



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:

1604

.....

1503

.....

Navn:

Thea Huse

.....

Aleksandra Vida

.....

VEILEDER:

Marius Sikveland

## Forord

Denne semesteroppgaven markerer avslutningen på bachelorstudiet i Økonomi og Administrasjon ved Universitetet i Stavanger.

Hensikten med oppgaven er å utføre en økonomisk verdsettelse basert på pensum fra de siste tre årene. Det som særlig tiltrekker oss ved denne oppgaven, er muligheten til å anvende kunnskap og teorier fra ulike fagområder og kombinere dem for å levere en best mulig løsning på problemstillingen. Ved å benytte prinsipper fra økonomi, regnskap, strategi, statistikk og finans kan vi grundig analysere relevant data og beregne verdier på en pålitelig måte. Dette vil gi oss en helhetlig forståelse av verdsettelsesprosessen og de ulike faktorene som påvirker verdien.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Marius Sikveland, for hans engasjement og hjelp rundt vår bacheloroppgave.

Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger, mai 2024

*Thea Huse*

---

Thea Huse

*Aleksandra Vida*

---

Aleksandra Vida

# Sammendrag

Hensikten med denne bacheloroppgaven er å evaluere verdien av Olav Thon Eiendomsselskap ASA per 29.12.2022 og tilknyttede aksjepriser gjennom en omfattende analyse og beregning. For å oppnå dette har vi utført en nøye verdsettelse av selskapet, som inkluderer vurdering av avkastningskravet for totalkapitalen og diskontering av fremtidige kontantstrømmer.

Vi innleder oppgaven med en gjennomgang av Olav Thon Eiendomsselskap ASA fra historiske perspektiver til nåtidens situasjon. For å få et helhetlig bilde av selskapet og bransjen presenterer vi også konkurrenter for å identifisere bransjetrender både økonomisk og strategisk. I samråd med veileder har satt verdsettelsesdato fra 2022, ettersom vi ikke hadde tilgang til årsrapporten for 2023. I tråd med veileders anbefaling har forståelse av verdsettelseemne blitt prioritert fremfor de nyeste tallene. Videre inkluderer vår strategiske analyse en kombinasjon av interne og eksterne faktorer, oppsummert gjennom en SWOT-analyse.

I regnskapsanalysen vurderer vi selskapets finansielle posisjon i forhold til konkurrentene, og undersøker drivkreftene bak inntekter og kostnader. Disse undersøkelsene danner grunnlaget for fremtidsprognoser der vi ser på inntekter og kostnader som andel av driftsinntekter og -kostnader. Deretter gjennomførte vi en fundamental verdsettelse ved å diskontere kontantstrømmen med Olav Thon Eiendomsselskap ASAs vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad og beregne verdien av egenkapitalen. Etter dette presenterer vi vår beregnede aksjepris. For å få et bedre perspektiv på selskapets verdi i forhold til konkurrenter, gjorde vi en relativ verdsettelse.

Avslutningsvis ser vi på usikkerheten rundt enkelte av våre antakelser gjennom en Monte Carlo-simulering. I denne oppgaven oppnår vi en grundig forståelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA og konkluderer med en endelig aksjekurs på 298 NOK. Det er viktig å merke seg at verdsettelsen er basert på en rekke antakelser og usikkerheter, og at det alltid vil være rom for diskusjon rundt valg av tall og metoder.

# Abstract

The purpose of this bachelor thesis is to evaluate the value of Olav Thon Eiendomsselskap ASA as of December 29, 2022, along with associated stock prices, through a comprehensive analysis and calculation. To achieve this, we have conducted a careful valuation of the company, including assessing the cost of capital for total capital and discounting future cash flows.

We commence the thesis with a review of Olav Thon Eiendomsselskap ASA, spanning from historical perspectives to the current situation. To gain a holistic understanding of the company and its industry, we also introduce competitors, which will be further utilized in the analysis to identify both economic and strategic industry trends. In consultation with the supervisor, we set the valuation date as 2022, as we did not have access to the 2023 annual report. Consistent with the supervisor's recommendation, we prioritize understanding the valuation subject over the latest figures. Furthermore, our strategic analysis includes a combination of internal and external factors, summarized through a SWOT analysis.

In the financial analysis, we evaluate the company's financial position relative to competitors, examining the drivers behind revenues and costs. These analyses form the basis for forecast projections, where we assess revenues and costs as a share of operating revenues and costs. Subsequently, we conducted a fundamental valuation by discounting cash flows with Olav Thon Eiendomsselskap ASA's weighted average cost of capital and calculating the value of equity. Following this, we present our calculated stock price. To provide further insight into the company's value compared to competitors, we conducted a relative valuation.

Finally, we examined the uncertainty surrounding some of our assumptions through a Monte Carlo simulation. Through this thesis, we achieve a thorough understanding of Olav Thon Eiendomsselskap ASA and conclude with a final stock price of 298 NOK. It is important to note that the valuation is based on various assumptions and uncertainties, and there will always be room for discussion regarding the choice of figures and methods.

# Innholdsfortegnelse

<b>1 Innledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 Valg av selskap.....	1
1.2 Problemstilling.....	1
1.3 Avgrensing.....	1
<b>2 Presentasjon av Olav Thon Eiendomsselskap ASA</b> .....	<b>1</b>
2.1 Generelt .....	1
2.2 Struktur og ledelse .....	3
2.3 Organisering og aksjonærer.....	3
2.4 Eiendomsportefølje.....	4
2.5 Eiendomsbransjen.....	5
2.5.1 Investering i eiendom.....	5
2.5.2 Avkastning på næringseiendom .....	5
2.5.3 Historisk vekst.....	6
2.5.4 Konkurrenter i eiendomsbransjen.....	7
<b>3 Teori: Verdsettelse</b> .....	<b>8</b>
3.1 Fundamental verdsettelse.....	9
3.2 Vekst.....	9
3.2.1 Historisk vekst.....	10
3.2.2 Aritmetisk Vs. Geometrisk gjennomsnitt.....	10
3.2.3 Fundamental vekst .....	11
3.2.4 Terminal verdi .....	12
3.3 Kontantstrømmer.....	12
3.3.1 Egenkapitalmetoden .....	12
3.3.2 Kontantstrømmer til egenkapital.....	13
3.3.3 Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM) .....	14
3.4 Totalkapitalmodellen.....	14
3.4.1 Kontantstrøm til totalkapital (FCFF) .....	15
3.4.2 Weighted Average Cost of Capital (WACC) .....	15
3.5 Risiko .....	16
3.5.1 Risikofri rente.....	16
3.6 Beta .....	17
3.6.1 Historisk beta.....	17
3.6.2 Fundamental beta .....	18
3.7 Relativ verdsettelse teori.....	19
3.7.1 Price to book (P/BV).....	20
<b>4 Metode</b> .....	<b>22</b>
4.1 Valg av metode.....	22

4.2 Datainnsamling.....	22
4.3 Validitet og reliabilitet.....	23
<b>5 Strategisk analyse.....</b>	<b>24</b>
5.1 Innledning.....	24
5.2 PESTEL-analyse.....	24
5.3 Porters fem krefter .....	32
5.4 VRIO analyse.....	37
5.5 SWOT.....	39
<b>6 Regnskapsanalyse.....</b>	<b>42</b>
6.1 Resultat, balanse og kontantstrøm .....	43
6.2 Rentabilitet.....	45
6.2.1 Totalkapitalens rentabilitet.....	46
6.2.2 Egenkapitalens rentabilitet.....	47
6.2.3 Driftsmargin .....	48
6.3 Likviditet.....	49
6.3.1 Likviditetsgrad 1 .....	49
6.3.2 Likviditetsgrad 3.....	51
6.4 Finansierings- og soliditetsanalyse.....	51
6.4.1 Egenkapitalprosent.....	51
6.4.2 Gjeldsgraden .....	53
6.4.3 Rentedekningsgrad.....	54
<b>7 Økonomisk analyse med fokus på pandemien .....</b>	<b>55</b>
<b>8. Fremtidsprognoser.....</b>	<b>57</b>
8.1 Tidshorisonter.....	57
8.2 Driftsinntekter og driftskostnader.....	58
8.2.1 Leieinntekter .....	58
8.2.2 Eiendomsrelaterte inntekter og kostnader.....	59
8.2.3 Administrasjonskostnader .....	60
8.2.4 Andre driftsinntekter og andre driftskostnader .....	60
8.2.5 Inntekter og kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskap .....	61
8.2.6 Avskrivninger .....	62
8.3 Investeringer .....	62
8.4 Arbeidskapital.....	63
8.5 Terminal vekst .....	64
8.6 Fremtidsprognose for fri kontantstrøm til totalkapitalen.....	64
<b>9. Avkastningskrav.....</b>	<b>64</b>
9.1 kapitalverdimodellen- CAPM.....	64

9.1.1 Risikofri rente .....	65
9.1.2 Markedets risikopremie.....	65
9.1.3 Gjeldskostnad .....	66
9.1.4 Beta .....	66
9.1.5 Konklusjon- avkastningskravet på egenkapitalen .....	68
9.2 WACC- Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad.....	69
9.2.1 Konklusjon avkastningskravet til totalkapitalen.....	69
<b>10. Fundamental verdsettelse .....</b>	<b>69</b>
10.1 Nåverdi av fri kontantstrøm til totalkapitalen.....	69
10.2 Nåverdi av terminalverdi .....	70
10.3 Verdien av totalkapitalen .....	70
10.4 Verdien av egenkapitalen.....	70
<b>11. Relativ verdsettelse .....</b>	<b>71</b>
11.1 P/B.....	72
11.2 P/E.....	72
11.3 P/S.....	73
11.4 Konklusjon relativ verdsettelse .....	74
<b>12. Sensitivitetsanalyse .....</b>	<b>74</b>
12.1 Monte Carlo analyse.....	75
12.2 Verdi per aksje.....	75
12.3 Verdien av totalkapitalen .....	77
12.4 Nåverdi av terminalverdi .....	78
12.5 Konklusjon av Monte Carlo analysen.....	79
<b>13. Konklusjon .....</b>	<b>80</b>
<b>14. Kritikk til oppgaven .....</b>	<b>81</b>

## Tabell liste

Tabell 1: Aksjonærer.....	4
Tabell 2: Næringseiendomutleie, etter type eiendom, statistikkvariabel og år (Statistisk sentralbyrå, u.å.).....	6
Tabell 3: Inflasjonsprognoser 15. desember 2022 .....	27
Tabell 4: Reduksjon i utslipp per scope. ....	31
Tabell 5: Utfallsmatrise VRIO (Whittington et al., 2020, s.104).....	37
Tabell 6: Oppsummering VRIO.....	39

Tabell 7: Resultatregnskap.....	43
Tabell 8: Balanse.....	44
Tabell 9: Kontantstrømoppstilling .....	45
Tabell 10: Totalkapitalens rentabilitet .....	46
Tabell 11: Totalkapitalens rentabilitet Entra ASA.....	47
Tabell 12: Egenkapitalens rentabilitet.....	47
Tabell 13: Egenkapitalens rentabilitet Entra ASA .....	48
Tabell 14: Driftsmargin.....	49
Tabell 15: Likviditetsgrad 1 .....	49
Tabell 16: Likviditetsgrad 1 for sammenlignbare selskaper .....	50
Tabell 17: Likviditetsgrad 3 .....	51
Tabell 18: Gjeldsgrad.....	53
Tabell 19: Gjeldsgrad for sammenlignbare selskaper .....	54
Tabell 20: Rentedeckningsgrad .....	55
Tabell 21: Fremtidsprognose for driftsinntekter og driftskostnader .....	58
Tabell 22: Fremtidsprognose leieinntekter .....	58
Tabell 23: Fremtidsprognose for eiendomsrelaterte inntekter og eiendomsrelaterte kostnader ..	59
Tabell 24: Fremtidsprognose administrative kostnader .....	60
Tabell 25: Fremtidsprognose andre driftsinntekter .....	60
Tabell 26: Fremtidsprognose andre driftskostnader.....	61
Tabell 27: Fremtidsprognose for inntekter og kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.....	61
Tabell 28: Fremtidsprognose avskrivninger .....	62
Tabell 29: Fremtidsprognose investeringer.....	62
Tabell 30: Fremtidsprognose arbeidskapital .....	63
Tabell 31: Fremtidsprognose for fri kontantstrøm til totalkapitalen .....	64
Tabell 32: Regresjonsanalyse.....	67
Tabell 33: Gjennomsnitt av regresjonsbeta.....	68
Tabell 34: Bottom up beta.....	68
Tabell 35: Nåverdi av kontantstrøm.....	70
Tabell 36: Price/Book .....	72
Tabell 37: Price/Earnings.....	73
Tabell 38: Price/Sales .....	73
Tabell 39: Beregnet relativ kursmål.....	74
Tabell 40: Fordeling av verdi.....	76
Tabell 41: Fordeling av prognoser av verdi til totalkapital.....	78
Tabell 42: Fordeling av prognoser av nåverdi av terminalverdi .....	79

## Formel liste

Formel 1: Nåverdi .....	9
Formel 2: Geometrisk gjennomsnitt .....	11



Formel 3: Vekstrate i nettoinntekter .....	11
Formel 4: Vekstrate i driftsresultat .....	11
Formel 5: Terminalverdi .....	12
Formel 6: FCFE .....	13
Formel 7: Kapitalverdimodellen (CAPM) .....	14
Formel 8: Kontantstrøm til totalkapitalen .....	15
Formel 9: WACC .....	16
Formel 10: Historisk beta .....	18
Formel 11: Unlevered beta .....	19
Formel 12: Leverede beta .....	19
Formel 13: P/B .....	20
Formel 14: P/E .....	21
Formel 15: P/S .....	21
Formel 16: Totalkapitalrentabilitet .....	46
Formel 17: Egenkapitalens rentabilitet .....	47
Formel 18: Driftsmargin .....	48
Formel 19: Likviditetsgrad 1 .....	49
Formel 20: Likviditetsgrad 3 .....	51
Formel 21: Egenkapitalprosent .....	52
Formel 22: Gjeldsgrad .....	53
Formel 23: Rentedekningsgrad .....	55

## Figurliste

Figur 1: Konsernstruktur (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.a.) .....	3
Figur 2: Pestel analyse (Webamp, 2022) .....	24
Figur 3: Skattesatser 2015-2022. Egenlaget figur .....	25
Figur 4: Styringsrenten (Norges Bank, u.å.) .....	27
Figur 5: Norske krone pr. Euro (Johansen, 2023) .....	28
Figur 6: Befolkningstall i Norge .....	29
Figur 7: Leieinntektsfordeling .....	37
Figur 8: Fundamental verdi per aksje Monte Carlo simulering .....	76
Figur 9: Fordeling av simulering for verdi av totalkapital .....	77
Figur 10: Fordeling av simulering for nåverdi av terminalverdi .....	78

## Grafliste

Graf 1: Egenkapitalprosent .....	52
Graf 2: Statistikk fra simulering rundt variabler .....	79

# 1 Innledning

## 1.1 Valg av selskap

I vår bacheloroppgave har vi valgt å gjennomføre en verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Dette valget er motivert av Thons eksepsjonelle posisjon som en sentral aktør innen norsk eiendomsbransje. Hans historie, forretningsstrategier og betydelige formue gjør han til et interessant studieobjekt.

## 1.2 Problemstilling

Formålet med oppgaven er å estimere aksjeverdien til Olav Thon Eiendomsselskap ASA ved å anvende metoder fra verdsettelsesteori med fokus på regnskaps- og strategisk analyse.

Problemstilling lyder som følgende:

«Hva er aksjeverdien av Olav Thon Eiendomsselskap ASA per 29.12.2022?»

## 1.3 Avgrensing

Vi velger å avgrense oppgaven ved å kun benytte informasjon som er tilgjengelig frem til verdsettelses dato når vi tar for oss en verdivurdering. Dette inkluderer offentlig informasjon som årsrapporter, kvartalsrapporter, pressemeldinger, og annen informasjon tilgjengelig for allmennheten.

Annen informasjon etter verdsettelsesdato er tatt med, men som nevnt vil ikke dette påvirke historiske beregninger, kun som informativ empiri for teksten og om selskapet.

# 2 Presentasjon av Olav Thon Eiendomsselskap ASA

## 2.1 Generelt

Olav Thon Eiendomsselskap ASA ble etablert i 1982. Aksjene ble notert på Oslo Børs i 1983. Siden oppstarten har selskapet gjennomgått en betydelig vekst, og de årlige

leieinntektene fra selskapets eiendommer har økt markant fra de opprinnelige 27 millioner kroner til 3,385 millioner kroner ved inngangen til 2023. I samme periode har børsverdien økt fra 200 millioner kroner til 18,2 milliarder kroner (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.a.).

Helt siden begynnelsen av 1990-tallet har selskapet rettet sitt fokus mot kjøpesentereieendommer. I dag er Olav Thon Eiendomsselskap ASA den ledende kjøpesenteraktøren i Norge og utgjør en betydelig aktør på det svenske kjøpesentermarkedet (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.a.).

“Selskapets strategi er å erverve, utvikle og eie eiendommer med sentral beliggenhet” (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.a.). Strategien til selskapet fokuserer på å investere i eiendommer med utviklingspotensial på tvers av ulike segmenter innen eiendomsbransjen. Målet er å realisere utviklingspotensialet gjennom en kombinasjon av aktiv videreutvikling, effektiv forvaltning og oppnåelse av høy tilfredshet blant leietakerne.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA har som hovedmål å realisere maksimal vekst i egenkapital per aksje. Dette for at aksjonærene skal oppnå en konkurransedyktig avkastning i forhold til andre sammenlignbare investeringsalternativer over et langsiktig perspektiv.

Selskapet besitter en variert eiendomsportefølje som inkluderer kjøpesentre (73%) og næringsseiendommer (27%). Eiendommene er distribuert over flere regioner i både Norge og Sverige, noe som gir selskapet en bred og diversifisert inntektskilde. I tillegg til den eksisterende porteføljen, har selskapet flere pågående eiendomsprosjekter under utvikling (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.c).

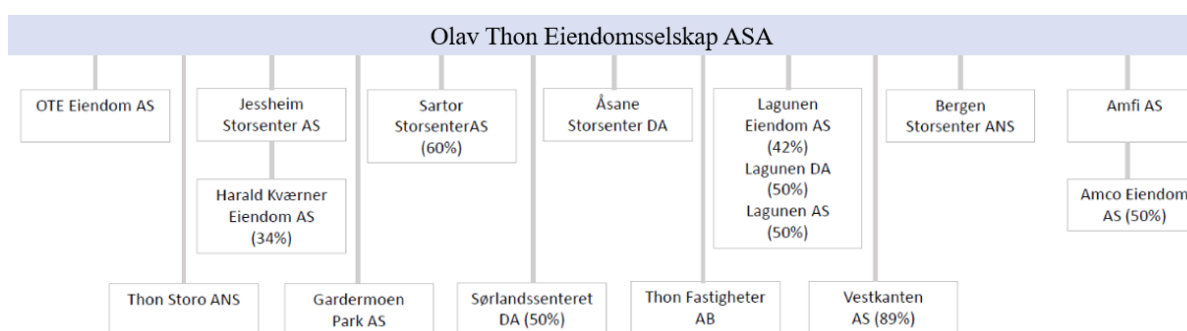
Olav Thon Gruppen eies av Olav Thon stiftelsen. Olav Thon Eiendomsselskap ASA inngår i Olav Thon Gruppen, som er den største private eiendomsaktøren i Norge, samt en av Norges største hotelloperatører gjennom Thon Hotels. (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.a.).

## 2.2 Struktur og ledelse

Styret i Olav Thon Eiendomsselskap ASA skal ifølge vedtektene bestå av 3-5 medlemmer valgt for toårsperioder samt ett varamedlem med en funksjonstid på ett år. Av medlemmene må minst 2 være uavhengig av selskapets ledende ansatte, vesentlige forretningsforbindelser og større aksjeeiere. Dette bidrar til å sikre balansert og uavhengig styringsstruktur i samsvar med selskapets retningslinjer (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.b.).

Olav Thon Eiendomsselskap ASA opererer uten egen administrasjon. De har i stedet inngått en forretningsføreravtale med Olav Thon gruppens sentrale administrasjonsselskap, Thon Eiendomsdrift AS. Denne avtalen gir selskapet mulighet til å benytte seg av de samlede administrative ressursene til enhver tid (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.a.).

På tidspunktet for verdsettelsen, datert 29. desember 2022, innehadde Olav Thon posisjon som styrets formann. I løpet av 2023 ble denne stillingen imidlertid overtatt av Kjetil Nilsen (Bach & Hageman, 2023). Etter dette skiftet fungerer Olav Thon som én av de fire styremedlemmene i eiendomsselskapet. Det er relevant å merke seg at fordi verdsettelsesdatoen er satt til 29. desember 2022, vil ikke Olav Thons stillings skifte bli inkludert videre i oppgaven. Se figur 1 for illustrasjon av konsernstruktur.



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

## 2.3 Organisering og aksjonærer

Olav Thon Eiendomsselskap ASA er organisert som et offentlig aksjeselskap. Tabellen under viser de 20 største aksjonærene i selskapet per 29.12.2022 (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.e.).

Eiere	Ant aksjer	Andel
OLAV THON GRUPPEN AS	68 674 000	66,27 %
INVESTHON AS	7 858 940	7,58 %
MP PENSJON PK	2 297 769	2,22 %
VERDIPAPIRFONDET NORDEA NORGE VERDI	1 648 714	1,42 %
J.P MORGAN SE	1 287 094	1,29 %
FOLKETRYGDFONDET	1 210 529	2,26 %
OTTO OLSEN INVEST AS	1 036 484	1,00 %
TELENOR PENSJONKASSE	834 355	0,81 %
INTERTRADE SHIPPING AS	800 010	0,77 %
E6E HOLDING AS	781 343	0,77 %
OTTO OLSEN EIENDOM AS	700 000	0,69 %
PENSJONSKASSEN FOR HELSEFORETAKENE	685 000	0,68 %
TRONDHEIM KOMMUNALE PENSJONSKASSE	660 020	0,65 %
HOLMEN SPESIALFOND	644 222	0,68 %
SALT VALUE AS	563 858	0,56 %
VERDIPAPIRFONDET NORDEA AVKASTNING	533 599	0,53 %
DNB BANK ASA	487 989	0,48 %
WENAASGRUPPEN AS	408 739	0,40 %
FOSSEKALLEN INVEST AS	394 738	0,39 %
VERDIPAPIRFONDET NORDEA NORGE PLUS	312 908	0,31 %
<b>SUM</b>	<b>91 820 311</b>	<b>90,48 %</b>

Tabell 1: Aksjonærer

## 2.4 Eiendomsportefølje

Olav Thon Eiendomsselskap ASA har en diversifisert eiendomsportefølje. Som nevnt i kapittel 2.1, er det to primære segmenter: kjøpesentereiendom og næringsseiendom. Innen kjøpesenter-segmentet besitter selskapet 59 hel- eller deleide kjøpesentre i Norge, samt 4 kjøpesentre i Sverige. Det resterende av eiendomsporteføljen består av næringsseiendom, herunder handels-, kontor-, logistikk- og hotelleiendommer, i tillegg til rundt 400 utleieboliger primært i Oslo området (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023a, s.4).

Per 01.01.2023 viser eiendomsporteføljen et leieinntektsnivå på 3.385 millioner kroner og en ledighet på 3,5%. Når man inkluderer andeler fra eiendommer i felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper, øker leieinntektsnivået til 3.680 millioner kroner.

De siste årene har leienivået økt, noe som indikerer utvikling av selskapet og økning av eiendomsanskaffelser. I samme tidsperiode har ledighetsraten holdt seg stabil mellom 2% - 4%.

Ved utgangen av 2022 eide konsernet et totalt utleibart areal på omtrent 1.9 millioner kvadratmeter. I tillegg disponerer konsernet et betydelig parkeringsareal og tomteområde som gir muligheter for fremtidig prosjektutvikling.

## 2.5 Eiendomsbransjen

### 2.5.1 Investering i eiendom

En investor kan velge å gjøre investeringer direkte i eiendom eller indirekte gjennom å kjøpe andeler i en investeringsstruktur som eier og forvalter eiendom (Flåøyen, 2008, s.29). Direkte investering i eiendom innebærer kjøp av fysiske eiendomsobjekter, enten det er boliger, bygninger eller landområde. Denne tilnærmingen gir investorer direkte kontroll over eiendommen og dens drift. Fordeler inkluderer potensialet for direkte inntektsstrømmer fra leieinntekter, muligheten til å øke eiendommens verdi gjennom forbedringer eller utvikling, samt skattefordeler som følge av avskrivninger og fradragsberettigede kostnader. Imidlertid krever direkte investeringer ofte betydelig kapital, administrasjon og tid til å håndtere eiendomsforvaltning, vedlikehold og eventuelle juridiske forpliktelser.

Investorer kan også velge å indirekte investere i eiendom gjennom å kjøpe andeler i investeringsstrukturer som eiendomsfond. Indirekte investeringer tilbyr fordeler som diversifisering av risiko gjennom eksponering mot ulike eiendomstyper og geografiske områder (Flåøyen, 2008, s.34).

### 2.5.2 Avkastning på næringseiendom

Ifølge beregninger foretatt av IPD (Investment Property Databank) på tidsserier for avkastning på norsk næringseiendom i perioden 2001-2010, utgjør løpende leieinntekter mer enn 70 prosent av verdiskapingen mens verdistigning utgjør under 30 prosent. Dette

understreker betydningen av kontinuerlige innteksstrømmer fra leieavtaler som en viktig driver for avkastning innenfor denne aktivaklassen (Boge & Ulriksen, 2011, s.56).

Næringseiendom som en aktiva klasse er en samlebetegnelse for eiendomsretten til en tomt eller bygningsmasse som gir eller forventes å gi en strøm av fremtidige inntekter. Dette gir rom for ulike investeringsstrategier med varierende avkastnings- og risiko egenskaper. En sentral egenskap ved næringseiendom er den relativt høye løpende direkte avkastningen som genereres av leieinntekter.

Det er imidlertid utfordringer knyttet til å evaluere avkastningen på næringseiendom. Det skjer relativt få transaksjoner i markedet, og hver eiendom er unik på grunn av forskjeller i beliggenhet, standard, kvalitet på leietaker og andre faktorer. Dette gjør det vanskelig å sammenligne eiendommer direkte og fastsette deres markedsverdi nøyaktig uten en transaksjon (Boge & Ulriksen, 2011, s.57).

### 2.5.3 Historisk vekst

Tabellen under viser statistikken: Prisindeks, årene 2011-2022, type eiendom: Alle eiendommer, butikk/kjøpesenter, hotell, industri, og kontor (Statistisk sentralbyrå, u.å.). Formålet med statistikken er å måle prisutviklingen på utleie av næringseiendom. Prisindeks for utleie av næringseiendom, viser at butikk/kjøpesentre har lavest utvikling.

	Prisindeks											
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2022	2021	2022
Alle eiendommer	102.9	105.9	108.7	112.0	114.8	116.9	120.3	122.6	124.9	124.9	127.0	131.1
Butikk/ kjøpesenter	102.0	103.9	105.0	107.4	109.9	112.1	114.4	116.9	118.4	118.3	119.3	120.8
Hotell	102.0	106.0	108.9	113.5	118.1	122.0	126.9	127.6	130.3	110.7	122.0	142.1
Industri	102.8	104.9	107.5	110.3	112.7	113.2	115.9	117.2	121.0	121.9	125.4	127.8
Kontor	103.1	106.1	109.0	112.2	114.8	116.8	120.2	122.1	123.9	124.8	125.6	127.8

Tabell 2: Næringseiendomutleie, etter type eiendom, statistikkvariabel og år (Statistisk sentralbyrå, u.å.).

#### 2.5.4 Konkurrenter i eiendomsbransjen

I det påfølgende vil vi gi en kortfattet oversikt over noen relevante børsnoterte konkurrenter i eiendomsbransjen basert på finansielle data i årsrapportene for 2022.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA presiserer selv å være ledende innenfor kjøpesenterutleie i Norge (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å.c.). Etter grundig vurdering av andre børsnoterte selskap er det mest sammenlignbare selskapet Aurora ASA. Selskapet ble opprettet i 2021 og det finnes dermed ikke historisk data i like stor grad som for Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Vi har derfor valgt å ta for oss Entra ASA og KMC Properties for å representere andre sammenlignbare selskap. Til tross for at de i større grad er under næringsutleie av kontorbygg mener vi dette er hensiktsmessig, da 27% av Olav Thon Eiendomsselskap ASA sin eiendomsportefølje består av næringsutleie.

##### **Aurora Eiendom AS:**

Aurora Eiendom AS eier 8 kjøpesentre: Alti Nordbyen, Alti Amanda, Alti Buskerud, Alti Farmandstredet, Alti Nerstranda, Alti Vinterbro, Gulsbogen Senter og Arkaden Senter. Videre har selskapet eiendeler i to kjøpesentre; 10% eiendeler i Jærhagen og 25% eiendeler i Maxi Storsenter. Aurora Eiendom AS arbeider med å utvikle detaljhandelen for både leietakere og kunder. Forvaltningen av eiendommene håndteres av Alti Forvaltning, der Aurora Eiendom eier 50% (Aurora, u.å.).

Porteføljeverdi: 8 813 millioner

Leieinntekter: 448 millioner (Aurora eiendom, 2023, s.8)

##### **Entra ASA:**

Entra er et selskap som eier en stor andel av kontormarkedet i flere norske byer, inkludert Oslo, Bergen, Trondheim, Drammen, Sandvika og Stavanger. Selskapet eier og forvalter om lag 1,5 millioner kvadratmeter med kontor- og næringsseiendom i disse byene (Entra, u.å.a.).

Porteføljeverdi: 78 571 millioner

Leieinntekter: 3 158 millioner (Entra, 2023, s.5)



### **KMC Properties:**

KMC Properties er et eiendomsselskap notert på Oslo Børs med fokus på industri- og logistikk eiendommer. Selskapet har en mangfoldig portefølje av eiendommer i Norden og Nederland (KMC Properties, u.å.).

Porteføljeverdi: 5 366 millioner (KMC Properties, 2023, s.51)

Leieinntekter: 273 millioner (KMC Properties, 2023, s.50)

## **3 Teori: Verdsettelse**

I dette kapittelet presenteres teori og valg av metode som er relevant for vår verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Vi velger i tillegg å evaluere de ulike verdsettelsesmetoder og deres styrker og svakheter.

Det finnes hovedsakelig fire metoder for verdsettelse (Damodaran, 2012, s.1175). Den første metoden er eiendelsbasert verdivurdering. Her estimerer man hva eiendelene som eies av selskapet er verdt for øyeblikket (Damodaran 2012, s.1175). Den andre metoden er diskonterte kontantstrømtilnæringer som bruker diskonterte kontantstrømmer for å komme frem til en verdi av egenkapitalen eller til selskapet. Den tredje metoden, relativ verdsettelse, baserer verdien på å sammenligne eiendeler og pris. (Damodaran, 2012, s.1175). Til slutt har man opsjonsprising metoden som bruker verdsettelse av betingede krav. I tillegg til disse fire metodene kan man finne flere under-metoder innenfor de ovennevnte som bidrar til å finne den endelige verdien (Damodaran, 2012, s.1175).

Når vi ser på diskontert kontantstrøm tilnæringsmetoden kan kontantstrømmer til egenkapitalen neddiskonteres til egenkapitalkostnad for å komme frem til verdi av egenkapitalen. I tillegg kan kontantstrømmen til selskapet neddiskonteres til kapitalkostnaden for å komme til verdien per dags dato (Damodaran, 2012, s.1175) Disse modellene kan vi videre kategorisere på grunnlag av antakelser om vekst i stabil vekst-totrinns-tretrinns og n-trinns-modeller (Damodaran, 2012, s.1175).

Kapittelet for teori om verdsettelse støttes av lærebokforfatter Aswath Damodarans teoretiske rammeverk fra Investment valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset (3.utg.).

### 3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse utgjør en metode basert på diskontert fri kontantstrøm (DCF). Denne tilnærmingen innebærer å beregne fremtidige kontantstrømmer og deretter diskontere dem tilbake til nåverdien (NPV) ved hjelp av en diskonteringsfaktor (Damodaran, 2012, s. 11). Den resulterende verdien reflekterer eiendelens verdi basert på forventet vekst i kontantstrømmen og risikoen i den aktuelle perioden.

Selv om relativ verdsettelse ofte foretrekkes i praksis, utgjør diskontert kontantstrøm et fundamentalt element i alle verdsettelsesmetoder. En grundig forståelse av DCF-verdsettelse er nødvendig for å kunne utføre relativ verdsettelse korrekt (Damodaran, 2012, s. 11). Vi viser til formelen under for nåverdi.

$$Nåverdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

*Formel 1: Nåverdi*

n= eiendelens levetid

CF= Kontantstrøm i periode t t

r= avkastningskrav basert på risiko

### 3.2 Vekst

Vekst utgjør et sentralt element i all verdsettelse. Det er tre primære kilder til vekstrater (Damodaran, 2012, s. 271). Den første vekstraten vi presenterer er historiske vekstrater, der vi anvender historiske tall. Slike beregninger og anvendelse kan være utfordrende for mange selskaper på grunn av volatilitet og til tider negative resultater. Den andre kilden omfatter analytikernes estimater av vekst. Analytikere kan i noen sammenhenger

ha tilgang til informasjon utenfor markedet. Til tross for dette kan deres fokus på vekst i resultat per aksje by på utfordringer ved prognostisering av driftsinntektene. Den tredje og mest pålitelige tilnærmingen for å estimere vekst er å basere den på fundamentale faktorer i selskapet (Damodaran, 2012, s. 271).

### 3.2.1 Historisk vekst

Når man estimerer forventet vekst i et selskap, begynner man som oftest å se på selskapets historikk (Damodaran, 2012, s.272). Den historiske veksten kan ofte være utfordrende å estimere og vil ofte ikke gi innsyn i selskapets forventede fremtidige vekst. Damodaran (2012, s.272) tar opp flere utfordringer som kan oppstå når man analyserer selskapets historiske vekst. For det første kan man få svært ulike verdier for historisk vekst. Dette kan avhenge av blant annet hvordan gjennomsnittet er estimert, det vil si om man tillater sammensettinger av verdier over tid. Negative inntjening over en periode eller i inneværende periode vil også kunne gjøre det vanskelig å estimere vekst i verdivurdering.

Ved å basere seg på historisk vekst antar man at fortiden reflekterer fremtiden nøyaktig og at selskapets forutsetninger vil forholde seg uendret. Videre er tilgangen på historiske data en nødvendig forutsetning for anvendelsen av denne metoden. Andre forhold som kan påvirke vekstberegningene inkluderer selskapets størrelse og volatiliteten i den sektoren de opererer i (Damodaran, 2012, s. 278). Innenfor den historiske vekstmetoden finnes det ulike tilnærminger for å beregne gjennomsnittlig vekst, geometrisk tilnærming anses å være den foretrukne metoden.

### 3.2.2 Aritmetisk Vs. Geometrisk gjennomsnitt

Ifølge Damodaran (2012, s.272) kan man se hvordan den gjennomsnittlige vekstraten varierer avhengig av den aritmetiske og geometriske metoden for gjennomsnittsberegning. Mens den aritmetiske metoden tar en gjennomsnittlig beregning basert på tidligere vekstrater, tar den geometriske formelen under hensyn til verdier kun ved begynnelsen og slutten av en periode (Damodaran, 2012, s.272).

$$\text{Geometrisk gjennomsnitt} = \left| \frac{\text{Overskudd}_0}{\text{Overskudd}_{-n}} \right| - 1$$

*Formel 2: Geometrisk gjennomsnitt*

### 3.2.3 Fundamental vekst

Videre kan man se nærmere på fundamental vekst. En metode for å vurdere veksten til et selskap er å identifisere de faktorene som bidrar til vekst. Det er også av betydning å skille mellom avkastning på egenkapitalen og avkastning på totalkapitalen (Damodaran, 2012, s.285). Avkastning på egenkapitalen beregnes ved å først evaluere selskapets nettoinntekter. Deretter bestemmes veksten basert på graden av tilbakeholdelse av nettoinntektene og egenkapitalens rentabilitet (ROE) (Damodaran, 2012, s.285).

Ved å analysere avkastningen på egenkapitalen, kan man bedømme selskapets evne til å generere fortjeneste basert på den investerte egenkapitalen. Tilbakeholdelsesgraden av nettoinntektene refererer til hvor stor del av nettoinntektene selskapet beholder og ikke utbetaler som utbytte. Jo høyere tilbakeholdelsesgraden er, desto større del av inntjeningen kan benyttes til å investere i selskapet og støtte videre vekst (Damodaran, 2012, s.286). Egenkapitalens rentabilitet (ROE) beregnes som nettoinntektene delt på gjennomsnittlig egenkapital. Dette gir et mål på selskapets evne til å generere avkastning på egenkapitalen. I denne sammenhengen benytter vi totalkapitalens rentabilitet (ROC), og vi inkluderer driftsresultatet (EBIT) når vi beregner veksten i totalkapitalinntektene. Nedenfor vises formler for vekstrate i nettoinntekter og vekstrate i driftsresultat.

$$\text{Vekstrate}_t = \text{Tilbakeholdningsgrad av nettoinntekter}_{t-1} * \text{ROE}$$

*Formel 3: Vekstrate i nettoinntekter*

$$\text{Vekstrate}_t = \text{Reinvesteringsrate}_{t-1} * \text{ROC}$$

*Formel 4: Vekstrate i driftsresultat*

### 3.2.4 Terminal verdi

Når et selskap når en viss vekstfase, vil dets vekstrate gradvis avta og nærme seg den økonomiske vekstraten, kjent som stabil vekstrate eller terminalverdi (Damodaran, 2012, s.304). Denne verdien representerer den samlede verdien av alle fremtidige kontantstrømmer på et bestemt tidspunkt. I en diskontert kontantstrøm-modell er det vanlig å foretrekke likvideringsverdien eller stabilitetsmodellen for å estimere terminalverdien (Damodaran, 2012, s.304). I en likviditetsverdi tilnærming antas det at selskapet har en begrenset levetid og vil bli likvidert ved slutten av denne perioden. Imidlertid kan selskapet reinvestere en del av kontantstrømmen tilbake i nye aksjer og forlenge dette "livet" (Damodaran, 2012, s.304).

Dersom det antas at selskapet vil gå konkurs, kan likvideringsverdien av selskapet anvendes. Dette betyr at dersom selskapet må selge sine eiendeler for å avvikle virksomheten, vil likviditetsverdien være det beløpet de kan forvente å motta. Hvis det forventes at selskapet vil oppnå stabil vekst på ubestemt tid, kan en terminalverdi beregnes (Damodaran, 2012, s.306). Beregningen av terminalverdien som vist nedenfor tar hensyn til den siste kontantstrømmen i analysen, avkastningskravet fra den siste perioden da selskapet ble verdsatt og den langsiktige veksten som forventes for selskapet (Damodaran, 2012, s.306).

$$Terminalverdi_t = \frac{CF_{t+1}}{r - v}$$

*Formel 5: Terminalverdi*

## 3.3 Kontantstrømmer

Kontantstrøm må skilles mellom det å beregne verdi basert på total kapital og avkastningen til egenkapitalen. Man benytter derfor forskjellige kontantstrømestimer og avkastningskrav.

### 3.3.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden benyttes for å estimere verdien av investeringer i selskapers egenkapital. Sentralt i denne modellen er en grundig analyse av tallmaterialet og dets

relevans for egenkapitalandelen. Metoden tar hensyn til egenkapitalens avkastningskrav og kontantstrømmene til egenkapitalen som grunnleggende elementer i vurderingen (Damodaran, 2012, s.351).

### 3.3.2 Kontantstrømmer til egenkapital

Verdien av egenkapitalen blir beregnet ved å diskontere forventede kontantstrømmer til egenkapitalen (de gjenværende kontantstrømmene etter å ha dekket alle utgifter, reinvesteringsbehov, skatteforpliktelser, renter og avdrag) med egenkapitalkostnaden (avkastningsraten som kreves av egenkapital investorene i selskapet) (Damodaran, 2012, s.13).

Kontantstrømmer til egenkapitalen blir beregnet for å bestemme overskuddet som tilfaller egenkapitalinvestorene. Nedenfor vises formelen som illustrerer hvordan kontantstrømmene beregnes.

Egenkapitalmetoden	
	Årsresultat
+	Avskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
+/-	Endring i gjeld
=	Kontantstrøm til egenkapitalen

Formel 6: FCFE

Formelen tar utgangspunkt i en grundig analyse av årsresultatene til selskapet som skal verdsettes. Avskrivninger legges til i analysen da dette representerer en regnskapsmessig kostnad som positivt påvirker kontantstrømmene des større den er (Damodaran, 2012, s.13). Investeringer trekkes fra da de representerer netto kapitalutgifter i den aktuelle perioden. Videre gjøres det justeringer for arbeidskapital, avhengig av om det har vært en reduksjon eller økning i perioden. Hvis det har vært en reduksjon, legges det til, mens det omvendte gjøres dersom denne posten har bindet opp kapital. Arbeidskapitalen kan variere betydelig fra år til år, og derfor kan den ofte anslås som en gitt prosentandel av omsetningen. Alternativt kan den behandles som en

konstant. Til slutt gjøres det justeringer for endringer i gjeldsnivået (Damodaran, 2012, s. 14).

### 3.3.3 Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM)

Kapitalverdimodellen er den mest brukte modellen som har i lang tid vært med på å sette standarden for de fleste prediksjoner rundt risiko og avkastning (Damodaran, 2012, s.88). I verdsettelse av eiendeler eller selskap må man ha en diskonteringsfaktor for å se på risikoen i kontantstrømmene. Dette avkastningskravet er definert som den avkastningen en investor vil kreve for å investere i selskapet. Det reflekterer i tillegg risikoen (Damodaran, 2012, s.65).

$$CAPM: E(R_i) = R_f + B_i[E(R_m) - R_f]$$

*Formel 7: Kapitalverdimodellen (CAPM)*

For å bruke kapitalverdimodellen trenger man tre inputs. Den første er en risikofri aksje definert som en aksje der investorene med sikkerhet vet avkastningen for analysens tidspunkt. Den andre er risikopremier som representerer premien investorer krever for å investere i markedsporteføljen. Det tredje inntaket er beta, definert som kovariansen av aksjen delt på markedsporteføljen. Denne måler risikoen som legges til ved å investere i markedsporteføljen (Damodaran, 2012, s.91). Modellen er enkel å bruke, men er ikke like godt egnet til å forklare forskjeller i avkastning rundt aksjer (Damodaran, 2012, s.100).

### 3.4 Totalkapitalmodellen

Metoden, kjent som totalkapitalmetoden eller verdsettelse av bedriftens totale kapital (Enterprise value), gir en anslått verdi av selskapets totale kapital. Her inkluderes både egenkapital og gjeld. Denne tilnærmingen ligner i stor grad på egenkapitalmetoden, men skiller seg ved at den tar hensyn til ulike variabler og faktorer i beregningene. Ved å inkludere både egenkapital og gjeld tar totalkapitalmetoden hensyn til alle interessenter i selskapet, inkludert kreditorer (Damodaran, 2012, s.381).

### 3.4.1 Kontantstrøm til total kapital (FCFF)

Kontantstrømmen til total kapitalen utgjør en finansiell indikator som gir innsikt i selskapets evne til å generere kontanter fra sine drifts- og investeringsaktiviteter. Dette måler selskapets kapasitet til å dekke forpliktelser overfor både aksjonærer og kreditorer. Definisjonen av kontantstrømmen til total kapitalen omfatter den samlede kontantstrømmen fra selskapets operative virksomhet og investeringsaktiviteter. Formel 7 viser utregningen av kontantstrøm til total kapitalen. Indikatoren tar hensyn til både innkommende og utgående kontantstrømmer, inkludert investeringer i selskapets eiendeler og endringer i arbeidskapitalen.

Total kapitalmetoden	
	Driftsresultat (EBIT)
-	Skatt
+	Avskrivninger
+/-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
=	<b>Kontantstrøm til total kapitalen</b>

Formel 8: Kontantstrøm til total kapitalen

Denne modellen er utformet for å evaluere verdien av selskaper som forventes å ha større vekst enn et stabilt selskap i en bestemt periode, etterfulgt av en stabiliseringsperiode med en jevn vekstrate (Damodaran, 2012, s.401). Verdivurdering av en aksje presenteres som nåverdien av FCFE for hvert år til den ekstraordinære vekstperioden sammen med nåverdien av terminalverdi i slutten av perioden.

### 3.4.2 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Beregning av avkastningskravet til total kapitalen bygger på WACC (Weighted Average Cost of Capital). WACC er et gjennomsnitt av vektet kostnad etter skatt for de ulike kildene til investert kapital som selskapet bruker for å finansiere sine operasjoner og investeringer (Titman & Martin, 2014, s.101).

WACC benyttes for å evaluere den samlede kostnaden ved å skaffe kapital for selskapet, kjent som total kapital kostnaden (Titman & Martin, 2014, s.161).



Gjeldskostnaden bestemmes av tre viktige faktorer: risikofri rente, selskapsspesifikk risikopremie for mislighold og skattefordeler knyttet til gjelden (Titman & Martin, 2014, s.101). For å beregne WACC, benyttes følgende formel som illustrert nedenfor.

$$WACC = \text{Avkastningskrav EK} * \left[ \frac{EK}{(Gjeld + EK)} \right] + \text{Gjeldskostnad} * \left[ \frac{Gjeld}{Gjeld + EK} \right]$$

*Formel 9: WACC*

### 3.5 Risiko

Ved verdsettelse av aksjer eller selskaper er det nødvendig å inkludere diskonteringsrenter for å reflektere risikoen knyttet til kontantstrømmene (Damodaran, 2012, s.81). Imidlertid kan det være flere årsaker til forskjeller mellom faktisk avkastning og forventet avkastning. Disse kan falle under to kategorier: firma-spesifikk risiko og markedsspesifikk risiko (Damodaran, 2012, s.86). Firma-spesifikk risiko oppstår fra handlinger som påvirker kun ett eller få investeringer. Markedsspesifikk risiko påvirker derimot mange eller alle investeringer (Damodaran, 2012, s.86).

De fleste risiko- og avkastningsmodellene er enige om at risiko stammer fra avviket mellom faktisk avkastning og forventet avkastning, og at risikoen bør måles fra perspektivet til en diversifisert marginal investor (Damodaran, 2012, s.88).

#### 3.5.1 Risikofri rente

En risikofri eiendel er kjennetegnet ved å ha en forventet avkastning som samsvarer med den faktiske avkastningen, og den innebærer ingen risiko for mislighold (Damodaran, 2012, s. 154). Begrepet "risikofri rente", som også nevnes i totalkapitalmodellen, henviser til avkastningen en investor kan oppnå uten å utsette seg for risiko. Vanlig praksis er å bruke statsobligasjoner som referanse for å beregne den risikofrie renten i verdsettelsen. Misligholdsrisikoen knyttet til statsobligasjoner varierer mellom land, men flere faktorer bidrar til at denne risikoen ofte er lav i de fleste land. Videre bidrar den risikofrie renten til å unngå reinvesteringsrisiko (Damodaran, 2012, s. 155).

Dersom det foreligger betydelige og motsatte forskjeller mellom kortsiktige og langsiktige renter, er det hensiktsmessig å benytte års bestemte risikofrie renter ved beregning av den forventede avkastningen (Damodaran, 2012, s. 155).

### 3.6 Beta

Selskapets Beta representerer følsomheten til egenkapitalavkastningen til variasjoner i avkastningen på den generelle markedsporteføljen (Titman & Martin, 2014, s.115). I finansiell teori er alle aksjer notert på en gitt børs utsatt for en felles risikofaktor, kjent som systematisk risiko, som ikke kan diversifiseres og gjelder for alle aksjer. Grad av eksponering varierer fra selskap til selskap, og denne eksponeringen måles av beta ( $\beta$ ) (Titman & Martin, 2014, s.119). I praksis beregnes beta ved å sammenligne avkastningen til aksjen med en godt diversifisert portefølje, ofte en markedsindeks, der markedsindeksen settes til en referanseverdi på 1. Verdipapirets beta vil være 1 ved samme eksponering mot systematisk risiko, lavere enn 1 ved lavere eksponering, og høyere enn 1 ved høyere eksponering (Titman & Martin, 2014, s.170).

I kapitalverdimodellen spiller beta en avgjørende rolle i beregningen av avkastningskravet. I modellen multipliseres beta med differansen mellom forventet avkastning og risikofri rente. Det finnes flere tilnærminger som kan benyttes for å beregne beta, og Damodaran presenterer tre ulike metoder, hvorav to vil bli videre utdypet; historisk og fundamental beta (Damodaran, 2012, s. 183).

#### 3.6.1 Historisk beta

Den konvensjonelle tilnærmingen for å estimere betaen til en investering er en regresjon av avkastningen på investeringen mot avkastningene på en markedsindeks (Damodaran, 2012, s.183). For selskaper offentlig notert i en viss periode, er det relativt enkelt å estimere avkastningene som en investor ville ha oppnådd ved å investere i selskapets aksjer i intervaller (for eksempel en uke eller en måned) i løpet av den perioden. I teorien bør disse aksjeavkastningene være relatert til avkastningene på en markedsportefølje (dvs. en portefølje som inkluderer alle handlede eiendeler for å estimere betaene til eiendelene) (Damodaran, 2012, s.183).

I praksis vil den vanlige prosedyren for å estimere beta være regresjonsanalyse av aksjeavkastninger ( $R_j$ ) mot markedsavkastningen ( $R_m$ ):

$$R_j = a + bR_m$$

*Formel 10: Historisk beta*

$R_j$ = Avkastning aksje

$a$ = Skjæringspunkt regresjon

$R_m$ = Avkastning indeks

$b$ = Helning regresjon= Beta

Den historiske tilnærmingen for estimering av beta fungerer kun for eiendeler som har blitt behandlet og har markedspris (Damodaran, 2012, s.192). Private selskap krever også en annen type tilnærming for estimering av beta (Damodaran, 2012, s.224). Dette fordi private selskap ikke har markedsprishistorikk. Man kan derfor ikke estimere regresjons beta for disse selskapene.

En utfordring med historisk beta / regresjons beta er at det kan oppstå flere standardavvik. Dette kan skyldes blant annet endringer i markedsindeks og avkastningsperioden (Damodaran, 2012, s.226).

### 3.6.2 Fundamental beta

En annen måte å estimere beta på er å se på virksomhetens grunnleggende faktorer. Regresjonsbeta vurderer blant annet hvilken bransje selskapet er i, hvor mye operasjonell effekt de skal bruke i virksomheten, og i hvilken grad selskapet bruker finansiell effekt. Imens i fundamental beta er man heller oppmerksomme på deres fundamentale bestemmelsesfaktorer enn historisk beta (Damodaran, 2012, s.266).

Hensikten med denne metoden er å estimere selskapets eksponering mot systematisk risiko. Man kan si at jo mer følsom en virksomhet er for markedsvilkår, dess høyere blir betaen. Dersom alt annet i selskapene er likt, kan det forventes at sykliske selskaper har høyere beta enn ikke-sykliske selskaper. Fundamental beta kan også utledes ved å anvende "Bottom-Up-Beta" metoden der man tar utgangspunkt i betafaktorer for

tilsvarende selskaper, og deretter justerer for forskjeller i virksomhetsområder, kostnadsstrukturer og finansieringsstrukturer (Damodaran, 2012, s.197).

Fundamental beta viser seg i stor grad å være mer nøyaktig enn markedsbeta- metoden da den tar hensyn til spesifikke forhold rundt selve selskapet. Fundamental beta krever også mer innsikt i selskapet og bransjen den opererer i.

Det eksisterer flere fordeler ved bruk av bottom-up beta (BUB). For det første tillater BUB en større grad av fleksibilitet med hensyn til fremtidige endringer knyttet til selskapets struktur og gjeldsgrad (Damodaran, 2012, s.229). For det andre er bottom-up beta i stand til å inkorporere gjeldsgraden på nåværende tidspunkt for å beregne forventede endringer (Damodaran, 2012, s.229). Mens den konvensjonelle regresjons betaen reflekterer gjennomsnittlig gjeldsgrad i forhold til egenkapital kun i løpet av regresjonsperioden.

En annen fordel ved bottom-up beta er at den gjør oss mindre avhengig av historiske aksjepriser ved verdsettelsen (Damodaran, 2012, s.229). Sammenlignbare selskaper krever vanligvis tilgang til historiske aksjepriser, men med bottom-up beta kan verdsettelse utføres selv for private selskaper. Nedenfor vises anvendelsen av bottom up beta.

$$Unlevered \beta_i = \beta_i / \left[ 1 + (1 - t) * \left( \frac{Gjeld}{EK} \right) \right]$$

*Formel 11: Unlevered beta*

$$\beta_{levered} = \beta_{Unlevered} \left[ 1 + (1 - t) * \left( \frac{Gjeld}{EK} \right) \right]$$

*Formel 12: Levered beta*

### 3.7 Relativ verdsettelse teori

I relativ verdsettelse vurderes eiendelens verdi ut fra prisen på lignende eiendeler i markedet (Damodaran, 2012, s.453). I følge Damodaran (2012, s.453) baseres dette på to hovedkomponenter, nemlig standardiserte priser og finne sammenlignbare selskaper, selv om identiske selskaper er sjeldent. Relativ verdsettelse brukes mye i analyser og

verdivurdering av oppkjøp grunnet rask utførelse og mindre avhengighet av antakelser. Den har også en tendens til å gjenspeile det som skjer i markedet mer nøyaktig (Damodaran, 2012, s. 454).

### 3.7.1 Price to book (P/BV)

P/B-multiplen analyserer forholdet mellom markedsverdien og den bokførte verdien av egenkapitalen (Damodaran, 2012, s.512). Markedsverdien av egenkapitalen gjenspeiler markedets prognoser for selskapets inntjening og kontantstrømmer, mens den bokførte verdien representerer differansen mellom selskapets bokførte eiendeler og gjeld.

Formelen for P/B-multiplen er som følger:

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Bokført verdi egenkapital}}$$

*Formel 13: P/B*

Price-to-book (P/B)-metoden er spesielt hensiktsmessig for store selskaper innen produksjon og salg av fysiske varer, men er mindre hensiktsmessig for selskaper som fokuserer på forskning og utvikling uten betydelige verdier knyttet til fysiske eiendeler.

En fordel med P/B-metoden er dens evne til å anvendes selv når selskapets resultat er negativt, noe som adskiller den fra P/E-multiplikatoren som ikke er egnet i slike tilfeller (Damodaran, 2012, s.511).

### 3.7.2 Price to earnings (P/E) og Price-to-Sales (P/S)

P/E står for "Price-to-Earnings" og representerer forholdet mellom markedsprisen per aksje og inntjening per aksje (Damodaran, 2012, s.468). Dette forholdet er den mest utbredte multiplen innen relativ verdsettelse. Verdien som denne multiplen gir kan variere avhengig av selskapets natur. For eksempel kan et vekstselskap ha en betydelig høyere multiplikator enn et selskap som nærmer seg slutten av eller har overstått sin høye vekstfase (Damodaran, 2012, s.468). Dette blir fremlagt i to begrunnelser.

$$P/E = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Resultat per aksje}}$$

*Formel 14: P/E*

Den første faktoren henviser til volatiliteten i resultatene fra periode til periode (Damodaran, 2012, s.468). Valg av beregningsmetode er derfor avgjørende for den resulterende verdien. Den andre faktoren peker på det faktum at selskaper med høy vekst ofte har utestående ansatte opsjoner, noe som kan bidra til å forsterke regnskapsmessige forskjeller som deretter påvirker P/E-verdien. En svakhet med P/E-multiplier er at hvis et selskap har negativt resultat, vil denne verdien være irrelevant (Damodaran, 2012, s.469).

Price-to-Sales (P/S)-multiplikatoren er et forholdstall som angir forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og selskapets inntekter (Damodaran, 2012, s.543). En lav P/S-multiplikator indikerer at et selskap er lavt priset, mens en høy multiplikator antyder at selskapet er høyt priset. P/S-multiplikatoren kan anvendes på alle selskaper med inntekter, men det er viktig å notere seg at selskaper kan ha betydelige inntekter uten å generere overskudd (Damodaran, 2012, s.543). Vi viser til Price-to-Sales formelen.

$$P/S = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Driftsinntekter}}$$

*Formel 15: P/S*

Til forskjell fra andre multiplikatorer som P/E, kan P/S multiplikatoren benyttes på alle selskaper uavhengig av størrelse, og de er svært vanskelige å manipulere ettersom inntekter ikke kan justeres regnskapsmessig (Damodaran, 2012, s. 542).

Inntektsmultiplikatorer kan dermed gi en mer pålitelig vurdering av selskapets verdsettelse.

Imidlertid kan det være ulemper knyttet til å fokusere på inntekt som en viktig faktor i selskapsverdsettelse. En tendens kan oppstå der fokuset blir på selskaper som generer størst inntekter selv om de ikke nødvendigvis har overskudd. Dette kan føre til en overvurdering av selskapene og vil kunne gi et misvisende bilde av selskapenes faktiske verdi.

## 4 Metode

### 4.1 Valg av metode

Innenfor forskningsmetodikk er det to sentrale tilnæringer som ofte tas i betraktning ved utforskning og analyse av komplekse problemstillinger: kvantitativ og kvalitativ metode. Kvalitativ metode består som regel av få enheter der data samles inn som ord (Jacobsen, 2015, s.145). På den andre siden tar kvantitativ metode bruk av mer målbare størrelser, som tall og statistikk, som tolkningsmateriale for å adressere problemstillingen (Jacobsen, 2015, s.251). Denne tilnærmingen benytter ofte spørreskjemaer eller eksperimenter for datainnsamling, og deretter analyserer dataene ved hjelp av statistiske metoder. Hensikten ved bruk av denne tilnærmingen er å tilegne seg informasjon som lett kan systematiseres og analyseres.

Både kvalitativ og kvantitativ forskning har sine styrker og svakheter, avhengig av forskningsspørsmålet og det aktuelle forskningsområdet. Kvalitativ forskning gir ofte en dypere innsikt i fenomener og deltakernes perspektiver, mens kvantitativ forskning gir mer objektive og generaliserbare resultater som kan gjelde for større populasjoner (Jacobsen, 2015, s.251).

Det er avgjørende å velge en passende metode som kan adressere forskningsspørsmålet på en adekvat måte. Vi har derfor valgt kvantitativ metode da dette egner seg best til å besvare problemstillingen vår. Grunnet av at verdsettelse omhandler i stor grad data i form av tall.

### 4.2 Datainnsamling

Det eksisterer to hovedkategorier av data som kan benyttes i denne sammenhengen: primærdata og sekundærdata (Jacobsen, 2015, s.252). Primærdata refererer til data som blir samlet inn for første gang med et spesifikt forskningsformål. Disse dataene kan bli

samlet gjennom ulike metoder, som spørreskjemaer, intervjuer, observasjoner og eksperimenter (Jacobsen, 2015, s.252).

Sekundærdata, derimot, er allerede innsamlede data som er publisert av andre kilder eller forskere. Dette kan inkludere rapporter, artikler i tidsskrifter, offentlige registre og databaser, samt annen eksisterende informasjon. Sekundærdata kan være svært nyttige når det gjelder å innhente informasjon om et emne eller en gruppe som allerede er blitt studert. I vår studie benytter vi oss av sekundærdata for å underbygge vår analyse (Jacobsen, 2015, s.252).

### 4.3 Validitet og reliabilitet

I denne studien ønsker vi å anvende grundig og pålitelig data. Validitet (gyldighet) refererer til hvor godt datagrunnlaget adresserer de spesifikke problemstillingene som er definert, mens reliabilitet (pålitelighet) av en undersøkelse handler om hvor troverdig datainnsamlingen er (Jacobsen, 2015, s. 173).

Vi anser våre data som nøyaktige og pålitelige, da store deler av verdsettelsen er basert på informasjon fra Olav Thon Eiendomsselskap ASA sine årsrapporter. Vi tar i forbehold om at denne dataen har sine svakheter ved at selskapet ønsker å fremstå på en positiv måte. I likevel er det vanskelig å manipulere selve tall i regnskapet etter ekstern revidering.

Fordelen med kvantitativ metode ligger i dens evne til å levere høy grad av nøyaktighet og pålitelighet, samtidig som resultatene kan generaliseres til en større populasjon. Det gjør det også mulig å sammenligne data på tvers av ulike grupper eller tidspunkter. Kvantitativ forskning kan ha sine begrensninger når det gjelder å forklare komplekse fenomener eller forstå individers perspektiver og erfaringer (Jacobsen, 2015, s. 251).



## 5 Strategisk analyse

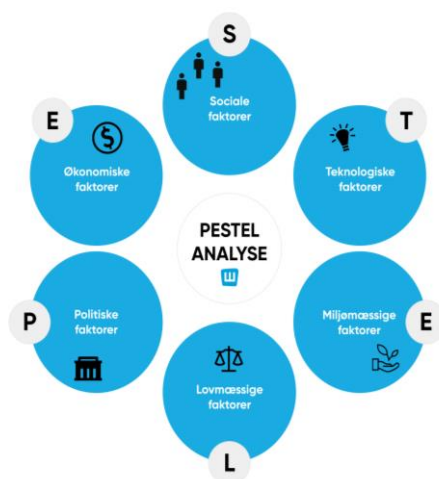
### 5.1 Innledning

I dette kapittelet vil vi gjennomføre strategiske analyser som tar for seg både interne og eksterne aspekter av virksomheten. Vi innleder med å analysere de makroøkonomiske forholdene i en PESTEL-analyse, etterfulgt av anvendelser av verktøy som Porters fem krefter, VRIO og til slutt gjennomføre en grundig SWOT-analyse. Disse strategiske verktøyene vil bidra til å gi helhetlig perspektiv på organisasjonens nåværende situasjon og potensielle strategiske muligheter og trusler.

### 5.2 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse er en ramme eller verktøy som markedsførere bruker for å analysere og overvåke makroøkonomiske (eksterne markedsforhold) faktorene som påvirker en organisasjon (Whittington et al.,2020, s.36). Resultatet av analysen brukes deretter til å identifisere trusler og svakheter som benyttes i en SWOT-analyse.

Organisasjoner har ingen direkte kontroll over de makroøkonomiske forholdene, men de kan analysere dem for å planlegge og utvikle fremtidige strategier. PESTEL-analysen fokuserer på seks omgivelsesfaktorer: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige forhold (Whittington et al.,2020, s.36).



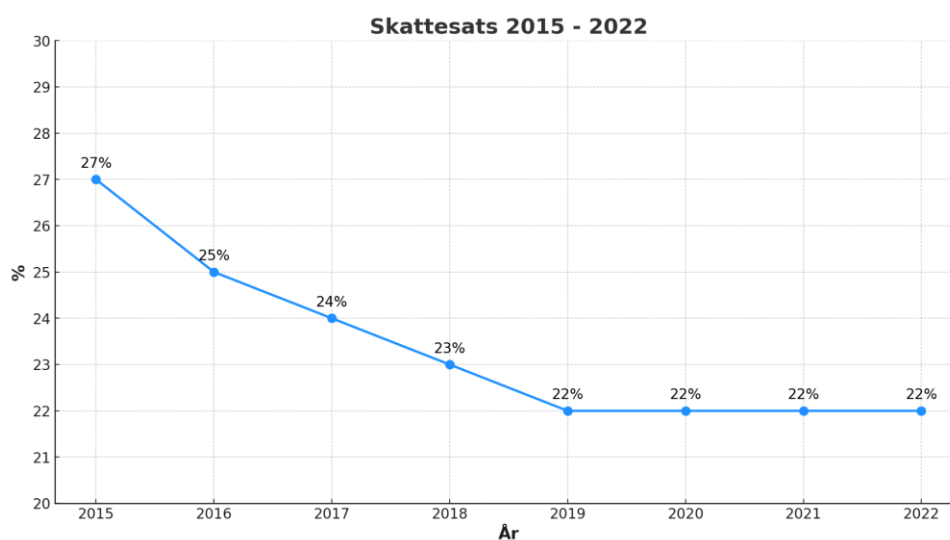
Figur 2: Pestel analyse (Webamp, 2022).

## Politiske

Politiske faktorer avgjør i hvilken grad regjeringen og politikere kan påvirke økonomien eller en bestemt bransje. De fleste bransjer reguleres av myndighetene og vil derfor bli påvirket av nye skatter eller avgifter som kan endre strukturen av en virksomhet (Whittington et al.,2020, s.37).

Endringer i skattesatser og skatteforhold for eiendomssektoren kan ha direkte innvirkning på selskapets lønnsomhet og evne til å generere avkastning for sine investorer. For eksempel kan økte eiendomsskatter eller endringer i formuesskatten redusere selskapets nettoinntekt og dermed begrense tilgjengelig kapital for nye investeringer og utviklingsprosjekter.

Skattesatsene har siden 2015 til 2019 blitt nedjustert til 22% og holdt seg stabil siden (Regjeringen, 2022). Denne stabiliteten i skattesatsen som vist i figur 3, har skapt et forutsigbart miljø for aktørene i eiendomssektoren, noe som muliggjør bedre planlegging og strategisk beslutningstaking innenfor rammen av skattelovgivning.



Figur 3: Skattesatser 2015-2022. Egenlaget figur

Endringer i regjeringens sammensetning i Norge har potensial til å initiere justeringer i miljøreguleringer som direkte påvirker virksomhetens utslipp og energiforbruk. Slike endringer kan implementere nye retningslinjer for miljøvern, for eksempel strengere reguleringer for bygging, endringer i krav til byggetillatelse eller justeringer i

eiendomsskatten. Disse endringene utgjør betydelige faktorer som kan påvirke eiendomsbransjens operasjoner og strategier.

I løpet av 2020 implementerte regjeringen smitteverntiltak som respons på den pågående pandemien. Smitteverntiltakene hadde en betydelig innvirkning på Olav Thons Eiendomsselskap ASA, ettersom leietakere ble pålagt å stenge sine virksomheter deler av året. Regjeringen har myndighet til å innføre forskrifter eller tiltak som forplikter virksomheter til å etterleve bestemte regler (Olav Thon Eiendomsselskap, 2021, s.9).

### **Økonomiske**

Organisasjoner blir også påvirket av makroøkonomiske variabler som inflasjon, rentenivåer og valutakurser. Det er avgjørende for organisasjoner å få en omfattende forståelse av hvordan svingninger i disse makroøkonomiske faktorene kan skape både utfordringer og muligheter innenfor deres markeder (Whittington et al.,2020, s.40).

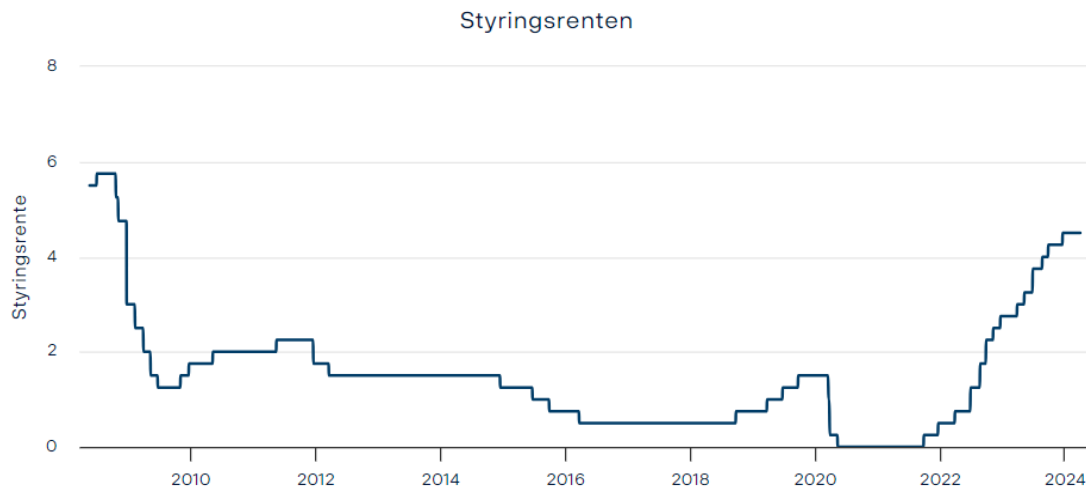
Inflasjonens nivå kan ha en betydelig innvirkning på eiendomsinvesteringer og verdsettelse av eiendeler. Endringer i konsumprisindeksen kan påvirke eiendomsverdien og avkastningen på investeringene. Høy inflasjon kan forårsake en økning i byggekostnader og vedlikeholdskostnader, noe som kan redusere lønnsomheten i eiendomsbransjen. Økte kostnader kan redusere marginer og lønnsomheten for eiendomsinvestorer, og dermed påvirke verdsettelsen av eiendeler i markedet.

Imidlertid er eiendomsselskapenes leieinntekter beskyttet mot virkningene av inflasjonen gjennom å justere leieprisen årlig i tråd med KPI-indeksen. Denne praksisen sikrer at inntektene generert fra leietakere øker i takt med den generelle prisstigningen, og dermed opprettholder eiendomsselskapene sin kjøpekraft og inntjeningspotensial i et inflasjonsutsatt økonomisk miljø. Tabellen under viser Norges Bank sine inflasjonsprognoser fra desember 2022 (Bøe, 2022).

	2022	2023	2024	2025	2026
Konsumprisindeksen (KPI)	5.8	4.8	2.8	2.6	N/A
KPI-JAE	3.9	5.2	3.6	2.7	N/A

Tabell 3: Inflasjonsprognoser 15. desember 2022

Endringer i rentesatsene kan ha en betydelig innvirkning på eiendomsmarkedet. En økning i rentesatsene kan føre til en økning i finanskostnadene for eiendomsinvestorer, og som deretter kan resultere i reduserte marginer og lønnsomhet for selskaper som opererer i dette markedet. Videre kan en høyere rentesats øke kostnadene ved å ta opp lån som bidrar til en nedgang i etterspørselen etter eiendom.



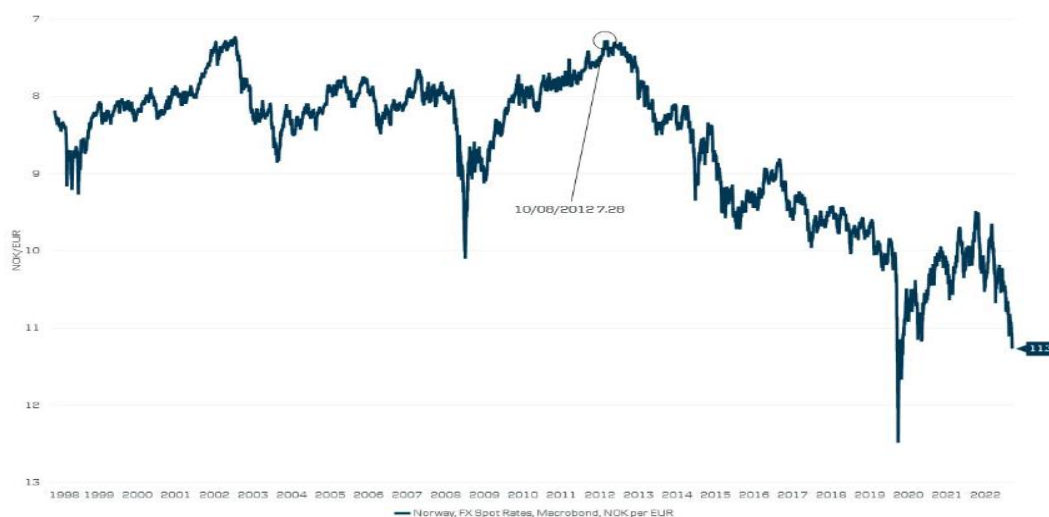
Figur 4 Styringsrenten (Norges Bank, u.å.).

Figur 4 viser svingninger i styringsrenten i en 10-års periode. I mai 2020 ser man hvordan sentralbanken satte ned styringsrenten til 0%, grunnet nedgangen av økonomisk aktivitet i Norge, samt fallet i oljeprisen (Norges Bank, 2020). En lavere styringsrente reduserer kostnadene ved å låne kapital, som kan bidra til økt investeringsaktivitet innen eiendomsutvikling og -forvaltning. En styringsrente på 0% kan gi positive effekter for selskapet ved å muliggjøre utvidelse av eiendomsporteføljen, diversifisering av investeringer eller forbedring av likviditeten.

I perioden fra utgangen av 2019 til utgangen av 2023 har den norske kronen opplevd en svekkelse på mer enn 10 prosent i forhold til euro og dollar. Den norske valutakursens utvikling er av vesentlig betydning for den økonomiske dynamikken, spesielt i lys av Norges posisjon som en liten og åpen økonomi. En svekket kronkurs kan potensielt gi

fordeler for visse sektorer samtidig som den medfører ulemper for andre. På den ene siden kan den bidra til å styrke eksportsektorer ved å gjøre norske varer og tjenester konkurransedyktige internasjonalt. På den andre siden kan en svekket krone føre til økte importkostnader (Lekve & Skretting, 2024).

Svekkelsen i den norske kronen har forårsaket en nedgang i internasjonale investeringer i norske selskaper. Det investeres mindre i Norge sammenlignet med andre land. Denne nedgangen indikerer muligens en overføring av kapital mot områder som oppfattes å ha høyere avkastningspotensial eller lavere risiko (Lekve & Skretting, 2024).



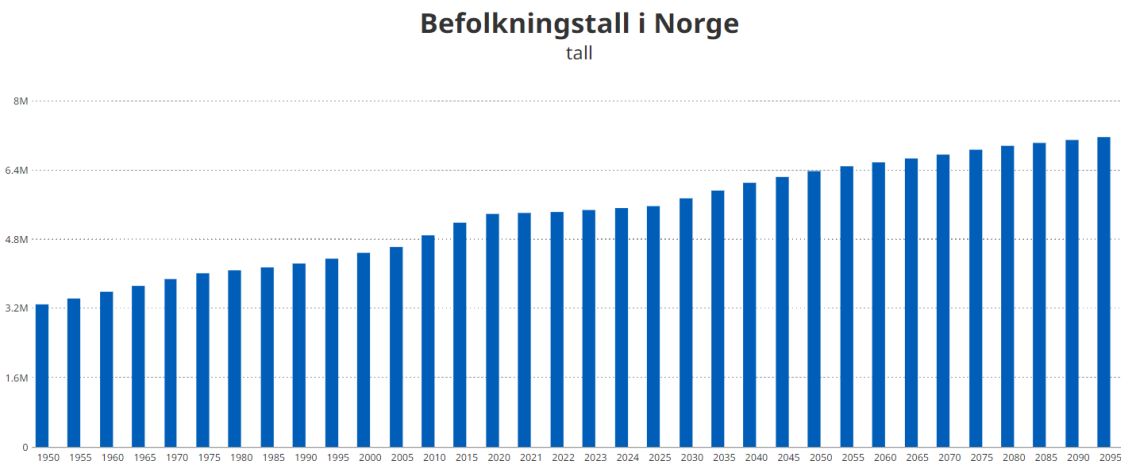
Figur 5: Norske krone pr. Euro (Johansen, 2023).

## Sosiokulturelle

Sosiokulturelle faktorer som befolkningsvekst i byer, aldersforskjell, inntekt, og utdanning bidrar til å påvirke etterspørselen og tilbudet i markedet. Bedrifter bør ta hensyn til de sosiokulturelle faktorene da det er mennesker som skaper markedet (Whittington et al., 2020, s.41).

Basert på dataene presentert i tabellen under, viser Norge en stabil og jevn vekst i befolkningstallet. Dette forventes å generere en økning i etterspørsel etter varer og tjenester. Tallene er avledet fra FNs befolkningsdivisjon og er basert på mediumvarianten, som antar en vedvarende stabilitet i faktorer som fruktbarhet, migrasjon og

levealder (FN-Sambandet, u.å.a.).



*Figur 6: Befolkningstall i Norge*

I den nåværende samfunnsutviklingen i Norge ser vi en klar trend der flere mennesker forlater distriktene og flytter til byene. Dette er spesielt tydelig blant de yngre generasjonene. Noen av grunnene til denne migrasjonen er det økte utvalget av utdanningsmuligheter, karrieremuligheter og fritidsaktiviteter som byene kan tilby i forhold til distriktene (Leknes, 2020).

Når vi ser på befolkningsveksten, ser vi at flere velger å bosette seg i byene enn i distriktene (Leknes, 2020). Olav Thon Eiendomsselskap ASA med flere kjøpesentre strategisk plassert i de største byene i Norge, drar nytte av denne trenden. Dette viser at forretningsvirksomheter også tilpasser seg endringene i befolkningens bosettingsmønster. Samlet sett demonstrerer dette hvordan demografiske trender, særlig med tanke på migrasjon fra distriktene til byene, påvirker både samfunnet og næringslivet.

### **Teknologiske**

Andre viktige eksterne faktorer som potensielt påvirker eiendomssektorer inkluderer teknologiske fremskritt, spesielt innenfor områdene internett og ny teknologi (Whittington et al.,2020, s.43).

Vår studie fokuserer på eierskap av eiendom i eiendomsbransjen. Vi har ikke funnet noen eksisterende eiendommer hos Olav Thon Eiendomsselskap ASA som arbeider

med teknologiutvikling. Imidlertid observerer vi implementering av ny teknologi fra byggefirmaer og leietakere som en del av leverandørkjeden.

En av konkurrentene, Entra ASA opererer ett næringsseidomsbygg kjent som Powerhouse Brattørkaia i Trondheim, som har avanserte energiproduksjonskapasiteter. Powerhouse Brattørkaia genererer mer energi enn det selv forbruker ved å benytte solcellepaneler og sjøvann-varmepumper. Den overflødige energiproduksjonen brukes til å forsyne strøm til bygninger og infrastrukturer i nærområdet, blant annet Trondheims elektriske busslinje (Entra, u.å.b.).

Innenfor kjøpesenterbransjen representerer leietakere den primære kundebasen, mens forbrukeren utgjør den sekundære kundegruppen. Over de seneste årene har en økende andel forbrukere foretrukket netthandel som et resultat av større tilgjengelighet og variasjon av produkter og tjenester. Fenomenet forsterkes av faktorer som pandemien der fysisk tilstedeværelse i butikk ble begrenset grunnet restriksjoner. Resultatet av denne utviklingen er en betydelig nedgang i besøkende i fysiske butikker og økning i netthandel (Frøberg, 2023).

### **Miljømessige**

I de senere årene har det vært en markant økning i fokus på bærekraft, både fra kundene og regjeringen. Med FNs bærekrafts mål som rettesnor er det tydelig press på bedrifter om å nå disse målene innen 2030 (FN-sambandet, u.å.b.). Kundernes forventinger til bærekraftige praksiser har økt betydelig, og regjeringen stiller stadig høyere krav til bærekraftig utvikling. Dette inkluderer krav om grønne bygg, energieffektivitet og bruk av miljøvennlige materialer. Etterspørselen etter miljøsertifiserte bygg og eiendommer er også økende. Dette understreker behovet for at bedrifter tar aktivt del i å fremme bærekraftige løsninger.

Byggebransjen utgjør generelt omtrent 40% av verdens totale klimagassutslipp. For Olav Thon Eiendomsselskap ASA har overgangen til lavutslippssamfunn blitt et sentralt fokusområde innen deres bærekrafts arbeid med sikte på å redusere deres negative miljøpåvirkning. Virksomheten står overfor utslipp knyttet til utbygging, renovering og drift av eiendommer, samt betydelig energiforbruk i konsernet. I denne sammenheng

har selskapet fastsatt mål og submål for å redusere klimagassutslippene fram mot 2030 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023b, s.26).

Siden 2020 har Olav Thon Gruppen utarbeidet et årlig klimaregnskap som danner grunnlaget for deres innsats for å redusere utslipp. Klimaregnskapet fra tabellen under er utformet av Olav Thon Gruppen i samsvar med Greenhouse Gas Protocol (GHG-protokollen) og oppfyller kravene i Global Reporting Initiative (GRI) sin standard for klimarapportering. Utslippsfaktorene som anvendes, er basert på rapporter fra FNs klimapanel (IPCC) i deres fjerde vurderingsrapport (AR4) (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023b, s.27).

Utslipp i tCO2e					
Reduksjon i utslipp per scope	2020	2021	2022	Endring (Sammenlignet med fjorår)	Mål 2030
Scope 1	73,8	72,0	56,4	- 15,6 (- 22 %)	(- 60 %)
Transport	73,8	66,2	52,8		
Stasjonær forbrenning	-	5,8	3,6		
Scope 2	4 702,0	4 520,6	5 402,3	+ 881,7 (20 %)	(- 60 %)
Strøm	4 702,0	3 967,8	3 185,2		
Fjernvarme	-	552,8	2 156,2		
Fjernkjøling	-	-	60,7		
Scope 3	3 443,2	4 556,8	4 790,5	+ 233,7 (5 %)	
Avfall	3 437,2	4 521,6	4 666,8		
Forretningsreiser (fly)	5,9	35,2	122,2		
<b>Totalt</b>	<b>8 219,0</b>	<b>9 149,4</b>	<b>10 249,2</b>	<b>+ 1 099,8 (12 %)</b>	<b>-</b>

Tabell 4: Reduksjon i utslipp per scope.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA besluttet høsten 2022 en bærekraftstrategi som tydeliggjør konsernets ambisjoner, mål og planer for bærekraftarbeid frem til 2030. Som et element i denne strategien har Olav Thon Eiendomsselskap ASA besluttet å sertifisere konsernets kjøpesentre i henhold til BREEAM In-Use-standard (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023a, s.8). BREEAM In-Use er et verktøy for å måle, forbedre og dokumentere miljøprestasjoner og helsefremmende kvaliteter i eksisterende bygg (Byggalliansen, u.å.).

## Lovmessige

Den siste faktoren som tas i betraktning i en PESTEL-analyse er de lovmessige faktorene. De lovmessige faktorene omfatter lover og regler som påvirker virksomhetens drift, og endringer i lovgivninger kan resultere i begrensninger for bedriftens operasjoner og strategier (Whittington et al.,2020, s.47).



I eiendomsbransjen, særlig innen forvaltning og utvikling av næringseiendommer, spiller juridiske rammer en avgjørende rolle. Dette omfatter lovgivning som Plan- og bygningsloven, som regulerer områder som arealbruk, byggeprosesser og godkjenning av byggeprosjekter (plan- og bygningsloven, 2008, § 1-1).

Videre omfatter dette også reguleringer av eiendomsutvikling og bygging gjennom forskrifter som påvirker praksisen innenfor disse områdene. Dette inkluderer byggekoder, retningslinjer for arealbruk og krav til miljømessig bærekraftig bygging.

De lovmessige faktorene fungerer som viktige retningslinjer som eiendomsaktører må forholde seg til for å sikre etterlevelse og suksess innenfor sitt virkefelt. Overholdelse av lovgivningen er avgjørende for å sikre at virksomheten opererer innenfor de juridiske rammene og unngå mulige sanksjoner eller rettslige konsekvenser (Whittington et al., 2020, s.47).

### 5.3 Porters fem krefter

Michael Porters modell utgjør en strategisk analysemodell med fokus på eksterne faktorer som påvirker en bedrifts konkurransesituasjon. Modellen består av fem sentrale elementer som bidrar til å forklare bedriftens konkurranseevne og den industrielle dynamikken den opererer i. Denne tilnærmingen analyserer de strukturelle faktorene som ligger til grunn for lønnsomhetsutviklingen i ulike bransjer eller sektorer. Porters modell belyser hvordan konkurranse ikke bare oppstår fra etablerte produsenter som tilbyr lignende produkter, men også fra potensielle substitutter. Konkurransforholdene avhenger av fem kritiske krefter: Trusler for inntrenger, kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, trusler for substitutter og rivalisering blant aktører (Porter, 1998, s.21). Den samlede styrken fra disse kreftene bidrar til å forme bedriftens estimerte lønnsomme muligheter.

#### **Trusler for inntrengere**

Nye aktører i bransjen bringer med seg økt kapasitet og et ønske om å skaffe seg markedsandeler (Porter, 1998, s.23). Trusselnivået fra inntrengende selskaper bestemmes av hvorvidt selskapet blir påvirket av eksisterende konkurrenter i bransjen

og hva de inntrengende selskapene kan forvente fra dette. En analyse av disse faktorene kan gi bedre innsikt i potensielle trusler fra nye konkurrenter og hjelpe eksisterende selskap med å utvikle strategier for å håndtere denne trusselen effektivt. Porter (1998, s.24) presenterer også ulike barrierer for nykommere i bransjen, som for eksempel stordriftsfordeler (Economies of scale).

I næringseiendomsbransjen er det en begrenset mengde store aktører som dominerer markedet. Disse aktørene har etablerte merkevarer i tillegg til å være kapitalsterke, noe som gir dem stordriftsfordeler. Derfor kan det virke som om nykommere ikke utgjør en betydelig trussel mot Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Men dette behøver ikke nødvendigvis være tilfelle, da vi kan se eksempler av vekstselskap med høy kapital i oppstartsfasen.

Aurora Eiendom AS er et nyetablert selskap som vi har nevnt innledningsvis under konkurrenter. Senere i oppgaven vil vi vise hvordan dette selskapet har på kort tid egnet seg større kapital. På spørsmålet dersom vi antar at Aurora er en trussel, velger vi å anta det motsatte. Olav Thon Eiendomsselskap ASA har som presisert i oppgaven et mål rundt videreutvikling og oppgradering rundt eiendomsporteføljen. En slik "inntrenger i markedet" kan derfor være sunt for andre selskaper i samme bransje.

### **Kundenes forhandlingsmakt**

Kundens forhandlingsmakt viser til graden av innflytelse kunden har for å redusere prisene (Porter, 1998, s.28). Når vi snakker om kunder refererer vi ikke nødvendigvis til sluttforbrukere, men heller de med tilknytning til organisasjonen som direkte forhandler med Olav Thon Eiendomsselskap ASA, nemlig leietakerne. Forhandlingsmakten til enhver kunde bestemmes av flere faktorer. En kunde har betydelig forhandlingsmakt dersom de for eksempel har monopol på produkter. Det kan være apoteket eller vinmonopolet. Kunden vil også ha forhandlingsmakt dersom de enten eier store markedsandeler og har stor kundebase.

I oppgaven blir leieinntekter ofte diskutert, da de utgjør en av de viktigste inntektsdriverne for Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Tidligere i Pestel-analysen blir det nevnt at leiekontrakter ofte er beskyttet mot inflasjon og har en fastsatt varighet, noe som begrenser muligheten for at leieprisene kan senkes for leietakerne. Med dette som bakgrunn kan vi anta at kundene har en viss forhandlingsmakt. Likevel vil dette trolig ikke utgjøre en betydelig ekstern trussel for Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

### **Leverandørens forhandlingsmakt**

Leverandører forsyner selskapet med nødvendige ressurser for produksjon av varer eller tjenester. Disse ressursene kan inkludere råvarer, utstyr, kapital eller arbeidskraft. Forhandlingsmaktens dynamikk ligner på den som gjelder for kundene. Det er også viktig å vurdere risikoen for at leverandøren kan avslutte forholdet med selskapet og selge direkte til selskapets kunder (Porter, 1998, s.29).

Olav Thon Eiendomsselskap ASA benytter sine egne driftstjenester for å levere driftsfasiliteter til leietakerne (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023a, s.45). På selskapets nettside beskrives et system med kvalitetssikret drift, der ansatte er kjent med bygningene og utfører vedlikehold og service etter eget system og forespørsel. Vi antar at Olav Thon Eiendomsselskap ASA sin største leverandør er rundt vedlikehold og driftstjenester da dette i hovedsak blir omtalt i årsrapportene. Derfor indikerer leverandørens forhandlingsmakt en lav trussel ovenfor både Olav Thon Eiendomsselskap ASA og deres leietakere.

Eiendomseiere kan også betraktes som leverandører til selskapet. Imidlertid kan det være utfordrende å vurdere deres forhandlingsmakt ved hvert kjøp og salg av eiendom, da de ikke nødvendigvis er profesjonelle eiendomsinvestorer.

### **Trusler fra substitutter**

I bransjen der Olav Thon Eiendomsselskap ASA opererer, kan trusselen fra substitutter være relevant på flere nivåer. Substitutter kan opptre som alternative måter å

imøtekomme kundens behov på, enten gjennom alternative handelssteder som nettbutikker eller andre fysiske butikker, eller gjennom endrede forbrukerpreferanser. For eksempel kan i boligmarkedet substitutter inkludere alternative boligløsninger som andre typer boligprosjekter eller å eie eiendom fremfor å leie.

Konkurrenter som tilbyr lignende eiendomsalternativer til lavere kostnad kan utgjøre en betydelig trussel for Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Det kan være konkurrerende kjøpesentre eller næringseiendommer som tiltrekker seg leietakere ved å tilby lavere leiepriser, forbedret fasiliteter eller bedre plassering. Dette kan medføre i tap av leietakere eller nedgang i inntektene for Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

Videre kan endringer i forbrukernes preferanser og adferd utgjøre en trussel for substitutter i bransjen. Hvis forbrukerne foretrekker å handle på nett fremfor i fysiske butikker vil dette føre til en nedgang i etterspørselen etter fysiske handelssteder som kjøpesentre. Dermed blir leietakerne og eiendomsselskap som eier eiendommene påvirket av lav etterspørsel.

Derfor er trusselen fra substitutter en viktig faktor som Olav Thon Eiendomsselskap ASA må vurdere i sin strategiske planlegging og risikovurdering. Det krever kontinuerlig overvåking av markedet og forbrukertrender for å tilpasse seg endringer og opprettholde konkurransekraften i bransjen.

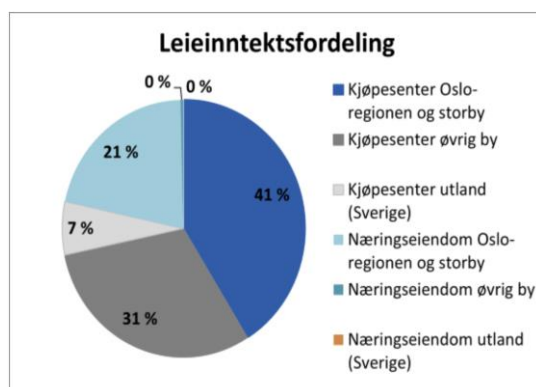
### **Rivalisering mellom aktører**

Konkurransen i bransjen dreier seg om den direkte rivaliseringen i det relevante markedet der selskapet opererer. Med direkte konkurranse refererer vi til konkurrenter som tilbyr samme type produkt eller tjeneste til de samme kundene som selskapet og som da kan føre til en rivalisering i industrien (Porter, 1998, s.28). Det er viktig å vurdere ulike aspekter for å identifisere hvilke selskaper som representerer direkte konkurrenter i en verddivurdering. Vi kan se på antallet konkurrenter i bransjen og deres størrelse i forhold til hverandre, vekstpotensialet i bransjen og prisforskjeller (Porter, 1998, s.29).

Tidligere har vi fremvist at det finnes få sammenlignbare selskap mot Olav Thon Eiendomsselskap ASA innen kjøpesenterutleie. Hovedsakelig dreier det seg om størrelsen av eiendomsporteføljen, driften av selskapene og markedssegmentet. Selskap som Citycon AS eller Steen & Strøm AS kunne vært alternativ for direkte konkurranse. Men selskapene avviker en del rundt punktene beskrevet, da mye av driften omgår utenfor Norge eller antall kjøpesentre er lav i motsetning til Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

Her kan man også se på Aurora AS som direkte konkurranse. Imidlertid begrenser vi dette for trusler mot inntrengere gitt at selskapet er relativt nytt. I tillegg viser vi at dette ikke er en trussel for Olav Thon Eiendomsselskap ASA, foreløpig. Indikasjonen er at det da ikke finnes direkte konkurranse innenfor kjøpesenterutleie.

I en verdivurdering av kontorutleiebransjen kan Entra ASA igjen nevnes som en av de sentrale konkurrentene. Entra ASA omfang av kontorbygg kan øke rivaliseringen i bransjen, særlig siden Olav Thon Eiendomsselskap ASA fokuserer mer på kjøpesentre. Det er verdt å vurdere muligheten for at Olav Thon Eiendomsselskap ASA kan bli utkonkurrert på kontorleiemarkedet på grunn av intens rivalisering. Dette aspektet er betydningsfullt da Pestel-analysen indikerer vekst i bransjen, som igjen vil øke konkurransen. Faktorer som koronapandemien, styringsrenten og sterke konkurrenter som Entra ASA utfordrer Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Dette indikerer at selskapet ikke kan konkurrere kun basert på pris. Det er derfor avgjørende for dem å opprettholde høy kvalitet for å bevare sin posisjon i bransjen eller rettferdiggjøre sine priser. Videreutvikling av allerede eksisterende eiendommer er derfor gunstig og det er akkurat dette vi ser fra Olav Thon Eiendomsselskap ASA.



Figur 7: Leieinntektsfordeling

## 5.4 VRIO analyse

Vrio-analysen representerer en intern undersøkelse som retter seg mot å utforske organisasjonens ressurser og kapasiteter. Analysen danner grunnlag for anskaffelse av konkurransefortrinn i bransjen. Ressurser og evner i en organisasjon betraktes som kritiske for langvarig overlevelse og realisering av komparative fortrinn. Ressurser defineres som materielle eller immaterielle eiendeler som organisasjonen enten eier eller kan utnytte. Mens evner refererer til organisasjonens evne til å anvende eller forvalte disse ressursene på en effektiv måte (Whittington et al.,2020, s.98). Analysen fremhever fire grunnleggende kriterier for å sikre varige konkurransefortrinn: verdi for kunden, sjeldenhet, ikke-imiterbar og organisert (Whittington et al.,2020, s.99).

Tabellen under presenterer en utfallsmatrise som illustrerer potensielle konkurransefortrinn en virksomhet kan oppnå gjennom de ulike kriteriene (Whittington et al.,2020, s.104).

verdifull	sjelden	ikke imiterbar	organisatorisk	utfall
Nei				Ingen konkurransefortrinn
Ja	Nei			Konkurranseparitet
Ja	Ja	Nei		Midlertidig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	ubenyttet konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 5: Utfallsmatrise VRIO (Whittington et al., 2020, s.104).

## **Fysiske ressurser - eiendommene**

Eiendomsforvaltning utgjør kjernen av Olav Thon Eiendomsselskap ASA sin virksomhet der eiendommene representerer den primære ressursen. Selskapet har et betydelig fotfeste i kjøpesenter næringen og innehar ledende posisjon i Norge med eierskap til 59 kjøpesentre i Norge og 4 i Sverige. Videre inkluderer deres portefølje også næringseiendommer i Oslo.

Den geografiske plasseringen av eiendommene anses som en kritisk ressurs for Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Da selskapets næringseiendommer befinner seg hovedsakelig i Oslo, et område preget av arealknapphet, er plasseringen av disse eiendommene i seg selv et betydelig aktivum. Dette kan skyldes begrensede tilgjengeligheten av eiendomsareal i slike ettertraktede områder, som ytterligere forsvarer verdien og attraktiviteten til Thons portefølje.

Eiendomsinvesteringer krever betydelige kapitalinnskudd, noe som skaper en høy inngangsbarriere for konkurrenter. Mens det kan være mer realistisk å etterligne i mindre byer, er det utfordrende i de mest sentrale områdene på grunn av begrenset tilgang til attraktiv beliggenhet som nevnt ovenfor. Dermed blir det begrenset organisk vekst i de største byene. Dette gjør det vanskeligere for potensielle konkurrenter å replikere suksessen til etablerte aktører.

## **Finansielle ressurser**

I eiendomsbransjen er tilgangen til finansielle ressurser essensiell for gjennomføring av nye prosjekter. Olav Thon Eiendomsselskap ASA med en betydelig egenkapital og en pålitelig tilgang på finansiering, har selskapet de nødvendige ressursene til å initiere og gjennomføre investeringer i en bransje som krever store kapitalinvesteringer.

Kapitalsterke virksomheter bidrar til å øke inngangsbarrierene for nye aktører i markedet. Det kreves en betydelig kapital for å kunne konkurrere på samme nivå som etablerte selskaper slik som Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Imidlertid er det viktig å merke seg at tilgangen til finansielle ressurser er potensielt imiterbart på lang sikt. Flere konkurrenter og inntrengere kan potensielt oppnå tilstrekkelig kapital over tid. På kort

sikt kan tilgangen til finansiering være begrenset og kan virke som en barriere for nye aktører som ønsker å etablere seg i eiendomsbransjen.

### **Organisatoriske ressurser**

Som nevnt i presentasjonen av Olav Thon Eiendomsselskap ASA har de ikke egen administrasjon, men en forretningsføreravtale med Olav Thon Gruppens sentrale administrasjonsselskap. En felles administrasjon for alle selskapene i Olav Thon Gruppen bidrar til lavere kostnader og man samler kunnskapen på en plass.

Organiseringen kan anses som sjelden da ressursen ikke er tilgjengelig for andre aktører i bransjen. Dette innebærer at spesifikke organisatoriske tilnærminger eller strukturer kan være unike for en bestemt virksomhet. Her kan ingen av ingen av konkurrentene ta utnytte av Olav Thon Gruppens sentraliserte administrasjon. Det er verdt å merke seg at organisasjonsstrukturer kan være imiterbare og gjenstand for kopiering av andre aktører.

#### 5.3.1 Oppsummering VRIO

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Utfall
Fysiske ressurser	Ja	Ja	Nei		Midlertidig konkurransefortrinn
Finansielle ressurser	Ja	Nei			Konkurranseparitet
Organisatoriske ressurser	Ja	Ja	Nei		Midlertidig konkurransefortrinn

*Tabell 6: Oppsummering VRIO*

Oppsummeringen indikerer fraværet av tydelig varig konkurransefortrinn for selskapet. Likevel fremstår Olav Thon Eiendomsselskap ASA som en ledende aktør innenfor kjøpesenterutleie i Norge. Et faktum som antyder at deres strategiske geografiske plassering i attraktive områder gir dem en konkurransemessig fordel sammenlignet med sine konkurrenter.

## 5.5 SWOT

### **Styrker**

Interne styrker kan omfatte Olav Thon Eiendomsselskap ASAs felles administrasjon, noe som gir dem en unik fordel med å samle kunnskap på ett sted gjennom Olav Thon



Gruppen. Dette vises også i deres interne driftsapparat som dermed utfører vedlikehold på alle eiendommene til Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Dette er særlig verdifullt for eiendomsselskapet da bransjen krever betydning erfaring og ekspertise. Med et stort antall ansatte, har selskapet tilgang til et bredt spekter av kompetanse og erfaring, som er avgjørende for deres drift.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA nyter godt av en betydelig kapitalbase som gir dem flere fordeler som typisk er assosiert med store bedrifter. Dette aspektet understøttes av analysen fra fem-krafts-modellen, og reduserer selskapets sårbarhet overfor konkurrerende press i tillegg til å gi økt økonomisk fleksibilitet. Denne kapitalstyrken har vært en kilde til sikkerhet, stabilitet og forutsigbarhet for selskapet. Videre har Olav Thon Eiendomsselskap ASA en historie på fokus rundt utvikling av eksisterende eiendommer, heller enn kun opprettelsen av nye. Dette strategiske valget antas å bidra til selskapets langsiktige suksess og vekst.

### **Svakheter**

Til tross for at kompetanserikdommen bidrar til styrken i selskapet, kan den også være en kilde til interne svakheter i konsernet da den medfører visse risikoer. En av disse risikoene kan være at flere ansatte med verdifull kompetanse og kunnskap velger å forlate selskapet for å jobbe hos konkurrentene. Imidlertid er selskapet mindre sårbart på grunn av sitt betydelige antall ansatte, sammenlignet med mindre organisasjoner. På tross av at noen ansatte kan være uerstattelige, er det viktig å erkjenne at kunnskap og erfaring kan deles og overføres til andre innenfor organisasjonen, noe som sikrer kontinuitet og bærekraft.

Begrenset organisk vekst kan også utgjøre en intern svakhet for Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Selskapet står overfor en begrensning i mulighetene for å utvide virksomheten på grunn av begrenset tilgjengeligheten av egnede steder for kjøpesentre, særlig i Norge. Det kan finnes muligheter for vekst ved å utforske nye markeder, som

for eksempel Sverige. Men det kan være utfordrende å identifisere områder med betydelige vekstmuligheter i Norge.

### **Muligheter**

En strategisk mulighet som kan være med å adressere utfordringen rundt organisk vekst er oppkjøp eller partnerskap med andre eiendomsselskaper. Et eksempel kan være Aurora Eiendom AS som er nevnt blant konkurrentene. Dersom Olav Thon Eiendomsselskap ASA hadde kjøpt dette nyetablerte selskapet vil man kunne se en høyere vekst i driftsresultat, investeringer og en mer diversifisert portefølje som legger til rette for ytterligere vekst. De kan også styrke sin posisjon i markedet og utforske nye vekstmuligheter til tross for begrensninger innen organisk vekst.

Dette kan åpne for muligheten til å dra nytte av eventuelle verdiskapende egenskaper eller unike eiendomsprosjekter som de oppkjøpte selskapene besitter. Samlet sett kan disse oppkjøpsmulighetene bidra til å styrke Olav Thon Eiendomsselskap ASAs posisjon i markedet og øke selskapets vekst- og inntjeningspotensial på lang sikt.

### **Trusler**

Etter å ha gjennomgått flere eksterne analyser, som Pestel og Porter, identifiseres flere faktorer som potensielle trusler for Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Noen av de nevnte er skatt, inflasjon, utlånsrenter, valutakurser, statlige bygge reguleringer og økningen av netthandel.

Først og fremst kan endringer i skattepolitikken og økte eiendomsskatter eller kapitalgevinstskatter påvirke selskapets bunnlinje negativt. Det kan blant annet minske selskapets motivasjon til å investere i nye prosjekter eller eiendommer. Dette kan dempe vekstpotensialet og langsiktig lønnsomhet for selskapet. Videre kan inflasjonstrykk føre til økte driftskostnader, særlig med tanke på vedlikeholds- og bygge kostnader, noe som kan stramme marginene for fortjeneste.

Vi ser også fra Pestel analysen hvordan svingninger i utlånsrentene kan påvirke selskapets lånekostnader og generelle økonomiske stabilitet, spesielt ved uventede renteøkninger. Tilsvarende kan endringer i valutakursene påvirke verdien av selskapets internasjonale investeringer og transaksjoner, med potensielle valutatap som resultat.

Videre kan strenge statlige bygge reguleringer øke bygge kostnader og forsinke prosjekter, dette vil i noen tilfeller hemme utviklings initiativene til selskapet. Til slutt kan økende bruk av netthandel føre til nedgang i fottrafikken i tradisjonelle butikklokaler eid av selskapet og påvirke leieinntektene og eiendomsverdiene negativt.

Samlet sett illustrerer disse faktorene det brede spekteret av trusler som Olav Thon Eiendomsselskap ASA står overfor.

## 6 Regnskapsanalyse

I denne regnskapsanalysen vil vi undersøke Olav Thon Eiendomsselskap ASA sin økonomiske ytelse fra 2017-2022. Vi vil fokusere på tre nøkkeltall: rentabilitet, likviditet og soliditet. Gjennom å analysere disse nøkkeltallene vil vi få et helhetlig bilde av selskapets økonomiske stilling og utvikling. Ved å bruke årsrapportene fra de nevnte årene identifiserer vi trender, styrker og svakheter i selskapets økonomiske ytelse og gi en grundig vurdering av deres finansielle bærekraft (Olav Thon Eiendomsselskap, 2018, s.22-24; 2019, s.21-23; 2020, s.23-26; 2021, s.25.28; 2023a, s.26-28).

Gjennom analysen vil vi sammenligne Olav Thon Eiendomsselskap ASA og nevnte konkurrenter. Vi vil igjen poengtere manglende sammenlignbare selskaper for kjøpesenter utleie. Til tross for dette vil det være nyttig for analysen å dra inn en kjøpesenterutleieaktør, i dette tilfellet Aurora Eiendom AS. I tillegg presenterer Entra ASA og KMC Properties ASA andre sammenlignbare selskaper. Som følge av dette vil det være vanskelig å finne et bransjegjennomsnitt ut fra de valgte sammenlignbare selskapene. Vi har derfor utelatt grafer og fokuserer på å se trender hos Olav Thon eiendomsselskap ASA og de andre selskapene. Tallene for konkurrentene er hentet fra Proff.no (Proff, 2024a-f).

## 6.1 Resultat, balanse og kontantstrøm

Nedenfor presenteres resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for Olav Thon Eiendomsselskap ASA for perioden 2017-2022. De finansielle rapportene er hentet fra selskapets offentlige årsrapporter, som er gjort tilgjengelig for allmennheten på Olav Thon sin offisielle nettside. Alle børsnoterte selskaper er forpliktet til å rapportere sine finansielle resultater i samsvar med gjeldende regelverk, og dermed gjøre rapportene tilgjengelige for interesserte parter, herunder investorer, analytikere og andre interessenter.

Resultatregnskap	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Beløp i MNOK						
Leieinntekter	3219	2990	2962	2984	2828	2770
Eiendomsrelaterte inntekter	1006	939	857	900	874	845
Eiendomsrelaterte kostnader	-1346	-1155	-1112	-1201	-1215	-1155
<b>Netto Leieinntekter</b>	<b>2879</b>	<b>2774</b>	<b>2707</b>	<b>2684</b>	<b>2487</b>	<b>2460</b>
Andre driftsinntekter	158	165	148	167	179	193
Andre driftskostnader	-83	-154	-151	-157	-159	-160
Administrasjonskostnader	-180	-197	-190	-189	-191	-164
Ordinære avskrivninger	-26	-32	-35	-24	-20	-27
<b>Forvaltningsresultat</b>	<b>2747</b>	<b>2558</b>	<b>2479</b>	<b>2481</b>	<b>2296</b>	<b>3202</b>
Verdiendring investeringseiendommer	114	1802	-909	218	867	2216
Verdiendring rett til bruk eiendeler		-12	-12	-14		
Andel resultat fra felleskontrollerte og tilknyttede selskap	122	283	-22	213	96	199
<b>Driftsresultat</b>	<b>2984</b>	<b>4631</b>	<b>1537</b>	<b>2898</b>	<b>3259</b>	<b>4717</b>
Finansinntekter	58	118	10	12	8	6
Finanskostnader	-786	-699	-802	-737	-659	-695
Verdiendring i finansielle instrumenter	878	716	-407	164	273	165
<b>Netto finansposter</b>	<b>150</b>	<b>136</b>	<b>-1198</b>	<b>-561</b>	<b>-378</b>	
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>3134</b>	<b>4767</b>	<b>338</b>	<b>2336</b>	<b>2880</b>	<b>4193</b>
Endring utsatt skatt	-444	-736	89	-259	-148	-596
Betalbar skatt	-224	-208	-170	-239	-216	-116
<b>skattekostnad</b>	<b>-668</b>	<b>-944</b>	<b>-81</b>	<b>-498</b>	<b>-364</b>	<b>-711</b>
<b>Resultat</b>	<b>2466</b>	<b>3822</b>	<b>257</b>	<b>1838</b>	<b>2516</b>	<b>3482</b>
<b>Andre inntekter og kostnader:</b>						
Valutadifferanser ved omregning til presentasjonsvaluta	-45	-103	165	-46	-43	77
Sikring av nettoinvestering i utenlandsk virksomhet			-128	39	42	-72
Skatt på utvidet resultat			28	-8	-9	16
<b>Totalresultat</b>	<b>2420</b>	<b>3720</b>	<b>322</b>	<b>1822</b>	<b>2505</b>	<b>3503</b>

Tabell 7: Resultatregnskap

Resultatregnskapet er en finansiell rapport som viser inntekter og kostnader over en spesifikk tidsperiode og det gir en omfattende oversikt over virksomhetens økonomiske ytelse. Basert på denne rapporten kan det observeres at nettoleieinntekter har økt med 17% fra 2017 til 2022. Leieinntekter utgjør den største inntektskilden for Olav Thon Eiendomsselskap ASA innenfor netto leieinntekter. I fremtidsprognoser vil vi gi en mer detaljert analyse av leieinntekter. Videre har vi registrert en negativ endring i

forvaltningsresultatet på -14,21% og en tilsvarende negativ endring i driftsresultatet på -36,73% fra 2017 til 2022. Det er flere faktorer som påvirker både forvaltningsresultatet og driftsresultatet, og disse har bidratt til økningen i kostnader og dermed de negative resultatene. Dette mønsteret stemmer overens med inntektsøkningen, da det er vanlig at kostnadene stiger i tråd med inntektene.

Balanse	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Beløp i MNOK						
<b>EIENDELER</b>						
Utsatt skattefordel			326	294	328	412
Investeringseiendommer	57699	56530	54453	54037	53174	51435
Rett til bruk eiendeler		337	347	365		
Eierbenyttede eiendommer	186	187	189	191	193	0
Varige driftsmidler	50	58	73	88	82	99
Andeler i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	2965	3004	2740	2914	2845	2838
Finansielle anleggsmidler	374	445	440	592	594	294
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>61274</b>	<b>60560</b>	<b>58570</b>	<b>58481</b>	<b>57225</b>	<b>55078</b>
Kundefordringer og andre fordringer	1056	992	905	1001	1043	1050
Bankinnskudd og kontanter	254	448	484	386	305	366
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>1310</b>	<b>1440</b>	<b>1388</b>	<b>1387</b>	<b>1349</b>	<b>1415</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>62584</b>	<b>62000</b>	<b>59958</b>	<b>59869</b>	<b>58573</b>	<b>56493</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>						
aksjekapital	101	104	104	106	106	106
Overkurs	318	318	318	318	318	318
Annen egenkapital	31815	30484	27331	26942	25906	23637
Ikke-kontrollerende eierinteressers andel av egenkapital	438	436	385	452	496	518
<b>Sum egenkapital</b>	<b>32673</b>	<b>31342</b>	<b>28136</b>	<b>27819</b>	<b>26827</b>	<b>24580</b>
Utsatt skatt	9740	7493	7138	7250	7020	6945
Leieforpliktelse	196	341	347	360		
Langsiktig rentebærende gjeld	17605	16780	15470	16568	16844	15701
Annen langsiktig gjeld	100	712	1406			
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>25841</b>	<b>25325</b>	<b>24360</b>	<b>25431</b>	<b>23864</b>	<b>22646</b>
Betalbar skatt	225	209	170	240	219	116
Kortsiktig rentebærende gjeld	2622	3335	5528	4913	6192	7636
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1224	1790	1759	1607	1471	1515
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>4070</b>	<b>5333</b>	<b>7457</b>	<b>6759</b>	<b>7882</b>	<b>9267</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>29911</b>	<b>30658</b>	<b>31822</b>	<b>32050</b>	<b>31746</b>	<b>31914</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>62584</b>	<b>62000</b>	<b>59958</b>	<b>59869</b>	<b>58573</b>	<b>56493</b>

Tabell 8: Balanse

Selv om det er flere deler av et selskaps regnskap som er viktig, er balanseregnskapet blant de mest avgjørende. Dette skyldes balanseregnskapets detaljerte oversikt over selskapets økonomiske posisjon på en bestemt dato. Vi ser en økning i balansen fra 2017 til 2022. Dette kan tilskrives investeringer i immaterielle eiendeler, der eiendomsselskapet kan ha bygget opp en verdifull base av kunder og etablert langsiktige forhold med leietakere, som potensielt kan generere fremtidige inntektsstrømmer.

<b>Kontantstrømoppstilling</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
Beløp i MNOK						
Resultat før skatt	3134	4767	338	2336	2880	4193
Verdiendring investeringseiendom	-114	-1802	909	-218	-867	-2216
Verdiendring finansielle instrumenter	-878	-716	407	-164	-273	-165
Kostnadsførte renter	760	670	702	710	633	666
Betalte renter	-747	-667	-731	-707	-636	-652
Betalte skatter	-207	-169	-251	-215	-116	-19
Andel resultat i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	-122	-283	22	-213	-96	-199
Ordinære avskrivninger/nedskrivninger	26	32	35	23	20	27
Endring i driftsrelaterte tidsavgrensningposter	-608	-147	-57	-55	42	-9
<b>Netto kontantstrøm fra operasjonelle avkiviteter</b>	<b>1243</b>	<b>1684</b>	<b>1373</b>	<b>1497</b>	<b>1587</b>	<b>1626</b>
Innbetalinger ved salg av investeringseiendom og varige driftsmidler		366			17	
Utbetalinger ved kjøp av investeringseiendom og varige driftsmidler	-706	-873	-680	-672	-1161	-1452
Innbetalinger ved salg av datterselskap	191					
Utbetalinger ved kjøp av datterselskap	-263		-33	-55	-22	-9
Andre investeringer	240	14	304	155	-220	-90
<b>Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter</b>	<b>-537</b>	<b>-492</b>	<b>-410</b>	<b>-573</b>	<b>-1386</b>	<b>-1550</b>
Innbetaling ved opptak av rentebærende gjeld	9404	14550	10257	19051	18617	10894
Utbetalinger ved nedbetaling av rentebærende gjeld	-9206	-15245	-11099	-19071	-18622	-10609
Avdrag leieforpliktelser	-8	-11	-13	-6		
Utbetaling av utbytte	-691	-520	-13	-481	-256	-214
Utbetaling ved kjøp av egne aksjer	-398			-341		-100
<b>Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter</b>	<b>-900</b>	<b>-1226</b>	<b>-868</b>	<b>-847</b>	<b>-262</b>	<b>-29</b>
<b>Valutakurseffekter bankbeholdning</b>		<b>-2</b>	<b>4</b>	<b>2</b>		<b>-5</b>
<b>Notto Endringer i kontanter og bankinnskudd</b>	<b>-194</b>	<b>36</b>	<b>98</b>	<b>80</b>	<b>-60</b>	<b>41</b>
Kontanter og bankinnskudd 1.1.	448	484	386	305	366	325
Kontanter og bankinnskudd 31.12	254	448	484	386	305	366

Tabell 9: Kontantstrømoppstilling

Vi har valgt å inkludere kontantstrømoppstillingen for Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Denne oppstillingen viser hvordan selskapets kontantbeholdning har utviklet seg over en spesifikk periode ved å gi en oversikt over både innstrømning og utstrømning av kontanter fra virksomheten, investeringsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. Ved å analysere kontantstrømoppstillingen kan både investorer og ledelse få innsikt i selskapets evne til å generere kontanter samt hvordan det håndterer sine kontantreserver og finansieringer. Denne analysen gir verdifull informasjon om selskapets likviditet og langsiktige økonomiske helse. Kontantstrømoppstillingen vil bli videre brukt gjennom regnskapsanalysen.

## 6.2 Rentabilitet

Rentabilitetsanalyse skal analysere hvor effektivt en bedrift er til å generere fortjeneste med de midlene de har investert. Det måler hvor lønnsomt selskapets drift er i forhold til den kapitalen som er investert (Hoff & Pedersen, 2019, s. 207).

### 6.2.1 Totalkapitalens rentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten måler den relative inntjeningen av den totale kapitalen som er investert i en bedrift innenfor en spesifikk tidsperiode, uavhengig av forholdet mellom egenkapital og gjeld (Hoff & Pedersen, 2019, s. 207). Totalkapitalrentabiliteten (RTK) beregnes på følgende måte:

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

Formel 16: Totalkapitalrentabilitet

År	2018	2019	2020	2021	2022
Totalkapitalens rentabilitet	6.11 %	5.14 %	1.74 %	8.92 %	6.25 %

Tabell 10: Totalkapitalens rentabilitet

Tabell 10 viser hvordan Olav Thon Eiendomsselskap ASA i 2018 oppnådde en totalkapitalrentabilitet på 6.11% som indikerer en avkastning på 6.11% på den samlede kapitalen selskapet forvaltet det året. Imidlertid opplevde selskapet en betydelig nedgang i 2020, med totalkapitalrentabiliteten fallende til 1.74%. Denne nedgangen kan være et tegn på utfordringer eller redusert lønnsomhet i løpet av dette året, muligens på grunn av pandemien.

Andre faktorer som kan ha påvirket totalkapitalrentabiliteten er verdivurderingen av eiendom. Ordinært resultat falt fra 2336 MNOK i 2019 til 338 MNOK i 2020, med en betydelig nedgang på 1117 MNOK i verdivurderingen av eiendom. Likevel i påfølgende år var det en bemerkelsesverdig oppgang til 8.92% i totalkapitalrentabiliteten. Dette kan skyldes selskapets vekst i resultat før skatt for dette året til 4767 MNOK, som vises i resultatregnskapet.

Videre i 2022 opplevde selskapet en nedgang til 6.25% i totalkapitalrentabiliteten. Til tross for denne nedgangen har selskapet likevel oppnådd et høyere nivå enn det som ble observert i perioden fra 2018 til 2020. Dette kan tolkes som en betydelig forbedring i selskapets lønnsomhet og evne til å generere inntekter i forhold til den tilgjengelige kapitalen.

### Entra ASA

År	2018	2019	2020	2021	2022
Totalkapitalens rentabilitet	4.90 %	7 %	4 %	2.40 %	6.60 %

Tabell 11: Totalkapitalens rentabilitet Entra ASA

Når vi ser på trender i totalkapitalrentabiliteten hos Entra ASA i tabell 11, kan vi se at de også opplevde en nedgang i 2020, som vedvarte frem til 2022 før den økte. Det bemerkes videre at i 2022 har selskapet mer enn doblet sin totalkapitalrentabilitet. Dette kan indikere en forbedring i selskapets lønnsomhet. I motsetning hadde Olav Thon Eiendomsselskap ASA en nedgang i totalkapitalrentabiliteten fra 2021 til 2022. Vi antar at dette kan skyldes ulike investeringsbeslutninger. Likevel legger vi mest vekt på nedgangen i begge selskapene i 2020.

#### 6.2.2 Egenkapitalens rentabilitet

Egenkapitalens rentabilitet reflekterer bedriftens evne til å skaffe fortjeneste spesifikt på den kapitalen som eierne har tilført. Det ligger en viss standard for hvor høy egenkapitalens rentabilitet bør være, da egenkapitalen utgjør en risikoutsatt investering som kun skaper avkastning ved overskudd. Investorer søker vanligvis en risikopremier ut over den risikofrie renten, som representerer en alternativ avkastning ved å plassere midler i banken (3%) (Hoff & Pedersen, 2019, s. 215-217). Egenkapitalens rentabilitet (REK) beregnes på følgende måte:

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

Formel 17: Egenkapitalens rentabilitet

År	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapitalens rentabilitet	11.20 %	8.55 %	1.21 %	16.03 %	9.79 %

Tabell 12: Egenkapitalens rentabilitet

Frem til 2020 opprettholdt Olav Thon Eiendomsselskap ASA en stabil egenkapitalrentabilitet på omkring 10%. I 2020 opplevde selskapet en betydelig nedgang i egenkapitalrentabiliteten fra 8,55% til 1,21%, noe som sammenfalt med



total kapitalrentabilitetens lavnivå. Denne nedgangen kan sannsynligvis forklares av de økonomiske virkningene av pandemien og verdivurderingen på eiendom. Likevel, etter en rask bedring oppnådde selskapet en høy egenkapitalrentabilitet på 16.03% i 2021, som kan være grunnet et høyere resultatet før skatt på 4767 MNOK. Videre i 2022 opplevde selskapet en nedgang til 9,79% som brakte dem tilbake til det stabile nivået, som ble observert i 2018 og 2019. Under ser vi på trender for Entra ASAs egenkapitalrentabilitet.

<b>Entra ASA</b>					
År	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapitalens rentabilitet	11.1 %	19.8 %	9.7 %	2.9 %	10.2 %

*Tabell 13: Egenkapitalens rentabilitet Entra ASA*

I løpet av 2021 opplevde Entra ASA en betydelig nedgang i egenkapitalrentabiliteten, som ble målt til 2,9%. Selskapets hadde en omfattende oppstart av nye prosjekter i Trondheim og Oslo i samme periode, noe som resulterte i økt bruk av lånefinansiering for å støtte disse initiativene (Entra, 2022, s.6). Dette er med på å forklare nedgangen i 2021. I motsetning oppnådde Olav Thon Eiendomsselskap ASA i samme periode en betydelig høyere egenkapitalrentabilitet på 16,03%. Det er verdt å merke seg at i 2022 ble det målt en tilsvarende egenkapitalrentabilitet mellom de to selskapene.

### 6.2.3 Driftsmargin

Driftsmarginen representerer forholdet mellom driftsresultatet og driftsinntektene uttrykt som en prosentdel. Denne indikatoren illustrerer den delen av driftsinntektene som forblir etter at driftskostnadene er trukket fra før finansielle forhold trekkes inn. Driftsresultatet reflekterer den operative ytelsen uavhengig av bedriftens finansieringsstruktur (Hoff & Pedersen, 2019, s. 220).

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

*Formel 18: Driftsmargin*

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsmargin	60.15 %	62.85 %	61.29 %	64.63 %	63.68 %

Tabell 14: Driftsmargin

I beregningen av driftsmarginen har vi valgt å ekskludere posten “Verdiendring i investeringseiendommer”. Dette begrunnes med at denne posten inneholder markedsbevegelsen utenfor selskapets direkte kontroll og dermed ikke nødvendigvis indikerer selskapets operative effektivitet. Ved å gjøre dette oppnår vi en mer nøyaktig vurdering av selskapets driftsyttelse. Olav Thon Eiendomsselskapet ASA viser en sterk driftsmargin på over 60%. Dette indikerer at selskapet har betydelig margin til rådighet for å dekke andre kostnader som finansiering, skatt og eventuelle investeringer.

### 6.3 Likviditet

Det neste vi skal analysere er likviditeten til Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Her vil vi gå igjennom likviditetsgrad 1 og 3. Disse to likviditetsgradene tilbyr viktige perspektiver på selskapets evne til å møte sine løpende betalingsforpliktelser. Vi anser likviditetsgrad 2 som mindre relevant i denne sammenhengen da den i hovedsak fokuserer på de mest likvide omløpsmidlene. Den er ikke like representativ for å evaluere likviditeten til et selskap med hovedfokus på eiendomsinvestering og blir dermed ikke beregnet.

#### 6.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er en av de mest konservative målingene for likviditetsgrad. Den omfatter i hvor stor grad selskapet kan dekke sine umiddelbare forpliktelser. Formelen utledes av tall fra bedriftens balanseregnskap og evaluerer forholdet mellom omløpsmidler og den kortsiktige gjelden. Siden ubenyttet kassekreditt representerer en del av bedriftens likviditetsreserve, inkorporeres den i vurderingen av omløpsmidler (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238).

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

Formel 19: Likviditetsgrad 1

År	2018	2019	2020	2021	2022
Likviditetsgrad 1	1.04	1.15	1.09	1.73	1.52

Tabell 15: Likviditetsgrad 1

Det alminnelige kravet er at likviditetsgrad 1 bør være over 2. Det er viktig å understreke at dette kravet til likviditetsgrad 1 ikke er absolutt, men heller veiledende. Et forholdstall på 2 indikerer i praksis at halvparten av omløpsmidlene er finansiert ved hjelp av langsiktig kapital, som inkluderer langsiktig gjeld og egenkapital (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238).

I Olav Thon Eiendomsselskap sitt tilfelle er likviditetsgrad 1 under forholdstallet, dette antyder at mindre enn halvparten av selskapets omløpsmidler er finansiert ved hjelp av langsiktig kapital. De omløpsmidlene som er balanseført for selskapet inkluderer kundefordringer, bankinnskudd og kontanter, disse betraktes som relativt likvide. Ifølge likviditetsgrad 1 har Olav Thon Eiendomsselskap ASA begrenset evne til å dekke kortsiktige forpliktelser. Men det er merkbart at i de seneste årene har likviditetsgraden vært større enn historisk. Under vises tabell for konkurrentenes likviditetsgrad 1.

#### **Entra ASA**

År	2018	2019	2020	2021	2022
Likviditetsgrad 1	0.17	0.21	0.24	0.13	0.39

#### **Aurora Eiendom AS**

År	2018	2019	2020	2021	2022
Likviditetsgrad 1				43.79	1.43

#### **KMC Properties ASA**

År	2018	2019	2020	2021	2022
Likviditetsgrad 1	0.05	0.03	1.06	10.13	8.2

*Tabell 16: Likviditetsgrad 1 for sammenlignbare selskaper*

Entra ASA har vist en gradvis økning i likviditetsgraden over flere år. Dette indikerer en forbedring i selskapets evne til å dekke kortsiktige forpliktelser med tilgjengelige likvide midler over tid. På en annen side har Aurora Eiendom AS rapportert en betydelig høy likviditetsgrad i 2021. Men dette anses som mindre relevant, da Aurora Eiendom AS nylig har blitt etablert og enda ikke har betydelige økonomiske forpliktelser. KMC Properties ASA har derimot vist en betydelig høy likviditetsgrad i året 2021, som toppet på 10.13. Men igjen ser vi en nedgang i 2022. Vi antar fra tallene i Entra og KMC Properties ASA at en lavere likviditetsgrad 1 basert på forholdstallet 2 ikke er unormalt i bransjen.

### 6.3.2 Likviditetsgrad 3

Likviditetsgrad 3 representerer et strengere mål for likviditet og evaluerer bedriftens evne til å dekke den kortsiktige gjelden dersom den skulle forfalle i sin helhet på et gitt tidspunkt. Det er ikke et krav her, men det nevnes et minimumstall på 0,3 som en retningslinje. Denne tilnærmingen gir et dyptgående bilde av bedriftens likviditetssituasjon og evne til å håndtere kortsiktige forpliktelser på en økonomisk forsvarlig måte (Hoff & Pedersen, 2019, s. 240). Fremleggelse av utregningen for likviditetsgrad 3 vises under.

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

Formel 20: Likviditetsgrad 3

År	2018	2019	2020	2021	2022
Likviditetsgrad 3	0.91	1.01	0.97	1.54	1.26

Tabell 17: Likviditetsgrad 3

Selskapet har opprettholdt en likviditetsgrad på rundt 1 for alle rapporterte år. Dette nivået er over det anbefalte minimumstallet på 0,3 hvilket indikerer at selskapet har en solid evne til å møte sine kortsiktige gjeldsforpliktelser. Den stabile likviditetsgrad 3 på over 1, antyder at selskapet har tilstrekkelig likviditet til å håndtere sine kortsiktige forpliktelser uten behov for ekstra finansiering eller likviditetsforbedringer på kort sikt.

## 6.4 Finansierings- og soliditetsanalyse

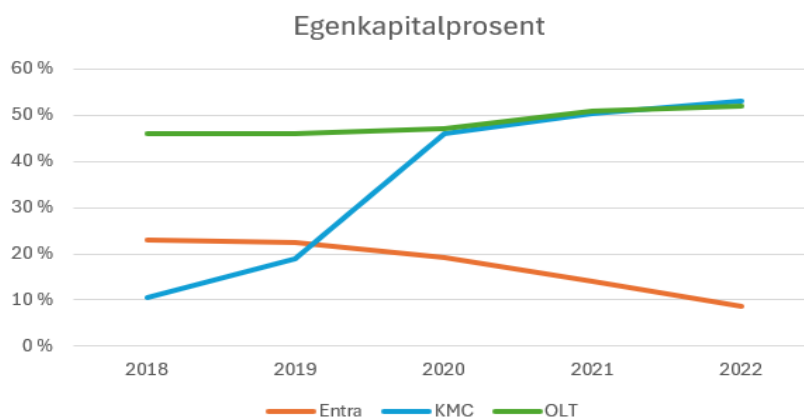
Finansierings- og soliditetsanalyse omfatter bedriftens prosesser knyttet til anskaffelse og bruk av kapital samt deres finansieringsstruktur som evaluerer forholdet mellom gjeld og egenkapital. I tillegg vurderer nøkkeltallene bedriftens evne til å tåle tap og opprettholde økonomisk stabilitet over tid (Hoff & Pedersen, 2019, s. 190).

### 6.4.1 Egenkapitalprosent

En høy egenkapitalprosent anses som et positivt mål, da det styrker bedriftens kredittvurdering og øker sannsynligheten for å oppnå gunstig finansiering. Beregning av nøkkeltallet vises under.

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

Formel 21: Egenkapitalprosent



Graf 1: Egenkapitalprosent

En egenkapitalprosent på rundt 50% indikerer at halvparten av Olav Thon Eiendomsselskap ASAs totale kapitalstruktur kommer fra egenkapital, mens den andre halvparten kommer fra gjeld. Vi ser ut fra grafen at egenkapitalprosenten til Olav Thon Eiendomsselskap ASA har holdt seg stabil i forhold til de sammenlignbare selskapene. Dette kan være et tegn på solid økonomisk helse og stabilitet, da selskapet har en betydelig egenkapitalbase som kan brukes til å dekke gjeldsforpliktelser og drive virksomheten selv i perioder med lav lønnsomhet eller økonomisk motgang. En høy egenkapitalandel kan også gi selskapet større handlefrihet og lavere risiko for finansiell ustabilitet sammenlignet med selskaper med høyere gjeldsandel.

Hos de sammenlignbare selskapene ser vi i tillegg større svingninger der Entra ASA opplever en nedgang i sin egenkapitalprosent. Som nevnt under egenkapitalens rentabilitet, skyldes dette Entra ASAs investeringer i nye prosjekter. KMC Properties ASA økte sin egenkapitalprosent i 2020 etter at alliansen ledet av Aconaca Management Ltd kjøpte gjelden deres fra Swedbank AB. Gjelden ble da konvertert til egenkapitalen i KMC Properties ASA (KMC Properties, 2021, s.65).

Den stabile egenkapitalprosenten kan være et konkurransefortrinn for Olav Thon Eiendomsselskap ASA og indikerer effektivitet til å håndtere sine finansieringer og generering av overskudd.

#### 6.4.2 Gjeldsgraden

Gjeldsgraden måler forholdet mellom gjeld og egenkapital i selskapets kapitalstruktur. En høy gjeldsgrad indikerer at selskapet har en betydelig andel gjeld sammenlignet med egenkapital, noe som signaliserer økt finansiell risiko. På den andre siden kan en høy gjeldsgrad også øke potensialet for økt lønnsomhet, da gjeld kan brukes til å forsterke avkastningen på egenkapital eller aksjonærenes investeringer. En lav gjeldsgrad indikerer at selskapet er mindre avhengig av gjeldsfinansieringer og har en sterkere finansiell posisjon. I tillegg reduserer dette selskapets risiko for finansiell ustabilitet (Hoff & Pedersen, 2019, s. 279). Under presenteres utregningen for gjeldsgrad.

$$Gjeldsgraden = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

Formel 22: Gjeldsgrad

År	2018	2019	2020	2021	2022
Gjeldsgraden	1.18	1.15	1.13	0.98	0.92

Tabell 18: Gjeldsgrad

Over perioden fra 2018 til 2022 har Olav Thon Eiendomsselskap ASA opplevd en nedgang i gjeldsgraden fra 1.18 til 0.92, som tyder på en reduksjon i selskapets gjeldsandel i forhold til egenkapitalen. Denne nedgangen reflekterer en lavere avhengighet av eksterne finansiering og antyder en styrking av selskapets økonomiske posisjon. Dette gjør det også attraktivt for investorene. Denne utviklingen kan vi også se på balanseregnskapet, der selskapet har økt sin egenkapital samtidig som den totale gjelden er redusert. Under vises gjeldsgrad av sammenlignbare selskaper.

**Entra ASA**

År	2018	2019	2020	2021	2022
Gjeldsgrad	3.35	3.44	4.19	6.09	10.69

**Aurora Eiendom AS**

År	2018	2019	2020	2021	2022
Gjeldsgrad				0.0012	0.1005

**KMC Properties ASA**

År	2018	2019	2020	2021	2022
Gjeldsgrad	8.46	4.31	1.17	0.99	0.88

Tabell 19: Gjeldsgrad for sammenlignbare selskaper

KMC Properties har opplevd en betydelig reduksjon i gjeldsgraden og har dermed overgått Olav Thon Eiendomsselskap ASA her. Som nevnt i egenkapitalprosenten har dette tilknytning til avtalen rundt gjeld konvertert til egenkapital (KMC Properties, 2021, s.65). I kontrast har Entra opplevd en økning i gjeldsgraden og befinner seg nå med en høyere gjeldsandel enn andre aktører i bransjen. Dette gjenspeiles i deres nedgang i egenkapitalprosent.

For Aurora Eiendom AS observeres det en svært lav gjeldsgrad. Dette skyldes selskapets status som nyetablert, som begrenser deres eksponering for gjeldsakkumulering. Videre kan det antydes at gjeldsgraden til Aurora vil øke i årene fremover. Vi ser allerede en trend for dette fra 2021 til 2022.

#### 6.4.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden fungerer som et mål for både lønnsomhet og soliditet i en bedrift. Den evaluerer bedriftens evne til å dekke sine rentekostnader. I tillegg tjener rentedekningsgraden som en indikator på bedriftens kapasitet til å ta på seg ytterligere låneforpliktelser. En høy rentedekningsgrad signaliserer bedre muligheter for bedriften til å øke sin gjeldsbelastning. Noen analysebøker argumenterer for en rentedekningsgrad på minst 3 er nødvendig for at bedriften skal ha en tilstrekkelig sikkerhetsmargin (Hoff & Pedersen, 2019, s. 280).

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

Formel 23: Rentedeckningsgrad

År	2018	2019	2020	2021	2022
Rentedekningsgrad	5.55	4.29	1.48	8.11	5.12

Tabell 20: Rentedeckningsgrad

Olav Thon Eiendomsselskap ASA viser en rentedekningsgrad på over 3. Dette viser en solid finansiell posisjon som muliggjør effektiv dekning av rentekostnader. En høy rentedekningsgrad styrker selskapets kapasitet til å påta seg ytterligere gjeldsforpliktelser. Som vi har sett tidligere ble regnskapsåret 2020 påvirket av eiendomsvurderinger og pandemien, som resulterte i en nedgang i rentedekningsgraden til 1,48. Likevel, året etter i 2021 oppnådde selskapet en rentedekningsgrad på 8,11.

Sammenligningen med konkurrenter blir utfordrende grunnet vanskeligheten med å identifisere rentekostnadene. Dette fører til begrensninger i vår evne til å utføre en nøyaktig beregning av deres rentedekningsgrad.

## 7 Økonomisk analyse med fokus på pandemien

Etter regnskapsanalysen er neste skritt å gjennomføre en økonomisk analyse med fokus på pandemien. Vi har tatt i bruk tidsskrifter som omhandler påvirkning av pandemien på kommersiell eiendom og hvordan selskapers egenskaper har påvirket aksjeavkastning som respons av pandemien. Vår analyse vil fokusere på hvilken effekt dette har hatt på eiendomsbransjen med vekt på Olav Thon Eiendomsselskap ASA, samt de strategiske responsene som ble iverksatt.

Den kommersielle eiendomssektoren ble på flere måter negativt påvirket av COVID-19-pandemien (Deghi et al., 2021, s.4). I løpet av 2020 falt det globale volumet av eiendomstransaksjoner med 39 prosent til sitt laveste nivå siden 2012. Tiltak for å begrense spredningen av pandemien reduserte økonomisk aktivitet og etterspørselen etter kommersiell eiendom. Denne nedgangen gjenspeiler noen av de tradisjonelle trekkene ved en resesjon, inkludert forverrede markedsforhold for leietakere, forstyrrelser i kontantstrømmen og økt risikoaversjon blant investorer og långivere grunnet økt økonomisk usikkerhet. Dette bidro til en økende forskjell i priser på



kommersiell eiendom over regioner og segmenter (slik som detaljhandel, kontorbygg og industri). Blant de største segmentene var detaljhandel og hotell de mest berørte, mens industrielle segmenter klarte seg relativt bedre (Deghi et al., 2021, s.9).

Grunnet de omfattende tiltakene, ble blant annet Olav Thon Eiendomsselskap ASAs leietakere nødt til å stenge sine virksomheter i deler av året, og det var færre besøkende på kjøpesentrene. Til tross for dette opplevde eiendomsselskapet en betydelig økning i omsetning i 2020. Bransjer som mat og drikke, hjem og hobby, opplevde økning i omsetningen, mens bransjer som klær, sko og servering opplevde en nedgang i omsetningen. Norske og svenske myndigheter iverksatte støtteordninger for virksomheter som ble betydelig påvirket av pandemien, som mange av konsernets leietakere benyttet seg av. For å ytterligere lette situasjonen innvilget konsernet leie rabatter og utsettelse for mange av leietakerne (Olav Thon Eiendomsselskap, 2021, s.9).

Vi viser til totalkapitalrentabilitet fra regnskapsanalysen der Olav Thon Eiendomsselskap ASA opplevde en nedgang i 2020. Som beskrevet tidligere kan dette skyldes reduserte driftseffektivitet grunnet høyere driftskostnader eller lavere salgsmargin grunnet pandemien. Den lave økonomiske aktiviteten kan også føre til lavere avkastning på investeringer. Dette vil igjen påvirke totalkapitalrentabiliteten.

Tidsskriftet «Corporate immunity to the COVID-19 pandemic» tar for seg faktorer rundt selskapets egenskaper og hvorvidt de har blitt påvirket av pandemien. Noen av de ulike faktorene var størrelse av gjeld og antall globale kundelokasjoner. I tillegg antas selskapets finansielle situasjon før pandemien som en viktig sammenheng. For å diskutere sannsynligheten for at Olav Thon Eiendomsselskap ASA opplever varig påvirkning av pandemien, viser vi til funn fra regnskapsanalysen. Selskapet har som nevnt opprettholdt relativt stabil egenkapital prosent og gjeldsgrad. Virksomheten samt leietakere befinner seg også hovedsakelig i Norge. Tidsskriftet påpeker i sin konklusjon ved en mer sentralisert kundelokasjon og stabil gjeldsgrad, reduseres påvirkningen av pandemien (Ding et al., 2021, s.826). Det nevnes også flere ganger i oppgaven hvordan leieinntekter ikke blir påvirket i betydelig grad av pandemien. I tråd med regnskapsanalysen og teksten ovenfor har vi derfor tro om at negative tall fra denne

perioden skyldes noe fra pandemien. De påfølgende årene viser derimot at Olav Thon Eiendomsselskap ASA har evnen til å fortsette sin vekst.

## 8. Fremtidsprognoser

Etter å ha gjennomført en strategisk analyse og regnskapsanalyse tar denne rapporten sikte på å utføre en fremtidsrettet vurdering av selskapets forventede økonomiske ytelse over en femårsperiode. Vi benytter data fra regnskapsanalysen, samt informasjon fra strategisk og økonomisk analyse.

Fremtidsprognosene spiller en avgjørende rolle i verdsettelsen av selskapet ved å gi en indikasjon på selskapets langsiktige vekstpotensial og lønnsomhet. Vi anvender disse tallene for å analysere de fremtidige kontantstrømmene til Olav Thon Eiendomsselskap ASA, noe som er kritisk i Discounted Cash Flow-modellen (DCF).

### 8.1 Tidshorisonter

Fremtids prognoser tar først utgangspunkt i historiske tall fra en 6 års periode, nemlig fra 2017 til 2022. Her ser vi på historiske tall og mulige forklaringer gjennom årsrapportene til Olav Thon Eiendomsselskap ASA for å få et rettmessig bilde av tall og situasjon. Beregningene nedover er sett i sammenheng med deres påvirkning av driftsinntekter og driftskostnader. Selskapet har hatt en stabil vekst med få unntak som vi vil se nærmere på gjennom dette kapitlet.

Gjennom vår strategiske analyse og regnskaps analyse viser veksten til selskapet å være stabil. Derfor har vi først beregnet hvor stor andel i prosent hver del har i forhold til enten driftsinntekter eller driftskostnader. Deretter har vi tatt utgangspunkt i denne prosentdelen for å estimere tall for årene videre. Antagelsen er at dersom for eksempel leieinntekter utgjør 71% av driftsinntektene, vil det fortsette å gjøre det i en femårig periode fra 2023-2027. Tidshorisonten for fremtidsprognoser er valgt slik at vi sikrer en verdsettelse som kan være presis etter beste evne og som ikke forstyrrer aksjekursen grunnet små endringer i selskapet.

## 8.2 Driftsinntekter og driftskostnader

Vi starter med å presentere tall for driftsinntekter og driftskostnader som er estimert fra 2023-2027.

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Driftsinntekter (MNOK)	4505	4518	4531	4545	4558	4572

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Driftskostnader (MNOK)	1744	1757	1769	1782	1795	1808

Tabell 21: Fremtidsprognose for driftsinntekter og driftskostnader

Videre i kapittelet vil det presenteres hva som inngår i både inntektene og kostnadene. Fra tabellene over vises en stabil økning, noe som er representativt etter historiske tall og funn fra årsrapporter. Olav Thon Eiendomsselskap ASA er et selskap i vekst og med vekst vil det også påløpe flere kostnader.

Inntektene og kostnadene er først fremvist i regnskapsanalysen fra resultatregnskapet. Innenfor inntekter finnes leieinntekter, eiendomsrelaterte inntekter, andre driftsinntekter og andel fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper. Innenfor kostnader finner man andre driftskostnader, eiendomsrelaterte kostnader, administrative kostnader og kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper.

### 8.2.1 Leieinntekter

Fra Pestel-analysen i kapittel 5 ser man at Olav Thon Eiendomsselskap ASA ikke har blitt særlig påvirket av korona-pandemien når det kommer til leieinntekter. Vi har derfor tro om at leieinntekter vil oppføre seg like stabilt i fremtidsprognosen. Nedenfor vises til tabell for fremtidsprognoser av leieinntekter:

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Leieinntekter	3219	3199	3208	3217	3227	3236

Tabell 22: Fremtidsprognose leieinntekter

Leieinntektene utgjør 71% av de totale driftsinntektene for Olav Thon Eiendomsselskap ASA, som er i samsvar med opplysningene gitt i årsrapportene og notene angående inntekter. Konsernet understreker leieinntekter som en betydelig inntektskilde. Derfor

vil det være hensiktsmessig å basere fremtidige prognoser på forholdet mellom leieinntekter og driftsinntekter i denne oppgaven.

## 8.2.2 Eiendomsrelaterte inntekter og kostnader

Inntektene knyttet til eiendom inkluderer inntekter fra viderebelastning av felleskostnader, salg av markedsføringsbidrag og diverse andre driftsinntekter. Felleskostnadene representerer en samlet sum for ulike driftstjenester avtalt mellom Olav Thon Eiendomsselskap ASA og leietakerne i kontrakten. Disse tjenestene inkluderer vedlikeholdstjenester, renhold, vaktmestertjenester og generell service (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023a, s.31).

Tidligere utgjorde inntektene knyttet til eiendom i gjennomsnitt 22% av driftsinntektene. Denne økningen har vært relativt stabil over tid, men det har blitt observert en økning i både inntekter og kostnader knyttet til eiendom i løpet av 2022. Gjennom noter i regnskapet har Olav Thon Eiendomsselskap ASA forklart at dette hovedsakelig skyldes felleskostnader og videre belastninger for leietakere. Økningen kan også tilskrives en mulig økning i eiendomsskatter. Selv om dette ikke er spesifikt nevnt i årsrapporten, kan det betraktes som en antagelse basert på tilgjengelig informasjon.

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Eiendomsrelaterte inntekter	1006	972	975	978	980	983

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Eiendomsrelaterte kostnader	1346	1210	1219	1228	1237	1246

Tabell 23: Fremtidsprognose for eiendomsrelaterte inntekter og eiendomsrelaterte kostnader

Eiendomsrelaterte kostnader inkluderer vedlikeholdskostnader, felleskostnader som videre belastes til leietakere, felleskostnader som er utleiers andel, andre eiendomsrelaterte kostnader og lønnskostnader. Denne delen utgjør den største andelen av driftskostnader med gjennomsnittlig 69% av kostnadene.

Det er en betydelig sammenheng mellom inntektene og kostnadene på grunn av viderebelastning av felleskostnader og vi antar dermed at fremtidsprognoser for

eiendomsrelaterte inntekter som 22% av driftsinntekter og kostnader med 69% andel av driftskostnadene de neste 5 årene.

### 8.2.3 Administrasjonskostnader

Administrasjonskostnader omfatter utgifter som ikke er direkte knyttet til den daglige drift og utleie av eiendommene, eller til ikke-eiendomsrelatert virksomhet. Dette inkluderer kostnader knyttet til overordnede eier- og konsernfunksjoner (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023a, s.31).

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Administrative kostnader	180	187	189	190	192	193

Tabell 24: Fremtidsprognose administrative kostnader

Administrative kostnader har vært stabile over en periode på seks år og har i gjennomsnitt utgjort 11% av driftskostnadene. Selv om det kunne vært forventet at disse kostnadene ville øke med en større prosentandel grunnet faktorer som økte regulatoriske krav, inflasjon eller investeringer i teknologi og systemer, har dette ikke blitt realisert. Dette temaet ble diskutert i den strategiske analysen i kapittel 5. Imidlertid velger vi å basere våre fremtidige prognoser for administrative kostnader på den gjennomsnittlige andelen av driftskostnadene. Dette skyldes at Olav Thon Eiendomsselskap ASA ikke har rapportert om slike endringer eller estimert noen betydelig økning eller reduksjon i disse kostnadene.

### 8.2.4 Andre driftsinntekter og andre driftskostnader

De andre driftsinntektene inneholder hovedsakelig forvaltningshonorarer og andre relaterte inntekter (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023a, s.45).

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Andre driftsinntekter	158	182	182	183	183	184

Tabell 25: Fremtidsprognose andre driftsinntekter

Over en periode på seks år har driftskostnadene vært relativt stabile frem til 2022. Det har vært observert en nedgang i driftskostnadene fra 2021 til 2022. Dersom nedgangen er en varig endring fra konsernet ville fremtidsprognoser for andre driftskostnader gitt

lavere resultat. Notene fra årsregnskapet for 2022 viser derimot at tallene inneholder visse unøyaktigheter som ikke vil påvirke fremtidige tall. Nedgangen er knyttet til lavere lønnsvekst. Det blir også påpekt at den svake lønnsveksten kan tilskrives salget av Amfi drift konsernet, der gjennomsnittslønn var høyere enn resten av konsernet og som da viser unøyaktigheter (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023a, s.47). Dette bidrar til å forklare nedgangen i driftskostnader. Vi velger derfor å ekskludere år 2022 fra beregningene når vi utarbeider fremtidige prognoser for andre driftskostnader.

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Andre driftskostnader	83	158	159	161	162	163

Tabell 26: Fremtidsprognose andre driftskostnader

Vi antar med dette at andre driftsinntekter vil utgjøre 4% andel av driftsinntekter og andre driftskostnader vil utgjøre 9% av driftskostnader de neste 5 årene.

#### 8.2.5 Inntekter og kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskap

Konsernet har investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter. Tilknyttede selskaper er enheter hvor konsernet har betydelig innflytelse, men ikke kontroll over den finansielle og operasjonelle styringen. Felleskontrollerte virksomheter er ordninger der partene med felles kontroll har rett til ordningens netto eiendeler (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023a, s.30).

Inntekter utgjør 4% av driftsinntektene. Imens utgjør kostnadene 11% av driftskostnadene. De er små andeler av driftsinntekter og driftskostnader, men fremstilles i resultatregnskapet så vi anser det som betydningsfullt å ta med i fremtidsprognoser.

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Andel fra felleskontrollerend	122	166	166	167	167	168

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Kostnader fra felleskontrolle	135	200	202	203	205	206

Tabell 27: Fremtidsprognose for inntekter og kostnader fra felleskontrollerte og tilknyttede selskaper

## 8.2.6 Avskrivninger

Historisk er avskrivninger holdt seg relativt lave og stabile. Vi velger også her å se hvor stor andel avskrivninger er i forhold til driftsinntekter. Gjennomsnittlig har avskrivninger utgjort 0,65% av driftsinntekter.

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Avskrivninger	26	29,56	29,65	29,73	29,82	29,91
Driftsinntekter	4505	4518	4531	4545	4558	4572

Tabell 28: Fremtidsprognose avskrivninger

De lave avskrivningene kan skyldes at de ikke har noe varelager og selskapets eiendeler er hovedsakelig eiendommer. De kan ha rekvisitter som pulter, kontorstoler og mer. Men i forhold til selve eiendommer som eiendeler vil dette utgjøre en svært liten andel og vi har derfor tro om å forvente lave avskrivninger i fremtiden.

## 8.3 Investeringer

For å gjøre fremtidsprognoser for investeringer har vi valgt å ta i bruk Damodarans Sales-to-Capital modell. Denne modellen bruker forholdet mellom salg og kapital for å regne ut hvor mye selskapet har investert i inntektene. Modellen er konsistent i at den viser hvor mye selskapet må investere for å oppnå salgsinntektene (Damodaran, 2012, s.299).

Årstall	År	Inntekt	endring inntekt	Sales/capital ratio	Reinvestering	Investert kapital
2017	0	4007		0,074		
2018	1	3977	-30	0,071	-425	53947
2019	2	4264	287	0,075	3852	60146
2020	3	3989	-275	0,069	-3961	53269
2021	4	4377	388	0,073	5299	62754
2022	5	4505	128	0,074	1730	61509
E2023	6	4518	13	0,073	179	61079
E2024	7	4531	13	0,071	183	62485
E2025	8	4545	14	0,070	201	63937
E2026	9	4558	13	0,068	190	65394
E2027	10	4572	14	0,067	209	66914

Tabell 29: Fremtidsprognose investeringer

Inntektene vi har brukt er de beregnede inntektene ovenfor. Kapital består av investeringseiendommer, eierbenyttede eiendommer, varige driftsmidler og andre felleskontrollerte og tilknyttede selskaper, i balanseregnskapet.

Vi observerer en nedgang i reinvesteringen for 2020. En negativ reinvestering antyder at Olav Thon Eiendomsselskap ASA har investert mer kapital enn det som er generert gjennom finansieringsaktiviteter eller operasjonell virksomhet. Dette kan også indikere økt gjeldsbelastning og hvis gjelden overstiger den totale kontantstrømmen.

Videre viser årsregnskapet til Olav Thon Eiendomsselskap ASA en økning i kortsiktig rentebærende gjeld og total gjeld for 2020. Samtidig er det en nedgang i verdiendringen av investeringseiendommer fra 2019 til 2020. Dette kan tolkes som en potensiell reduksjon i verdien av eiendomsporteføljen, noe som kan skyldes en nedgang i markedet generelt. Dette er konsistent med regnskapsanalysen.

## 8.4 Arbeidskapital

For å beregne arbeidskapital har vi brukt Damodarans metode for ikke-kontante arbeidskapital hvor man adderer varelager med kundefordringer og trekker fra leverandørgjeld (Damodaran, 2012, s.266). Olav Thon Eiendomsselskap ASA har ikke et varelager så det blir derfor brukt kundefordringer og leverandørgjeld for beregningen. Vi ønsker deretter å se om det ligger et forhold mellom arbeidskapital og salgsinntekter.

År	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
<b>Arbeidskapital</b>	758	738	740	743	745	747
<b>Salgsinntekter</b>	4383	4353	4365	4378	4391	4405

*Tabell 30: Fremtidsprognose arbeidskapital*

Forholdene mellom arbeidskapital og inntekter er stabile, og vi ser arbeidskapital som en andel av inntekter med fremtidig salgsinntekt for å finne fremtidsprognoser for arbeidskapital.

Når arbeidskapitalen opprettholdes på et stabilt nivå over en lengre periode, antyder dette at Olav Thon Eiendomsselskap ASA effektivt håndterer sine kortsiktige økonomiske forpliktelser og likviditetsbehov. Dette er konsistent fra regnskapsanalysens likviditetsgrad 3, og det er derfor hensiktsmessig i oppgaven å se på arbeidskapital som en andel av salgsinntektene. Selskapet viser tilstrekkelig likviditet til å dekke daglige driftskostnader og kortsiktig gjeld uten å måtte stole for mye på ekstern finansiering.



## 8.5 Terminal vekst

Resultater fra PwC's studie om "Risikopremien i det norske markedet" antyder at en vekstrate på 2% bør benyttes i terminalleddet i en nåverdimodell. Gjennomsnittlig svar fra respondentene indikerer at vekstraten i terminalleddet bør tilsvare inflasjonsforventningene (PwC, 2022, s14-15).

Vi velger å bruke en terminalvekst på 2% videre i vår verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Denne tilnærmingen antyder at selskapets vekst er sammenlignbar med gjennomsnittlige vekstnivå for andre selskaper i Norge. Ved å anvende denne tilnærmingen søker vi å sikre en realistisk og pålitelig vurdering av selskapets verdi.

## 8.6 Fremtidsprognose for fri kontantstrøm til totalkapitalen

Tall i MNOK	2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Driftsinntekter	4505	4518	4531	4545	4558	4572
(-) Driftskostnader f. Avskrivninger	1744	1757	1769	1782	1795	1808
(=) EBITDA	2761	2761	2762	2763	2763	2764
(-) Avskrivninger	26	29.56	29.65	29.73	29.82	29.91
(=) EBIT	2735	2731	2732	2733	2733	2734
(-) Skatt	602	601	601	601	601	601
(=) EBIT etter skatt	2133	2131	2131	2132	2132	2133
(+) Avskrivninger	26	29.56	29.65	29.73	29.82	29.91
(-) Investeringer	1730	179	183	201	190	209
(+/-) Endring arbeidskapital	0	-20	2	2	2	2
(=) Fri kontantstrøm til totalkapitaler	429	1961	1980	1963	1974	1956
Nåverdi av kontantstrømmene		1854	1769	1657	1575	1475

Tabell 31: Fremtidsprognose for fri kontantstrøm til totalkapitalen

## 9. Avkastningskrav

### 9.1 kapitalverdimodellen- CAPM

Den første delen av WACC-formelen som fremvist i kapittel 3, tar for seg avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM). Dette avkastningskravet består av tre hovedkomponenter: den risikofrie renten, beta og markedets risikopremie.

Når man vurderer verdien av et selskap, er det avgjørende å identifisere avkastningskravet, da dette er nødvendig for å bestemme nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Avkastningskravet fungerer også som en referanse for investorer og andre interessenter. Den viser den forventede avkastningen på investeringen sammenlignet med alternative muligheter. Vi vil etablere et risikojustert avkastningskrav på totalkapitalen, som tar hensyn til både egenkapital, gjeld og skatt. For å beregne dette avkastningskravet, må vi først fastslå egenkapitalavkastningen ved hjelp av kapitalverdimodellen.

### 9.1.1 Risikofri rente

En viktig komponent for beregningen av avkastningskravet for investeringer er den risikofrie renten. Den risikofrie renten er også med på å påvirke alle andre variabler i beregningen. Investorer har alltid muligheten til å plassere kapitalen sin i den risikofrie renten, og det er derfor essensielt at avkastningskravet overgår den risikofrie renten. I vår analyse benytter vi en langsiktig og likvid statsobligasjon med minimal risiko for mislighold. Vi har valgt å inkludere den 10-årige statsobligasjonen i Norge. Ifølge Norges Bank er avkastningen på denne obligasjonen 3,166% per 29.12.22. Selv om renten har vært fallende over en betydelig periode, har den både med svingninger før og etter korona-pandemien. Vi benytter denne avkastningen som den risikofrie renten i vår beregning videre av avkastningskravet.

### 9.1.2 Markedets risikopremie

Vi har støttet oss på PwC-rapporten som tar for seg risikopremien i det norske markedet. Til tross for utfordrende makroøkonomiske forhold og flere renteøkninger, viser rapporten at aktørenes oppfatning av markedspremien forblir uendret på 5% (PwC, 2023). PwC-rapporten gjennomføres årlig i samarbeid med Foreningen for Finansanalytikere i Norge (FFN). Undersøkelsen bygger på tilbakemeldinger fra omtrent 1000 medlemmer i FFN. Vi tar derfor utgangspunkt i denne rapporten som et representativt utvalg og velger en markedsrisikopremie på 5% i vår beregning av avkastningskrav.

### 9.1.3 Gjeldskostnad

Kostnadene er en funksjon av tre faktorer som misligholds risiko, risikofri rente og skattefordelene som følger med gjeld (Damodaran, 2012, s.211). Olav Thon Eiendomsselskap ASA har blitt tildelt Baa2 rating fra Moody's (Moody's, 2021). Ratingen støttes også av at selskapene har hatt en lav andel gjeldsfinansiering i forhold til egenkapital i finansiering for sine operasjoner eller investeringer.

For å beregne gjeldskostnader har vi tatt utgangspunkt i Damodarans syntetiske rating tabell (NYU Stern, 2024). Her gir Baa2 1.47% både for små og større selskaper. Vi legger deretter til den risikofrie renten på verdsettelsestidspunktet, som er 3.166%. Dette gir oss en gjeldskostnad på 4,636 %. Skattesatsen har blitt presentert i kapittel 5 og ligger på 22%. Vi finner da gjeldskostnad etter skatt ved å multiplisere gjeldskostnaden med  $1 + \text{skattesats}$ . Dette gir en gjeldskostnad etter skatt på 3.616% som vi bruker i videre beregning av vektet gjennomsnittlig total kapital.

### 9.1.4 Beta

I denne beregningen har vi fokusert på gjennomsnittlig endring i aksjekursen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA i forhold til endringen på Oslo Børs (OSEBX). Oslo Børs ble valgt som referanseindeks grunnet den marginale investoren antas å være lokalisert i Norge. Dersom Olav Thon Eiendomsselskap ASA hadde hatt betydelige investeringer utenfor Norge, ville det vært hensiktsmessig å benytte en internasjonal indeks som S&P 500. Ifølge Damodaran (2012, s.188) beregnes beta i henhold til det markedet som selskapet opererer i. Dette gir et estimat for risikoen til en marginal investor, som deretter sammenlignes med den aktuelle markedsporteføljen.

En beta på 1 fungerer som en indikator for risiko og avkastning. En beta mindre enn 1 indikerer lavere risiko, men også lavere avkastning sammenlignet med markedet, og motsatt for beta høyere enn 1. Vi har brukt data som strekker seg fem år tilbake fra verdsettelsesdatoen og samlet inn månedlige data for analyseformål. Tallene er hentet fra Yahoo Finance sine nettsider. Tabellen under viser output fra regresjonsanalysen.

<i>Regresjonsstatistikk</i>					
Multipel R	0,61528205				
R-kvadrat	0,378572				
Justert R-kva	0,36766976				
Standardfeil	0,05967879				
Observasjon	59				

<i>Variansanalyse</i>					
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,12367233	0,12367233	34,7242224	2,1543E-07
Residualer	57	0,2030088	0,00356156		
Totalt	58	0,32668112			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Vederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspur	-0,0023131	0,00786838	-0,2939779	0,76984263	-0,0180693	0,01344303	-0,0180693	0,01344303
X-variabel 1	<b>0,95431638</b>	0,1619482	5,89272623	2,1543E-07	0,63002071	1,27861205	0,63002071	1,27861205

*Tabell 32: Regresjonsanalyse*

Tallene ble deretter brukt til å etablere den prosentvise endringen i Olav Thon Eiendomsselskap ASA som den avhengige variabelen (Y), mens OSEBX ble brukt som den uavhengige variabelen (X). Dette ble gjort for å sikre at alle tall i regresjonsanalysen var i prosent, slik at beta-verdien kunne beregnes nøyaktig. Resultatet etter en regresjonsanalyse gir oss et beta estimat på 0,95.

Regresjonsanalysens resultater kan noen ganger gi begrensede forklaringer på selskapets beta. Derfor har vi valgt å beregne en bottom-up beta. Dette kommer frem i kapittel 3, hvor vi forklarer hvorfor bottom-up beta kan være en effektiv metode for å gi innsikt i selskapets beta-forhold.

Først har man estimert beta for Olav Thon Eiendomsselskap ASA i tillegg til to sammenlignbare selskap. Slike sammenlignbare selskap står ofte opp mot samme risiko ettersom de er utsatt for samme bransje spesifikk risiko. Det er verdt å merke seg at de ikke foreligger i nøyaktig samme bransje. Ettersom Olav Thon Eiendomsselskap ASA har størst andel i kjøpesenterutleie og de sammenlignbare selskapene har større andel i næringsseiendom. Vi retter med dette kun fokus på at alle parter driver med utleie, og mener det er viktig å beregne bottom-up beta for å ha et motargument for regresjonsbetaen.

Tabellen under viser gjennomsnitt av regresjons beta, r-kvadrat, gjeldsgrad og skatteprosent for sammenlignbare selskap:

Selskap	Regresjonsbeta	R-kvadrat	Gjeldsgrad	Skatteprosent
OLT	0,954316378	0,378572001	0,92	22 %
KMC	1,718883881	0,086401887	0,88	22 %
ENTRA	0,311425817	0,338923204	10,69	22 %
<b>Bransjesnitt (KMC &amp; ENTRA)</b>	<b>1,02</b>	<b>0,21</b>	<b>5,79</b>	<b>22 %</b>

Tabell 33: Gjennomsnitt av regresjonsbeta

Tabellen under viser bottom-up beta.

Unleverede beta Bransje	0,184	Leverade beta	0,32
-------------------------	-------	---------------	------

Tabell 34: Bottom up beta

Gitt Entras høye gjeldsgrad sammenlignet med KMC Properties ASA og Olav Thon Eiendomsselskap ASA, vil det være fornuftig å ekskludere Entra fra analysen. Dette skyldes at inkludering av Entra ASA kan gi et unøyaktig bilde av bottom-up betaen. Vi ser også dette i vår beregning der man får en tydelig lav verdi. Til tross for dette velger vi likevel å beregne med Entra ASA for å vurdere om vi skal benytte regresjons beta eller ikke. Med disse forutsetningene tar vi utgangspunkt i regresjonsbetaen ved beregningen av avkastningskravet til egenkapitalen og avkastningskravet til total kapitalen.

#### 9.1.5 Konklusjon- avkastningskravet på egenkapitalen

Vi vil nå utføre beregningen av avkastningskravet til egenkapitalen basert på de observerte funnene for Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

Avkastningskravet til egenkapitalen (EK) ved hjelp av CAPM-metoden blir beregnet som  $0,03166 + 0,954316 * 0,05 = 7,916 \%$ .

Dette resulterte i et avkastningskrav til egenkapitalen på 8% og vil bli anvendt videre i beregningen av WACC.

## 9.2 WACC- Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

WACC er en metode for å beregne den gjennomsnittlige kapitalkostnaden for et selskap og tar hensyn til både egenkapital og gjeldsfinansiering. Avkastningskravet vurderer en markedsbasert vektning av både egenkapitalkrav og netto gjeldskrav. WACC gjør det mulig å sammenligne forskjellige selskaper uavhengig av deres finansielle struktur. Formelen for vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad er tidligere fremvist i kapittel 3.

### 9.2.1 Konklusjon avkastningskravet til totalkapitalen

Etter å ha beregnet nødvendige komponenter for estimering av Olav Thon eiendomsselskap ASA sin WACC får vi følgende resultat:

$$WACC = 8\% * (0,500) + 3.616\% * (0,500) = 0,05808$$

Dette gir en WACC på 5,8%, som er en diskonteringsfaktor vi bruker videre i beregning av de fremtidige kontantstrømmene for selskapet.

## 10. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet ønsker vi å gjennomføre en fundamental verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA basert på fremtidsprognoser fra kapittel 8 og avkastningskravet fra kapittel 9. Teorien som fundamental verdsettelse baserer seg på er allerede utformet i kapittel 3.

### 10.1 Nåverdi av fri kontantstrøm til totalkapitalen

Vi anvender den anslåtte fri kontantstrømmen til totalkapitalen og diskonterer denne til nåverdi med hensyn til avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Våre beregninger resulterte i en estimert totalkapitalavkastning på 5,8%. Tabellen under viser utberegningen av nåverdi av kontaktstrøm.

År	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	1961	1980	1963	1974	1956
WACC	0.058	0.058	0.058	0.058	0.058
Nåverdi av kontantstrøm	1854	1769	1657	1575	1475

Tabell 35: Nåverdi av kontantstrøm

## 10.2 Nåverdi av terminalverdi

I kapittel 8 ble terminalveksten anslått til å være 2%. Terminalveksten representerer den langsiktige vekstraten i en virksomhet og er avgjørende for beregningen av terminalverdien. Terminalverdien er en fremtidig kontantstrøm som antas å oppstå etter prognoseperiodens slutt og er en sentral komponent i vurderingen til nåverdien av kontantstrømmen (Damodaran, 2012, s.304). Nedenfor vises utregningen som brukes til å beregne terminalverdien og nåverdien av terminalverdien.

$$Terminalverdi = \frac{CF_{2027} * (1 + g_{TV})}{WACC - g_{TV}} = \frac{1956mNOK * (1 + 0.02)}{0.058 - 0.02} = 52\,490mNOK$$

$$Nåverdi\ av\ terminalverdi = \frac{Terminalverdi}{(1 + WACC)^t} = \frac{52\,490mNOK}{(1 + 0.058)^5} = 39\,595\ mNOK$$

## 10.3 Verdien av totalkapitalen

Ved å summere nåverdien av kontantstrømmen samt inkludere terminalverdien, avdekker vi verdien av totalkapitalen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Denne beregningen reflekterer den samlede verdien av både egenkapitalen og gjelden i selskapet.

Nåverdi av kontantstrøm	8330
Nåverdi av terminalverdi	39595
<hr/>	
Verdi av totalkapitalen	47925

## 10.4 Verdien av egenkapitalen

Ved å fratrekke gjelden fra den totale kapitalverdien beregner vi egenkapitalverdien til selskapet. Deretter dividerer vi egenkapitalverdien med antall utestående aksjer. Dette vil gi oss den fundamentale verdien per aksje.

Verdi av totalkapitalen	47925
Gjeld	17605
Verdi av egenkapital	30320
Antall aksjer	101.479
<b>Fundamental verdi per aksje</b>	<b>298.78</b>

I tråd med vår fundamentale verdsettelse beregner vi en estimert aksjekurs på 298,78 NOK. Når vi sammenligner dette med den faktiske aksjekursen på 175 NOK den 29.12.22, identifiserer vi en differanse på 70% mellom den estimerte og den observerte verdien. Denne differansen reflekterer det relative avviket mellom vår beregnede verdi og den markedsbaserte prisen på aksjen, og indikerer potensiell mulighet for underprising. Dagens aksjekurs den 26.04.2024 viser en aksjekurs på 224 NOK, noe som indikerer underprising fra verdsettelses dato.

## 11. Relativ verdsettelse

For å supplere den fundamentale verdsettelsesmetoden har vi valgt å utføre en relativ verdsettelse ved hjelp av multipler. Formålet med denne tilnærmingen er å anvende markedsbaserte forholdstall for selskapet og sammenligne disse med tilsvarende forholdstall for bransjen. Dette gir oss muligheten til å evaluere om selskapet er vurdert til å være over- eller underpriset sammenlignet med sine konkurrenter. Konkurrentene vi vil bruke er Entra ASA, Aurora Eiendom AS og KMC Properties ASA. Finansielle tall brukt i den relative verdsettelsen er fra Yahoo Finance (Yahoo Finance, 2024a-g).

Ved beregning av bransjegjennomsnittet, utelukkes Olav Thon Eiendomsselskap ASA med den hensikt å etablere en mer presis bransjekontekst. Dette tiltaket er rettet mot å sikre en grundigere analyse av bransjens dynamikk.



## 11.1 P/B

Price/Book forholdet er et mål som sammenligner selskapets markedsverdi med den bokførte egenkapital (Damodaran, 2012, s.512). Det observeres en høyere P/B ratio for Entra ASA og KMC Properties ASA. Olav Thon Eiendomsselskap ASA og Aurora Eiendom AS med større eiendomsportefølje innen kjøpesenterutleie har en tilsvarende P/B.

Vi tar gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene for å beregne et bransjegjennomsnitt, der Entra ASA og KMC Properties ASA bidrar til å dra gjennomsnittet opp. Her får vi et bransjegjennomsnitt på 0.70. Ved å benytte den gjennomsnittlige P/B ratioen og Olav Thon Eiendomsselskap ASA sin bokførte verdi per aksje på 322, kan vi beregne et kursmål på 226,04 NOK. Dette er en differanse på 29% fra den faktiske aksjeprisen.

Price/Book	Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Entra ASA	Aurora Eiendom AS	KMC Properties ASA
Aksjepris (29.12.2022)	175.00	107.50	74.00	6.76
Book Value per share	322	174	131	7
P/B	0.54	0.62	0.57	0.92
Gjennomsnitt	0.70			

Snitt	0.70
Book value per share	322
Beregnet kursmål	226.04

Tabell 36: Price/Book

## 11.2 P/E

Price/Earnings forholdet reflekterer forholdet mellom markedsprisen per aksje og inntjening per aksje. Formålet med P/E ratioen er å gi et mål på hvor mye markedet er villig til å betale for hver enhet av selskapets inntjening. Det bør merkes at Entra ASA viser en negativ P/E ratio, hvilket ekskluderer den fra gjennomsnittsberegningen (Damodaran, 2012, s.468).

KMC Properties ASA viser en relativt høyere P/E ratio på 12.07 sammenlignet med andre selskaper, og bidrar dermed til å øke bransjens gjennomsnitt. Gitt at Olav Thon Eiendomsselskap ASA og Entra ASA ikke er inkludert i P/E-bransjegjennomsnitt, er

gjennomsnittet basert utelukkende på KMC Properties ASA og Aurora Eiendom AS. Denne tilnærmingen til å beregne bransjegjennomsnittet kan kritiseres for sin begrensede utvalgsstørrelse, noe som kan føre til unøyaktige konklusjoner. Det resulterende bransjegjennomsnittet på 8.81 overstiger P/E ratioen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA, som er 7.29.

For å beregne den implisitte aksjekursen multipliseres bransjegjennomsnittet med Olav Thon Eiendomsselskap ASAs inntjening per aksje (EPS), som blir 211.32 NOK. Den resulterende beregnede aksjekursen avviker med 20% fra den faktiske aksjekursen på 175 NOK. Denne differansen kan tolkes som markedets undervurdering av selskapets fremtidige inntjeningspotensial.

Price/Earnings	Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Entra ASA	Aurora Eiendom AS	KMC Properties ASA
Aksjepris (29.12.2022)	175	107.5	74	6.76
EPS	24	-3.48	13.36	0.56
P/E	7.29	-30.89	5.54	12.07
Gjennomsnitt P/E	8.81			

Snitt	8.81
EPS OLT	24
Beregnet kursmål	211.32

Tabell 37: Price/Earnings

### 11.3 P/S

Price/Sales forhold reflekterer forholdet mellom markedsverdien av egenkapital og selskapets inntekter. Olav Thon Eiendomsselskap ASA viser den laveste P/S ratioen på 4.20. KMC Properties ASA har den høyeste P/S ratioen, målt til 8.03. Bransjegjennomsnittet er beregnet til 6.38. For å estimere aksjekursen deles Olav Thon Eiendomsselskap ASAs inntjening per aksje på bransjens gjennomsnittlige P/S ratio, hvilket resulterer i en aksjekurs på 265.51 NOK. Denne aksjekursen overstiger den faktiske aksjekursen på 175 NOK med 52%.

Price/Sales	Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Entra ASA	Aurora Eiendom AS	KMC Properties ASA
Markedsverdi	17758825000	19578975000	2291188000	2189523440
Sales	4225000000	3270000000	447915000	272700000
P/S	4.20	5.99	5.12	8.03
Gjennomsnitt	6.38			

Snitt	6.38
Sales	4225000000
Beregnet kursmål	265.51

Tabell 38: Price/Sales

## 11.4 Konklusjon relativ verdsettelse

Basert på en grundig gjennomgang av flere finansielle multipler har det blitt observert at Olav Thon Eiendomsselskap ASA demonstrerer lavere relative multipler sammenlignet konkurrenter i markedet. Som et resultat av denne sammenligningen har vi valgt å anvende gjennomsnittet av de nevnte multiplene som et verktøy for å estimere selskapets aksjekurs.

Ved å benytte denne tilnærmingen har en estimert kursverdi på 234,29 NOK blitt beregnet. Denne verdien overstiger den faktiske aksjekursen med en margin på 22%. Denne konklusjonen antyder at selskapets aksjer kan være undervurdert i forhold til konkurrentene i markedet. En underprising av aksjen kan tyde på at markedet undervurderer selskapets verdi og deres inntjeningspotensial. Tabellen under viser den beregnede aksjekursen fra de ulike multiplene, samt gjennomsnittet.

Beregnet kursmål	
<b>P/B</b>	226.04
<b>P/E</b>	211.32
<b>P/S</b>	265.51
<b>Gjennomsnitt</b>	234.29

Tabell 39: Beregnet relativt kursmål

## 12. Sensitivitetsanalyse

I dette kapitlet vil vi utforske en alternativ og informativ tilnærming til å evaluere verdien av en investering gjennom sensitivitetsanalyse. Vi ønsker å introdusere Monte Carlo-simuleringer, som regnes som den mest omfattende tilnærmingen for å vurdere risiko over hele spekteret (Damodaran, 2012, s.894).

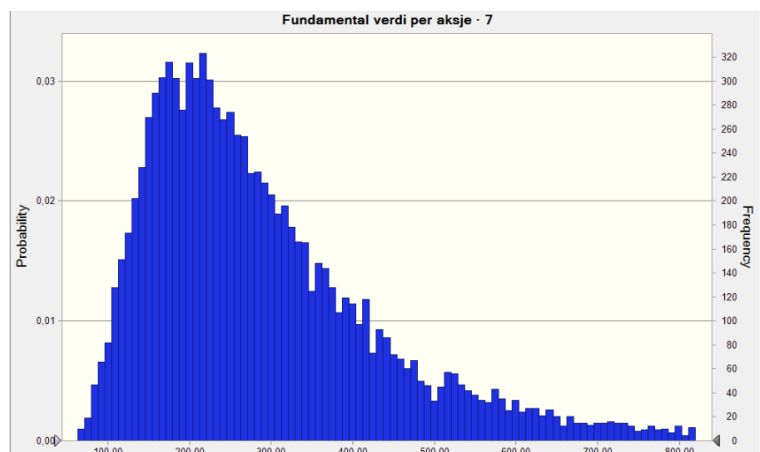
## 12.1 Monte Carlo analyse

Monte Carlo-analyse gjør det mulig å utforske ulike scenarier ved å gjennomføre flere simuleringer. Vi setter selv begrensninger for antagelser og fokuserer deretter på en variabel som vi ønsker å analysere fordelingen av. I vår simulering har vi valgt å utforske usikkerheten og variasjonen rundt vår fundamentale aksjeverdi, verdien av totalkapitalen og nåverdi av terminalverdien. Vi har identifisert viktige antagelser i verdivurderingen, som avkastningskrav til totalkapitalen og terminalvekst.

## 12.2 Verdi per aksje

Vi har brukt WACC som en av våre antagelser, som ga oss en verdi på 5,8%. Deretter valgte vi en trekantfordeling, ettersom en normalfordeling kunne resultere i negative tall. En trekantfordeling av antagelsene gir bedre refleksjon rundt usikkerheten i verdien (Damodaran, 2012, s.910-913). Vi satte en minimumsverdi for avkastningskravet på 4% og en maksimal verdi på 8%. Under simuleringen utforsket vi også å sette WACC til et minimum på 3% og et maksimum på 9%, da disse er sannsynlige frekvenser for WACC. Imidlertid resulterte dette i en fordeling som ikke var tilfredsstillende, så vi valgte å begrense WACC fra 4% til 8%.

Vi valgte også en trekantfordeling for terminal vekst av samme årsaker som for WACC. Her satt vi en minimumsantagelse på -1%, som vil representere dersom selskapet gradvis avtar og forsvinner fra børsen. Gjennomsnittlig verdi ble satt på 2% som funnet i kapittel 9 og maksimum er 4% som representerer historisk vekst i markedet. Videre valgte vi å gjennomgå 10 000 simuleringer for å få en representativ fordeling. Nedenfor vises fordelingen av simuleringer for verdien per aksje.



Figur 8: Fundamental verdi per aksje Monte Carlo simulering

Ettersom vi er på utkikk etter usikkerheter rundt våre verdier ønsket vi ikke å bare fokusere på minste verdi, median og maksimal verdi. Derfor så vi på fordelingen gjennom hyppigheten av forskjellige prognoser. Tabellen under viser fordelingen av verdien gjennom simulering.

Percentile	Forecast values
0%	62,66
10%	142,39
20%	171,65
30%	199,02
40%	226,19
50%	256,29
60%	291,71
70%	335,64
80%	397,51
90%	513,80
100%	2637,89

Tabell 40: Fordeling av verdi

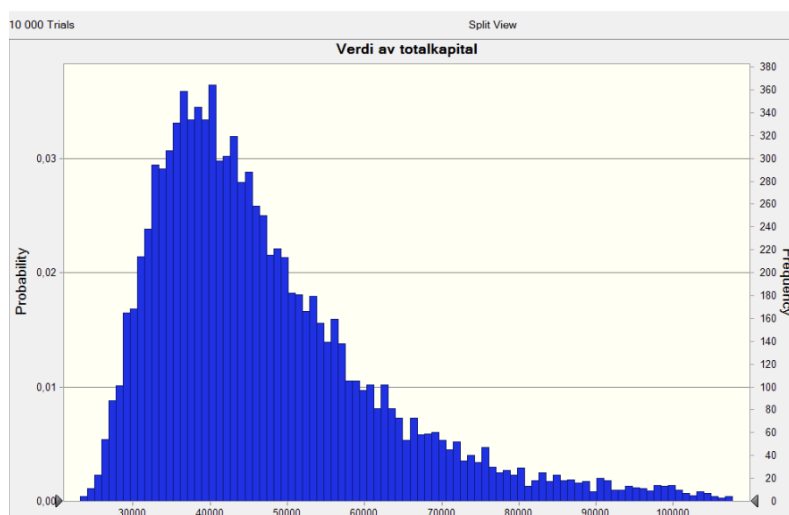
Vi ser at median verdien ligger på rundt 256 NOK, dette er nærme verdi estimat fra fundamental verdsettelse, men også enda nærmere det vi så ved den relative verdsettelsen. Dersom man ser på fordelingen fra 0% til 100% ser man at frekvensen for aksjeverdien varierer fra 62 NOK til 2637 NOK. Maksimumsgrensen er betraktelig høy, men vi velger å ikke se på denne verdien spesifikt. Det er ikke uvanlig for Monte Carlo simuleringer å beregne slike høye verdier for maksgrenser. Men vi kan anta fra figuren

om fordelinger at de fleste verdier mellom 90% og 100% ligger rundt 500 NOK til 800 NOK. Vi vil igjen spesifisere at formålet med simuleringen er å se på fordelingen.

Videre mer om hva fordelingen forteller oss. Fra 29.12.2022 er aksjekursen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA satt til 175 NOK, som vi antar ligger rundt 22% i tabellen for fordeling av verdi. Dette vil tyde på at det er omkring 78% sjanse for at Olav Thon Eiendomsselskap ASA er underpriset.

### 12.3 Verdien av totalkapitalen

Vår beregning av verdi av totalkapital havner på 47925 MNOK, hentet fra kapittel 10. I Monte Carlo simuleringen har vi satt inn vår DCF modell og alle beregninger tilhørende verdien av totalkapitalen for å se på fordelingen og gjøre simuleringer rundt våre estimater. Det har blitt gjort 10 000 simuleringer igjen for å få en representativ fordeling av resultater. Figuren under viser fordelingen av simuleringer for verdien av totalkapitalen.



Figur 9: Fordeling av simulering for verdi av totalkapital

Under vises fordelingen av simuleringer gjennom prosent og prognoser. Vi ser at medianen ligger rundt 43792 MNOK. Lavest verdi er 23123 MNOK til høyest verdi 520088 MNOK. Vårt estimat er over medianen og ligger på rundt 65% frekvens i

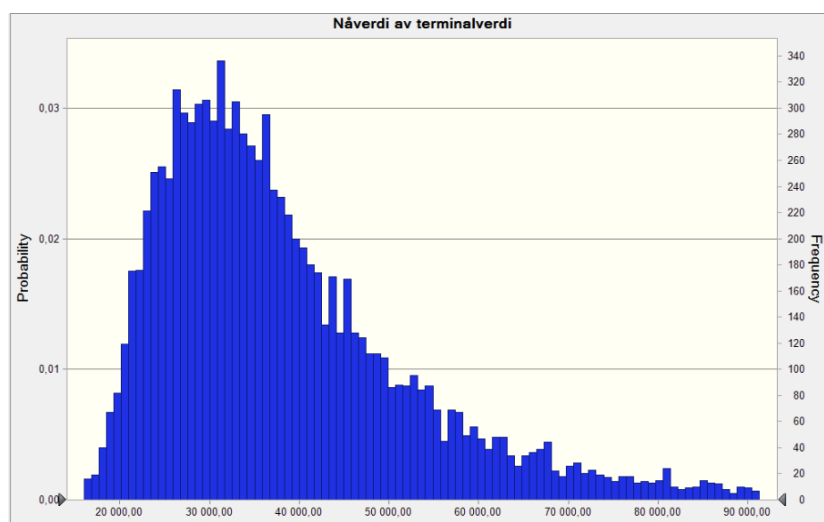
fordelingen. Vår vurdering viser da en 65% sjanse for at verdi av totalkapitalen er underpriset. Men det ligger også en 35% sjanse for overprising.

Percentile	Forecast values
0%	23123
10%	32201
20%	35350
30%	38035
40%	40724
50%	43792
60%	47210
70%	51781
80%	57820
90%	69302
100%	520088

Tabell 41: Fordeling av prognoser av verdi til totalkapital

## 12.4 Nåverdi av terminalverdi

Fra kapittel 10 finner vi også nåverdi av terminalverdi som har etter vårt estimat resultert i 39595,5 MNOK. Vi har også i denne omgangen valgt å ta utgangspunkt i beregningene fra kapittel 10 og DCF-modellen for simuleringen. Figuren under viser fordeling av simuleringer for nåverdi av terminalverdi.



Figur 10: Fordeling av simulering for nåverdi av terminalverdi

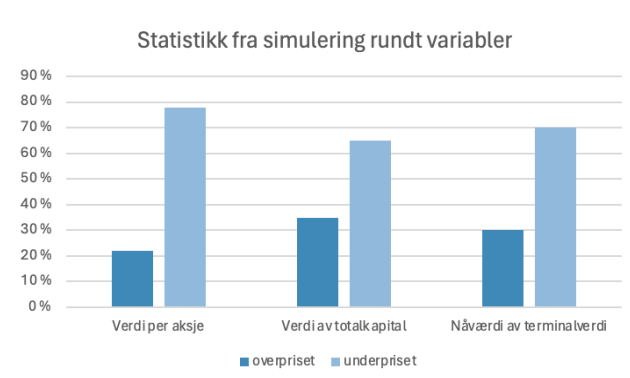
Fordelingen av simuleringer er noe bredere enn de andre figurene vist ovenfor og vi ser også at hyppigheten for høye verdier er større enn for de andre figurene. Det vil si at det finnes større variasjon i denne simuleringen. Dette er ikke overraskende da vårt estimat ligger nærmere med 70 % sjans for underprising og rundt 30% for overprising. Tabellen nedenfor viser fordeling av prognoser for nåverdi av terminalverdi.

Percentile	Forecast values
0%	15 994,04
10%	23 723,75
20%	26 805,54
30%	29 568,27
40%	32 282,93
50%	35 240,89
60%	38 496,74
70%	42 883,42
80%	49 031,07
90%	59 856,78
100%	292 186,55

Tabell 42: Fordeling av prognoser av nåverdi av terminalverdi

## 12.5 Konklusjon av Monte Carlo analysen

Simuleringene har tillatt oss å se på usikkerhet rundt våre verdier og beregninger. Som følge av dette viser det med høyest sjans for underprising noe som gjenspeiler funn i både regnskapsanalysen, fundamental og relativ verdsettelse. Det foreligger altså mindre sjans for overprising. Under ser man tydelig fordeling av sjanser for underprising og overprising av verdi per aksje, verdi av total kapital og nåverdi av terminal verdi for Olav Thon Eiendomsselskap ASA ut fra våre beregninger.



Graf 2: Statistikk fra simulering rundt variabler



## 13. Konklusjon

Vi hadde til hensikt å besvare problemstillingen «Hva er aksjeverdien til Olav Thon Eiendomsselskap ASA den 29.12.2022?». For å besvare dette presenterte vi Olav Thon Eiendomsselskap ASA som et konsern, med fokus på både historiske og nåværende data. Videre utførte vi strategiske analyser basert på både interne og eksterne faktorer. Disse funnene ble oppsummert i en SWOT-analyse. Fra den strategiske analysen ble det konkludert at Olav Thon Eiendomsselskap ASA har en konkurransedyktig fordel gjennom sin status som storbedrift med betydelig kapitalbase. I tillegg er selskapet ledende aktør innenfor norsk kjøpesenterutleie, med en diversifisert eiendomsportefølje over hele landet.

Videre utformet vi en regnskapsanalyse, som viste at selskapet befinner seg i en stabil og sunn økonomisk situasjon. Vår vurdering av nøkkeltall indikerte en god økonomisk helse og en evne til å håndtere ulike økonomiske situasjoner. Vi beregnet også avkastningskravet. Dette resulterte i et avkastningskrav på 5,8%. Ved å anvende denne informasjonen kunne vi beregne den neddiskonterte nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer, og estimere en verdi på 47 925 MNOK.

Vi fastsatte et aksjekursmål på 298 NOK, som ga en differanse på 70% fra den faktiske kursen den 29.12.2022 på 175 NOK. I tillegg beregnet vi en aksjekurs på 234 NOK gjennom relativ verdsettelse, som utgjorde en margin på 22% fra 175 NOK. Selskapets P/E-verdi lå under bransjesnittet og antydte en potensiell undervurdering av selskapets verdier. Vi refererte også til dagens markedsverdi på 224 NOK per 26.04.2024. Til slutt utførte vi en Monte Carlo simulering for å vurdere usikkerheten rundt våre verdianslag, som ytterligere styrket vår oppfatning om at selskapet er underpriset.

## 14. Kritikk til oppgaven

Avslutningsvis ønsker vi å reflektere over noen kritiske punkter knyttet til vår bacheloroppgave om verdsettelsen av Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

Utfordringer knyttet til valgte konkurrenter er adressert først i kapittel 2 og kan se ut til å følge oss gjennom hele oppgaven. Dette er også årsaken til tabell oppstilling heller enn grafer ved sammenligning i regnskapsanalysen. I tillegg til utelukkning av beregning gjennom EBIT/EV og sammenligning i rentedekningsgrad. Vi har sett på alternative konkurrenter og har kommet frem til lignende problemer med valg av andre selskap.

Flere faktorer knyttet til sammenlignbare selskaper har påvirket vår analyse, spesielt med hensyn til KMC Properties ASA. Deres hovedsakelig utenlandske valutaer og begrensede tilgjengelighet av nøkkeltall gjorde det vanskelig å gjennomføre en grundig analyse av regnskapet deres. Som nevnt tidligere har Aurora Eiendom AS begrenset historiske data, noe som begrenser evnen til å sammenligne dem med andre selskaper.

Vi er også klar over at bruken av tall fra 2022 kan bli adressert. Det vanligste i praksis ved slike oppgaver er bruk av de ferskeste tallene. Det hadde vært mulig å bruke tall fra Q4 rapporten til Olav Thon Eiendomsselskap ASA, men som nevnt i sammendrag og gjennom oppgaven er valget tatt i samråd med veileder.

Det er også viktig å anerkjenne muligheten for å bli påvirket av subjektive faktorer når man verdsetter et selskap. Vi har i stor grad basert oss på Olav Thon Eiendomsselskap ASA sine årsrapporter i vår analyse. Det er rimelig å anta at selskapet har en interesse av å fremstå positivt i egne rapporter. Selv om vi har forsøkt å være nøytrale, kan det være en risiko for at slike subjektive faktorer påvirker analysen vår.

## Litteraturliste

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

<https://aurora.no/media/k2wldwgw/aurora-eiendom-as-annual-report-2022.pdf>

Aurora Eiendom AS (u.å.). *Our portfolio of shopping centers*. Hentet 21. februar fra:

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

Bach, D. & Hagemann, J. (11. juni 2023). E24. *Olav Thon går av som styreleder i Olav Thon Gruppen*. <https://e24.no/naeringsliv/i/eJvjM9/olav-thon-gaar-av-som-styreleder-i-olav-thon-gruppen>

Boge, G.K. & Ulriksen, T. (201). *investering i næringseiendom*. Praktisk økonomi og finans. (3) 55-63.

<https://www.idunn.no/doi/epdf/10.18261/ISSN1504-2871-2011-03-08>

Byggalliansen. (u.å.). *Om BREEAM In Use*. Hentet 7. april 2024 fra

<https://byggalliansen.no/sertifisering/om-breeam-in-use/>

Bøe, Eivind. (2022, 15. desember). *Norges Bank venter høyere prisvekst enn det gjorde tidligere*. E24. [Norges Bank venter høyere prisvekst enn den gjorde tidligere – E24](#)

Deghi, A., Mok, J. & Tsuruga, T. (2021). *Commercial real Estates and macrofinancial stability during COVID-19*. IMF working paper.

[https://stavanger.instructure.com/files/1654586/download?download\\_frd=1&verifier=I BkUAr7zMX2CdhmM6Hp4BPvN2c1CSgDjkKIVGlvb](https://stavanger.instructure.com/files/1654586/download?download_frd=1&verifier=I BkUAr7zMX2CdhmM6Hp4BPvN2c1CSgDjkKIVGlvb)

Ding, W., Levine, R., Lin, C. & Xie, W. (2021). *Corporate immunity to the COVID-19 pandemic*. Journal of Financial economics.

[https://stavanger.instructure.com/files/1654587/download?download\\_frd=1&verifier=4 Ai7soKfttdcN91EGo3BcZPJ2EShpzKBZjvSkUtJ](https://stavanger.instructure.com/files/1654587/download?download_frd=1&verifier=4 Ai7soKfttdcN91EGo3BcZPJ2EShpzKBZjvSkUtJ)

Entra. (2022). *Annual Report 2021*. <https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations?selectedOption=2021#form-select-entra>

Entra. (2023). *Annual Report 2022*. <https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations/2022>

Entra. (u.å.a.). *Våre eiendommer*. Hentet 6. februar 2024 fra: <https://www.entra.no/vare-eiendommer>

Entra. (u.å.b.). *Brattørkaia 17A - Powerhouse Brattørkaia: Et av verdens fremste miljøbygg*. Hentet 12. april 2024 fra: <https://www.entra.no/vare-eiendommer/alle-eiendommer/brattorkaia-17a>

Flåøyen, L. (2008). *Hvorfor og hvordan investere i næringseiendom*. Praktisk økonomi og finans. (4) 29-38. <https://www.idunn.no/doi/epdf/10.18261/ISSN1504-2871-2007-04-07>

FN-sambandet. (u.å.a.). *Befolkningstall i Norge*. Hentet 7.april 2024 fra <https://fn.no/Statistikk/befolkningstall?country=42264>

FN-sambandet. (u.å.b.). *FNs bærekraftsmål*. Hentet 7.april 2024 fra <https://fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal>

Frøberg, Anne & Toraman, Mehmet. (2023, 24. november). *Netthandelen av varer har økt*. Statistisk sentralbyrå. <https://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/varehandel/artikler/netthandelen-av-varer-har-okt>

Hoff, K.G. & Pedersen, A.O. (2019). *Grunnleggende regnskap 2: Analyse av finansregnskapet* (3.Utgave). Universitetsforlaget.

Johansen, Anders. (2023, 9.mars). *Hvorfor er den norske kronen så svak?* Danske Bank. <https://danskebank.no/nyheter/makronytt/hvorfor-er-norske-kroner-saa-svak>

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. (2023). *Annual Report 2022*. <https://files-cdn.vitaminw.no/da52041865c246cddb981d4bf28a2ada/Root/%C3%85rsrapporter/KMC+Properties+ASA+annual+report+2022.pdf?ts=638157902691974141>

KMC Properties (u.å.). *The preferred real estate partner for logistic and industrial companies*. Hentet 21. februar fra: <https://www.kmcp.no/en/>

Leknes, Stefan. (2020, 18. august). *Voksende byer og aldrende bygder*. Statistisk sentralbyrå. <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/voksende-byer-og-aldrende-bygder>

Lekve, Maria & Skretting, Julia. (2024, 24.januar). *Hva påvirker kronekursen?* Statistisk sentralbyrå. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/artikler/hva-pavirker-kronekursen>

Moody's. (2021, 16. Februar). *Rating Action*. <https://www.moodys.com/credit-ratings/Olav-Thon-Eiendomsselskap-ASA-credit-rating-823711638?cy=centraleur>

Norges Bank. (2020, 7.mai). *Styringsrenten redusert til null prosent*. <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Pressemeldinger/2020/2020-05-07-pressemelding-rente/>

Norges Bank. (u.å.a.). *Styringsrenten*. Hentet 7. april 2024 fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank. (u.å.b.). *Statslån - Generiske Renter*. Hentet 6. april 2024 fra <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=B&startdate=2022-12-29&stopdate=2024-04-18>

NYU Stern. (2024). Ratings, interest coverage ratios and default spread. Hentet 6.april 2024 fra [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html)

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2022). *Base Prospectus*.  
[https://www.olt.no/globalassets/finans/obligasjonslan/2022/september/baseprospectus\\_olavthoneiendomsselskapasa\\_2022oct10.pdf](https://www.olt.no/globalassets/finans/obligasjonslan/2022/september/baseprospectus_olavthoneiendomsselskapasa_2022oct10.pdf)

Olav Thon Eiendomsselskap. (2018). *Årsrapport 2017*.  
[https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2017/pdf-noen/OTE\\_arsrapport\\_2017.pdf](https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2017/pdf-noen/OTE_arsrapport_2017.pdf)

Olav Thon Eiendomsselskap. (2019). *Årsrapport 2018*. Bolt Communication AS.  
<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2018/pdf-noen/ote-arsrapport-2018-ipdf.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2020). *Årsrapport 2019*. Bolt Communication AS.  
<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2019/pdf-noen/ote-arsrapport-2019-ipdf.pdf>

Olav Thon eiendomsselskap. (2021). *Årsrapport 2020*. Bolt Communication AS.  
<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2020/pdf-noen/godkjent-arsrapport-2020-ipdf.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2023a). *Årsrapport 2022*.  
<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2022/pdf-noen/arsrapport-2022.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2023b). *Bærekraftsrapport 2022*.  
<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2022/barekraftsrapport/olav-thon-eiendomsselskaps-barekraftsrapport-2022-no-web.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (u.å.a). *Om oss*. Hentet 16. januar 2024 fra:  
<https://www.olt.no/Om-oss/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (u.å.b). *Foretaksstyring*. Hentet 31. januar 2024 fra:  
<https://www.olt.no/foretaksstyring/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (u.å.c). *Eiendomsvirksomheten*. Hentet 14. mars 2024 fra:  
<https://www.olt.no/Virksomheten/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (u.å.d). *Obligasjonslån*. Hentet 10.april 2024 fra:  
<https://www.olt.no/finans/obligasjonslan/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (u.å.e). *Aksjonærer*. Hentet 10.april 2024 fra:  
<https://www.olt.no/investor/aksjonarer/>

Plan- og bygningsloven. (2008). *Lov om planlegging og byggesaksbehandling* (LOV-2008-06-27-71). Lovdata. <https://lovdata.no/lov/2008-06-27-71/§1-1>

Proff. (2024a). Entra ASA. *Nøkkeltall*. Hentet fra:  
<https://www.proff.no/nokkeltall/entra-asa/oslo/eiendomshandel-og-utleie/IGIYE2810MV-1>

Proff. (2024b). Entra ASA. *Regnskap*. Hentet fra:  
<https://www.proff.no/regnskap/entra-asa/oslo/eiendomshandel-og-utleie/IGIYE2810MV-1>

Proff. (2024c). Aurora Eiendom AS. *Nøkkeltall*. Hentet fra:  
<https://www.proff.no/nokkeltall/aurora-eiendom-as/surnadal/eiendomshandel-og-utleie/IFBKYKR10MV>

Proff. (2024d). Aurora Eiendom AS. *Regnskap*. Hentet fra:  
<https://www.proff.no/regnskap/aurora-eiendom-as/surnadal/eiendomshandel-og-utleie/IFBKYKR10MV>

Proff. (2024e). KMC Properties ASA. *Nøkkeltall*. Hentet fra:  
<https://www.proff.no/nokkeltall/kmc-properties-asa/trondheim/annen-forretningsmessig-tjenesteyting/IGDUPUN10LQ>

Proff. (2024f). KMC Properties ASA. *Regnskap*. Hentet fra:  
<https://www.proff.no/regnskap/kmc-properties-asa/trondheim/annen-forretningsmessig-tjenesteyting/IGDUPUN10LQ>

PwC. (2022). *Risikopremien i det norske markedet*. PwC.

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf>

PwC. (2023, 7. desember). *Risikopremie i det norske markedet*.

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

Regjeringen (2022, 10. januar) *Skattesatser 2022*.

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2022/id2873852/>

Statistisk sentralbyrå (u.å.). *Næringseiendomutleie, etter type eiendom, statistikkvariabel og år*. Hentet 23. mars fra

<https://www.ssb.no/statbank/table/11574/tableViewLayout1/>

Titman, S. & Martin, J.D. (2014) *Valuation The art and science of corporate investment decisions* (3. utg.). Pearson.

Webamp (2022, 12. desember). *PESTEL analysis: what external factors affect your business?* <https://webamp.dk/en/academy/pestel-analysis/>

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

Yahoo Finance. (2024a). Aurora Eiendom AS(AURA.OL). Financials.

<https://finance.yahoo.com/quote/AURA.OL/financials>

Yahoo Finance. (2024b). Aurora Eiendom AS (AURA.OL). Historical data.

<https://finance.yahoo.com/quote/AURA.OL/history>

Yahoo Finance. (2024c). Entra ASA (ENTRAO.OL). Financials.

<https://finance.yahoo.com/quote/ENTRAO.OL/financials>

Yahoo Finance. (2024d). Entra ASA (ENTRAO.OL). Historical data.

<https://finance.yahoo.com/quote/ENTRAO.OL/history>



Yahoo Finance. (2024e). KMC Properties ASA (KMCP.OL). Financials.

<https://finance.yahoo.com/quote/KMCP.OL/financials>

Yahoo Finance. (2024f). KMC Properties ASA (KMCP.OL). Historical data.

<https://finance.yahoo.com/quote/KMCP.OL/history>

Yahoo Finance. (2024g). Olav Thon Eiendomsselskap ASA (OLT.OL). Financials.

<https://finance.yahoo.com/quote/OLT.OL/financials>

Yahoo Finance (2024h). Olav Thon Eiendomsselskap ASA (OLT.OL). *Historical data.*

<https://finance.yahoo.com/quote/OLT.OL/history>

Yahoo Finance (2024i). Oslo Børs Benchmark Index\_GI (OSEBX.OL). *Historical data.*

<https://finance.yahoo.com/quote/OSEBX.OL/history>