>

Regjeringen. (2023, Februar 7). *Tomteinndeling i reguleringsplaner - regjeringen.no*.

Regjeringen.no.

https://www.regjeringen.no/no/tema/plan-bygg-og-eiendom/plan_bygningsloven/plaanlegging/veiledning/veiledere/tomteinndeling_reguleringsplaner/id2913182/

Regjeringen. (2023, Juni 19). *Historisk enighet om krav til kjønnsbalanse i norske styrever*.

regjeringen.no.

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/historisk-enighet-om-krav-til-kjonnsbalanse-i-norske-styrever/id2985631/>

Regjeringen. (2023, Oktober 6). *Endret beregningsmetode for fastsetting av formuesverdi for næringsseiendom*. regjeringen.no.
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/endret-beregningsmetode-for-fastsetting-av-formuesverdi-for-naringseiendom/id2997119/>

Regjeringen. (2023, Oktober 6). *Starter utfasing av ekstra arbeidsgiveravgift på høye lønninger*. Regjeringen.no.
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/starter-utfasing-av-ekstra-arbeidsgiveravgift-pa-hoye-lonninger/id2997107/>

Regjeringen. (2024, Februar 7). *By- og stedsutvikling*. regjeringen.no.
https://www.regjeringen.no/no/tema/plan-bygg-og-eiendom/plan_bygningsloven/planlegging/fagtema/by_stedsutvikling/id2907562/?expand=factbox2907572

Ringen-Vatnedalen, Ø. (u.å.). *Navigering i eiendomsnæringen*. eiendomsfag.no.
<https://eiendomsfag.no/navigering-i-eiendomsnaeringen/>

Sander, K. (2024, March 12). *Kapitalverdimodellen (CAPM)*. eStudie.no.
<https://estudie.no/kapitalverdimodellen-capm/>

Skatteetaten. (u.å.). *Global skatterreform*. skatteetaten.no.
<https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/rapportering-og-bransjer/global-skatterreform/>

Statistisk Sentralbyrå. (2023, Juni 19). *Under halvparten av alle sysselsatte jobbet hjemmefra i 2022*. ssb.no.
<https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/sysselsetting/statistikk/arbeidskraftundersokelsen/artikler/under-halvparten-av-alle-sysselsatte-jobbet-hjemmefra-i-2022>

Statistisk sentralbyrå. (2024, Mars 15). *Konjunkturtendensene – SSB*. ssb.no.
<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/statistikk/konjunkturtendensene>

Statistisk Sentralbyrå. (2024, Mars 18). *Eiendomsskatt*. ssb.no.

<https://www.ssb.no/offentlig-sektor/kommunale-finanser/statistikk/eiendomsskatt>

Statistisk sentralbyrå. (2024, April 25). *Omsetning i varehandel*. ssb.no.

<https://www.ssb.no/statbank/table/07313/chartViewLine/>

Stortinget. (1999, Mai 26). *4. Avkastningskrav og utbyttepolitikk*. Stortinget.no.

<https://www.stortinget.no/nm/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/1998-1999/inns-199899-194/4/>

Thon Eiendom. (u.å.). *Oslo Arnljot Gellines vei 1*. thon.eiendom.no.

<https://thoneiendom.no/bolig-til-leie/arnljot-gellines-vei-1/>

Thon Eiendom. (2024). *Prisliste for Arnljot Gellines vei 1*. thoneiendom.no.

<https://thoneiendom.no/bolig-til-leie/arnljot-gellines-vei-1/prisliste/>

Tuovila, A. (2024, Februar 25). *Capital Structure Definition, Types, Importance, and Examples*. investopedia.com.

<https://www.investopedia.com/terms/c/capitalstructure.asp>

Vestreng, T. (2024, April 25). *Forsinkelser i boligbyggingen koster 23 milliarder*. dagsavisen.no.

<https://www.dagsavisen.no/nyheter/2024/04/25/forsinkelser-i-boligbyggingen-koster-23-milliarder/>

Ycharts. (u.å.). *US Corporate BBB Option-Adjusted Spread (I:USCBBBOA)*. ycharts.com.

https://ycharts.com/indicators/us_corporate_bbb_optionadjusted_spread?_gl=1*1c6f3xp*_up*MQ..*_ga*MTk2MTU4MTI1OC4xNzEzODkxODc0*_ga_29JVRYKWPW*MTcxMzg5MTg4MS4xLjAuMTcxMzg5MTg4MS42MC4wLjA

13.0 Figurliste

Figur 2.1: Utvikling i leieinntekter (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, årsrapport 2023, s. 8)

Figur 2.2: Geografisk leieinntektsfordeling (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.)

Figur 2.3: Oversikt over konsernstrukturen til Olav Thon Stiftelsen

Figur 2.4: Statistisk Sentralbyrå, statistikktabell 11574 Næringsdomutleie, etter type eiendom

Figur 3.1: Verdsettelsesmetoder (Damodaran, 2012, s. 926)

Figur 6.1: Vekstrate i terminalleddet

Figur 7.1: Estimert regresjonsbeta

Figur 7.2: Gjennomsnittlig markedsrisikopremie 2023 (PwC, 2023)

Figur 7.3: Småbedriftspremie 2021 - 2023 (PwC, 2023)

14.0 Tabelliste

Tabell 2.1: Utbyttehistorikk

Tabell 2.2: Aksjonæroversikt i OLT

Tabell 2.3: Konkurrenter til OLT

Tabell 4.1: Porters fem konkurransekrefter oppsummert

Tabell 4.2: Oppsummering av PESTEL

Tabell 4.3: SVIMA-analyse oppsummert

Tabell 4.4: SWOT-analyse

Tabell 5.1: Totalkapitalens rentabilitet

Tabell 5.2: Driftsmargin

Tabell 5.3: Driftsmargin ekskl. verdiendring i investeringseiendom

Tabell 5.4: Likviditetsgrad 1 + ubenyttet kassekreditt

Tabell 5.5: Likviditetsgrad 3

Tabell 5.6: Likviditetsgrad 3 + ubenyttet kassekreditt

Tabell 6.1: Historisk utvikling i driftsinntekter etter kategori

Tabell 6.2: Historisk utvikling i leieinntekter

Tabell 6.3: Inflasjonsprognoser (Statistisk sentralbyrå, 2024)

Tabell 6.4: Oppjustering av leieinntekter for ferdigstilte prosjekter

Tabell 6.5: Prognose leieinntekter

Tabell 6.6: Historisk utvikling eiendomsrelaterte inntekter
Tabell 6.7: Prognose eiendomsrelaterte inntekter
Tabell 6.8: Historisk utvikling andre driftsinntekter
Tabell 6.9: Prognose andre driftsinntekter
Tabell 6.10: Prognose driftsinntekter
Tabell 6.11: Historisk utvikling i driftskostnader etter kategori
Tabell 6.12: Historisk utvikling i avskrivninger
Tabell 6.13: Prognose av fremtidige avskrivninger
Tabell 6.14: Historisk utvikling i driftskostnader
Tabell 6.15: Prognose av driftskostnader
Tabell 6.16: Historisk utvikling i resultat for FKV og TS
Tabell 6.17: Prognose av resultat for FKV og TS
Tabell 6.18: Historisk utvikling i ikke-kontant arbeidskapital
Tabell 6.19: Prognose av ikke-kontant arbeidskapital
Tabell 6.20: Historisk utvikling i investeringer
Tabell 6.21: Prognose av investeringer
Tabell 6.22: Historisk utvikling i skattesats
Tabell 6.23: Prognose av skattekostnad og skattesats
Tabell 6.24: Fremtidsregnskap
Tabell 7.1: 10-årig nullkupong statsobligasjon (Norges-Bank, u.å.)
Tabell 7.2: Beta for sammenlignbare selskaper
Tabell 7.3: Levered beta for OLT
Tabell 7.4: Handelsvolum OLT og ENTRA (Tall hentet fra Euronext live markets)
Tabell 7.5: Egenkapitalkostnad for OLT
Tabell 7.6: Obligasjoner til forfall
Tabell 7.7: 3 måneders NIBOR
Tabell 7.8: Nominell og årlig effektiv rente
Tabell 7.9: Obligasjonenes årlige effektive rente
Tabell 7.10: Vektet gjennomsnittlig gjeldskostnad og år til forfall for obligasjoner
Tabell 7.11: Syntetisk rating
Tabell 7.12: Vekt av egenkapital og gjeld
Tabell 7.13: Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad
Tabell 8.1: Fremgangsmåte for nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet
Tabell 8.2: Nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet

Tabell 8.3: Estimert pris

Tabell 9.1: Sensitivitetsanalyse WACC mot terminalvekst

Tabell 10.1: Nøkkeltall fra hvert selskap

Tabell 10.2: Mellomregning i nøkkeltall

Tabell 10.3: Pris

Tabell 10.4: Oppside/Nedside

15.0 Formelliste

Formel 5.1: Totalkapitalrentabilitet

Formel 5.2: Egenkapitalens rentabilitet

Formel 5.3: Driftsmargin

Formel 5.4: Likviditetsgrad 1

Formel 5.5: Likviditetsgrad 1 + ubenyttet kassekreditt

Formel 5.6: Likviditetsgrad 3

Formel 5.7: Likviditetsgrad 3 + ubenyttet kassekreditt

Formel 5.8: Egenkapitalprosent

Formel 5.9: Rentedekningsgrad

Formel 5.10: Gjeldsgrad

Formel 7.1: Formel for beta

Formel 7.2: Levered beta

Formel 7.3: Unlevered beta

Formel 7.4: Justert beta

Formel 7.5: Egenkapitalkostnad

Formel 7.6: Gjeldskostnad (syntetisk rating)

Formel 7.7: WACC

Formel 10.1: Price-to-book ratio

Formel 10.2: PE

Formel 10.3: P/CF

Formel 10.3: EV/EBITDA

16.0 Grafliste

Graf 2.1: Historisk utvikling i aksjekurs mot utvikling i OSEBX fra 30.12.2019 til 29.12.2023

Graf 3.1: Statistisk Sentralbyrå, statistikktabell 07313 Omsetning for varehandel etter næring

Graf 3.2: Historisk og prognose: Kontorledighet i Oslo, Asker og Bærum (DNB, u.å.)

Graf 3.3: Historisk utvikling i ledighet (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, u.å.)

Graf 5.1: Egenkapitalrentabilitet

Graf 5.2: Likviditetsgrad 1

Graf 5.3: Egenkapitalprosent

Graf 5.4: Rentedekningsgrad

Graf 5.5: Gjeldsgrad

Graf 7.1: Regresjonsligning

Graf 9.1: Aksjepris - endring risikofri rente

Graf 9.2: Aksjepris - endring beta

Graf 9.3: Aksjepris - endring terminal vekst

Graf 9.4: Aksjepris - endring WACC

Graf 11.1 Handelsstrategi

17.0 Vedlegg

| Relativ verdsettelse | | | | | |
|-----------------------|--------------------|------------------|--------------------|-------------------|----------------|
| TNOK | Hovedselskap | Konkurrent 1 | Konkurrent 2 | Konkurrent 3 | Konkurrent 4 |
| Ticker: | OLT | ENTRA | KMCP | AURA | CTY1S |
| Selskapsnavn: | Olav Thon Eiendoms | Entra ASA | KMC Properties ASA | Aurora eiendom AS | Citycon Oyj |
| P/B | 0,62 | 0,82 | 0,95 | 0,66 | 0,48 |
| Bokverdi per aksje | 299,93 | 140,30 | 6,72 | 125,18 | 121,37 |
| Totalt eiendeler | 60 501 000 000 | 73 336 000 000 | 6 641 100 000 | 8 953 270 378 | 47 260 332 000 |
| Totalt debet | 20 997 000 000 | 39 115 000 000 | 3 421 400 000 | 4 538 019 382 | 20 667 692 000 |
| Totalt liabilities | 30 064 000 000 | 47 782 000 000 | 3 842 600 000 | 5 077 300 000 | 24 940 707 000 |
| Utestående askjer | 101 478 908 | 182 132 055 | 416 738 276 | 30 962 431 | 183 894 204 |
| Gjeldsgrad - G/EK | 0,99 | 1,87 | 1,37 | 1,31 | 1,12 |
| P/CF | 10,06 | 10,21 | 5,39 | 5,55 | 13,01 |
| CF/Shares | 18,55 | 11,30 | 1,19 | 14,77 | 4,49 |
| CF | 1 882 000 000 | 2 059 000 000,00 | 350 700 000,00 | 457 346 060,00 | 825 405 000,00 |
| EBIT | 3 310 000 000 | 2 970 000 000 | 353 900 000 | 491 565 997 | 1 847 335 000 |
| Skattekostnad | (524 000 000) | (1 287 000 000) | (20 100 000) | (27 402 440) | 83 102 000 |
| Avskrivninger og amo | 17 000 000 | 4 000 000 | 23 000 000 | 5 243 405 | 33 690 000 |
| Endringer i ikke-kont | (55 000 000) | 372 000 000 | (31 700 000) | 325 093 | (96 578 000) |
| Investeringer | 2 024 000 000 | 1 830 000 000 | 78 000 000 | 66 540 689 | 1 069 096 000 |
| Current Ratio | 0,42 | 0,92 | 0,61 | 0,07 | 0,18 |
| Omløpsmidler | 1 352 000 000 | 1 672 000 000 | 303 800 000 | 239 008 263 | 924 229 000 |
| Kortsiktig gjeld | 3 184 000 000 | 1 811 000 000 | 500 800 000 | 3 359 959 263 | 5 025 425 000 |
| EV/EBITDA | 12,03 | 20,76 | 15,42 | 13,88 | 16,55 |
| EV | 40 036 816 342 | 61 737 039 147 | 5 813 524 966 | 6 897 953 432 | 31 123 381 937 |
| Markedsverdi | 18 925 816 342 | 21 018 039 147 | 2 667 124 966 | 2 538 919 342 | 10 738 685 937 |
| Total Debt | 20 997 000 000 | 39 115 000 000 | 3 421 400 000 | 4 538 019 382 | 20 667 692 000 |
| Kontanter | 226 000 000 | 171 000 000 | 275 000 000 | 178 985 292 | 282 996 000 |
| Minoritetsinteresser | 340 000 000 | 1 775 000 000 | - | - | - |
| To get Shareholders | 20 883 000 000 | 37 511 000 000 | 3 696 400 000 | 4 717 004 674 | 20 950 688 000 |
| EBITDA | 3 327 000 000 | 2 974 000 000 | 376 900 000 | 496 809 402 | 1 881 025 000 |
| Normalisert P/E | 14,13 | 19,61 | 4,44 | 12,98 | 10,98 |
| Normalisert EPS | 13,20 | 5,89 | 1,44 | 6,32 | 5,32 |
| Aksjepris 31.12.2023 | NOK 186,50 | 115,40 | 6,40 | 82,00 | 58,40 |

Vedlegg 1: Relativ verdsettelse