



Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

OLAV THON EIENDOMSSELSKAP ASA

John-Kristian Nilssen og Thea Helene Schnell

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid, masterstudiet i økonomi og administrasjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Formålet med denne masterutredningen er å estimere en verdi på Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Vi har benyttet metoden fundamental verdsettelse, og derav funnet et fundamentalt verdiestimat på OLT. Ytterligere har vi gått gjennom alternative metoder for verdivurdering, herunder komparativ verdsettelse, samt foretatt en usikkerhetsanalyse av vårt verdiestimat.

Det fundamentale verdiestimat er på kr 203,54 per aksje. Dette verdiestimatet har vi så justert for en viss konkurrisiko, som gir oss et verdiestimat på kr 201,56. Det tilsvarer en egenkapitalverdi på kr 20 886 millioner. Verdiestimatet som vi har kommet frem til gir oss en pris/bok-verdi som er 1,018. Sammen med en pris/fortjeneste-verdi på kr 11,570, gjør det at OLT har en strategisk fordel som er synkende. Det tilsvarer vår strategiske analyse hvor vi har analysert ressursene som OLT besitter. Gjennom den strategiske analyse av både OLT og eiendomsbransjen konkluderte vi med en bransje- og ressursfordel. Eiendomsbransjen er et attraktivt marked som reflekteres gjennom en høy villighet til å investere store mengder kapital. Som konsekvens ser vi at konkurransekraftene kan bidra på sikt til redusert bransje fordel. Vi ser at en lav gjeldsandel, god plassering på eiendommene og en solid kunnskapsbase bidrar til en ressursfordel for OLT. I midlertidig kan eiendelene imiteres av andre i bransjen, slik at ressursfordelen vil være avtagende.

Basert på det konkursjusterte verdiestimatet, foretok vi en Monte Carlo-simulering i Crystal Ball for å studere usikkerheten. Av simuleringen fikk vi en variasjonskoeffisient på 17,41 prosent, derfor får verdiestimatet en relativt høy sikkerhet knyttet til seg, selv om usikkerhet er implementert i simuleringen. Sensitivitetsanalysen viser at variablene *netto driftsmargin*, *risikofri rente etter skatt*, *omløp til netto driftseiendeler*, *driftsinntektsvekst* og *finansiell gjeldsdel* er de variablene som verdiestimatet er mest sensitivt for.

I tillegg til et verdiestimat etter fundamental verdsettelse, har vi gjennom komparativ verdivurdering funnet et verdiestimat gjennom multiplikator- og substansverdimetoden. Metodene ga oss et verdiestimat på henholdsvis kr 202,4 og 408,2 per aksje. Av vår utredning av yield-metoden ser vi at metoden for verdivurdering av eiendom kan være med på å dra prisen etter substansverdimetoden opp. Basert på de ulike verdiestimatene velger vi å vekte dem ved at vi vektlegger det fundamentale verdiestimatet mest. Derav får vi et endelig verdiestimat på kr 208,69 per aksje.

Forord

Følgende masterutredning representerer det selvstendige arbeidet vårt i masterstudiet ved Norges Handelshøyskole, master i økonomi og administrasjon. Bakgrunnen for metoden i masterutredningen vår kommer av at vi begge hadde kurset verdivurdering, BUS440A Verdivurdering våren 2022, hvor Kjell Henry Knivsflå la grunnlaget for vår interesse for faget.

Et grunnleggende ønske var å studere et spennende selskap som befinner seg i en innholdsrik bransje. Valget falt derfor på Olav Thon Eiendomsselskap ASA som har satset stort på kjøpesentersegmentet i både Norge og Sverige. Følgelig har vi studert en eiendomsbransje som går på tvers av landegrenser og segmenter i bransjen. Interessen for eiendomsbransjen kommer også av metoden som benyttes for å verdivurdere eiendom til virkelig verdi i praksis, yield-metoden. Vårt dypdykk i metoden har skapt en innsikt i hvilke faktorer som driver viktige regnskapsposter. Vi anser arbeidet vårt som svært lærerikt og er takknemlig for lærdommen som arbeidet vårt har gitt oss, og anser det som relevant for vårt fremtidige arbeid.

Vi vil også rette en takk til Caroline Bai Yu Xu og Arne B. Sperre i Olav Thon Eiendomsselskap ASA for å være svært imøtekommende og komme med god innsikt i eiendomsbransjen. Vår veileder, Kjell Henry Knivsflå, ønsker vi også å rette en takk til. Knivsflå har til enhver tid vært imøtekommende og kommet raskt tilbake med gode råd. Samtidig har det vært inspirerende å ha han som veileder grunnet hans ekspertise for fundamental verdsettelse. Sist, men ikke minst, vil vi rette en stor takk til et flott støtteapparat bestående av familie og gode venner.

Norges Handelshøyskole, Bergen

20. desember 2022

Thea Helene Schnell

John-Kristian Nilssen

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	10
1.1 MÅLSETNING	10
1.2 AVGRENSNING	10
1.3 STRUKTUR	11
2. PRESENTASJON AV OLAV THON EIENDOMSSKAP OG BRANSJEN	13
2.1 OLAV THON EIENDOMSSKAP	13
2.1.1 Historisk utvikling	13
2.1.2 Strategi	14
2.1.3 Forretningsområder	14
2.1.4 Eiendomsportefølje	15
2.1.5 Organisasjon	18
2.1.6 Finansiering og utbyttepolitikk	19
2.1.7 Aksjonæroversikt	21
2.1.8 Aksjekursutvikling	22
2.2 EIENDOMSBRANSJEN	22
2.2.1 Segmenter	23
2.2.2 Tilbud / Etterspørsel	23
2.2.3 Covid-19	24
2.2.4 Dagens bilde	25
2.3 KOMPARATIVE VIRKSOMHETER	26
2.3.1 Entra ASA	26
2.3.2 Castellum AB	27
2.3.4 Citycon OYJ	27
2.3.5 Oppsummering av komparative virksomheter	27
2.3.6 Gjennomsnittsvirksomheten	28
2.4 OLAV THON EIENDOMSSKAPETS RESSURSAVVIK FRA GJENNOMSNITTSVIRKSOMHETEN	29
2.4.1 Leietakere	29
2.4.2 Miljøfokus	31
2.4.3 Kompetanse - Olav Thon Gruppen	32
2.4.4 Tilgang på kapital	33
2.4.5 Beliggenhet	33
2.5 MAKROFORHOLD (PESTEL)	34
2.5.1 Politiske faktorer	34
2.5.2 Økonomiske faktorer	36
2.5.3 Sosiokulturelle faktorer	39

2.5.4 Teknologiske faktorer.....	41
2.5.5 Miljømessige faktorer	42
2.5.6 Juridiske faktorer.....	43
2.6 OPPSUMMERING AV OLT OG BRANSJEN	43
3. VALG AV VERDIVURDERINGSTEKNIKK	45
3.1 OVERSIKT OVER ULIKE VERDSETTELSESTEKNIKKER	45
3.1.1 Fundamental verdivurdering.....	45
3.1.2 Komparativ verdivurdering	46
3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering	48
3.2 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	49
3.2.1 Tilgang på informasjon	49
3.2.2 Kjennetegn ved bransjen.....	49
3.2.3. Fase i livssyklusen.....	51
3.2.4. Konklusjon om valg av metode	51
3.3 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	52
3.3.1 Strategisk analyse	52
3.3.2 Regnskapsanalyse	53
3.3.3. Fremtidsregnskap.....	53
3.3.4. Verdsettelse	54
3.3.5. Handelsstrategi.....	54
4. STRATEGISK ANALYSE	55
4.1 RAMMEVERK FOR DEN STRATEGISKE ANALYSEN	55
4.2 EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	56
4.2.1 PESTEL	56
4.2.2 Porters modell for fem konkurransekrefter.....	65
4.3 INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE	74
4.3.1 Om SVIMA (VRIO).....	74
4.3.2 Leietakere.....	75
4.3.3 Miljøfokus	77
4.3.4 Kompetanse	78
4.3.5 Tilgang på finansiering.....	80
2.3.5 Beliggenhet	82
4.3.6 Delkonklusjon SVIMA-analyse.....	83
4.4 OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE	84
4.4.1 Bransjefordel.....	84
4.4.2 Ressursfordel.....	86
4.4.3 Strategisk fordel.....	87

4.4.5 SWOT.....	87
5. RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG.....	90
5.1 RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG.....	90
5.1.1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	90
5.1.2 Praktiske valg.....	91
5.2 PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL OG TRAILING AV ÅRSREGNSKAPET.....	93
5.2.1 Rapporterte tall.....	93
5.2.2 Trailing av årsregnskapet.....	96
5.3 OMGRUPPERING FOR ANALYSE.....	104
5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet.....	104
5.3.2 Omgruppering av balanseregnskapet.....	110
5.4 ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING.....	118
5.4.1 Justering av målefeil.....	119
5.4.2 Presentasjon av omgruppert og justert regnskap for OLT.....	121
5.5 PRESENTASJON AV OMGRUPPERT OG JUSTERT REGNSKAP FOR EIENDOMSBRANSJEN.....	124
5.6 RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE.....	126
6. ANALYSE AV KREDITTRISIKO.....	128
6.1 LIKVIDITETSANALYSE – KORTSIKTIG RISIKO.....	128
6.1.1 Gjeldsdekning i balansen.....	128
6.1.2 Rentedekningsgrad.....	133
6.1.3 Gjeldsdekning gjennom kontantstrøm.....	134
6.1.4 Gjeldsdekning i fremtiden.....	135
6.2 SOLIDITETSANALYSE – LANGSIKTIG RISIKO.....	136
6.2.1 Egenkapitalandel.....	136
6.2.2 Netto driftsrentabilitet.....	138
6.2.3 Analyse av kapitalstruktur.....	139
6.3 SYNTETISK RATING.....	140
7. HISTORISK AVKASTNINGSKRAV.....	144
7.1 AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN.....	144
7.2 AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN.....	145
7.2.1 Risikofri rente.....	145
7.2.2 Markedets risikopremie.....	146
7.2.3 Andre premier.....	149
7.2.4 Egenkapitalbeta.....	149
7.2.5 Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og netto driftskapital.....	151
7.3 AVKASTNINGSKRAV.....	154

7.3.1 Avkastningskrav til egenkapitalen	154
7.3.2 Finansielle avkastningskrav	155
7.3.3 Selskapskrav.....	156
7.3.4 Oversikt over avkastningskrav	157
8. STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE	158
8.1 STRATEGISK EIERFORDEL	158
8.2 KOMPONENTENE I STRATEGISK EIERFORDEL	159
8.3 DRIFTSFORDEL.....	159
8.3.1 Bransjefordel.....	161
8.3.2 Ressursfordel.....	163
8.3.3 Gearingfordel	167
8.3.4 Oppsummering driftsfordel.....	168
8.4 FINANSIERINGSFORDEL.....	168
8.4.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld.....	169
8.4.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler.....	170
8.4.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	170
8.4.4 Finansieringsfordel minoritet.....	171
8.4.5 Oppsummering av finansieringsfordel	172
8.5 OPPSUMMERING AV STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE	172
9. FREMTIDGSREGNSKAP	174
9.1 RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	174
9.2 PRAKTISKE VALG OG VEKSTANALYSE.....	175
9.2.1 Budsjetthorisont.....	175
9.2.2 Budsjettmodell og budsjett drivere.....	176
9.2.3 Framskrivningsteknikk og usikkerhet.....	177
9.2.4 Vekstanalyse	178
9.3 BUDSJETTERING AV DRIFTSPOSTER	182
9.3.1 Budsjettering av driftsinntektene.....	182
9.3.2 Netto driftseiendeler	183
9.3.3 Netto driftsresultat	184
9.4 BUDSJETTERING AV FINANSPOSTER	185
9.4.1 Netto finansiell gjeld	185
9.4.2 Netto finansielle kostnader	187
9.4.3 Minoritetsinteresser.....	188
9.4.4 Netto minoritetsresultat	189
9.5 PRESENTASJON AV FREMTIDGSREGNSKAPET.....	190
9.5.1 Fremtidsresultat.....	190

9.5.2 Fremtidsbalanse	190
9.5.3 Fremtidig fri kontantstrøm	191
10. FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL.....	192
10.1 FREMTIDIG AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL.....	192
10.1.1 Risikofri rente	192
10.1.2 Markedets risikopremie.....	193
10.1.3 Illikviditetspremie	193
10.1.4 Egenkapitalbeta	193
10.1.5 Fremtidig avkastningskrav til egenkapital	193
10.2 FINANSIELLE AVKASTNINGSKRAV	194
10.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld	194
10.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler	196
10.2.3 Avkastningskrav til netto finansielle gjeld.....	197
10.3 SELSKAPSKRAV	197
10.4 OPPSUMMERING AV FREMTIDSKRAV	198
10.5 ANALYSE AV FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL.....	198
11. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	201
11.1 EGENKAPITALMETODEN	201
11.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital (FKE-modellen)	202
11.1.2 Superprofitt til egenkapital (SPE-modellen)	203
11.1.3 Superprofittvekstmodellen (Δ SPE-modellen).....	204
11.2 SELSKAPSKAPITALMETODEN	205
11.2.1 Fri kontantstrøm til drift (FKD-modellen).....	206
11.2.2 Superprofitt fra drift (SPD-modellen)	207
11.2.3 Superprofittvekst fra drift (Δ SPD-modellen).....	208
11.3 OPPSUMMERING AV FØRSTE VERDIESTIMAT	209
11.4 VERDIESTIMAT MED VIRKELIGE KAPITALVEKTER	210
11.4.1 Rimelighetsvurdering av konvergent verdiestimat.....	211
11.5 KONKURSRISIKO	213
11.6 ANALYSE AV USIKKERHET I VERDIESTIMATET	214
11.6.1 Simuleringsanalyse.....	214
11.6.2 Sensitivitetsanalyse	220
11.7 OPPSUMMERING – VERDIESTIMAT OG USIKKERHET	224
12. KOMPARATIV VERDIVURDERING.....	226
12.1 MULTIPLIKATORMODELLEN	226
12.1.1 Valg av komparative selskap.....	227

12.1.2 Valg og beregning av multipler.....	227
12.1.3 Beregning av multipler og verdiestimat.....	229
12.2 SUBSTANSVERDIMETODEN	232
12.2.1 Salgsverdi.....	233
12.2.2 Latent skatt - skatterabatt.....	234
12.2.3 Netto rentebærende gjeld.....	235
12.2.4 Verdiestimat ved bruk av substansverdimetoden.....	235
12.3 YIELD-METODEN	237
12.3.1 Netto leieinntekt	238
12.3.2 Yield.....	238
12.3.3 Yield som komponent i substansverdimetoden.....	240
12.3.4 Illustrasjon av Yield	240
12.4 VERDIESTIMAT VED BRUK AV KOMPARATIV VERDIVURDERING	242
13. OPPSUMMERING OG KONKLUSJON.....	243
13.1 OPPSUMMERING AV HOVEDFUNN	243
13.2 ENDELIG VERDIESTIMAT.....	244
13.3 FORSLAG TIL HANDELSSTRATEGI	245
LITTERATURLISTE	246

1. Innledning

I følgende kapittel vil vi redegjøre for valg av målsetning, avgrensning og presentere masterutredningens struktur.

1.1 Målsetning

Oppgavens målsetning dreier seg om å estimere den underliggende verdien på egenkapitalen til Olav Thon Eiendomsselskaps ASA per 31.12.2022. For å underbygge verdiestimatet vil vi også gjennomføre en usikkerhetsanalyse ved hjelp av en simulering- og sensitivitetsanalyse. Verdiestimatet til konsernet beregnes på bakgrunn både av en kvalitativ strategisk analyse og en kvantitativ regnskapsanalyse, som bidrar til å avdekke underliggende økonomiske forholdet til selskapet. Funnene fra analysene vil brukes til å utarbeide et fremtidsregnskap og fremtidskrav som vil gi oss det endelige fundamentale verdiestimatet. For å hensynta svakhetene med den fundamentale verdsettelsen vil vi ta i bruk ulike verdsettelsesteknikker, med formål å styrke det fundamentale estimatet. Til slutt vil verdiestimatet sammenlignes med børskurs som vil munne ut i en handelsstrategi.

1.2 Avgrensning

Masterutredningen er hovedsakelig basert på tilgjengelig informasjon, i form av kvartalsrapporter og årsrapporter, samt nyhetsartikler og andre relevante analyser og rapporter. Siste tilgjengelig kvartalsrapport for OLT er for andre kvartal 2022, slik at de resterende periodene estimeres av oss. Følgelig vil dette også gjelde konkurrentene til OLT. De komparative selskapene er begrenset til selskaper i Norden som er børsnoterte. På nevnt grunnlag har vi valgt ut Entra AS, Castellum AB og Citycon OYJ som våre komparative selskaper. Flere av selskapene opererer med en annen valuta og som en følge av omregning til norske kroner, oppstår omregningsdifferanser.

Oppgavens omfang er begrenset ut ifra en tidsfrist som strekker seg over fire måneder, hvor vi har hensyntatt den informasjonen vi mener er hensiktsmessig. Innhenting av regnskapstall ble gjort før 30.09.2022, og som vil være den datoen som representerer «i dag» i oppgavens betydning. Det er likevel forbeholdt ny informasjon forløpende frem til 30.11.2022.

1.3 Struktur

Masterutredningen bygger på rammeverket fra kurset BUS400A Verdsettelse ved Norges Handelshøyskole undervist av Kjell Henry Knivsflå. Supplerende har vi tatt i bruk rammeverket fra eksisterende verdsettelseslitteratur, blant annet fra Damodaran (2012), Penman (2013), Kaldestad & Møller (2016) og Plenborg & Kinserdal (2021). Av rammeverket deles masterutredning opp i tre deler, med flere kapitler.

Del 1

Første del består av kapittel 2, 3 og 4. I kapittel 2 introduseres Olav Thon Eiendomsselskap ASA, sammen med eiendomsbransjen og de komparative virksomhetene. Kapitlet legger også vekt på konsernets ressurser som avviker fra gjennomsnittsvirksomheten og en presentasjon av muligheter og utfordringer for bransjen. I kapittel 3 presenterer vi de ulike verdsettelsesteknikkene, samt valg av teknikk og rammeverk. Siste kapittel i delen vil bestå av en kvalitativ strategisk analyse til hensikt å analysere den strategiske posisjonen til OLT. Analysen består av en ekstern analyse med fokus på bransjens underliggende økonomiske forhold og en intern ressursanalyse.

Del 2

Andre del består av kapittel 5, 6, 7 og 8. Kapittel 5 presenteres de rapporterte regnskapstallene til Olav Thon Eiendomsselskap og bransjen, samt en utarbeiding av trailing årsregnskapet og omgruppering og justering av disse. I kapittel 6 foretas en analyse av kredittrisiko ved å utføre både en kortsiktig likviditetsanalyse og en langsiktig soliditetsanalyse. Det vil også fastsettes en syntetisk rating i dette kapitlet som vil benyttes for å estimere historisk avkastningskrav i kapittel 7. Kapittel 8 analyserer historisk lønnsomhet gjennom en strategisk rentabilitetsanalyse. Analysen avdekker om konsernet og bransjen har en strategisk fordel eller ulempe.

Del 3

Siste del består av kapittel 9, 10, 11, 12 og 13. I kapittel 9 utarbeides fremtidsregnskapet til Olav Thon Eiendomsselskap, mens i kapittel 10 estimeres fremtidskravene samt en analyse av fremtidig superrentabilitet. Kapittel 11 tar for seg selve verddivurderingen ved hjelp av fundamental verdsettelse. En usikkerhetsanalyse av verdiestimatet blir gjennomført i tillegg.

Den supplerende verdsettelsen foregår i kapittel 12 med hensikt å styrke sikkerheten rundt verdiesimatet. Kapittel 13 oppsummerer funnene og presenterer en handelsstrategi med det endelige verdiesimatet.

2. Presentasjon av Olav Thon Eiendomsselskap og bransjen

Kapittel 2 vil inneholde en presentasjon av Olav Thon Eiendomsselskap med formål å identifisere forhold som kan føre til strategiske fordeler for selskapet. Videre vil vi gi et bilde av hvordan eiendomsbransjen er bygget opp, i tillegg vil relevante konkurrenter bli presentert. Kapitlets formål er å fastslå ulike forhold som kan fortelle hvordan lønnsomheten har utviklet seg historisk og hvordan fremtidsutsiktene vil være. Informasjonen gitt i kapitlet vil være grunnlaget for videre kvalitative og kvantitative analyser.

2.1 Olav Thon Eiendomsselskap

Olav Thon Eiendomsselskap, heretter OLT, er en ledende kjøpesenteraktør i Norge, samt en markant aktør i det svenske kjøpesentermarkedet. Selskapets formål er å *erhverve, utvikle og eie* eiendommer med *sentral beliggenhet*. I 1982 ble OLT etablert, og børsnotert året etter. OLT er en del av Olav Thon Gruppen, som er en sentral eiendoms- og hotelloperatør i Norge. Selskapet har vært gjennom en enorm vekst, hvor de årlig leieinntektsnivået har økt fra 27 millioner kroner til 3 270 millioner kroner per 01.01.2022. Den positive utviklingen er også å se i selskapets børsverdi, hvor verdien har økt fra 200 millioner kroner til 18,2 milliarder kroner. I starten av inneværende år eide konsernet 56 kjøpesenter i Norge og 4 i Sverige. Totalt besitter konsernet i sin helhet 150 eiendommer hvor en da inkluderer felleskontrollerte og tilknyttede selskaper, samt en rekke parkeringsarealer og tomteområder i tillegg (OLT, 2022).

2.1.1 Historisk utvikling

Frem til 2014 var OLT kun lokalisert i Norge. I ettertid har konsernet utvidet seg til det svenske markedet, hvor de har fått et solid fotfeste og betegnes som en betydelig aktør markedet (OLT, 2014). Tidligere har organisasjonen som helhet hatt sine eiendeler fordelt om hverandre, organisatorisk sett, eksempelvis morselskapet som også har hatt utleieeiendommer balanseført. Januar 2020 ble OLT omorganisert slik at morselskapet ble definert som et rent holdingselskap som eier sine eiendommer gjennom aksjer i eksempelvis datterselskap (OLT, 2020). Historisk har ikke OLT organisert driften med klare retningslinjer. I andre kvartal 2022 ble driftsselskapet Amfi Drift AS solgt til Olav Thon Holding, nettopp for å kunne samle all drift og legge grunnlaget for stordriftsfordeler (OLT, 2022).

2.1.2 Strategi

OLT har som strategi å investere i eiendom med utviklingspotensial innenfor ulike eiendomssegmenter. For å oppnå utviklingspotensialet fokuserer konsernet på aktiv videreutvikling, effektiv forvaltning og høy leietakertilfredshet. Overordnet mål for selskapet er å oppnå maksimal vekst i egenkapital per aksje, for at aksjonærene i et langsiktig perspektiv oppnår en avkastning som er konkurransedyktig i forhold til komparative investeringsmuligheter. For å oppnå dette fokuserer selskapet blant annet på å bygge eller overta eiendommer med en vesentlig sentral beliggenhet. Tall viser at den største andelen av leieinntektene deres kommer fra Oslo-området (OLT, 2022).

Olav Thon Gruppen inkludert OLT har i nyere tid definert en bærekraftstrategi. OLT kunne derfor forrige regnskapsår presentere sin første bærekraftsrapport. I delkapittel 2.4.2 vil vi utdype hva rapporten innebærer og hvordan OLT jobber med ansvaret bransjen må ta hensyn til.

2.1.3 Forretningsområder

OLT kan dele sitt fokusområde opp i to ulike segmenter; kjøpesenter- og næringseiendom. Fordelingen har OLT selv gjort på grunnlag av den interne håndteringen av selve driften, og hva som er mest hensiktsmessig (OLT, 2021). Herunder har OLT tre ulike forretningsområder for å kunne oppnå sine mål. Det er *forvaltning av eiendommene*, *eiendomsutvikling* samt *transaksjoner*. Alle forretningsområdene tar utgangspunkt i eiendom med ulike muligheter (OLT, 2022).

2.1.3.1 Eiendomsforvalter

Hovedområdet som OLT fokuserer mest på omfatter forvaltning av eiendommen for å oppnå deres forretningsmessige mål - å oppnå maksimal vekst i egenkapital på både lang og kort sikt. For å oppnå målet gjennom eiendomsforvaltning, leier OLT ut eiendom til en rekke leietakere. For å oppnå sitt forretningsmessige mål, er det hensiktsmessig og ønskelig at OLT skaper tilstrekkelige inntekter på sin eiendomsportefølje, uansett segment. For å oppnå dette, fokuserer OLT på høy tilfredshet blant sine leietakere, samt effektiv forvaltning. Angående effektiv forvaltning, er dette nært tilknyttet OLT sitt fokus med å ha lav ledighet. Ledigheten blant eiendommene var per 30.06.2022 3,3 prosent, som er en nedgang fra 3,8 prosent ved utgangen av andre kvartal året før (OLT, 2022).

2.1.3.2 Transaksjoner og eiendomsutvikling

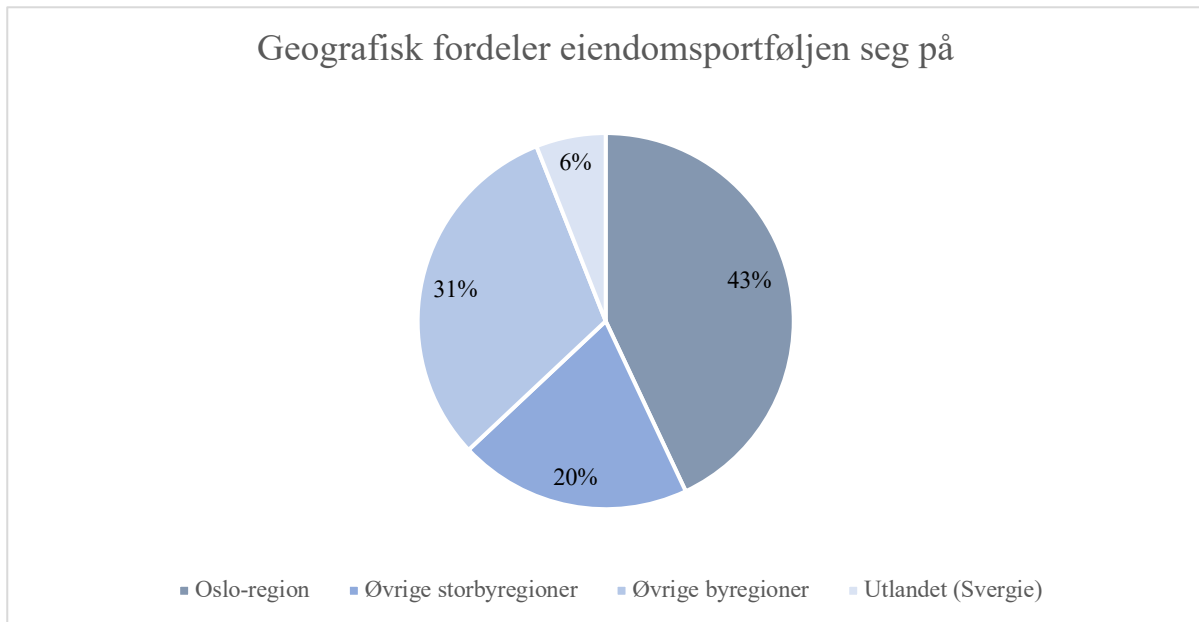
Grunnlaget for at OLT skal kunne forvalte sine eiendommer, både innenfor kjøpesenter- og næringsseiendom, er å erverve og utvikle eiendommer. Transaksjoner innebærer å erverve eiendom, hvor ervervet eiendom kan videreutvikles.

Per 01.09.2022 har OLT presentert to større prosjekter. *Arnljot Gellines vei 1* skal utvikles og ferdigstilles i perioden 2022/23 med 22 leiligheter for utleie. *Amfi Vågen* er et prosjekt som skal ferdigstilles i perioden 2022, og omfatter oppgradering og fornyelse samt utvidelse. OLT presenterte i andre kvartal 2022 at de hadde ferdigstilt to prosjekter i samme periode. Det er *Bernt Ankers gate 6* i Oslo sentrum med 46 boliger og 4 næringslokaler, samt *Brages vei 3*, Gardemoen som er et logistikkbygg (OLT, 2022).

Siste salg forekom i andre kvartal 2022, *Amfi Drift AS*, og ble solgt med en gevinst på 68 millioner kroner. Det forventes ikke at denne transaksjonen skal ha noen påvirkning på konsernets fremtidige resultat, men bokføres gevinst ved salg (OLT, 2022). Videre ble tomten *Elveveien 65-75* solgt. I løpet av første kvartal 2022, ble kjøpesenteret, *Amfi Drøbak City*, overtatt. Eiendomsrettighetene ble da overført på en eiendom som de selv har disponert helt siden 1996 (OLT, 2021).

2.1.4 Eiendomsportefølje

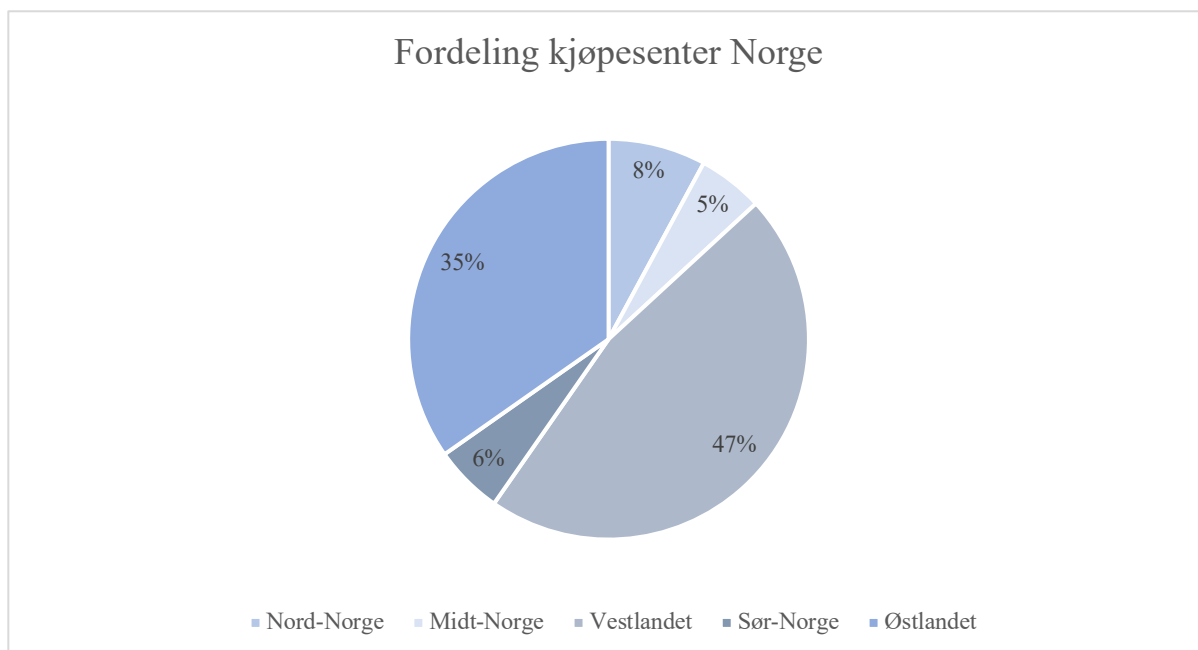
Eiendomsporteføljen kan fordeles etter markedsverdi og nivå på leieinntekt. Beregnet etter *markedsleie* består eiendomsporteføljen av 71 prosent kjøpesenter og 29 prosent næringsseiendom (*Årsrapport 2021, 2022*). Kjøpesentrene som OLT besitter er fordelt over hele Norge, fra Svalbard til Kristiansand. I tillegg har de fire kjøpesentre i Sverige (*Årsrapport 2021, 2022*). Geografisk fordeles den totale eiendomsporteføljen seg på følgende måte:



Figur 2.1: Geografisk fordeling av den totale eiendomsporteføljen

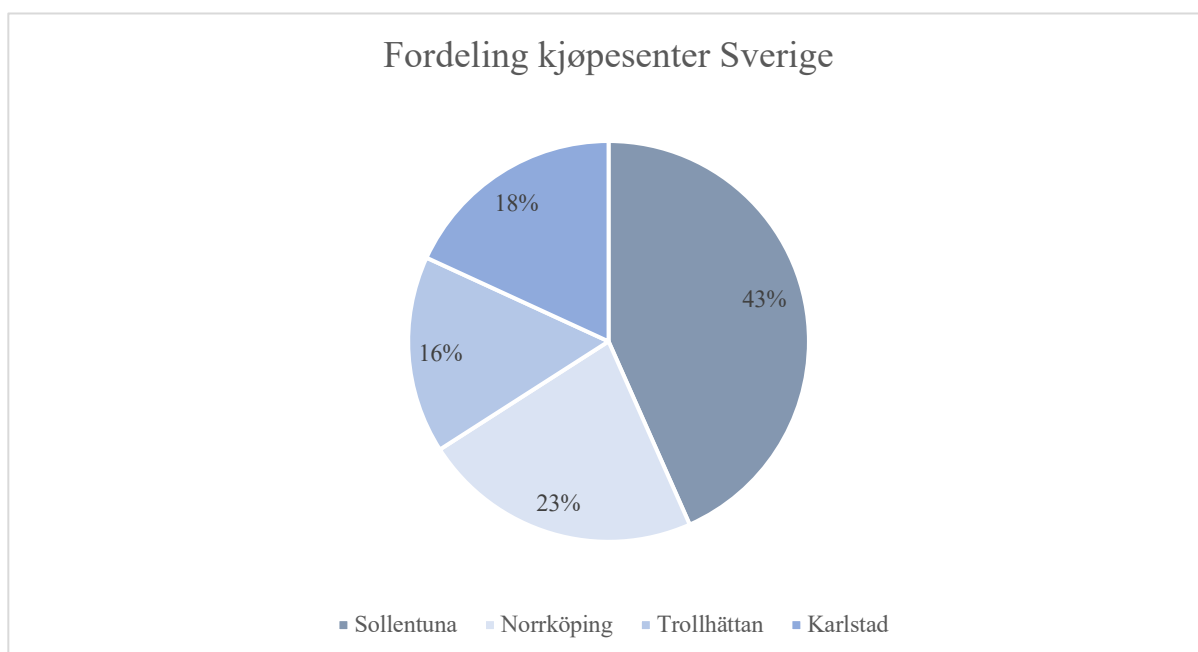
Per 30.06.2022 ligger markedsverdien på eiendommene til OLT på 59 123 millioner kroner, sammenlignet med 54 746 millioner kroner året før. Begge eiendomssegmentene, *kjøpesenter* og *næringseiendom*, hadde en positiv verdiutvikling i 2. kvartal. Ledigheten i eiendomsporteføljen per 30.06.2022 ligger på 3,3 prosent som er 0,5 prosent lavere sammenlignet med utgangen av andre kvartal året før (OLT, 2022).

Porteføljen består av 59 kjøpesentre som er helt eller delvis eid, fordelt på Norge og Sverige. Konsernet forvalter også 15 sentre for eksterne eiere. Under konsernets kjøpesenterportefølje ligger Lagunen Storsenter i Bergen samt 6 av 7 av Norges største kjøpesentre. Dette tilsier at Olav Thon Eiendomsselskap har en solid markedsposisjon og derfor Norges ledende aktør innen segmentet for kjøpesentereidendom. Kjøpesenterporteføljen til OLT er geografisk spredt rundt om i Norge. I følgende figur deles kjøpesentrene opp i ulike regioner i Norge, og illustrerer hvor markedsleien kommer fra.



Figur 2.2: Fordeling av kjøpesenter lokalisert i Norge. Fordelingen er gjort etter oppmålt markedsleien.

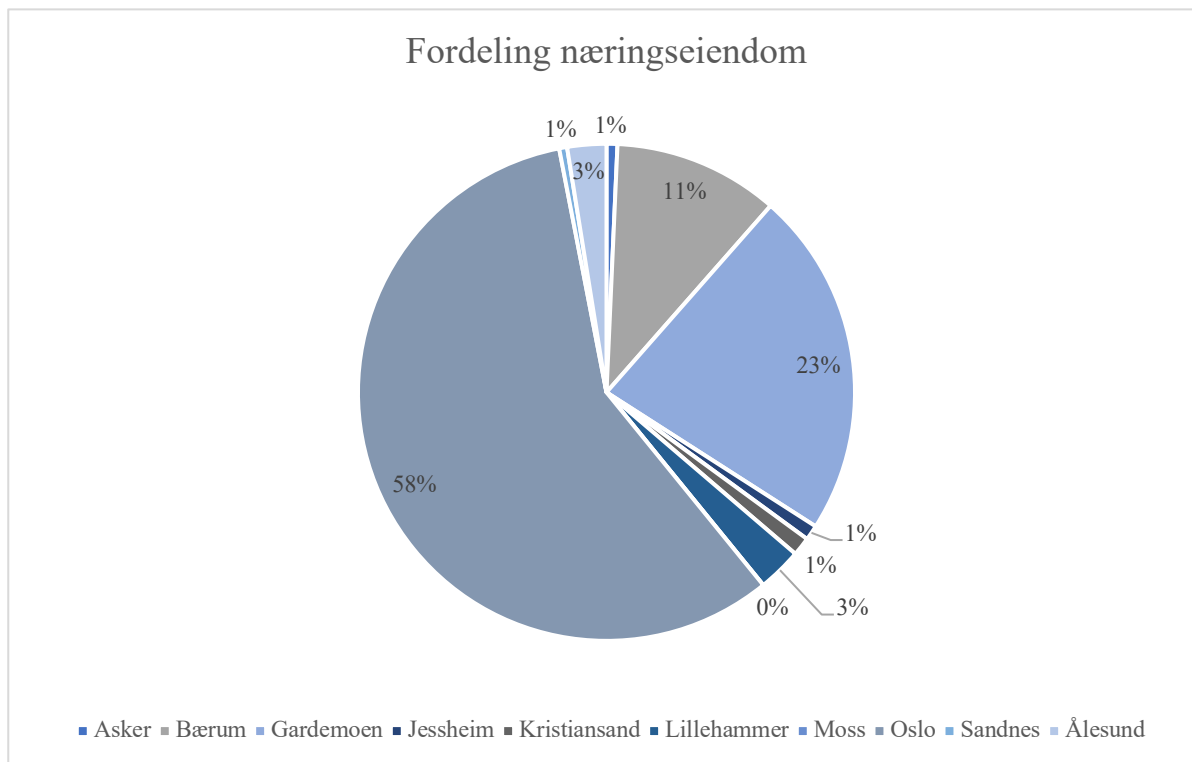
Som figuren ovenfor illustrerer, stammer den største andelen (47 prosent) av markedsleien fra Vestlandet. Nest største andel (35 prosent) av markedsleien for kjøpesentereidendom stammer fra Østlandet (OLT, 2022). I figuren nedenfor er de fire ulike kjøpesentrene i Sverige fordelt etter samme metode.



Figur 2.3: Fordeling av kjøpesentereidendom lokalisert i Sverige. Fordelingen er gjort etter oppmålt markedsleie.

Det andre segmentet OLT befinner seg i, hvor store verdier er plassert, er næringseiendom. Dette segmentet omfatter all eiendom som ikke er kjøpesenter. Den aller største andelen, og

satsningsområdet innenfor næringsseidom per 01.01.2022, er lokalisert i Oslo med hele 34 eiendommer. Figuren er utarbeidet etter markedsleie, noe som vil si at Oslo står for 58 prosent av den totale markedsleien som kommer fra næringsseidom. Samtidig ser vi at mye av markedsleien kommer fra regionene rundt Oslo, mens kun få andeler stammer fra eksempelvis Kristiansand og Ålesund (OLT, 2022).



Figur 2.4: Fordeling av næringsseidom lokalisert i Norge. Fordelingen er gjort etter oppmålt markedsleie.

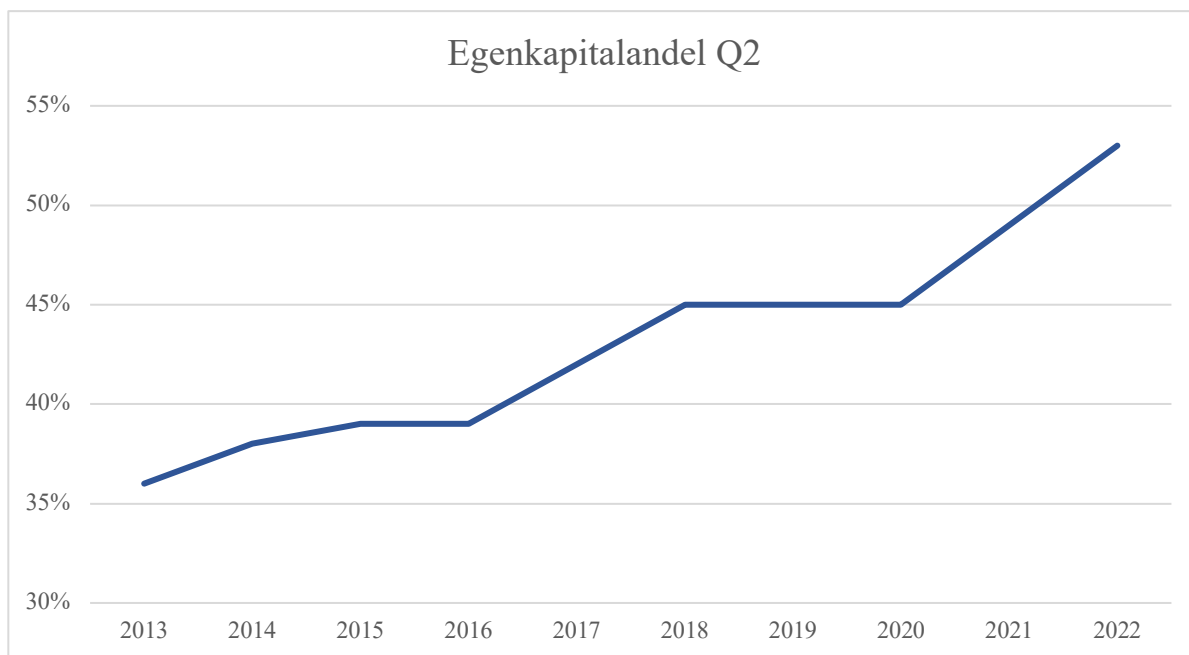
2.1.5 Organisasjon

Styret i OLT består av fem medlemmer. Olav Thon er styrets formann, mens de øvrige styremedlemmene er Sissel Berdal Haga Thon, Stig O. Jacobsen, Line Norbye og Elisabeth Holvik. Administrerende direktør i konsernet er Dag Tangevald-Jensen. Han ble ansatt i 1990, hvor han trådte inn som administrerende direktør i 2000 (OLT, 2021).

Per 31.12.2021 hadde OLT, konsernet som helhet, 391 årsverk, en oppgang fra 374 fra perioden før. Konsernet presenterer at de praktiserer likestilling på arbeidsplassen. Altså har alle medarbeidere krav på rettferdighet og likebehandling. OLT opererer blant annet med lik lønn for dem som har sammenlignbare stillinger. Når det gjelder fordeling mellom kjønn, har OLT 56 prosent menn, og 44 prosent kvinner i sin arbeidsstokk.

2.1.6 Finansiering og utbyttepolitikk

Ved utgangen av andre kvartal lå egenandelen til OLT på 53 prosent, noe som innebærer at resterende 47 prosent er gjeldsgraden til OLT. Egenkapitalen har med dette, økt med hele 17 prosent siden 2013. I figuren nedenfor vises egenkapitalandelen for OLT ved utgangen av andre kvartal hvert enkelt år fra 2013 til 2022.

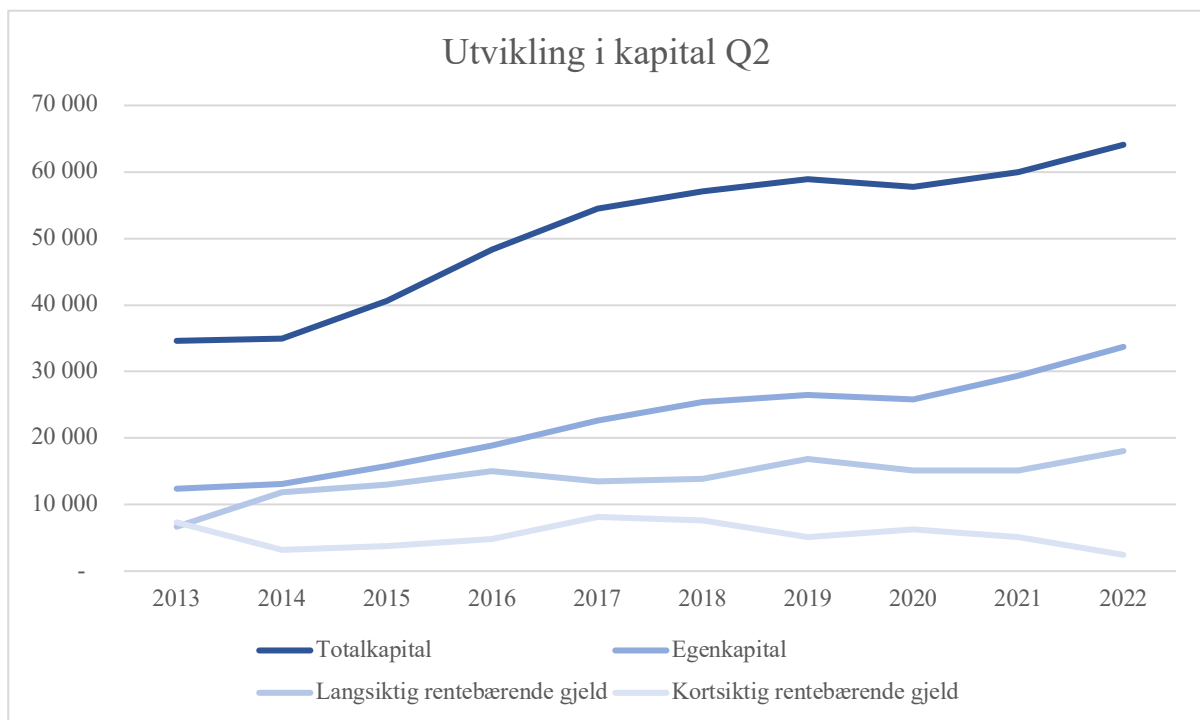


Figur 2.5: Egenkapitalandelen i OLT gjennom perioden 2013 til 2022 - Andre kvartal

Totalkapitalen for andre kvartal i samme periode har økt fra 34 615 til 64 090 millioner kroner. Av totalkapitalen som OLT besitter per 30.06.2022, er den rentebærende gjelden 38 495 millioner kroner, fordelt på langsiktig rentebærende gjeld på 18 050 og kortsiktig rentebærende gjeld på 2 445. Langsiktig rentebærende gjeld består av obligasjonslån samt gjeld til kredittinstitusjoner, mens kortsiktig rentebærende gjeld består av sertifikatlån, obligasjonslån samt gjeld til kredittinstitusjoner (OLT, 2022).

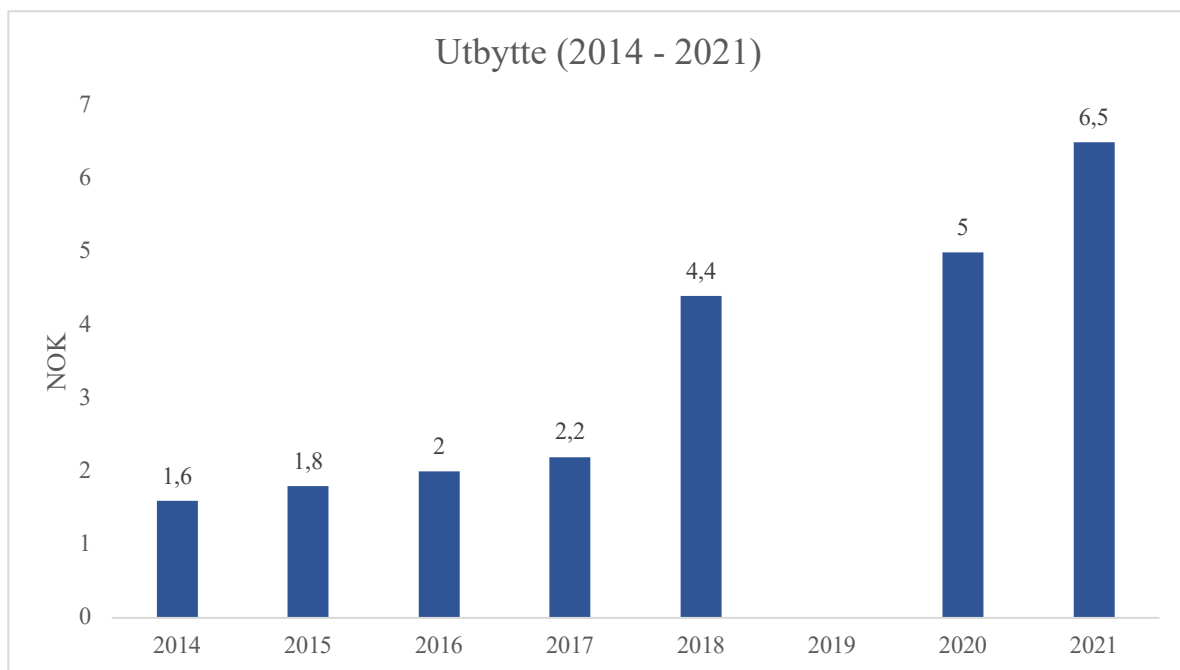
Av den langsiktige rentebærende gjelden på 18 050 millioner kroner, består 58 prosent av obligasjonslån, mens resterende er gjeld til kredittinstitusjoner. Den kortsiktige rentebærende gjelden på 2 445 består av sertifikatlån, obligasjonslån og gjeld til kredittinstitusjoner på henholdsvis 627, 1 780 og 38 (OLT, 2022). I figuren nedenfor illustreres utviklingen av totalkapitalen, egenkapitalen, langsiktig og kortsiktig rentebærende gjeld som kommer av

publiserte finansregnskap gjennom perioden Q2 2013 til Q2 2022. Konsernets gjeld omfatter langsiktige lån fra nordiske banker og gjeld fra kapitalmarkedene i både Norge og Sverige.



Figur 2.6: Kapitalens utvikling i OLT gjennom perioden 2013 til 2022 - Andre kvartal

Tidligere, med virkning fra 2018, ble det vedtatt en endring i utbyttepolitikken til OLT, overfor sine aksjonærer. Dette med hensikt å kunne gi sine aksjonærer en høyere avkastning på sine investeringer i aksjer i OLT. OLT har som sitt overordnede mål om å oppnå høyest mulig vekst i egenkapital per aksje, noe som skal gi aksjonærene en avkastning som skal være konkurransedyktig, sammenlignet med andre komparative virksomheter. Den nye utbyttepolitikken som hadde dette som formål, går ut på at OLT, med tilstrekkelig likviditet og soliditet, skal kunne gi aksjonærene et utbytte på omtrent 30 prosent til 40 prosent av konsernets resultat, korrigert for verdiendringer (OLT, 2022). I figuren nedenfor fremviser vi en historisk oversikt av utbytte i Olav Thon Eiendomsselskap i perioden 2014 til 2021.



Figur 2.7: Utbytte fra OLT gjennom perioden 2014 til 2021

2.1.7 Aksjonæroversikt

OLT er organisert som et allmennaksjeselskap. Per 31.07.2022 utgjør aksjekapitalen i selskapet kr 103 623 171 fordelt på 103 623 171 aksjer. I tabellen nedenfor foreligger det en oversikt over de viktigste investorene i OLT.

Aksjonær	Antall aksjer	% av 20	% av total
Olav Thon Gruppen AS	68 674 000	73,03%	66,27%
Investhon AS	7 858 940	8,36%	7,58%
De 18 største investorene	17 508 062	18,62%	16,90%
Sum	94 041 002	100%	90,75%
Totalt antall aksjer	103 623 171		100%

Tabell 2.1: Oversikt over de største aksjonærene i OLT

Aksjonæroversikten viser at Olav Thon Gruppen AS eier to tredjedeler av OLT, som tilsvarer at Olav Thon Gruppen ser på OLT som et datterselskap. Den andre bolken i tabellen viser ulike fond som sammen med Olav Thon Gruppen AS og Investhon AS utgjør de 20 største aksjonærene som eier omtrent 90 prosent av de utstedte aksjene til selskapet. Følgelig er det en svært liten fri flyt av aksjer i selskapet.

2.1.8 Aksjekursutvikling

Olav Thon Eiendomsselskap ble notert på børs allerede i 1983 med en børsverdi på 200 millioner kroner (OLT, 2022). Fra 03.01.2000 har aksjekursen steget med 1388 prosent fra kr 12 per aksje til kr 178,5 per 29.09.2022. Selskapet er verdt i dag 18,2 milliarder. Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) steg 465 prosent i tilsvarende periode.



Figur 2.8: Historisk utvikling av OLT sin aksjekurs gjennom perioden 2000 til 2022

Covid-19 påvirket også aksjekursen til OLT, hvor kursen på kort tid raste ned med omtrent 50 prosent. Likevel kan vi se at prisen tar seg raskt opp igjen kort tid etter utbruddet, og er per skrivende stund på et høyere nivå enn hva kursen var på før pandemien.

2.2 Eiendomsbransjen

I det følgende delkapittelet kommer vi til å foreta en enkel beskrivelse av eiendomsbransjen og hva som påvirker den. Beskrivelsen omfatter segmentene eiendomsbransjen består av, hvordan tilbud og etterspørsel er, påvirkningen pandemien hadde på eiendomsbransjen, og hvordan dagens situasjon er og hvordan fremtidsutsiktene er.

2.2.1 Segmenter

Innenfor eiendomsbransjen foreligger det en rekke segmenter. OLT fokuserer i all hovedsak på kjøpesentersegmentet, som er den største andelen av eiendomsporteføljen deres. Andre segmenter omfatter logistikk og industrieiendommer, boliger, hotell, kontor og handel, lager, parkering og tomt, samt restaurant- og andre serveringslokaler.

Kjøpesentersegmentet går under handelsnæringen og har stått for veksten i detaljhandelen (Wikipedia, 2022). I nyere tid har utvidelsen av kjøpesentre gått på bekostning av enkeltstående butikker. Segmentet blir knyttet til en del usikkerhet spesielt i sammenheng med nordmenns handlevaner og fremveksten av netthandel (NTB, 2020). Likevel opplevde kjøpesentrene totalt å oppnå en høyere omsetning sammenlignet med året før pandemien.

Næringseiendom kan defineres som all eiendom unntatt bolig- og fritidseiendom eid av bruker (Hagen, 2016). De største segmentene i denne næringen er kontor, handel og hotell som til sammen står for rundt 30 prosent av nybygde næringslokaler. Etterspørselen av næringseiendom påvirkes blant annet av forhold slik som sysselsetting og forventet økonomisk utvikling. Eiendomsmarkedet har vært preget av lave renter og høy inflasjon, samt en svak påvirkning av corona-pandemien (Nestaas, 2022). Fremover er utsiktene mer usikre. Det er ventet høyere rente, og prime yield for eiendom vil trolig falle grunnet få salg av attraktive eiendommer.

2.2.2 Tilbud / Etterspørsel

En viktig markedsmechanisme i bransjen er tilbud og etterspørsel av eiendom. Innenfor området som omfatter næringseiendom, påpeker OLT at etterspørselen av næringseiendom har vært spesielt stor i 2021 (OLT, 2021). 2021 skulle vise seg å gi det største omsetningsvolumet i transaksjonsmarkedet for næringseiendom. Årsaken bak økningen i markedsprisene var den økte etterspørselen av de fleste typene næringseiendom.

Markedet for næringseiendom korrelerer med den økonomiske utviklingen i samfunnet (Larsen, 2021). Dersom det foreligger stor usikkerhet knyttet til fremtidig økonomisk aktivitet vil dette virke negativt inn på sysselsettingen og nivået på forbruk og investeringer. Eiendomsbransjen vil bli påvirket gjennom et synkende handelsvolum og redusert etterspørsel etter kontorplasser. Utviklingen i markedet vil altså påvirke leieprisen og verdivurdering av eiendommen. Prisene vil også trolig bli preget av forhold som sentralisering og generell

befolkningsvekst. På kort sikt drives endringer i leieprisene av endringer i etterspørselen (Hagen, 2016). På lengre sikt vil endringer i leiepriser være preget av endringer i tilbud av nye lokaler. Dette synliggjøres gjennom hvordan høyere ledighet i lokalene fører til lavere leiepriser.

Når det gjelder kjøpesentrene kan OLT rapportere at leieprisene i 2021 har hatt en stabil utvikling, det gjelder også for markedet for kontorlokaler. Riktignok er det ulike leiepriser i forhold til hvilken lokasjon slike kontorlokaler har (OLT, 2021). Onsdag 28. september kunne Finansavisen presentere at Norges Bank har kommet ut med prognoser på at prisene på næringsseiendom vil falle med 20 prosent, etter at prisene i flere år har steget. Samtidig presenteres det av Handelsbanken en forventning om en prisnedgang på 25 prosent. I samme artikkel forventes det av Hans Rittedal Christiansen i Danske Bank Markets og Jan Erik Gjerland i ABG Sundal Collier at bankene kommer til å sette av til tap i forbindelse med deres utlån til næringsseiendom, og at det kommer til å forekomme tap på utlån til næringsseiendom (Teigen, 2022).

I den senere tid har det vært stor interesse for deler av bransjen. Eksempelvis har Entra hatt flere interessenter for oppkjøp, blant annet av Castellum (Bøhren, 2021). Av budrunden som har vært på Entra ligger det til grunn en stor interesse for å investere i eiendom. Interessen kan da knyttes opp mot graden av risiko for inntrengere. Følgelig, er utenforstående optimistiske for fremtiden i bransjen. Økt antall aktører i bransjen kan bidra til større konkurranse, og derav lavere avkastning.

2.2.3 Covid-19

Satsning på kjøpesentersegmentet innebærer en stor avhengighet av fysisk handel. Det kommer av OLT sin årsrapport for 2021 at kjøpesentersegmentet ble sterkt påvirket av restriksjonene som omfattet forbud på fysisk handel, sosiale aktiviteter og andre restriksjoner.

Noen virksomheter ble påvirket i større grad enn hva andre ble av pandemien og dens restriksjoner. En rekke nasjoner inkludert Norge og Sverige innførte tiltak for å hjelpe de virksomhetene som hadde blitt påvirket negativt. I tillegg til statlig hjelp, innvilget eksempelvis OLT tidsbestemte reduksjoner til sine leietakere, altså de leietakerne som hadde blitt negativt påvirket av pandemien og myndighetenes restriksjoner. OLT la frem i sin årsberetning for 2021 at situasjonen rundt pandemien og samfunnet som helhet er i ferd med å normalisere seg. Vi anser det som representativt for bransjen, underbygget med at vi

observerer ingen indikatorer på at pandemien isolert sett er noe usikkerhetsområde for fremtiden.

2.2.4 Dagens bilde

Den norske økonomien anses for å være i en høykonjunktur som skal bremses ned. Det innebærer en svært stor aktivitet i den norske økonomien, noe som også medfører lav arbeidsledighet. Det kommer av Statistisk sentralbyrå at arbeidsledigheten er på sitt laveste nivå siden 2008, samtidig som at sysselsettingen er på sitt høyeste nivå på lenge, noe som sammen betyr at arbeidsstyrken i Norge har økt (SSB, 2022). Det foreligger en reell fare og frykt for at den norske økonomien vil bli overopphetet. Som en konsekvens har det blitt gjennomført og planlegges tiltak for å dempe situasjonen, for å tilbakeføre økonomien til et ønsket nivå.

Samtidig er samfunnet i en situasjon hvor det er svært høye energipriser. For konsumenter og bedrifter som over lang tid har hatt relativt lave energipriser å forholde seg til, er samfunnet i dag i en situasjon som kan oppfattes som svært vanskelig. Videre har både Norge og Europa blitt påvirket av krigen i Ukraina, i den grad at prisveksten, og den underliggende inflasjonen øker mer enn hva som anses som målet til Norges Bank. For å motvirke det som skjer i samfunnet, spesielt den høye prisstigningen, har Norges Bank valgt å gjennomføre flere renteøkninger, og det forventes enda flere. Dette for å kunne få økonomien til en normalsituasjon.

Per 22. september er styringsrenten satt av Norges bank på 2,25 prosent. Dette er et nivå styringsrenten har havnet på etter at sentralbanken har gjennomført tre ordinære rentehopp (økning på 0,25 prosent), og tre såkalte *double rentehopp* (økning på 0,5 prosent). Hevingene innebærer at styringsrenten har økt fra 0 prosent til 2,25 prosent på under ett år. For fremtiden, er det videre gitt anslag på at styringsrenten fortsatt kommer til å øke, nettopp for å kunne motvirke den høye aktiviteten som man observerer i norsk økonomi.

OLT fremhever i sin rapport at dette er faktorer som kommer til å påvirke fremtidsutsiktene (OLT, 2022). Det anser vi som representativt for bransjen.

2.3 Komparative virksomheter

I dette kapitlet skal vi presentere komparative virksomheter for OLT. Sammen med OLT vil de komparative virksomhetene utgjøre den gjennomsnittlige virksomheten i bransjen, og er med det en representant for eiendomsbransjen i sin helhet. I og med at eiendomsbransjen består av ulike segmenter og et stort antall aktører, vil det være nødvendig å utarbeide visse kriterier for å avgrense antall virksomheter. Et viktig punkt vil være å finne selskaper som opererer innen segmentene til OLT, herunder kjøpesentereidom og annen næringseiendom. For å kunne sammenligne selskapene vil det være en fordel at de er børsnoterte og har en sammenlignbar forretningsidé.

Da det er få norske kjøpesenteraktører, samt at OLT eier flere svenske kjøpesentre vil det være hensiktsmessig at bransjen består av selskaper fra Norden. Det er mulig å finne lignende selskaper rundt om i verden, men for å sørge for like *makroforhold* og *kultur* vil Norden være et bedre grunnlag. En svakhet med å utvide det geografiske området i en slik grad er en fare for at selskapene påvirkes av andre verdidrivere som driver eiendoms- og leieprisene. I og med at flere av de aktuelle selskapene driver virksomheten i flere av landene i Norden velger vi å vurdere markedsforholdene som relativt like og gjør aktørene sammenlignbare. Ytterligere vil det være hensiktsmessig å inkludere aktører i bransjen som også omfatter annen næringseiendom enn kjøpesentre, spesielt i Oslo-området. Grunnet en bransje som omfatter flere segmenter slik som kontorlokaler og boliger.

Basert på overnevnte kriterier består de komparative virksomhetene av Entra AS, Citycon OYJ og Castellum AB. I de følgende delkapitlene presenterer vi de ulike selskapene.

2.3.1 Entra ASA

Entra ASA er en børsnotert virksomhet og anses som Norges største kontoreier. Deres forretningsidé er å utvikle, leie ut og forvalte lokaler, samt drive aktiv porteføljeforvaltning med kjøp og salg av eiendommer. Selskapets forretningsstrategi omfatter det å være ledende innen kundeopplevd kvalitet, lønnsom vekst og være miljøledende i bransjen. Entrass portefølje er hovedsakelig spredt over byene Bergen, Stavanger og Trondheim med størst andel i Oslo-regionen, med en portefølje bestående av 57 prosent offentlig sektor. Dagens markedsverdi ligger på 18,4 milliarder (Entra, 2022).

2.3.2 Castellum AB

Castellum AB er et av de største børsnoterte eiendomsselskapene i Sverige som fokuserer på både på kontoreiendom, felleseiendom og lager- og logistikkeiendom. Formålet til selskapet er å skape vellykkede og bærekraftige arbeidsplasser i nordiske vekstregioner. Derav finner man flest av eiendommene i nærheten av Stockholm, i tillegg til eiendommer i København og Helsinki. Castellum kan rapportere en eiendomsportefølje verdt 176 milliarder. Castellum eier i dag 33,33 prosent av aksjene i Entra og er dermed den største aksjonæren i selskapet. Selskapet rapporterte en markedsverdi på 40,4 milliarder (Castellum, 2022).

2.3.4 Citycon OYJ

Citycon OYJ eier, forvalter og utvikler multifunksjonelle sentre, som er både tilrettelegger for handel, service, kontorer og boliger. Derav en strategi med ønske om å bidra til positiv utvikling av lokalsamfunn ved sentrene. Sammenlagt eier selskapet 35 kjøpesentre, hvor 16 av disse ligger i Norge, og resten spredt rundt om i Norden samt Estland. Verdiene på eiendommene ligger på 46 milliarder. Selskapet er godt etablert og har vært børsnotert på Nasdaq Helsingfors siden 1988. Selskapets rapporterte markedsverdi er på 11,2 milliarder (Citycon, 2022).

2.3.5 Oppsummering av komparative virksomheter

Selv om de ulike selskapene har sitt fokus innen sine respektive segmenter i eiendomsbransjen, anses selskapene som komparative da alle opererer innen eiendomsbransjen, og OLT har investeringer innen bolig, logistikk og kontor/handel, ikke bare i segmentet for kjøpesenter.

Selskap	Børsverdi	Land	Geografisk satningsområde
OLT ASA	18,2 mrd.	Norge	Østlandet, Vestlandet, Sverige
Entra ASA	18,4 mrd.	Norge	Oslo, Trondheim, Bergen, Stavanger
Castellum AB	40,4 mrd.	Sverige	Stockholm, Gøteborg
Citycon OYJ	11,2 mrd.	Finland	Norden, Litauen og Estland

Tabell 2.2: Oversikt over aktørene i den gjennomsnittlige bransjevirkomheten. Data hentet ut 30. september 2022. Omregning iht. valutakurs 30. september

2.3.6 Gjennomsnittsvirksomheten

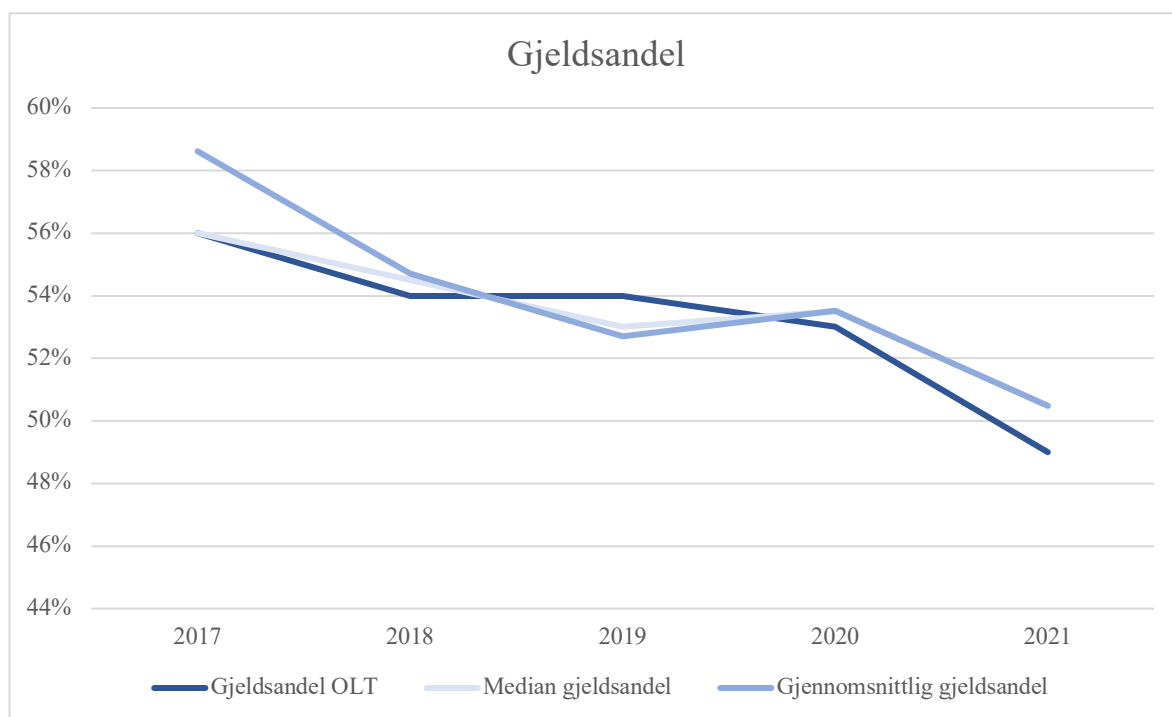
Gjennomsnittsvirksomheten er en kombinasjon av de ovennevnte komparative virksomhetene i eiendomsbransjen, inkludert OLT. Det betyr at gjennomsnittsvirksomheten er en representant for hvordan eiendomsbransjen som helhet presterer. Regnskapsmessig, det som legger grunnlaget for resultatet, er driftsinntektene. Inntektene til eiendomsbransjen kommer fra utleie av eiendom, samt regnskapsførte gevinster i forbindelse med salg av eiendeler.

Inntekt

Gjennomsnittlig leieinntektene for bransjen i 2021 er 3 224 millioner. Medianen av leieinntektene til de ulike virksomhetene er 2 641 millioner. Leieinntektene til OLT er 2 774 millioner. Dermed ligger OLT over den gjennomsnittsvirksomheten. Entra leverer lavest leieinntekt på følgende 2 508 millioner, mens Castellum rapporterer hele 5 551 millioner i 2021. Det foreligger dermed store variasjoner blant aktørene som representerer bransjen som helhet.

Gjeldsandel

Gjeldsandelen til OLT, samt gjennomsnittlig og median gjeldsandel, er beregnet ved å ta sum gjeld og forpliktelser, dividert på totalkapitalen. I figuren nedenfor presenterer vi ovennevnte størrelser per 31.12.2017 til 2021. Som vi kan se ut fra figuren ligger OLT under eller på gjennomsnittet og median, utenom i 2019 hvor konsernet ligger ett prosentpoeng over snittet.



Figur 2.9: Gjeldsandel - median og gjennomsnitt i bransjevirkksomheten, samt OLT spesifikt

2.4 Olav Thon Eiendomsselskaps ressursavvik fra gjennomsnittsvirkksomheten

Det at OLT skiller seg ut fra aktørene i gjennomsnittsvirkksomheten gjør det enklere å fremstille faktorene som skiller dem. I det følgende kommer vi til å forsøke å identifisere ressursene til OLT, som i forhold til gjennomsnittsvirkksomheten, er særegne. Disse vil bli brukt som grunnlag for den interne ressursorienterte analysen presentert i delkapittel 4.3.

2.4.1 Leietakere

Boligeiendom for utleie er en svært liten andel av eiendomsmassene og inntektene til OLT. Den aller største andelen er tilknyttet leietakere som selv er virksomheter. Det innebærer at leietakerne til OLT er motiverte for å opprettholde egen eksistens, på samme måte som OLT er det gjennom sin egen virksomhet. Dette til sammenligning til private individer som ser etter bolig for leie, i et samfunn hvor det er ønskelig at man selv eier.

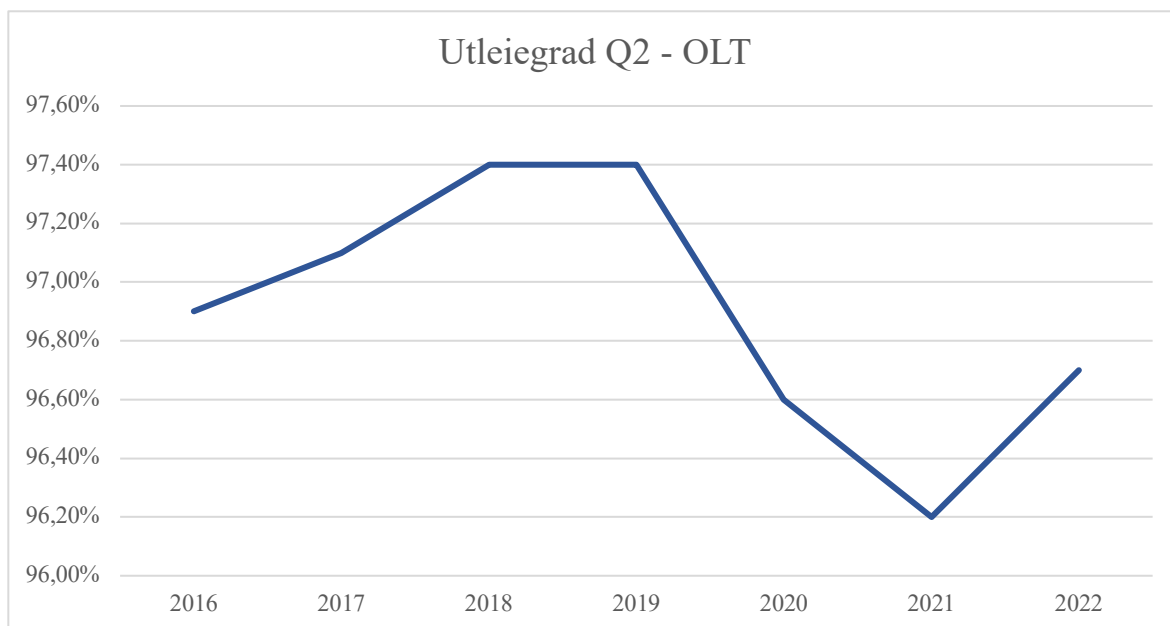
OLT fokuserer på at kundene deres, leietakerne, skal ha høy tilfredshet. Som formål vil da OLT, gjennom driften, at leietakere skal være fornøyde med hva OLT tilbyr markedet.

Leiekontrakter

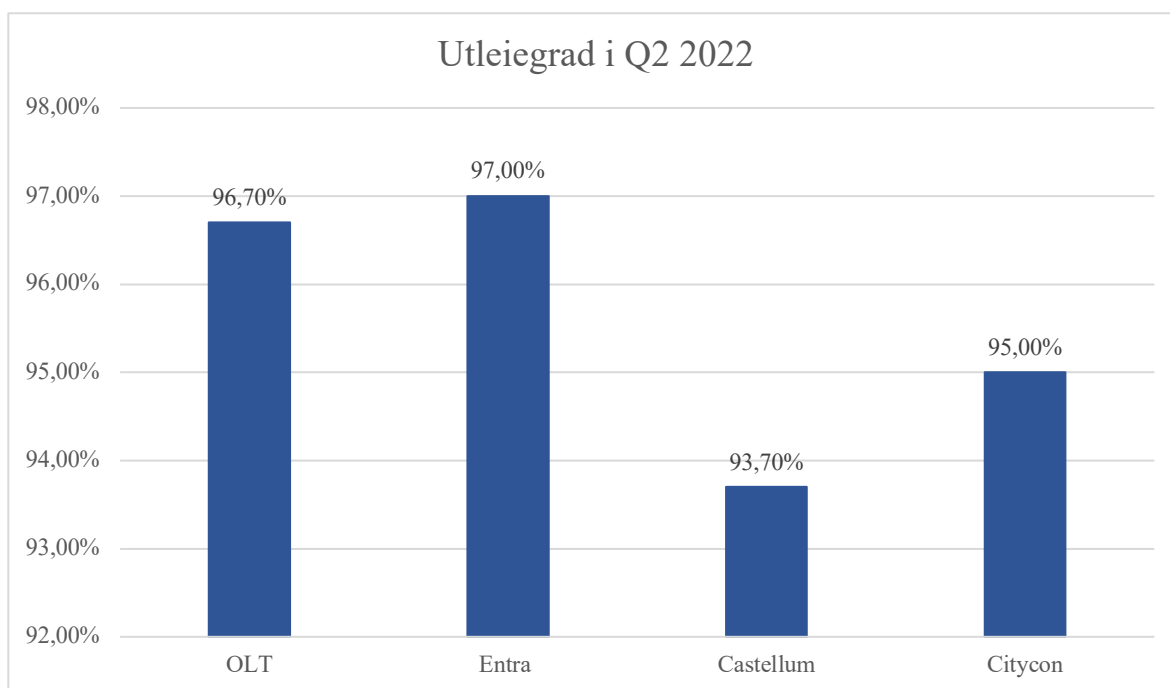
Det kommer av årsrapporten fra 2021 at gjennomsnittlig leieperiode for leietakerne til OLT ligger på 5,5 år. Leieperioden for det gjennomsnittlige bransjevirkosomheten ligger på 5 år. Dermed ligger OLT over snittet. Forskjellen kan muligens forklares av at OLT har flere viktige kunder som er med på å trekke en betydningsfull mengde med kunder til sentrene. I og med at leieinntektene fra disse butikkene er høye, vil det være sannsynlig at disse kundene har en viss forhandlingsmakt av betydning. En annen forklarende faktor kan ligge hos OLT sin markedsledende posisjon. Kundene vil trolig finne det mindre risikofylt å binde seg til en lengre kontrakt hos OLT enn hos mindre aktører.

Utleiegrad

Utleiegrad er et måltall for en virksomhet som driver med utleie, og beskriver hvor mye av de totale arealene virksomheten leier ut. Gjennom delårsrapportene, andre kvartal, i perioden 2016 til 2022 forekommer det opplysninger om ledigheten i den totale eiendomsporteføljen som står ledige. Det er et mål på hvor mye av lokalene som står tomme, og da ikke skaper inntekter for virksomheten. I figuren nedenfor ser vi at det var en økning i utleiegraden frem til 2019, andre kvartal, før det forekom en reduksjon i andre kvartal 2020 og 2021, begge år påvirket av pandemien. I andre kvartal, uten særlige restriksjoner, har utleiegraden økt, altså er ledigheten blitt redusert fra andre kvartal 2021 til andre kvartal 2022. Dette faktum underbygger en essensiell ekstern faktor for OLT, forbrukermønsteret, den private konsumenten, og hvordan de kan operere.



Figur 2.10: Historisk utleiegrad - OLT 2016 til 2022 ved utgangen av 2. kvartal



Figur 2.11: Utleiegrad – OLT og komparative virksomheter pr. 2. kvartal 2022

2.4.2 Miljøfokus

Fokus på miljø og bærekraft er et sentralt tema i dagens samfunn. Eiendomsbransjen er kjent for å være en versting når det kommer til energi- og ressursbruk, avfall og utslipp (Nordea, 2021). Av CO₂ utslippene står eiendomssektoren for 36 prosent av energiforbruket og 40 prosent av CO₂ utslippene. Bransjen har derfor et tydelig ansvar og står ovenfor en relativ stor

utfordring på denne fronten. Likevel er det store sjanser for at nye muligheter avdekkes, og kan bidra til både høyere lønnsomhet og bærekraftig virksomhet.

Arbeidet angående bærekraft blir gjort gjennom Olav Thon Gruppen, og som en del av FNs Global Compact. Global Compact er et globalt nettverk for bedrifter som ønsker å arbeide med samfunnsansvar og bidra til forsvarlig og bærekraftig bedriftspraksis (FN-Sambandet, 2021). I konsernets bærekraftsrapport finner man blant annet oversikt over energiforbruket, håndtering av avfall og klimaregnskap utarbeidet i henhold til GHG-protokollen. For å redusere eget klimafotavtrykk har OLT fokus på å øke sorteringsgrad for å minimere restavfall samt energioptimalisering.

Et annet viktig moment OLT fokuserer på er knyttet til miljøsertifisering av kjøpesentre ved hjelp av BREEAM in USE. Dette er en lavterskel forvaltningsverktøy og et internasjonalt system for å redusere driftskostnader, energiforbruk og miljøbelastninger i bygg. Konsernet har utviklet en egen bærekraftstrategi hvor hovedelementene er knyttet til klima og natur, sirkulære løsninger og sosial rettferdighet. Under disse målene ligger det en rekke ambisjoner som innebærer netto null utslipp innen 2050, 70 prosent sirkulær innen 2030 og full innsikt i verdikjeden, samt en representativ ledelse (OLT, 2022).

2.4.3 Kompetanse - Olav Thon Gruppen

Kompetanse er en svært viktig ressurs som OLT besitter i forhold til bransjen. Som en eiendomsaktør gjennom 40 år, har OLT tilegnet seg mye kunnskap innen eiendomsbransjen, og bidrar til å kunne skape verdier for virksomheten og aksjonærene. Det viktig med kunnskap for OLT, er at de er landets ledende aktør innen kjøpesentereieendom, og kan hevde seg på et desidert høyere nivå enn gjennomsnittsvirksomheten.

I tillegg til at OLT er et selvstendig konsern innenfor eiendomsbransjen, er konsernet en del av det som er Olav Thon Gruppen. Olav Thon Gruppen er også en ledende aktør innen hotell i Norge gjennom Thon Hotels. De har også en rekke hoteller i utlandet. I 2020 ble Thon Hotels kåret til den mest bærekraftige merkevaren i Norge (Thon Hotels, 2022). Dette er momenter som trolig skaper synergier på tvers, som igjen legger grunnlaget til at OLT skiller seg sterkt fra gjennomsnittsvirksomheten.

Det kommer av note 28, *Nærstående parter*, at OLT har spesielt én nærstående part, Thon eiendomsdrift AS, som også, i tillegg til OLT, er et datterselskap av Olav Thon Gruppen AS.

Forholdet innebærer at OLT som konsern blir sikret kunnskapen som omfatter generell drift og eiendomsforvaltning (OLT, 2022). I tillegg til å være ledende i Norge, har OLT også utvidet til det svenske markedet. Dette fører til økt kunnskap og flere bein å stå på innen kjøpesentersegmentet.

2.4.4 Tilgang på kapital

Risikonivå

OLT har fått bekreftet sin kredittrating fra Moody's på Baa2 med Stable Outlook. Ratingen forteller at OLT har en moderat kredittrisiko. Samtidig er det bekreftet fra en ekstern og pålitelig aktør, at OLT er så absolutt en kapabel aktør for å tilbakebetale kortsiktig gjeld (Moody's, 2022). Konsekvensen av denne kredittratingen er at OLT øker muligheten for tilgang på finansiering i de nasjonale og internasjonale kapitalmarkedene i ytterligere grad, enn hva som var mulig tidligere. En slik rating vil også kunne gi billigere finansiering, da det er forbundet mindre risiko knyttet til et selskap med slik rating.

Gjeldsandel

Gjeldsandel, er en viktig parameter som kan fortelle noe om stabilitet og den finansielle situasjonen. Høy gjeld, gir høyere rentekostnader. Samtidig vil høy gjeld tale for lav soliditet, da den gjenværende egenkapitalen ikke strekker over lang sikt til å dekke gjeldsforfallet. Under punkt 2.3.6 har vi presentert en figur som viser en historisk fallende gjeldsandel for OLT. Per 31.12.2021 hadde OLT en gjeldsandel på 49 prosent. I figuren under punkt 2.1.6 har vi presentert utviklingen av kapitalen i OLT. Her viser vi til at det har vært en noe stabil utvikling i lang- og kortsiktig gjeld, mens veksten i totalkapitalen skyldes en sterkere vekst i egenkapitalen. Gjeldsandel i den gjennomsnittlige bransjevirkosomheten er til sammenligning 51 prosent.

2.4.5 Beliggenhet

For eiendomsselskap er beliggenhet en av de mest essensielle faktorene for verdiskapingen over tid. Spesielt eiendommer nære kollektivknutepunkter viser seg å ha en betydelig høyere verdiutvikling enn eiendommer med mindre sentral plassering. Dette knyttes til reduksjonen av antall parkeringsplasser (Hågøy, 2018). Viktigheten av beliggenhet kommer av at byggene

på eiendommen kan fornyes, men eiendommen kan ikke flyttes og har en antallsbegrensning. Spesielt gjeldende er det for Oslo, hvor man ser en sterk sentraliseringstrend.

Grunnet størrelsen på sentrene til OLT vil det ikke nødvendigvis være slik at disse befinner seg i de mest sentrale delene av en by. Eksempel på dette er Norges største kjøpesenter, Lagunen Storsenter, som befinner seg i bydelen Fana. Likevel er tilgangen til senteret gjort svært tilgjengelig med kollektivtrafikk. OLT kan også vise til en leieinntektsfordeling som bekrefter at over halvparten av leieinntektene kommer av eiendommer i sentrale strøk. OLT har også sentrale eiendommer innenfor næringsseiendom, men i og med at dette kun utgjør 30 prosent av porteføljen vil fokuset ligge på kjøpesentereidommene.

Citycon besitter flere sentre som befinner seg utenfor bykjernen samt et fåtall i Oslo-region. Entra har derimot stort sett eiendommer i Oslo og derav svært sentral beliggenhet. Castellum har en rekke eiendommer rundt i de største byene i Sverige, samt i København. Vi ser altså at beliggenhet er en sentral faktor for bransjen, og bidrar med betydelige leieinntekter.

2.5 Makroforhold (PESTEL)

Det vil være mulig å benytte seg av PESTEL-rammeverket for å kunne studere hvilke eksterne faktorer som påvirker konkurranseforholdene i eiendomsbransjen. Makroøkonomiske forhold som inngår i PESTEL-rammeverket fokuserer på *politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovgivende* faktorer (Lien, Knudsen & Baardsen, 2017). Det er ikke nødvendigvis slik at det kun er disse faktorene som har ekstern påvirkning av verken bransje eller selskap, men er likevel et godt utgangspunkt for å kunne skape et bilde av den strategiske situasjonen for eiendomsbransjen og OLT (DigitalNorway, 2022). Informasjonen som kommer frem i delkapittelet for makroforhold, skal benyttes i kapittel 4.2.1 som omfatter den strategiske analysen av eiendomsbransjen.

2.5.1 Politiske faktorer

Fremtidens aktivitetsområder i eiendomsbransjen er utsatt for politiske faktorer. Det kan være politiske beslutninger som omfatter fremtidig utvikling, infrastruktur og eiendomsbransjens påvirkning på klimaet. Faktorene er interessante i forbindelse med om bransjen er underlagt noen politiske bestemmelser nå, og hvordan fremtiden vil være (DigitalNorway, 2022).

Reguleringer

En reguleringsplan er en politisk bestemt plan for hvordan geografiske avgrensede områder skal utvikles i fremtiden (Oslo Kommune, 2022). En slik reguleringsplan kan endres i tråd med det politiske bildet da de ulike reguleringsplanene bestemmes av den gjeldende politiske sammensetningen. Det hevdes av bransjen er en strengt regulert bransje som omfattes av lange og ressurskrevende byråkratiske prosesser for at aktørene skal kunne få sine tillatelser for fremtidig utvikling av eiendom (Rosendahl & Finholdt, 2021).

Infrastruktur

Infrastruktur er en faktor som eiendomsbransjen er avhengige av, og som politiske institusjoner kan legge føringer for fremtidig utvikling. En eiendomsaktør er avhengig av tilførsel av egne kunder samt kunders kunder, noe som vil si at det er avgjørende hvilke transporttilbud som foreligger til eiendommene. Slike politiske avgjørelser kan treffes kommunalt, fylkeskommunalt og på statlig nivå. Det kan omfatte veinett, krav til parkeringsarealer, samt krav og tilskudd for kollektivtransport til eiendommene. Eksempelvis kan det komme retningslinjer for el-biler versus tradisjonelle kjøretøy, slik som bomstasjoner, samt tilstrekkelig kraftproduksjon og infrastruktur for tilførsel av kraft.

Klima

Bygg står for ca. 40 prosent av de totale klimagassutslippene. I Norge er andelen noe lavere (Zimmermann, 2021). Angående klima og utfordringene knyttet til klimagassutslipp, har politikken mulighet til å påvirke eiendomsbransjen betydelig.

Eiendomsbransjen er en ressurskrevende bransje, noe som er en årsak til at utslippene er så store som de er. Eksempelvis tar de grep om landområder som kunne vært fri natur. Videre må det råmaterialer til for å utvikle eiendommene, og tas fra naturen, for så å frakte materialene til byggeplassen, ofte over lange distanser, samt bli satt opp av håndverkere.

2022 er året hvor EU sin taksonomi trer i kraft. Taksonomien er en politisk bestemmelse hvor bygg- og eiendomssektoren er en av syv sektorer som er inkludert. Formålet er at politikerne skal bidra til det grønne skiftet. Taksonomien fungerer slik at det skal være enklere å måle hva som er grønt og ikke, for å kunne klassifisere hvor bærekraftige aktivitetene er. Ved å implementere et slikt verktøy, kan det hjelpe investorer og andre kreditorer til å legge penger i miljøvennlige prosjekter, og ikke i dem som forringer miljøet (Zimmermann, 2021).

Stortinget vedtok i slutten av 2021 en lov om å gjennomføre taksonomiforordningen. Det er vedtatt at forordningen skal tas inn i EØS-avtalen, og innlemmes i avtalen i løpet av høsten 2022. Trolig vil loven kunne påvirke eiendomsbransjen fremover på et vis som vi ikke har sett før (NHO, 2022).

2.5.2 Økonomiske faktorer

Vi velger å ta utgangspunkt i de økonomiske faktorene som OLT hevder påvirker dem i forbindelse med hvilke faktorer som påvirker bransjen. Faktorene omfatter *likviditetsrisiko*, *renterisiko*, *valutarisiko* og *kredittrisiko* (OLT, 2022). Videre vil tilgangen på finansiering også være en økonomisk faktor som påvirker eiendomsbransjen, som igjen eksterne parter vil være med på å påvirke, eksempelvis gjennom kredittrating på aktørene i bransjen. Slik kredittratinger kan bli satt av Moody's som er en ekstern part (Moody's, 2022).

Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko er et begrep som er forbundet med hvor mye likviditet et selskap har for å dekke den kommende gjelden (Plenborg & Kinserdal, 2021). Desto mer likvider en virksomhet har, desto bedre rustet er virksomheten for fremtiden. Virksomheter med høy gjeld, og lite likvider, kommer til å ha en høy risiko, mens virksomheter i motsatt situasjon kommer til å ha en lavere likviditetsrisiko.

Eiendomsbransjen er en kapitalkrevende bransje (OLT, 2021). Det medbringer at eiendomsbransjen totalt sett har mye gjeld. For fremtiden, vil eiendomsbransjen ha behov for fremmed kapital for å gjennomføre nye prosjekter og fremtidig utvikling. Kapitalbehovet må ses i sammenheng med inntektene når man betrakter likviditetsrisikoen. Mye gjeld til forfall trenger høy inntekt for å betjene gjelden. Det er også behov for inntekter til å bygge opp egenkapital, til å kunne redusere den fremtidige likviditetsrisikoen.

Renterisiko

Renterisiko er en økonomisk faktor som blir satt utenfor eiendomsbransjen i tråd med etablert og fremtidig gjeld. Begrepet omfatter hvilken grad eiendomsbransjen er rustet til fremtidige renteendringer. Det foreligger flere alternativer som bransjen kan benytte seg av for å redusere renterisikoen (OLT, 2022).

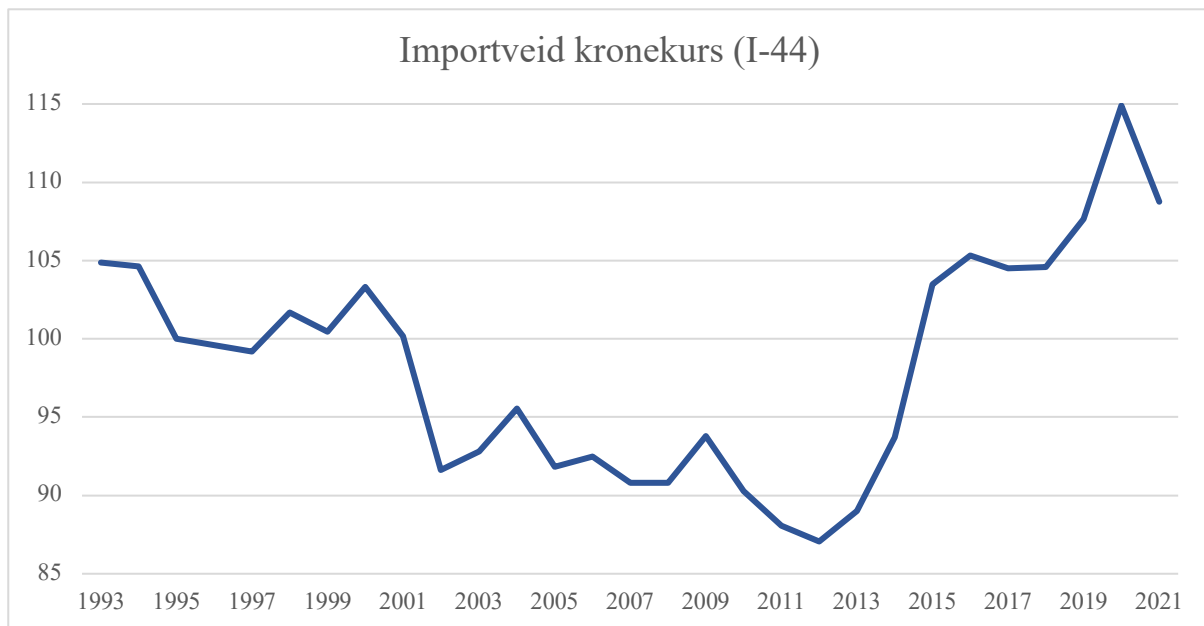
Historisk på kort sikt har rentene vært lave i den siste perioden grunnet tiltak for å håndtere pandemien. På kort tid har styringsrenten økt betraktelig. Per 22. september 2022 ligger styringsrenten på 2,25 prosent, samme nivå som i 2011. Til sammenligning er dette lave nivåer i forhold til eksempelvis september 2002 hvor styringsrenten var på 7 prosent (Norges Bank, 2022). Norges Bank har i flere omganger varslet økt styringsrente. I sammenheng med en økonomi som går godt, og en styringsrente på svært lave nivåer, er det ikke uventet at rentene stiger.

I takt med risiko for endringer i styringsrenten og dermed endringer i rentene som eiendomsbransjen må betale på sine lån, foreligger det produkter som eiendomsbransjen kan benytte seg mot for å sikre seg mot renterisikoen. *Renteswapavtaler* er et slikt produkt som er ment for å redusere renterisikoen til de som er utsatt for renteendringer. Produktet innebærer at låntaker kan bytte mellom flytende og fast rente, og dermed velge alternativet som er best (DNB, 2022).

Valutarisiko

Valutarisiko er relevant for eiendomsbransjen i den grad selskapet har operasjoner i utlandet, samt at de er avhengige av importerte varer for å gjennomføre sine prosjekter. I den forbindelse fremstår den norske kronekursen i forhold til andre valutakurser som relevant.

Vi har ikke kjennskap til hvilke valutaer som er mest relevant for OLT. Vi har med det lyst til å presentere den importveide kronekursen. Det er en kronekurs som tar for seg den norske kronekursen i forhold til de viktigste 44 valutaene i forhold til Norge. Dersom grafen stiger, representerer dette en svekket kronekurs, altså at den depresierer (Norges Bank, 2021). I-44 er vist i figuren nedenfor i perioden 1993 til 2021.



Figur 2.12: Importveid kronekurs i perioden 1993 til 2021. Frekvens: Årlig. Hentet fra Norgres Bank 2022

Som figuren forteller, var kronen svak i forhold til utenlandsk valuta i 2020, med en noe forbedret posisjon i det påfølgende året. Likevel er nivået svakere enn hva den historisk har vært eksempelvis i perioden 2002 til 2014.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er en faktor som påvirkes eksternt. Begrepet omfatter *risiko* for at bransjen blir påført tap av utenforstående parter gjennom å overholde sine finansielle forpliktelser (Plenborg & Kinserdal, 2021). Kredittrisikoen for eiendomsbransjen omfatter risikoen for at leietakerne ikke betaler avtalt leie, og eventuelle andre utestående kundefordringer. Årsaken til at slike situasjoner kan være flere. Eksempelvis går leietakerne konkurs, må prioritere andre kostnader, eller avstår å betale leie på grunn av uenigheter. Det eksisterer verktøy for å redusere kredittrisikoen, herunder kredittvurderinger, depositum og bankgarantier (OLT, 2021).

Redusert kredittrisiko for eiendomsbransjen er en fordel. Eiendomsbransjen kan starte med kredittvurderinger av potensielle kunder. Det sikrer at kunder som blir leietakere er høyst sannsynlig betalingsdyktige, og risikoen for mislighold reduseres. Videre kan eiendomsbransjen kreve depositum eller at kundens bank stiller for garanti av depositum. Slik eiendomsbransjen har noe å ta av dersom mislighold fra kunden oppstår. Vi har observert at kredittrisikoen økte gjennom pandemien i deler av eiendomsbransjen. Årsaken var at noen av

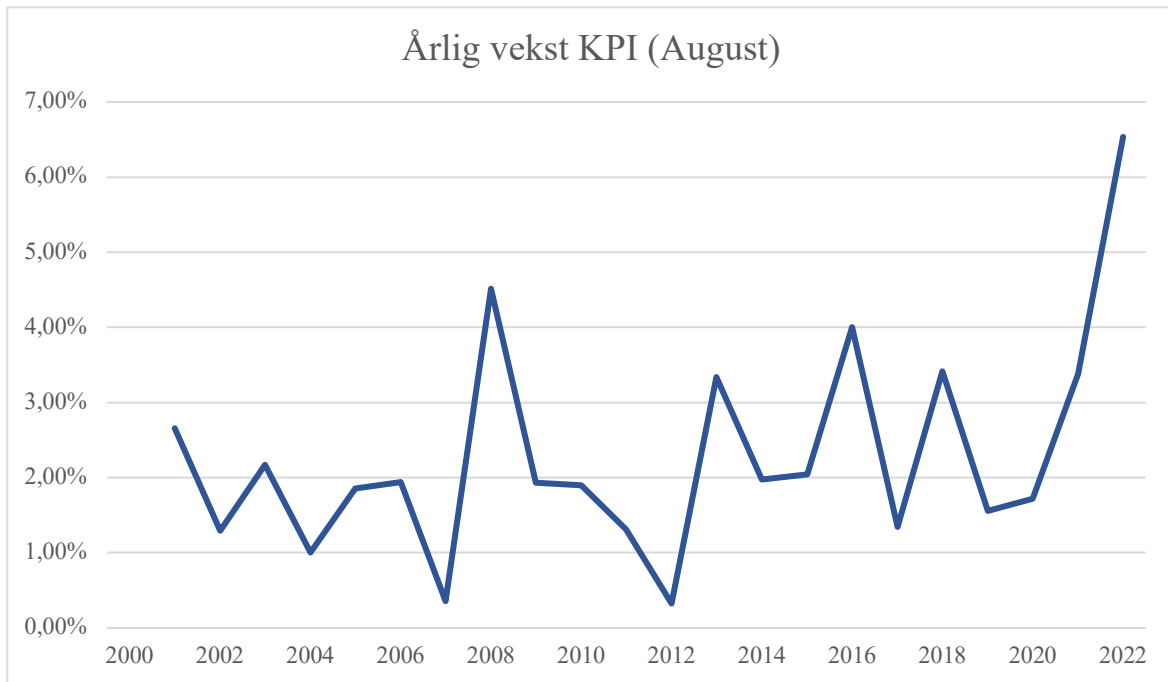
kundene ble påvirket i negativ grad av restriksjonene som ble innført av norske myndigheter (OLT, 2021). Følgelig vil det være mulig at usikre tider av andre årsaker kan bidra til økt kredittrisiko.

2.5.3 Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle eksterne faktorer som påvirker bransjen omfatter blant annet urbanisering, globalisering, holdninger til interessentene, befolkningsvekst og endring i livsstil blant konsumentene (DigitalNorway, 2022). Følgelig vil de ulike faktorene for å ha forskjellig grad av påvirkning på de ulike segmentene i bransjen. I det følgende kommer vi til å ta for oss konsumentenes kjøpekraft, demografi, geografi og ulike holdninger.

Konsumentenes kjøpekraft

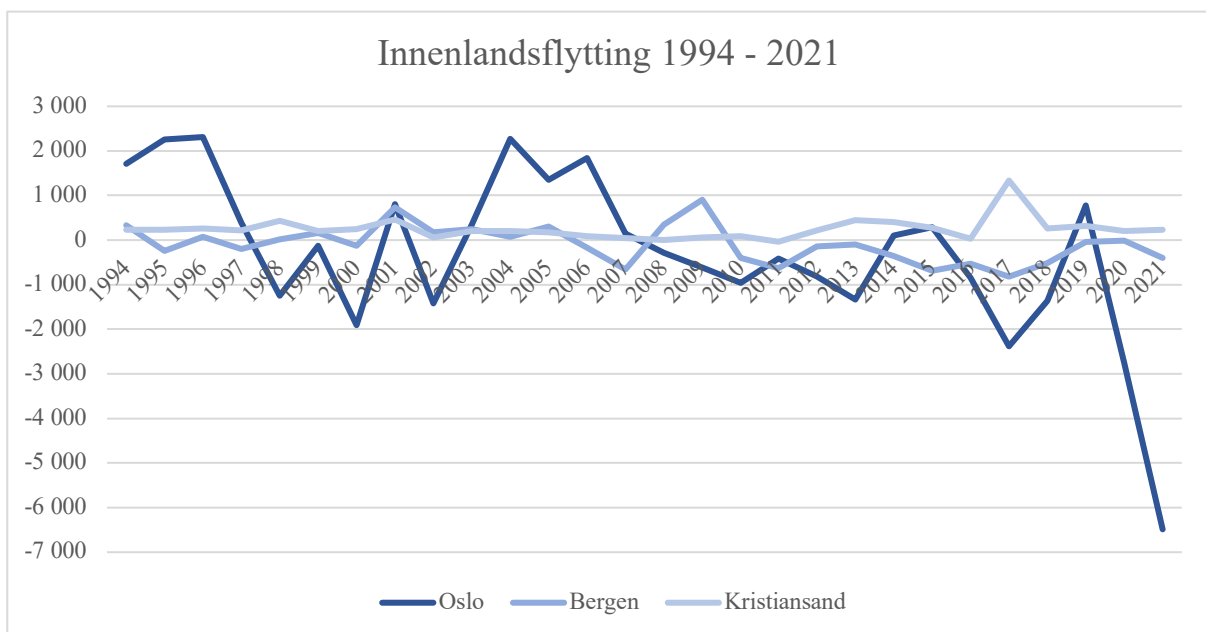
Eiendomsbransjen leier ut til private og næringsdrivende som er avhengige av private konsumenter. Følgelig vil eiendomsbransjen være avhengig av konsumentene og hvilken kjøpekraft de besitter. Grunnet inflasjon og renteøkning anser vi det som en relevant faktor. Figuren nedenfor viser årlig inflasjon fra august til august i perioden 2000 til 2022. Figuren viser at den årlige inflasjonen har vært varierende. I 2008 var inflasjonen på 4,51 prosent. Til sammenligning har den vært lavere andre år, og relativt stabil, mens inflasjonen i 2022 var på hele 6,53 prosent, sammenlignet med året før (SSB, 2022). Ønsket inflasjon på lang sikt er 2 prosent. Det er hensiktsmessig å bemerke i forbindelse med inflasjonen at det ikke bare er utenlandske varer som blir dyrere. Egenprodusert inflasjon har også steget, og anses for å være ringvirkninger av pandemien og Russlands krigføring mot Ukraina. Sammen med økte renter, observerer vi inflasjonen til å redusere den totale kjøpekraften.



Figur 2.13: Årlig endring i KPI, august 2000 til 2022. Hentet fra SSB 2022

Demografi

I forbindelse med demografi ønsker vi å presentere nettoinnflytningen i sentrale områder, Oslo, Bergen og Kristiansand. Begrepet omfatter sum alle som flytter inn og ut av et område. Som figuren viser, observerer vi at nettoinnflytningen i Bergen og Kristiansand noe stabil. Oslo derimot opplever fraflytting. Det bekrefter også Oslo Kommune som bekrefter at de opplever stor tilflytting til andre områder i Norge (Oslo Kommune, 2022).



Figur 2.14: innenlandsk flytting etter region 1994 - 2021. Hentet fra SSB 2022

Geografi

Geografi er en sosiokulturell faktor som påvirker eiendomsbransjen. Betydningen av geografi og plassering vil påvirke to essensielle deler av bransjen, *inntektene* og *verdien* på eiendommene. Dette gjennom hvor de er plassert i forhold til konsumentene. Vi antar i det følgende at ulike eiendommer er avhengige av ulike karakteristikk for å kunne lykkes. Eksempelvis vil ikke logistikkeiendom og kjøpesenter ha samme behov for plassering.

Begrepet CBD - *Central Business District* beskriver geografiske gode områder for næringsseiendom. I Oslo består CBD av Aker brygge, Tjuvholmen og Vika. Noen anser også Bjørvika som en del av CBD (Næringsseiendom, 2022). Det kommer av Lyng (2012, s. 105) at begrepet beliggenhet kan deles opp i makro- og mikrobeliggenhet. *Makrobeliggenhet* omfatter beliggenhet i forhold til markedet, hovedeier, konkurrenter og by- eller kommunesenter. *Mikrobeliggenhet* omfatter adkomst, parkering, eksponering, tilførselsveier og offentlig kommunikasjon.

Det er viktig hvordan eiendom er plassert i forhold til markedet, inkludert eier og konkurrenter, samt hvor sentrale de ligger. Videre er det viktig hvordan kundene har mulighet til å komme seg til eiendommene, for å avgjøre om plasseringen er geografisk god eller ikke.

Holdninger

Holdninger i samfunnet er en faktor som er viktig for eiendomsbransjen. Eiendomsbransjen kan bli påvirket av holdninger til teknologi, bærekraft, og preferanser til hvordan man skal bo. Eksempelvis kan holdninger til fjernhandel øke, slik at fysisk handel i butikk reduseres. Hvor og hvordan mennesker ønsker å bo er et viktig moment. Også holdninger til bærekraft kan være med på å favorisere enkelte eiendommer fremfor andre. Angående holdninger til teknologi og fjernhandel, har dette historisk sett vært en økende trend. Gjennom pandemien var det mange som var avhengige av fjernhandel på grunn av de gjeldende restriksjonene.

2.5.4 Teknologiske faktorer

Teknologi er en ekstern faktor som kan være med på å endre eiendomsbransjen. Historisk har vi sett at teknologi har bidratt til store endringer i samfunnet. Slike endringer er med på å endre hvordan vi ser på fremtidens arbeidsplass, bolig og samfunn (DigitalNorway, 2019). I de senere årene har nye løsninger ført til at behovet for å gå fysisk i butikk blitt redusert kraftig

og det er blitt lettere å handle det aller meste fra sitt eget hjem, over internett og virksomhetenes respektive nettsider. Eksempelvis klær, interiør og matvarer.

Videre forekommer det nye metoder for hvordan eiendom bygges, og hva som inngår i nye bygg. Eksempelvis kan ulike sensorer benyttes for å optimalisere energiforbruket, gjennom at vinduer får sensorer som sier ifra om de er åpne eller ikke, noe som kan være med på å redusere strømforbruket. Et annet virkemiddel er sensorer som regulerer lys i bygningene. Det ses også antydninger til at det er muligheter for å 3D-printe bygg og moduler i fremtiden. Dette gjelder ikke bare for mindre komponenter, men også større prosjekter. 3D-printing kan gi muligheter for at ressurser til bygg og moduler kan produseres lokalt, og etter hva som anses som behovet der og da. Det kan tenkes at 3D-printing sammen med nye materialer kan være med på å redusere utvinningen av naturressurser, noe som igjen kan bidra til at materialenes levetid øker, og igjen reduserer behovet for vedlikehold (DigitalNorway, 2019).

2.5.5 Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer kan påvirke eiendomsbransjen betydelig. De senere årene har fokuset på miljø og bærekraft økt betydelig i samfunnet, også i Norden. Norske og internasjonale myndigheter ønsker et mer bærekraftig samfunn. Eiendomsbransjen har mulighet til å arbeide med sitt ansvar som omfatter menneskerettigheter, miljø, anti-korrupsjon, sosialt ansvar og arbeidsforhold for sine ansatte (OLT, 2022).

FNs Global Compact er en internasjonal sammenslutning av virksomheter som har som sitt ønske å jobbe med sitt samfunnsansvar. Deres arbeid skal i denne sammenhengen bidra til en bærekraftig og forsvarlig praksis. Sammenslutningen jobber i tråd med deres ti prinsipper som berører menneskerettigheter, anti-korrupsjon og miljø. Målet deres er å bidra til at bærekraftmålene utarbeidet av FN skal kunne nås (FN-Sambandet, 2021).

Å presentere klimaregnskap overfor offentligheten regnes som en viktig oppgave for å kunne presentere hvilke tiltak eiendomsbransjen foretar seg for å kunne redusere forbruket av energi, samt det å redusere sine utslipp i miljøet. For aktørene i eiendomsbransjen som utarbeider slike klimaregnskap årlig og presenterer regnskapene overfor offentligheten, muliggjør det å måle prestasjonene til OLT over tid (OLT, 2022).

2.5.6 Juridiske faktorer

Det foreligger flere juridiske faktorer som påvirker bransjen. Juridiske faktorer omfatter ulike lover og regler som kan eller vil påvirke en bransje (DigitalNorway, 2021). Følgende faktorer som vi har funnet som påvirker eiendomsbransjen, inkluderer dokumentavgift, meromsetningsavgiften og eiendomsskatt.

Dokumentavgiften oppstår i forbindelse med at eiendommer skifter hender, altså når det foreligger en transaksjon. Dokumentavgiften ligger på 2,5 prosent av salgsværdien på det tidspunktet tinglysningen skjer (Skatteetaten, 2022). Avgiften er mulig for bransjen å unngå dersom virksomheten organiserer eiendommene i egne aksjeselskap. Følgelig, dersom en eiendom skal selges, kan det skje ved salg av aksjene, ikke selve eiendommen.

Merverdiavgiftsloven er et interessant lovverk for eiendomsbransjen. I utgangspunktet er omsetning av eiendom, salg og leie, unntatt lovverket, noe som vil si at det foreligger ingen merverdiavgift i forbindelse med fakturering. Bransjen vil heller ikke kunne fradragføre inngående merverdiavgift. Likevel, kan relevante aktører i eiendomsbransjen registrere seg frivillig i merverdiavgiftsregisteret. Ved å gjøre det, har de registrerte mulighet til å fakturere utgående merverdiavgift til kundene som er omfattet av lovverket, samt fradragføre inngående merverdiavgift på periodevise kostnader samt investeringer (Skatteetaten, 2022).

Eiendomsskatten er en skatt som settes på kommunalt nivå, og derav kan variere geografisk. Oslo Kommune er et eksempel på en kommune som har innført eiendomsskatt på næringsseiendom. Der utgjør eiendomsskatten årlig 3 promille av eiendomsgrunnlaget. I sammenheng med at bransjen har store investeringer lokalisert i Oslo, så vil det forekomme skatteutbetalinger bare ved å eie eiendommene (Oslo Kommune, 2022).

2.6 Oppsummering av OLT og bransjen

Gjennom kapittel 2 har vi presentert OLT og eiendomsbransjen. OLT er Norges ledende kjøpesenteraktør, som har et fokus på å investere i eiendom med utviklingspotensial og sentral beliggenhet. Selskapet er en del av Olav Thon Gruppen og vil kunne drar nytte av mye kunnskap fra morselskapet spesielt knyttet til bærekraft. Grunnet sterke nøkkeltall har OLT fått en investment grade Baa2 fra Moody's. Videre har vi presentert eiendomsbransjen

gjennom bransjens mange kjennetegn og bransjens ulike aktører. Ytterligere har vi presentert hvilke eksterne faktorer som påvirker eiendomsbransjen, inkludert OLT.

Vi har presentert fire andre selskaper som vi mener vil representerer bransjen godt. Eiendomsbransjen består av aktører som er børsnoterte og som har tilhørighet i Norden. Bransjens drift kan sammenlignes med OLT, samt selskapenes formål. Ut fra våre forutsetninger skal selskapene utgjøre et representativt bilde av bransjen.

3. Valg av verdivurderingsteknikk

Det foreligger en rekke ulike teknikker for at vi skal kunne verdivurdere OLT. I det følgende kapitlet kommer vi til å gå gjennom noen av teknikkene, før vi avslutningsvis foretar et begrunnet valg av verdivurderingsteknikk, samt gjennomgår rammeverket for teknikken.

3.1 Oversikt over ulike verdsettelsesteknikker

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdivurdering har som formål å lage et *fundamentalt verdiestimat* hvor en tegner et representativt bilde av de underliggende økonomiske forholdene i OLT. På grunnlag av den underliggende økonomiske situasjonen skal man ved hjelp av fundamental verdivurdering komme frem til et fundamentalt verdiestimat (Knivsflå, 2022, F.1).

I hovedsak, foreligger det to ulike metoder som man kan benytte seg av for å komme frem til et verdiestimat, *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden*. Ved å benytte seg av egenkapitalmetoden, vurderer man verdien på kontantstrømmen til egenkapitalen direkte, altså vil nåverdien av denne kontantstrømmen gå direkte til egenkapitalen. Selskapsmetoden er en metode hvor man går i motsatt retning, og finner verdien på egenkapitalen residualt. Man begynner altså med å finne selskapsverdien, for så å trekke fra gjelden, slik at man sitter igjen med verdien på egenkapitalen (Plenborg & Kinserdal, 2021).

Et viktig moment å ta med seg, er at dersom man benytter de to ulike metodene korrekt, kommer metodene til å gi samme fundamentale verdi, med forutsetningen om at man benytter et verdivektet avkastningskrav (Knivsflå, 2022, F.16).

3.1.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer i grunn å finne verdien på egenkapitalen gjennom nåverdien av fremtidig kontantstrøm som tilføres egenkapitalen. Innenfor egenkapitalmetoden, foreligger det flere ulike modeller. Det er utbyttmodellen (NBU), fri kontantstrøm-modellen (FKE), superprofittmodellen (SPE) og superprofittvekstmodellen (Δ SPE) (Knivsflå, 2022, F.16).

Det som de ulike modellene innenfor egenkapitalmetoden har til felles, er at de alle gir samme estimat på verdien av selskapet, dersom man benytter seg av de ulike modellene på korrekt måte (Knivsflå, 2022, F.16).

Grunnmodellen i egenkapitalmetoden er utbyttmodellen, NBU. Denne modellen går ut på at en tar nåverdien av forventet fremtidig utbytte, diskontert med egenkapitalkravet, noe som skal gi verdien av egenkapitalen i dag. Fri kontantstrømmodellen finner dagens verdi på egenkapitalen ved å diskontere fri fremtidig kontantstrøm til egenkapital med egenkapitalkravet. Superprofittmodellen er en metode som finner verdien på egenkapitalen ved å legge sammen egenkapitalens balanseførte verdi i dag, og forventet fremtidig superprofitt til egenkapital. Den siste metoden innenfor egenkapitalmodellen er superprofittvekstmodellen, en metode hvor man finner verdien av egenkapitalen ved å sette den lik kapitalisert verdi av nettoresultatet til egenkapitalen uten noen vekst, og legger til nåverdien av den fremtidige veksten (Knivsflå, 2022, F.16).

3.1.1.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er en metode hvor en finner verdien på egenkapitalen residualt, altså at man tar selskapsverdien og trekker fra gjelden, for å finne verdien på egenkapitalen. Selskapsmetoden består av tre ulike metoder, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen (Plenborg & Kinserdal, 2021).

Fri kontantstrømmodellen tar nåverdien av fri kontantstrøm til og fra den sysselsatte kapitalen, og diskontorerer beløpene med avkastningskravet til den sysselsatte kapitalen. Eventuelt er det mulig å diskontere kontantstrømmene fra driften med avkastningskravet på netto driftskapital, og da finne nåverdien av netto driftskapital. Superprofitt- og superprofittvekstmodellen brukes altså på samme måte slik som i egenkapitalmetoden, bare med et annet utgangspunkt (Knivsflå, 2022, F.17).

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ eller relativ verdivurdering er en verdivurderingsteknikk som baserer seg på å sammenligne verdien på samme type eller liknende typer eiendeler eller selskap for å komme frem til verdien på en eiendel eller et selskap. Komparativ verdivurdering blir ofte referert til som en markedsbasert verdsettelsesteknikk, og kommer av at komparativ verdi må observeres. For å gjennomføre en komparativ verdsettelse gjøres det gjennom henholdsvis multiplikator- og substansverdimetoden. Multiplikatormodellen innebærer at egen- eller selskapskapitalen

sammenlignes med verdiene på egen- eller selskapsverdien til tilsvarende selskaper i samme bransje. Substansverdimodellen tar utgangspunkt i nettoverdi av eiendelene og korrigerer for gjelden til selskapet (Knivsflå, 2022, F.23).

3.1.2.1 Multiplikatormodellen

Verdsettelsen tar utgangspunkt i multipler som multipliseres med et tall i resultatoppstillingen eller balansen, sysselsatt kapital eller egenkapital. Det kan gjelde tallene i resultatoppstillingen slik som EBITDA, EBIT, omsetning og resultat etter skatt. Formålet er å estimere nåverdien av fremtidige kontantstrømmer gjennom prisen på andre selskaper, der hvor markedet har estimert en verdi på fremtidig kontantstrøm. Man forutsetter at det samme forholdet mellom verdi og faktor skal gjelde for det gitte selskapet (Koller et al., 2020).

En fordel med multiplikatormodellen er at den er lett å ta i bruk og krever relativt få ressurser og lite tid for å gjennomføre (Damodaran, 2011). Metoden kan også klassifiseres som en markedsutledet metode ved at man som output får et estimat på hva eiendelene kan selges for i dag, i motsetning til når feilprising blir korrigert mellom markedsverdi og fundamentalverdi av markedet. Ulempen med metoden knyttes til det manglende fokuset på underliggende forhold, ved for eksempel å identifisere hva som er unikt med det spesifikke selskapet. Det kan også være utfordrende å finne fungerende komparative selskaper (Kaldestad & Møller, 2016).

Nye multipler kommer stadig på banen, derfor vil det være viktig å avdekke hvilke multipler som passer for de ulike bransjene. Eiendelene i balansen til OLT er målt til virkelig verdi, derfor vil multipler som tar utgangspunkt i balanseverdier være med å gi gode prediksjoner. Dette vil gjelde multipler slik som pris/bok og pris/NAV for balanseorienterte multipler (Kaldestad & Møller, 2016).

3.1.2.2 Substansverdimodellen

Etter denne metoden sammenligner man eiendelene til en virksomhet med estimert salgsverdi på tilsvarende eiendeler fratrukket netto rentebærende gjeld og latent skatt (Kaldestad & Møller, 2016). Når det gjelder OLT, benytter selskapet denne metoden, i form av yieldmetoden.

Substansverdi = Salgsverdi av eiendeler – Markedsverdi av gjeld – Latent skatt

I og med at metoden kun fokuserer på selskapets eiendeler, mangler det en vurdering av prosessene og aktivitetene i selskapet. Jo flere immaterielle eiendeler et selskap har desto vanskeligere blir det å finne gode sammenlignbare selskaper og verdier. Immaterielle eiendeler er blant annet humankapital, strukturkapital og relasjonskapital, hvor det da gjennom substansverdimetoden er en fare for undervurdering av verdien til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016).

Substansverdimodellen pålegger en identifisering av alle eiendeler og gjeld og har en salg- eller markedsverdi som man kan observeres eller lett estimeres gjennom å sammenligne med lignende eiendeler og gjeld. Metoden er mest aktuell dersom viktige eiendeler har tydelige sammenlignbare verdier, hvor det eksempelvis er i bransjer som eiendom eller shipping (Knivsflå, 2022, F.23). Det er derfor aktuelt å benytte denne metoden som et supplement til vår verdivurdering av OLT.

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Verdsettelsesteknikken er en utvidet form av fundamental verdivurdering hvor fleksibilitet er bygget inn. I noen tilfeller kan risiko være en fordel, altså gi en fleksibilitet, ved at man kan avvike fra forventet utvikling. (Knivsflå, 2022, F.24). Selskapsverdien til et selskap som opererer med realopsjoner er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario i lagt til verdien av fleksibilitet (Kaldestad & Møller, 2016):

$$\text{Verdi} = \text{Statisk verdi} + \text{Nåverdien av særlig fleksibilitet}$$

Fleksibilitet innebærer at man har muligheten til å utsette, utvide eller skrinlegge et gitt prosjekt. Å verdsette realopsjoner kan gjøres gjennom binomisk tilnærming eller ved “*Closed-Form American Call or Put Approximation Equations*” (Knivsflå, 2022, F.24).

Opsjonsbasert verdivurdering vil ikke være aktuell i denne oppgaven i og med at det er vanskelig å estimere inputs og bransjen bør være preget av volatilitet og binomiske utfall. Metoden brukes heller som et supplement til andre metoder.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

I det følgende kapittel, kommer vi til å argumentere for hvilken metode og teknikk vi kommer til å benytte oss av i forbindelse med verdivurdering av OLT. For å begrunne valget bør vi legge til grunn tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet, samt bransje og fase i livssyklusen (Kaldestad & Møller, 2016). Vi velger å utelukke «tid til disposisjon» og «krav til pålitelighet» da det er lite relevante å diskutere i en masteroppgave.

3.2.1 Tilgang på informasjon

For å kunne vurdere verdien av et selskap, er det essensielt at man har tilgang på rikelig og korrekt informasjon om både selskapet OLT og eiendomsbransjen, inkludert komparative virksomheter. Årsaken til at dette er viktig, er at verdien på selskapet skal fastsettes på et grundig faktabasert grunnlag, og inneholde minst mulig usikkerhet. Altså skal mest mulig relevant informasjon tas i betraktning, slik at verdien på selskapet blir mest mulig sikkert, og da relevant i en eventuell bruk av verdivurderingen (Kaldestad & Møller, 2016).

OLT publiserer ikke bare årsrapporter, men også kvartalsrapporter. Dette innebærer at offentligheten får tilført kunnskap og informasjon om OLT fire ganger i året, i tillegg til den årlige årsrapporten om konsernets posisjon. Graden av informasjon øker ytterligere gjennom OLT sin *webcast* hvor det er mulighet for offentligheten å stille spørsmål. I tillegg til års- og kvartalsrapportene, utarbeider og publiserer Olav Thon Gruppen sine egne bærekraftsrapporter, dette for første gang i 2013. Rapportene utarbeides i tråd med GRI-standardene (Olav Thon Gruppen, 2020). I nyere tid har OLT selv besluttet å presentere bærekraftsrapporter angående sin virksomhet.

På bakgrunn av mengden med informasjon om konsernet som helhet, eiendomsbransjen og sammenlignbare virksomheter, legger dette et godt grunnlag for å benytte seg av fundamental verdsettelse som verktøy for å vurdere verdien av OLT.

3.2.2 Kjennetegn ved bransjen

Kapitalkrevende bransje

Eiendomsbransjen er en kapitalkrevende bransje. For de som er i bransjen krever det mye kapital for å kunne operere, spesielt på et nivå slik som OLT befinner seg på. Innen utleie av eiendom, er det et behov for at utleier først har ervervet eiendommen. Altså må aktørene slik

som OLT plassere kapitalen i eiendommene, finansiert med egenkapital og/eller belånte midler, for å kunne skape sine inntekter.

Likvide eiendeler

Substansverdimetoden er mest egnet dersom man opererer i et likvid marked. Markedet for næringseiendom er svært likvid i visse tider. Det kan argumenteres for at markedet er likvid i sentrale områder som Oslo sentrum. Kjøpesentersegmentet vil trolig ikke være like likvid da det blir utført færre kjøp og salg av slik eiendom enn næringseiendom. Likevel har handelseiendom gjort det godt og vil da trolig fremstå som et attraktivt investeringsobjekt. Næringseiendom utgjør en fjerdedel av eiendelssiden til OLT og kan derfor gjøre det aktuelt å bruke substansverdimetoden.

Yield

Yield blir brukt for å beregne verdien av næringseiendom. For å beregne yield deler man nåværende leieinntekter på virkelig verdi for eiendommen (Kaldestad & Møller, 2016, s.329). Dette gir den løpende direkteavkastningen dersom man korrigerer for eierkostnader. Yield eller "prime yield" er en internrente og vil være den avkastningen investor kan forvente, basert på observerte transaksjoner. "Prime" knyttes til den delen av markedet med lavest risiko, klassisk referert til CBD-området. Lavere yield gir høyere verdianslag for eiendommen (Revfetm, 2017). Yield kan brukes som et sammenligningsgrunnlag for ulik eiendom og benyttes som et supplement ved verdivurdering av eiendom.

Komparative selskaper

Det foreligger flere selskaper i Norge som opererer innenfor eiendomsbransjen og er notert på Oslo Børs. Derimot er det ingen børsnoterte virksomheter som er like diversifiserte i sin eiendomsportefølje, og samtidig har sammenlignbare markedsandeler innenfor satsningsområdet til OLT, kjøpesentereieendom. Det er mulig at det gjør det vanskeligere å sammenligne OLT opp mot spesifikke virksomheter. Likevel, anses ikke dette som noen spesiell stor utfordring, da de komparative virksomhetene, sammen med OLT utgjør gjennomsnittsvirksomheten i eiendomsbransjen, en representativ virksomhet som består av fire børsnoterte virksomheter som alle opererer innenfor eiendomsbransjen. På grunnlag av at ulikhetene mellom de komparative virksomhetene er såpass store med tanke på satsningsområde, anser vi det som lite gunstig å benytte oss av komparativ verdivurdering.

3.2.3. Fase i livssyklusen

For å kunne velge korrekt metode for å verdsette OLT, er det hensiktsmessig å fastsette hvilken fase i livssyklusen OLT befinner seg i. Dersom selskapet er i oppstartsfasen, eller ser på fremtidig vekst, er det mye som argumenterer for at vi bør ta scenarioverdivurdering av OLT. Dette er en metode som man benytter i forbindelse med den store usikkerhet forbundet med fremtiden. Derimot, vurderer vi OLT til å være i en moden fase da de har operert i flere tiår innenfor det markedet som de i dag er i, og det foreligger heller ingen signaler på at de skal endre retning. Altså, anser vi OLT som et modent konsern, og da har tilbakelagt den største veksten.

Det kommer av Damodaran (2012) at det må forventes at et selskaps eiendeler skal kunne generere kontantstrømmer på kort sikt, for at det skal være mulig å kunne gjennomføre en fundamental verdivurdering. Dette faktum underbygger det at vi skal foreta en fundamental verdivurdering, da de fleste, om ikke alle eiendelene til OLT kommer til å generere kontantstrømmer på kort sikt.

3.2.4. Konklusjon om valg av metode

Basert på tilgangen på informasjon, kjennetegn ved bransjen og fase i livssyklusen kan man konkludere med at fundamental og komparativ verdivurdering er de mest aktuelle metodene for å verdsette OLT. Fundamental verdsettelse reflekterer de underliggende verdiene og fremtidsutsiktene til OLT best mulig. Derav blir denne metoden brukt som hovedmetode, hvor vi tar i bruk både egenkapital- og selskapskapitalmetoden, ved hjelp av fri kontantstrømmodellen, for å verdsette egenkapitalverdien til OLT.

Imidlertid er fundamental verdivurdering sensitiv for input og forutsetninger satt. Vi skal også sette et fokus på usikkerheter ved våre estimer spesielt knyttet til punkttester. Slike estimat benyttes av praktiske og matematiske formål, men gir ikke alltid det beste beslutningsgrunnlaget. For å øke påliteligheten til verdierestimater benytter vi derfor både fundamental og komparativ verdivurdering. Dette vil også presisere hvordan metodene verdsetter selskapet.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Rammeverket for *fundamental verdivurdering* består av fem essensielle steg (Penman, 2010). I de neste avsnittene skal vi gå gjennom hvert enkelt steg. Under dette delkapittelet kommer vi til å presentere de fem ulike stegene, og hva som inngår de enkelte stegene. I tillegg til at fundamental verdivurdering, består i henhold til Penman (2010) av fem ulike steg, er det noen av stegene som består av flere deler.

3.3.1 Strategisk analyse

Den første delen omfatter den *strategiske* analysen av de underliggende økonomiske forholdene. Årsaken til at det forekommer en strategisk analyse til å begynne med i den fundamentale verdivurderingen, er at vi må kunne forstå både selskapet og bransjen som selskapet opererer innenfor, for å kunne dykke dypere ned i deres regnskapstall (Knivsflå, 2022, F.1).

Den strategiske analysen er i all hovedsak todelt. Den består av en strategisk analyse av selskapet, OLT. Den andre delen består av en analyse av bransjen, her eiendomsbransjen. Totalt sett, skal vi gjennom en analyse av selskapet og bransjen komme frem til hvilken strategisk risiko og fordel som er tilknyttet OLT og eiendomsbransjen (Knivsflå, 2022, F.1).

Utgangspunktet for den strategiske analysen, analyse av bransje og selskapet, er den offentlige informasjonen som man sitter med. Dette inkluderer års- og delårsrapporter, samt annen informasjon som er offentlig tilgjengelig. Informasjonen skal fungere som et bilde av de underliggende økonomiske forholdene både i selskapet og i bransjen. Gjennom analysen av den offentlige informasjonen, bransje- og selskapsmessig, skal det forekomme en dypere innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i både bransje og selskap (Knivsflå, 2022, F.1).

Totalt, gjennom den strategiske analysen, skal vi skape en dypere innsikt i de underliggende forholdene i OLT, samt eiendomsbransjen. Dette før vi skal ta fatt på det finansielle regnskapsmaterialet.

3.3.2 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen er det andre steget i rammeverket for fundamental verdsettelse. De underliggende økonomiske forholdene skal være avbildet gjennom års- og delårsrapporter, samt annen tilgjengelig offentlig informasjon dersom det er hensiktsmessig. Dermed er også dette steget avhengig av offentlige tilgjengelige informasjonen som utgangspunktet for analysen (Knivsflå, 2022, F.1).

Regnskapsanalysen i og for seg, er bygd opp gjennom tre ulike steg. (1) trailing og omgruppering av regnskapet for at dette skal kunne analyseres, (2) analyse samt justering av målefeil dersom det befinner seg noen i regnskapene, (3) analyse av relevante forholdstall som omfatter risiko og rentabiliteter (Knivsflå, 2022, F.1).

De tre ulike stegene i analysen av regnskapene, er ment for å skape en dypere innsikt i det som er utgangspunktet, de underliggende økonomiske forholdene (Knivsflå, 2022, F.1). Det kommer av Penman (2010) at formålet med å omgruppere balansen, er å finne virksomhetens evne til å generere profitt. Dette gjøres ved å omgruppere balansen til *operasjonelle* og *finansielle eiendeler* og *gjeld*. Nettopp for å se hvor profitten kommer fra. På samme måte, er det hensiktsmessig å omgruppere resultatregnskapet i *operasjonell inntekt* og *netto finansielle kostnader*.

3.3.3. Fremtidsregnskap

Det tredje steget i fundamental verdivurdering omhandler fremtidsregnskap, og innebærer at man skal utarbeide en prognose for fremtiden. Grunnlaget for fremtidsregnskapet, og prognosene som en skal utarbeide, er analysen av strategisk risiko og fordel, samt analysen av relevante forholdstall som omfatter risiko og rentabilitet. Altså er grunnlaget det som er gjort i steg én og to. Årsaken til at vi ønsker å utarbeide et fremtidsregnskap, er for å kunne si noe mer om de underliggende økonomiske forholdene til en virksomhet, faktorer som skal være med på å sette en verdi på selskapet (Knivsflå, 2022, F.1).

Prosessen for å kunne skape et fremtidsregnskap og et fremtidskrav, består av to ulike momenter. Vi skal fremskrive den strategiske delen av den tidligere analysen. Vi skal altså fremskrive strategiske faktorer som omhandler risiko og fordeler. Videre skal vi fremskrive de ulike relevante forholdstallene som omfatter risiko og rentabiliteter (Knivsflå, 2022, F.1).

3.3.4. Verdsettelse

Verdsettelse er det fjerde steget i rammeverket for fundamental verdsettelse. Etter å ha gjennomgått steg én til tre, og da foretatt en kvalitativ strategisk analyse, kvantitativ regnskapsanalyse og utarbeidet et fremtidsregnskap av rentabiliteter, risiko og krav, har man muligheten til å utarbeide et fundamentalt verdiestimat for virksomheten, herunder OLT.

Gjennom de tidligere stegene skal de underliggende økonomiske forholdene til OLT og bransjen for øvrig være avbildet og analysert. Grunnlaget for å kunne fastsette et verdiestimat skal være til stede når dette steget i fundamental verdsettelse skal gjennomføres. Det fundamentale verdiestimatet, altså den beregnede verdien, kan benyttes i det påfølgende steget, utarbeide en handelsstrategi.

3.3.5. Handelsstrategi

Det siste steget i fundamental verdsettelse, er å benytte seg av det fundamentale verdiestimatet i praksis. Det innebærer å utarbeide en handelsstrategi med to ulike faktorer, den reelle aksjekursen, og det den estimerte verdien. Det vil være hensiktsmessig at man tar for seg en aksjekurs og verdiestimat som stammer fra samme tidspunkt, for at det skal være mulig å foreta en begrunnet avgjørelse. Avgjørelsen som en her skal foreta seg kommer til å bli påvirket om forholdet mellom verdiestimatet og aksjekursen viser til om selskapet er overpriset eller ikke, og om det er sannsynlighet for om at aksjekursen kommer til å gå opp eller ned i fremtiden, og da, har en informert begrunnelse om han skal foreta seg et kjøp eller ikke. Videre kommer et slikt valg an på hvilken grad av usikkerhet som befinner seg i verdiestimatet (Penman, 2010).

4. Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for den strategiske analysen

Kapittel 4 inneholder det første steget i den fundamentale verdsettelsen av OLT, en kvalitativ strategisk analyse av OLT og eiendomsbransjen. Slik skaper vi et bilde av de underliggende økonomiske forholdene som konsernet befinner seg i, og hvilke innvirkninger de underliggende økonomiske forholdene har på verdiestimatet til konsernet. Resultatene i den strategiske analysen vil være grunnlaget for det tredje steget i fundamental verdsettelse, et fremtidsregnskap av relevante faktorer for OLT.

Essensen i den strategiske analysen er å avdekke den strategiske posisjonen som OLT befinner seg i. Begrepet *strategisk posisjon* omfatter hvilken grad selskapet har *evnen* til å skape superrentabilitet over tid. Superrentabilitet forteller at selskapet vil ha en *rentabilitet*, som ligger på et høyere nivå enn hva kravet for avkastning er (Knivsflå, 2022, F.2). Superrentabiliteten kan skrives på følgende måte:

$$\text{Superrentabilitet} = r - k > 0$$

Superrentabiliteten som i sin helhet utgjør den strategiske *fordelen*, dersom den er *positiv*, kan den deles i to deler. De to delene er den strategiske fordel som stammer fra *bransjen* og den strategiske fordel som stammer fra *selskapet*, henholdsvis bransje- ($r_B - k$) og ressursorientert ($r - r_B$) strategisk fordel. Dersom fordelene er negativ, er det en *ulempe* (Knivsflå, 2022, F.2).

Forklaringen bak uttrykkene er følgende. Ved en bransjeorientert fordel kommer rentabiliteten til bransjen til å være bedre enn bransjens avkastningskrav. Det betyr at bransjen har en fordel ovenfor økonomien som helhet. Betydningen av en ressursorientert strategisk fordel, er at det konkrete selskapet har en rentabilitet, avkastning, høyere enn bransjen som selskapet er en del av. Totalt skaper den bransjeorientert og ressursorienterte strategiske fordelene en positiv superrentabilitet, som kalles for en strategisk fordel (Knivsflå, 2022, F.2). Et mer detaljert uttrykk viser vi på følgende måte:

$$\text{Superrentabilitet} = (r_B - k) + (r - r_B) > 0$$

Superrentabiliteten er kun en strategisk *fordel*, dersom uttrykket totalt sett er *positivt*. Gjennom sistnevnte uttrykk er det mulig å finne ut av hvor den strategiske fordelene stammer fra, via interne eller eksterne strategiske forhold (Knivsflå, 2022, F.2).

I forbindelse med at vi skal avdekke hvor en eventuell superrentabilitet stammer fra i OLT, har vi behov for noen verktøy som kan hjelpe oss med å analysere eiendomsbransjen og OLT separat. Verktøyene som vi kommer til å benytte oss av er en PESTEL-analyse og Porters modell for fem krefter, for eksterne forhold. For de interne forholdene, vil vi benytte oss av SVIMA-rammeverket.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Gjennom analysen av de eksterne forholdene vil vi benytte oss av PESTEL-rammeverket og Porters femkraftsmodell. PESTEL-rammeverket er et flott verktøy til å benytte seg av, da det tar for seg *politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske* faktorer. Alle disse faktorene er forhold som kommer til å ha innvirkning på eiendomsbransjen og kan fortelle oss om lønnsomheten i bransjen (Kaldestad & Møller, 2016).

Det andre verktøyet er Porter sin modell. Rammeverket er med på å skape et bilde om de underliggende økonomiske forholdene i fremtiden. Dette gjennom følgende fem konkurransekrefter. (1) Faren for eventuelle nyetableringer, (2) kundenes forhandlingsstyrke, (3) trusselen fra eventuelle substitutter, (4) leverandørens posisjon og forhandlingsstyrke, samt (5) rivaliseringen blant de konkurrentene som per skrivende stund befinner seg på markedet (Erichsen et al., 2018).

4.2.1 PESTEL

I dette delkapittelet skal vi se nærmere på PESTEL-rammeverket som ble introdusert i kapittel 2, for å avdekke makrofaktorer som påvirker leieprisen og yield. Disse faktorene vil videre være med på å påvirke lønnsomheten i bransjen. Det er derfor hensiktsmessig å avdekke hvilke som har en påvirkningskraft.

4.2.1.1 Politiske faktorer

Reguleringer

Ulike geografiske områder er omfattet av offentlig regulering, spesielt attraktive områder. Konsekvensen for eiendomsbransjen av slike reguleringsplaner, er at aktørene ikke kan utvikle eiendommer fritt etter eget ønske. Følgelig, kommer eiendomsbransjens fremtidige utvikling til å bli påvirket av samfunnets og politikernes ønsker om fremtiden. Da bransjen må forholde seg til strenge retningslinjer for fremtidig utvikling om hva eiendommene skal inneholde, er det hensiktsmessig å hevde at bransjen er strengt regulert og avhengig av offentlige myndigheter. Til gjengjeld, er det hensiktsmessig å hevde at gjennomførte prosjekter fremkommer som mer gjennomtenkte, og kanskje mer beundret av offentligheten. Faktoren anser vi som å representere en ulempe for bransjen som vil øke over tid, da knappheten på lukrativ eiendom vil bli større med tiden. Faktoren bidrar altså til en synkende bransjefordel over tid.

Infrastruktur

Gjennom infrastruktur har politiske avgjørelser mulighet til å legge føringer for verdiutvikling og inntektsgrunnet for bransjen. Dette kan skje gjennom kollektivtransport slik som buss, trikk og bybane. Dersom det er enkelt for offentligheten som benytter seg av kollektivt, å komme seg til eiendommene, vil det argumentere for en høyere eiendomsverdi. I tillegg vil konsumentene kunne konsumere mer gjennom virksomhetene som befinner seg i eiendommer som er lett tilgjengelig. På samme måte, kan aktørene påvirkes negativt dersom slik infrastruktur ikke er tilgjengelig på enkelte eiendommer.

Det kommer videre frem gjennom politiske kanaler at det foreligger et ønske om å kutte utslipp eksempelvis gjennom el-biler fremfor fossildrevne kjøretøy. Det vil da være nødvendig at eiendomsbransjen legger til rette med eksempelvis lading av el-bil ved sine eiendommer. Slik vil det være enklere for konsumentene å besøke eiendommene. Da er det viktig at politiske drivere klarer å sikre tilstrekkelig kraftproduksjon samt trygg leveranse. På kort sikt kan dette være en utfordring for bransjen da slike investeringer er ressurs og kapitalkrevende. Samtidig er det usikkert i hvilken grad det offentlige har evne til å produsere og levere en slik kapasitet. Andre politiske beslutninger slik som krav om betalt parkering utenfor enkelte eiendommer kan gi begrensninger for bransjen. Beslutningene kan skape økt usikkerhet for fremtiden nettopp fordi det offentlige har et ønske om å forbedre situasjonen rundt klima.

Ulike politiske beslutninger kan skape muligheter for bransjen, men slike beslutninger kan også representere trusler for fremtidig drift og utvikling. Basert på fremtidsutsiktene, anser vi argumentene for å representere en historisk fordel for eiendomsbransjen. Samme argumenter taler for at denne fordel vil reduseres over tid. Angående en historisk fordel kommer det spesielt av at det har vært en rivende utvikling som har tatt beslag på frie områder, og en etablering av et solid inntektsgrunnlag. Fremtidige fordeler kan derimot bremses ved knapphet av ressurser. Angående infrastruktur, anser vi det som en mulig begrensning av bransjefordelen på kort sikt, men kan være med på å trekke opp fordelene på lang sikt.

Klima

Grunnet eiendomsbransjens store avtrykk i sammenheng med samfunnets klimaoppfatning, så er det ikke utenkelig at det vil forekomme politiske bestemmelser som kan skape ikke bare trusler, men også muligheter. Dette ser vi allerede antydninger til.

Av EU og Stortingets nye bestemmelser angående taksonomien, kan eiendomsbransjen risikere å få store konsekvenser. På grunnlag av at taksonomien skal gjøre det enklere å klassifisere aktiviteter ut ifra om de er grønne eller ikke, kan dette føre til billigere og dyrere finansiering for eiendomsbransjen. Ved at bransjen er en kapitalkrevende bransje, kan konsekvensene være enorme, positivt og negativt. For deler av eiendomsbransjen kan avgjørelsen skape trusler ikke alle vil være i stand til å endre seg. Dette kan medføre vanskeligheter for å anskaffe kapital, eventuelt medføre kostbar kapital. For andre kan bestemmelsen tilby muligheter, da mer miljøvennlige selskaper og prosjekter kan skaffe mer og/eller billigere kapital.

Bestemmelsene som muliggjør kreditorer å være strengere, samt andre politiske bestemmelser, tyder på at det kan oppstå en redusert bransjefordel på sikt. Det kan også underbygge en antagelse om at det politiske aspektet ser på bransjen som å ha mulighet til å foreta tiltak mot et felles mål for samfunnet. Følgelig taler argumentet for en historisk bransjefordel som anses for å være moderat på kort sikt som går mot å være lav på lang sikt.

4.2.1.2 Økonomiske faktorer

På grunnlag av usikkerhet i norsk økonomi, er det å anta at det er forbundet usikkerhet i forbindelse med inntekts- og kostnadsnivå. Eiendomsbransjen har store beløp bundet i gjeld, noe som medfører store finansielle kostnader i takt med gjeld- og renteendringer. Sammen med høy inflasjon og stigende styringsrente, er det ikke unaturlig å se for seg at

likviditetsreserven til eiendomsbransjen kommer til å reduseres i tiden fremover. Det kan altså oppstå en økende likviditetsrisiko. Følgelig, i en periode med svært lave renter, er det nærliggende å anta at bransjen ha dratt nytte av situasjonen.

Når det er store investeringer, er det egenkapital og store beløp i lånte midler som skal til for å gjennomføre investeringene. På de lånte midlene, kommer kreditor til å kreve kompensasjon i form av renter. Rentene gjennom en låneavtale blir regulert, og da påvirket av Norges Bank sine rentebestemmelser. I slutten av september 2022 er styringsrenten på 2,25 prosent, sammenlignet med 0 prosent noen måneder før. Betydningen er at det er dyrere å ta opp lån, og etablerte lån har blitt dyrere. Følgelig, er det ikke unaturlig at rentekostnadene kommer til å øke i perioden fremover for eiendomsbransjen, spesielt da det er mye utestående gjeld til kreditorer. Vi observerer en økende renterisiko da det kan oppstå situasjoner hvor bransjen, eller deler av bransjen, ikke tåler slike renteøkninger. Derimot ser vi at det er mulig å redusere denne risikoen gjennom renteswapavtaler. For aktører som har hatt slike, kan de allerede nå høste fordelene gjennom å bytte fra flytende til fast rente. På lengre sikt er det naturlig at rentenivået vil reduseres.

Vi anser situasjonen slik at det kommer alltid til å foreligge en renterisiko på lang og kort sikt, fordi at eiendomsbransjen er en kapitalkrevende bransje. På kort sikt er det ventet at rentene kommer til å stige enda litt til gjennom styringsrenten til Norges Bank, noe som kan representere en trussel for bransjen. På lengre sikt, anser vi ikke dette som noen særlig trussel, da Norges Bank skal jobbe mot en langsiktig inflasjon på 2 prosent. Basert på historiske tall, vil det være mulig.

På lengre sikt, angående renterisiko, kan eiendomsbransjen bli påvirket både positivt og negativt av taksonomien gjennom EU og Stortinget. Det vil komme an på villigheten til kreditorene angående utlån i forhold til hvor grønne de spesifikke prosjektene og aktørene i eiendomsbransjen er. Deler av bransjen vil kunne oppleve kostbar kapital mens noen vil kunne oppleve billigere kapital.

På grunn av utenlandske operasjoner og import fra utlandet er eiendomsbransjen utsatt for valutaendringer. For å begrense utredningen tar vi ikke for oss norsk kronekurs mot hver enkelt valuta. Som et alternativ benytter vi oss heller av den importveide kronkursen som kan skape indikasjoner på bransjens kjøpekraft i utlandet. Historisk er kronkursen på et lavt nivå, men dersom utviklingen i 2021 er en indikasjon på fremtiden, vil kjøpekraften forbedres. Her

foreligger det stor usikkerhet da faktorene settes eksternt utenfor bransjen. 2022 er et år som har vist oss at verdensbildet kan endres raskt, og hvordan hendelser kan påvirke norsk næringsliv. Usikkerheten i hvordan utviklingen kommer til å være i forbindelse med valutarisiko anser vi som stor, noe som betyr at det er vanskelig å si noe om hvordan bransjefordelen vil bli påvirket i fremtiden.

Vi har observert at eiendomsbransjen opplevde økt kredittrisiko gjennom pandemien, da inntektsgrunnlaget opplevde utfordringer i forbindelse med restriksjonene. På kort sikt er det ikke utenkelig at en lignende situasjon kan oppstå, på grunnlag av svekket kjøpekraft blant konsumentene og virksomhetene, en konsekvens av økte priser og renter. Dette er faktorer som kan bidra til at leietakere får vanskeligheter med å betjene sine leiekostnader. På lang sikt anser vi ikke kredittrisikoen som betydelig da den i en historisk normalsituasjon har vært tilnærmet fraværende.

Som vi skal komme tilbake til i Porter-analysen, oppfattes eiendomsbransjen som en lukrativ bransje å befinne seg i. Da mange ønsker å befinne seg i bransjen, gjør det at konkurransekraftene øker. Dette tyder på at den historiske bransjefordelen har vært en fordel som andre ønsker å dra nytte av. Den eksisterende fordel vil fortsette, men vil avta over tid, grunnet hardere konkurranse som vil føre til at lønnsomheten i bransjen vil totalt sett falle. Dette taler for en risiko på lang sikt. Vi tolker situasjonen for å gi en moderat bransjefordel på nåværende tidspunkt, slik at den vil reduseres til å være lav på lang sikt.

Under de økonomiske faktorene er det forbundet stor usikkerhet med fremtiden i eiendomsbransjen. Vi anser at eiendomsbransjen kan oppleve at leietakerne kan redusere sine leieinntekter, samt at eiendomsbransjen selv kommer til å få økte kostnader. På grunn av historisk lønnsomhet, samt kunnskap som foreligger, anser vi det ikke som sannsynlig at eiendomsbransjen kommer til å gå særlig tilbake. Vi tolker situasjonen dit at det foreligger en lav trussel på kort sikt som vil øke på lang sikt, spesielt gjennom fremtidige konkurransekrefter. Likevel ser vi at det også er andre faktorer som vil redusere denne risikoen på lang sikt, da økonomien nå befinner oss i en urolig situasjon. Følgelig kan en bransjefordel reduseres marginalt på kort sikt, og deretter få en ytterligere reduksjon på lang sikt.

4.2.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Når det gjelder konsumentenes kjøpekraft er den svakere i perioden vi befinner oss i. Rentene stiger etter en periode med en styringsrente lik null. Videre observeres inflasjonen som *svært*

høy, noe som representerer en høykonjunktur i den norske økonomien. Konsekvensen av svekket kjøpekraft, er at kundene til eiendomsbransjen kan risikere redusert omsetning, da det er mulig at de private konsumentene må prioritere sitt konsum i høyere grad enn tidligere. Følgelig vil aktørene som har omsetningsbaserte leiekontrakter kunne oppleve redusert omsetning selv. Dersom kundene selv må foreta tiltak, eller eventuelt ikke anser det mulig med fortsatt drift, vil det forårsake redusert bransjefordel.

Nettoinnflyttingen til relevante områder anser vi som aktuell i forbindelse med demografi og eiendomsbransjen. Vi observerer nettoinnflyttingen i Kristiansand og Bergen som stabil, mens nettoinnflyttingen i Oslo har stupt. Årsaken er færre boende i Oslo-området. Betydningen er færre mennesker som har behov for bolig, færre beboende til fysisk handel og færre har behov for kontor. Bransjens fordel kan da reduseres, men vi anser ikke det som betydelig da vi kun ser en betydelig utflytning i ett år av mange.

Holdninger til faktorer som påvirker eiendomsbransjen, er viktige å ta i betraktning. Det omhandler holdninger til eksempelvis hjemmekontor, samt holdninger til fjernhandel og fysisk handel. Dersom det er ønskelig å øke graden av hjemmekontor, vil behovet for å leie kontorlokaler reduseres. Videre vil økt positivitet til fjernhandel føre til redusert handel fysisk. Dette kan få innvirkninger på eiendomsbransjen gjennom inntekter og verdi. På kort sikt anser vi ikke dette som noen trussel for den delen av eiendomsbransjen som eventuelt blir påvirket. Derimot, på lengre sikt, anser vi dette som en trussel da det ikke er utenkelig at økende fjernhandel kommer til å øke i fremtiden i takt med befolkningsutviklingen samt den teknologiske utviklingen som foreligger på området.

De sosiokulturelle faktorene ser vi ikke på som noen bemerkelsesverdig fare, spesielt på kort sikt. Det som er den største utfordringen på kort sikt, vil være kjøpekraften til konsumentene, men vi anser det som sannsynlig at dette er noe som kommer til å gå over relativt raskt. Videre kommer det til å være behov for kontoreiendommer. Fysisk handel anser vi ikke som umiddelbart truet. For fremtiden, kan eksempelvis logistikkeiendommer overkomme slike utfordringer. Totalt anser vi ikke faktorene for å ha noen innvirkning på bransjefordelen.

4.2.1.4 Teknologiske faktorer

For å se på teknologiske faktorer i et realistisk perspektiv, tar vi for oss hvilken næring eiendomsbransjen blir påvirket av, samt hvordan teknologi kan påvirke bransjen direkte.

Det har vært en rivende teknologisk utvikling på flere områder de siste tiårene, også i eiendomsbransjen. Det forventes at den fremtidige utviklingen også i eiendomsbransjen kommer til å være stor. På lengre sikt kan det foreligge store muligheter i bransjen. Det omfatter muligheter innenfor 3D-printing og nye materialer, som sammen kan skape en mer miljøvennlig bransje gjennom eksempelvis økt levetid og gjenbruk av materialene som inngår i bygg. Slik teknologi kan også være med på å senke utslippene i forbindelse med transport, da store mengder ressurser ikke trenger å transporteres. På grunn av hvor langt utviklingen har kommet, anser vi ikke mulighetene som store på kort sikt. På kort sikt kan eiendomsbransjen heller dra nytte av eksempelvis sensorer som kan være med på å måle ressursforbruk og temperatur, og optimalisere eksempelvis kostnadsnivået. På lengre sikt kan det bidra til økte muligheter for bransjen, som kan være med på å trekke opp bransjefordelen.

Teknologi kan være med på å påvirke kundene til bransjen eksempelvis gjennom fjernhandel eller hjemmekontor. Slik vil eiendomsbransjen kunne bli påvirket indirekte. Gjennom årene har fjernhandel økt, hvor mange var avhengige av et slik alternativ gjennom pandemien. Det kan være hensiktsmessig for en kjøpesenteraktør i fremtiden å ta med i betraktning på hvordan teknologi kan være med på å redusere omsetning i eksempelvis kjøpesenter, mens det er mulig at det blir et stort behov for logistikkeiendom i fremtiden. Denne type teknologi kan altså være en trussel, og bidrar til å redusere bransjefordelen på lang sikt. Likevel kan det foreligge en mulighet på lang sikt, da annen eiendom, eksempelvis logistikkeiendom kan anses som en mulighet.

Totalt, ser vi på teknologien som en kilde til trusler for enkelte deler av eiendomsbransjen, men også en kilde til store muligheter i fremtiden. Truslene kan sees som en kilde til redusert bransjefordel på lang sikt, men at mulighetene er med på å nøytralisere truslene.

4.2.1.5 Miljømessige faktorer

Økt interesse for miljø og bærekraft kan påvirke eiendomsbransjen. I mange tilfeller medbringer det trusler, men det vil også være mulig at faktorene skaper store muligheter fra et slikt engasjement.

På grunnlag av eiendomsbransjens store andel av klimautslipp, foreligger det store muligheter for eiendomsbransjen til å bidra til å senke utslippene som helhet. I tråd med at interessen for bærekraft er stor og fortsatt økende i samfunnet, er det tenkelig at en mer bærekraftig eiendomsbransje kan dra ekstra nytte i form av høyere inntekter fra sine eiendommer.

Gjennom Stortingets vedtak angående taksonomien, kan grønne virksomheter få billigere finansiering og vokse seg videre på slike fordeler, mens virksomheter som ikke er like grønne, kan komme til å få noen hindringer på veien. Dette bidrar til muligheter for bransjen finansielt, ved å stikke seg ut som grønne, sammenlignet med andre bransjer som skal omfattes av taksonomien. På kort sikt er det ikke sikkert at kreditorene er så vågale som det er behov for, mens de kan fremstå som mer komfortable på lengre sikt. Samtidig kan bransjen benytte seg av mulighetene for å dra nytte på lang og kort sikt.

På grunn av det økte bærekraftfokus, er det tenkelig at dette medbringer store trusler for eiendomsbransjen. Likevel er det å tyde at utfordringene kan bidra til muligheter innen bransjen i form av å stikke seg ut som bærekraftige, og da dra nytte av synergiene som skapes av et slikt utgangspunkt, gjennom konkurranse om kapital og markedsandeler.

4.2.1.6 Juridiske faktorer

Dokumentavgiften anser vi som en veletablert avgift som bransjen har taklet godt. Vi ser ikke på dette som noen reell trussel da vi observerer det som vanlig å organisere eiendommene i aksjeselskap, slik at eventuelt salg ikke blir påvirket av dokumentavgiften. Det er fullt mulig at situasjonen kan endre seg i fremtiden, men vi observerer ingen antydninger til det. Det kan være noen situasjoner hvor bransjen skal erverve eiendom at dokumentavgiften utløses, men det anser vi ikke som noen reell trussel. Vi anser ordningen som bransjen har kommet frem til som en reell fordel for bransjen, både på lang og kort sikt.

Opprinnelig kan ikke bransjen fakturere med moms, og kan heller ikke fradragføre inngående moms. Derfor blir dette en ulempe for eiendomsbransjen. Derimot, reduseres denne ulempen betraktelig for bransjen da aktørene frivillig kan registrere seg dersom vilkårene er oppfylt. De aktørene i bransjen som leier ut til avgiftspliktige foretak kan registrere seg på et slikt vis. Følgelig forbedrer det posisjonen til eiendomsbransjen, men er bare en lav fordel som bransjen besitter ovenfor noen få deler av økonomien, da svært mange andre bransjer også omfattes av *Merverdiavgiftsloven*.

Eiendomsskatten er den siste juridiske faktoren som vi anser som relevant. Eiendomsskatten blir betalt av dem som eier eiendommen, og blir betalt til den respektive kommunen. Staten er ikke inndriver. Dette er en essensiell skatt for dem som befinner seg i eiendomsbransjen, da dette er en årlig skatt som må betales bare av å eie eiendom. Et annet viktig moment med eiendomsskatten er geografi, da denne settes individuelt av kommunene selv. Totalt sett anser

vi eiendomsskatten som en faktor som reduserer lønnsomheten i eiendomsbransjen, og kan være en trussel for fremtiden med tanke på verdien som mange eiendommer har. Likevel anser vi ikke skatten som noe truende for bransjen da vi observerer lønnsomhet i bransjen, og det vil være unaturlig at en slik skatt vil øke betraktelig i fremtiden.

Det er ikke å se noen spesifikke fordeler for eiendomsbransjen i forbindelse med de juridiske faktorene annet enn at de har en marginal fordel som *Merverdiavgiftsloven* åpner opp for. Derimot ser vi at det kan være enkelte trusler i forbindelse med de juridiske faktorene. Dette i forbindelse med at vi er i en økonomi som har gått for godt, og at det er mulig at det kommer strengere tiltak, eksempelvis gjennom en økt selskapskattesats og muligens eiendomsskatt i enkelte områder. Likevel anser vi ikke truslene for betydelig for bransjen.

4.2.1.7 Konklusjon PESTEL-analyse

Gjennom PESTEL-analysen har vi kommet frem til flere muligheter og trusler angående eiendomsbransjen som OLT er en del av. Angående politiske faktorer, så foreligger det økt interesse for bærekraft, det gjelder også de miljømessige faktorene. Vi ser at det har vært en rivende utvikling som taler for en historisk bransjefordel som vil fortsette på kort sikt. På lang sikt, anser vi det som sannsynlig at politiske reguleringer vil kunne begrense den fremtidige veksten, slik at bransjefordelen anses for å være lav på lang sikt. Politiske bestemmelser som forekommer på grunnlag av klima tyder på samme konklusjon for bransjefordelen.

Det foreligger usikkerhet i forbindelse med de økonomiske faktorene i fremtiden med tanke på inflasjon, økte renter og pris på kapital, samt økende konkurransekrefter som vil kunne slå negativt ut økonomisk for bransjen. Vi anser ikke de sosiokulturelle faktorene som noen trussel på kort sikt annet enn redusert kjøpekraft blant konsumentene. Derimot kan det legge grunnlaget for endringer på lengre sikt. Det kan bidra til trusler for noen, mens det kan representere muligheter for andre.

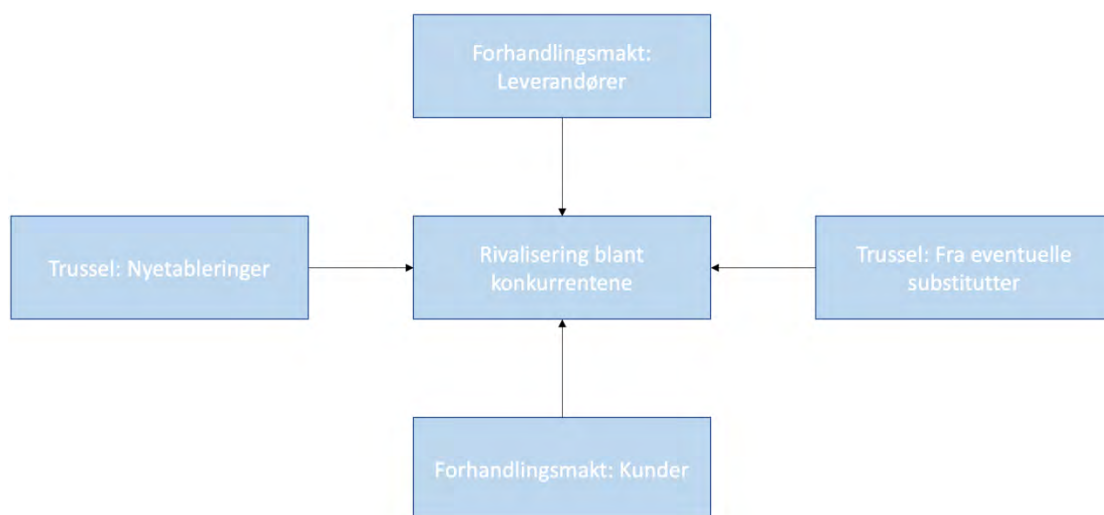
De teknologiske endringene som påvirker eiendomsbransjen, ser vi på som en trussel som kan redusere bransjefordelen på lang sikt. Likevel observerer vi at det foreligger store teknologiske muligheter som kan bidra til å redusere truslene. Økende fokus på miljø og bærekraft, fører til behov for omstilling og endring. Taksonomien vil kunne bidra til en redusert bransjefordel dersom kreditorene benytter hjelpemidlene til å stille strengere krav og da benytter muligheten til å tilby kostbar finansiering til dem som ikke er bærekraftige. Likevel, kan taksonomien bidra til at bransjen stikker seg ut, og da oppfattes som mer lukrativ dersom bransjen og

kreditorne selv benytter mulighetene som taksonomien gir. Videre bidrar *Merverdiavgiftsloven* til en marginal bransjefordel.

Totalt sett ser vi altså at de ulike faktorene er noe overlappende i den grad av at miljø, kapital og økonomi ofte henger sammen i eiendomsbransjen. Totalt sett ser vi at faktorene taler for en total bransjefordel. Av argumentenes art, tolker vi bransjefordelen for å være moderat på kort sikt, og gå mot å være lav på lang sikt. Argumentene har ikke talt for at bransjen har hatt eller skal ha en ulempe.

4.2.2 Porters modell for fem konkurransekrefter

Michael Porter publiserte en teori som var ment som et verktøy for å skape et bilde av de ulike konkurransekraftene i en bransje. Modellen heter Porters femkraftsmodell. Ved å benytte modellen kan vi skape et bilde av hva som driver konkurransen, samt hvordan fremtidsutsiktene er (Investopedia, 2022). Modellen har følgende utforming:



Figur 4.1: Porters modell for de fem konkurransekraftene (Lien et al., 2017, s. 116)

Modellen er et rammeverk som fokuserer på verdikapring fremfor verdiskapning gjennom fem ulike konkurransekrefter. Det innebærer at modellen ser på hvordan aktørene kan kapre verdi i den eksisterende eiendomsbransjen, fremfor å skape verdi og utvide eiendomsbransjen (Lien et al., 2017). Dette anser vi som hensiktsmessig, da vi ser på eiendomsbransjen som en moden bransje, selv om det på sikt vil kunne være mulig å skape verdi eksempelvis gjennom miljø og bærekraft.

4.2.2.1 Risiko for nyetableringer

Den ene konkurransekraften er faren for nyetableringer i bransjen. I forbindelse med den fremtidige konkurransen og fremtidige etableringer i eiendomsbransjen, er det hensiktsmessig at vi ser på hvilke inngangsbarrierer som foreligger, og hvordan lønnsomheten fremstår.

Det foreligger et stort behov for kapital for å kunne drive innen eiendomsbransjen. For å kunne drive utleie av eiendom er det hensiktsmessig at aktøren har ervervet eiendommen(e) finansiert med egenkapital og store mengder lånt kapital. For å bli en reell konkurrent for de store virksomhetene i eiendomsbransjen, kreves det derfor betydelig kapital. Naturligvis er det høye inngangsbarrierer for å etablere seg i eiendomsbransjen. Det kan vi eksemplifisere gjennom Balders bud på Entra som skulle være på minst 36,9 milliarder norske kroner (Bøhren, 2021). At en investor ønsker å investere et slikt beløp i bransjen tyder på at bransjefordelen historisk har vært en fordel, og at investorene er optimistiske for fremtidens eiendomsbransje. Argumentet taler altså for at fordelene vil fortsette stabilt. Samtidig vil en slik interesse kunne bidra til å redusere en fremtidig bransjefordel dersom det kommer inn nye aktører i bransjen. Dette gjennom at økt konkurranse kan føre til en lavere avkastning. Den historiske fordelene anser vi som å være moderat, og vil fortsette på kort sikt. Videre tolker vi situasjonen slik at bransjefordelen vil reduseres mot å være lav på lang sikt.

En annen faktor som påvirker faren for inntrengere, er den observerte lønnsomheten. Dersom lønnsomheten oppfattes som høy, er faren for inntrengere høye. Det ser vi gjennom Balders planlagte bud på Entra. Historisk sett har eiendom blitt ansett som gode investeringer, dette av to årsaker - verdistigning og inntektsgenererende (Bolig og Fritid, 2020). Det underbygger en klar historisk bransjefordel. I dette ligger det at vi gjennom historien har sett at eiendom har steget i verdi, noe som kan anses som ønskelig for utenforstående investorer. Det andre som ligger i dette, er at investeringene som stiger i verdi genererer inntekter, og kan skape en omfattende virksomhet. Vi anser det som høyst ønskelig for investorer å komme seg inn på eiendomsmarkedet, nettopp på grunn av lønnsomheten. Følgelig taler det for en bransjefordel som vil reduseres på lang sikt, nettopp på grunn av konkurransekraftene som kommer med nye aktører i bransjen.

Kunnskap er et viktig moment som påvirker faren for inntrengere. I mange av de etablerte aktørene i eiendomsbransjen, er det ansatte og styremedlemmer med lang erfaring. Omfattende erfaring blant de etablerte aktørene, kan være med på å redusere risikoen for inntrengere, da eventuelle inntrengere ikke har samme kunnskapsnivå. Eksempelvis ble OLT

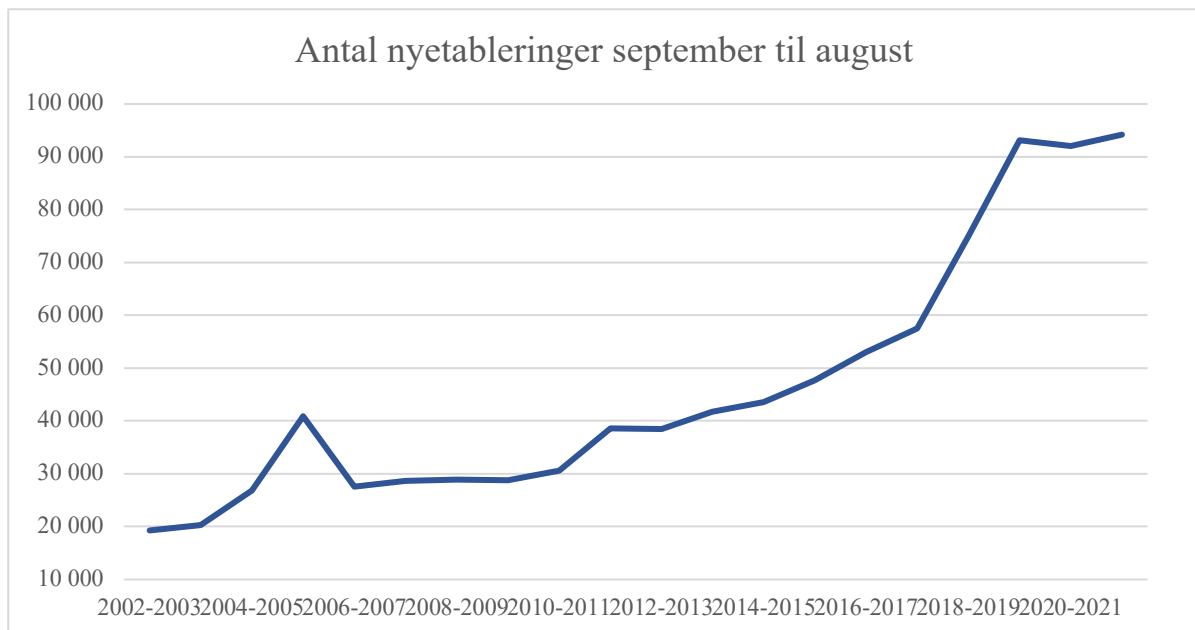
etablert i 1982, Entra i 2000, Castellum i 1993 og Citycon i 1988. Det høye kunnskapsnivået kan tale for en positiv historisk bransjefordel. Som vi senere skal komme tilbake til angående kunnskapsnivå, kan den imiteres også av andre. Dersom utenforstående aktører kommer seg inn i bransjen, kan kunnskap som kilde til bransjefordel bidra til en redusert bransjefordel på sikt. Vi tolker argumentet for å gi en noe synkende bransjefordel på sikt.

Totalt i forbindelse med trusselens fra inntrengere, anser vi det som høyst ønskelig for utenforstående å komme inn i eiendomsbransjen, noe som kan bidra til økt konkurranse i fremtiden, og igjen bidra til redusert lønnsomhet på sikt. I kontrast, anser vi det som utfordrende å komme inn i eiendomsbransjen, spesielt på grunn av behovet av kapital, selv om vi ser at store aktører er villige til å komme med store summer for å kapre eierandeler hos konkurrentene. Angående kunnskap i bransjen, anser vi ikke den som for høy til å være for hinder for andre, selv om at individuelle aktører kan dra nytte av overlegen god kunnskap. Vi tolker konkurransekraften for å være så sterk at den er med på å trekke ned den eventuelle bransjefordelen. Totalt sett anser vi situasjonen til å ha en moderat bransjefordel som vil fortsette på kort sikt. På lang sikt, vil konkurransekraftene kunne redusere fordelene til å være positiv, men lav.

4.2.2.2 Forhandlingsstyrke - Kunder

En annen konkurransekraft som kan skape et bilde av konkurransesituasjonen er forhandlingsstyrken til kundene. Det er derfor hensiktsmessig å studere forholdet mellom tilbud og etterspørsel av eiendom. Samtidig vil prisene på eiendom være et viktig moment. Dersom bransjens kunder etterspør mer enn hva bransjen har mulighet til å tilby, er det nærliggende å tro at kundenes forhandlingsmakt reduseres. Til sammenligning øker kundenes forhandlingsmakt i en situasjon der tilbyderne tilbyr mer enn hva kundene etterspør (Erichsen et al., 2018).

Totalt sett har bransjen svært mye eiendom som tilbys markedet. Samtidig observerer vi at det også er stor pågang for å leie eiendom. Vi observerer tilbudet som høyt, men at etterspørselen er større, selv om at det observeres marginal ledighet i eiendomsmarkedet. Grunnlaget for den store etterspørselen ser vi av følgende graf. Grafen inkluderer alle nyetableringer hvor naturligvis mange vil ha behov for eiendom til virksomhet sin.



Figur 4.2: Totale nyetableringer i perioden 2002 til 2022. Frekvens: september til august.

Utviklingen er over antall nyetableringer som har kommet i perioden 2002 til 2022. Av grafen observerer vi at det stort sett har vært en økning i antall registrerte virksomheter. Vi har ikke korrigert for om alle trenger lokaler eller ikke, men det er en figur som forteller at det har vært en betydelig utvikling, og mange av de registrerte vil ha behov for å leie lokaler. Vi har ikke samme indikasjoner på at eiendomsmassen har økt i samme grad. Betydningen i så fall er at tilbudet er lavt i forhold til etterspørselen av eiendom, noe som igjen betyr at kundenes forhandlingsmakt ikke er stor. Følgelig taler dette for en bransjefordel, spesielt i tråd med at reguleringer og arealbegrensninger setter begrensninger på fremtidig utvikling.

På grunnlag av usikkerheten som befinner seg i samfunnet, er også fremtidsutsiktene viktig å ta i betraktning. Mange har gjort det godt, noe som er en av årsakene til inflasjonsnivået og stigende renter. Det er ikke utenkelig at mange kommer til å få en tøffere hverdag fremover. Følgelig er det tenkelig at det vil forekomme noen konkurser blant kundemassen til bransjen. I så tilfelle vil etterspørselen av eiendom gå ned, som kan styrke forhandlingsmakten til de gjenværende kundene. Vi anser ikke dette som noen særlig utfordring for bransjen da det ikke er indikasjoner på betydelig reduksjon i antall aktører i næringslivet foreløpig.

Et annet moment i forbindelse med hvilke kunder man har, omhandler offentlige eller private virksomheter. Det offentlige er ofte sett på som mer solide kunder enn privat næringsliv, da de besitter et viktig samfunnsansvar og da har offentlige midler i ryggen. Slike kunder i

eiendomsbransjen anses som å ha høyere forhandlingsmakt nå og i fremtiden. Entra har en god del offentlige kunder, men anses ikke for å være representativt for *bransjen* som helhet.

Selv om bransjen ikke har mange offentlige aktører, består kundemassen av andre samfunnskritiske aktører slik som apotek og Vinmonopolet. Slike kunder anses som lukrative da de tiltrekker seg mange konsumenter. Samfunnskritiske virksomheter vil kunne øke sin forhandlingsmakt ovenfor eiendomsbransjen, da de kan anses som store kunder. På kort sikt anser vi ikke det som noen trussel da slike eksisterende kunder vil ha kostander ved å bytte lokale. Likevel ser vi at på lengre sikt kan forhandlingsmakten øke.

Avslutningsvis, velger vi å anse kundenes kortsiktige forhandlingsmakt som lav på kort sikt, og er noe stigende på lang sikt. Det innebærer at vi anser kundenes forhandlingsmakt for å bidra til en moderat bransjefordel på kort sikt, men som vil synke på lang sikt.

4.2.2.3 Forhandlingsstyrke - Leverandører

I forbindelse med leverandørenes forhandlingsmakt, er det to ulike ting som kan diskuteres. Foreligger det mange leverandører å velge mellom, eller har leverandørene mulighet til å levere produktene direkte til kundene og unngå dette mellom leddet (DigitalNorway, 2021).

Bransjens aktører har tilsvarende strategier; erverve, utvikle og eie eiendom. Strategien innebærer flere ulike forretningsområder, som betyr at de krever flere ulike leverandører. Da oppreisning, vedlikehold og drift av eiendom krever innleie av mange ulike leverandører.

Bransjens lange tilstedeværelse medbringer en rekke erfaringer og et omfattende nettverk av samarbeidspartnere, herunder leverandører. Det er å anta at bransjen har flere leverandører som de kan velge mellom i forbindelse med ulike prosjekter i fremtiden. Da bransjen er stor og utviklingen har vært betydelig over tid, tolker vi forhandlingsmakten til leverandørene som reduserende til fordel for bransjen.

Et annet viktig aspekt ved leverandørenes forhandlingsmakt er *kapitalmarkedet*. Som følge av en kapitalintensiv bransje, vil det være noen som må levere kapitalen. I forbindelse med kapitalbehovet forekommer det store kostnader, dette i form av renter som kommer frem gjennom finansielle kostnader. I mange tilfeller vil slike kostnader være en stor andel av de totale kostnadene til bransjen. Kreditorne er ute etter gode investeringsmuligheter og god sikkerhet. Som konsekvens vil kreditorne konkurrere seg imellom for å stille kapital til rådighet. Om et lån blir billig eller dyrt, vil fremtidig usikkerhet være et essensielt element. I

den forbindelse er det hensiktsmessig å se på historisk soliditet i bransjen. Solide virksomheter med god betjeningsevne er mer lukrative investeringsmuligheter, noe som er med på å redusere forhandlingsmakten til leverandørene. For fremtidig utvikling har virksomheter behov for slik kapital, som igjen øker forhandlingsmakten til kreditorene.

Vi opplever at forhandlingsmakten til leverandørene av kapital vil øke i fremtiden på grunnlag av taksonomien som er i ferd med å etableres. Årsaken er at kapitalleverandørene kan stille høyere krav, nettopp fordi at det er enklere å måle aktørene i eiendomsbransjen enn før, og da implementere faktorer i vurderingene deres som omfatter bærekraft. Da kun noen bransjer er berørt taler dette for en redusert fremtidig bransjefordel. Likevel er det sannsynlig at det fremdeles vil forekomme konkurranse i kapitalmarkedene, noe som får positive konsekvenser for eiendomsbransjens.

Historisk er det forbundet stor sikkerhet i forbindelse med investeringer i eiendom. Det kommer av karakteristikkene til investeringsobjektet. Det er solide objekter som ikke forsvinner og det er objekter som kan skape kontantstrømmer for å dekke lånebetingelsene. Kreditorenes forhandlingsmakt vil derav reduseres, nettopp fordi usikkerheten som kreditorene skal kompenseres for, reduseres.

Som nevnt består leverandørmassen av ulike bransjer. Leverandørenes forhandlingsmakt vil reduseres ved at etablerte samarbeid anses for å være en fordel for bransjen. På kort sikt vil leverandørenes forhandlingsmakt for å være lav. Likevel ser vi at på lengre sikt, vil fordelene være stigende, spesielt på grunn av bærekraftaspektet som bransjen må håndtere. Dette taler for en lav bransjefordel på lang sikt, og derav en moderat bransjefordel på kort sikt.

4.2.2.4 Trussel fra substitutter

Et substitutt er et produkt fra en annen industri som skal tilby konsumentene en lignende opplevelse lik det produktet som du selv tilbyr. Et substitutt er altså ikke samme produkt som eiendomsbransjen tilbyr, men skal dekke samme behovet (Strategic CFO, 2013). Under vil vi gå nærmere inn på om det foreligger noen trusler for eiendomsbransjen og deres lønnsomhet gjennom et substitutt.

Alternativet til kjøpesenter er eksempelvis at kundene heller skal drive med netthandel fremfor fysisk handel. Andre alternativer kan omfatte at kundene leier enkeltstående lokaler, eventuelt foretar kjøp av egne lokaler slik at leie ikke blir aktuelt.

Netthandel ville vært et smart alternativ for kundene til eiendomsbransjen, ved at det setter begrensninger for hvilke utgifter de hadde hatt i forbindelse med leiekostnader til alle sine butikker. Under pandemien kunne SSB vise til en sterk økning av netthandel, året etter i 2022, er det registrert korttransaksjoner over nett på hele 51 prosent av total transaksjoner med norsk internasjonale betalingskort (Frøberg & Toraman, 2022). Likevel ser vi at det har oppstått en større interaksjon mellom nett og butikk, og en endring av konseptet kjøpesenter. For at et kjøpesenter skal kunne kapre kunder vil kjøpesentrene måtte tilby et bredt utvalg butikker og andre tjenester slik som restauranter og cafeer, for å bli oppfattet som en tilbyder av andre aktiviteter enn bare handel. Flere sentre er allerede godt i gang her (Prognosesenteret, 2019). Trussel om netthandel er dermed ikke like reell dersom kjøpesentrene klarer å tilpasse seg behovene til forbrukerne.

Et annet alternativ er at kundene leier sine egne enkeltstående lokaler, eksempelvis i bygårder og lignende i sentrale strøk. Vi anser ikke dette som et reelt substitutt for kjøpesentersegmentet, da kapasiteten i slike områder er begrenset i forhold til det eventuelle behovet som skulle vært. Et tredje alternativ er at virksomhetene erverver sine lokaler via kjøp. Enten i slike fellesskap som et kjøpesenter er, eller via enkeltstående lokaler slik som i eksempelvis bygårder. Dette anser vi heller ikke som et reelt alternativ for å være noe substitutt, da det er kapitalkrevende, selv i mindre skala. Vi anser heller ikke tilbudet av slike eiendommer som tilstrekkelig, slik at dette hadde vært vanskelig å gjennomføre i betydelig grad.

Angående kontorlokaler, er det mange virksomheter som har behov for ansatte som benytter seg av kontor. Vi anser hjemmekontor som det beste alternativet i et slikt tilfelle. Det kommer av en undersøkelse gjort av NHO i november 2020 at 2 av 3 bedrifter benyttet hjemmekontor under pandemien. Videre har 50 prosent svart at det har forekommet ledelsesproblemer, nettopp på grunn av at ansatte ikke er fysisk samlet. Det er videre omtrent halvparten av virksomhetene som har blitt spurt som ønsker å videreføre ordningen med hjemmekontor etter pandemien. Det forekommer muligens begrensninger i forhold til eventuelt lovverk som skal regulere bruken av hjemmekontor da dagens arbeidsmiljølov er designet i henhold til den tradisjonelle arbeidsplassen (NHO, 2021). Trusselen anses som lav.

Et substitutt til leiligheter kan være to. Enten at konsumentene kjøper egne boliger i eller utenfor samme geografisk område. Det andre alternativet, er det som nettoinnflytningen til Oslo kanskje beskriver, nemlig det at innbyggerne flytter ut av bransjens satsningsområder.

Totalt sett, anser vi ikke noen særlig trussel fra eventuelle substitutter for det som eiendomsbransjen leverer til markedet, dette spesielt på kort sikt, men også noe lengre sikt. På kort sikt anser vi mangelen for substitutter for å være en god kilde til en bransjefordel. På lang sikt anser vi det mulig at bransjefordelen er lav da trusselen fra substitutter kan øke. Det tilsvarer en noe moderat fordel på kort sikt.

4.2.2.5 Rivalisering i dagens marked

Rivalisering er den femte konkurransekraften som kan skape et bilde av konkurransen i eiendomsbransjen. Her skal vi se på i hvilken rivaliseringsgrad det er blant konkurrentene, samt hva som påvirker rivaliseringen. Vi skal her komme frem til om rivalisering fører til redusert lønnsomhet eller om det er lav rivalisering som gir grunnlag for lønnsomhet.

Antall konkurrenter i bransjen er et essensielt moment. Vi har satt bransjen til å bestå av fire konkurrenter som driver innen ulike eiendomssegmenter. Da de opererer innenfor samme område lokalt og nasjonalt vil det forekomme konkurranse. Følgelig, er det naturlig at de konkurrerer på pris for å kunne fylle opp sine lokaler, ikke bare opplevd kvalitet og bærekraftige kvaliteter. Det hevdes eksempelvis at markedet for næringseiendom er av spredt eierskap med mange aktører (Rosendahl & Finholdt, 2021). Følgelig forekommer det konkurranse for å kunne kapre aktuelle kunder som reduserer aktørenes risiko for å befinne seg i eiendomsbransjen.

Hvor differensierte eiendommene er, er viktig for rivaliseringen mellom aktørene. Årsaken kommer av om konkurrentene konkurrerer med hverandre på pris på eiendommene, eller om de konkurrerer med hverandre i forhold til andre viktige momenter med de respektive eiendommene. Selv om pris er et viktig moment for konkurranse, er også særegne karakteristikk ved eiendommene viktige, også for prisen isolert. Noen i bransjen fokuserer mye på bærekraft som er viktig for noen av kundene, mens andre i bransjen har lokasjon som viktige ressurser for konkurranse. Også standard er et viktig moment for rivalisering.

Det foreligger prognoser for fremtidigpris. Den sier at i sentrale strøk (CBD) kommer eksempelvis prisene til å øke fra 3 000 i 2022 til 3 300 millioner i 2024, men prisene i usentrale strøk kommer til å holde seg konstante gjennom denne perioden (OLT, 2022). Betydningen av prognosene, er at lokasjon er svært viktig for å kunne sette leieprisene, og utviklingen i leieprisene.

Et annet viktig moment i forbindelse med rivalisering er om det foreligger noen avviklingsbarrierer. Høye avviklingsbarrierer gir høyere rivalisering, mens lave avviklingsbarrierer gir lavere rivalisering. Da bransjen er kapitalkrevende, innebærer det at aktørene har mye kapital innskutt i selskapene. Følgelig øker avviklingsbarrierene, og det gir høyere rivalisering. Samtidig observerer vi at mange ønsker å befinne seg i bransjen, eksempelvis gjennom oppkjøp av Entra, som også er med på å trekke opp avviklingsbarrierene da observert lønnsomhet er høy, som igjen medfører økt rivalisering.

Avslutningsvis anser vi rivalisering mellom konkurrentene i eiendomsbransjen som moderat på nåværende tidspunkt, og vil øke med tiden grunnet den predikerte konkurransesituasjonen som kommer av fremtidige inntrengere i bransjen. En annen årsak er konkurranse på pris, samt spesielt de høye avviklingsbarrierene som foreligger. Følgelig taler dette for en lavere bransjefordel på kort sikt som vil bli enda lavere på lang sikt.

4.2.2.6 Konklusjon Porters modell for fem konkurransekrefter

Ved hjelp av Porters femkraftsmodell har vi foretatt en analyse av konkurransen i bransjen. Vi observerer at det er en stor interesse for eiendomsbransjen noe som taler for en historisk bransjefordel. Samtidig taler dette for at investorer har tro på bransjen også i fremtiden. Dersom investorer lykkes med å etablere seg, vil konkurranse kunne skape grunnlag for en synkende bransjefordel. Momentene som kommer frem, anser vi for å begrunne for en historisk bransjefordel som er moderat på kort sikt og synker til å være lav på lang sikt. Selv om noen kunder har forhandlingsmakt, observerer vi at den totale forhandlingsmakten ikke er til stede, noe som taler for en fordel for bransjen. Derimot, har vi funnet at det er sannsynlig at forhandlingsmakten til kundene vil kunne øke på lang sikt. Totalt argumenterer funnene for en synkende bransjefordel på sikt. Mange av leverandørene til bransjen har en liten forhandlingsmakt. Derimot kan kreditorer på sikt ha en økende forhandlingsmakt, som taler for en synkende bransjefordel på lang sikt. På kort sikt ser vi ingen trusler fra substitutter, mens på lang sikt er det mulig at dette kan skje. Det taler for en synkende bransjefordel på sikt. Graden av rivalisering anses for å være moderat, og derav anser bransjefordelen som lav både på kort og lang sikt.

På grunn av lønnsomheten som har blitt avdekket i eiendomsbransjen, kan vi på grunnlag av teori kunne predikere fremtiden på lang sikt, noe som likevel ikke er en fasit. *Mean reversion* er et begrep som forteller at økt lønnsomhet, kommer på sikt til å reversere seg til gjennomsnittlig lønnsomhet (Chen, 2021). Av argumentene som kommer av

konkurranseskraftene i bransjen ser vi totalt en bransjefordel som kan anses for å være moderat nå og på kort sikt, og deretter synke mot å være lav på lang sikt. Basert på vår analyse, anser vi utsagnet til Chen for å være tilfelle for fremtiden til eiendomsbransjen, altså *mean reverting*.

4.3 Intern ressursorientert analyse

Formålet med intern ressursorientert analyse er å identifisere hvilke ressurser selskapet besitter som kan skape et varig konkurransefortrinn (Lien et al., 2017). Begrepet *ressurs* inkluderer alt fra eiendom, teknologi, relasjoner til ansatte, rykte til finansiell kapital. Analysen av ressurser vil bygge på forholdene belyst i kapittel 2.4 og har med hensikt å vurdere hvilke konkurransefortrinn dette kan ha for OLT. Til å identifisere disse fortrinnene drar vi nytte av analyseverktøyet SVIMA, som bygger på VRIO-rammeverket.

4.3.1 Om SVIMA (VRIO)

SVIMA er et akronym for sjelden (S), viktig (V), ikke-imiterbar (I), mobilisert (M) og appropriert (A) (Lien et al., 2017). For at ressursene skal skape et konkurransefortrinn må alle disse kriteriene være oppfylt. Analysen vil være et godt utgangspunkt når man skal vurdere fremtidsutsiktene for OLT og ikke minst for å komme frem til et godt verdiestimat. Nedenfor skal vi presentere hver av kriteriene samt forklare hva som ligger i hvert begrep. Den eventuelle ressursfordelen vil vi på et senere tidspunkt kvantifisere.

Sjelden

En ressurs må være sjelden i den forstand at ressursen ikke er utbredt blant konkurrentene. Dersom ressursen man besitter er lik konkurrentenes vil avkastningen som skapes være lik gjennomsnittlig avkastning. En unik ressurs vil være det optimale, men vanskelig å ikke bare besitte, men også beholde frem i tid (Lien et al., 2017).

Viktig

Ressursene må være viktig for verdiskapingen, altså betydning for bedriftens kostnader og/eller kundens betalingsvillighet. Ressursen anses som viktig dersom den blir brukt til å utnytte muligheter eller til å eliminere trusler blant omgivelsene. Eksempler på slike ressurser er merkevare eller effektivt produksjonsutstyr som konkurrenter ikke besitter (Lien et al., 2017).

Ikke-imiterbar

For å unngå at et konkurransefortrinn kun er midlertidig må ressursen ikke være imiterbar. Man ønsker verken at konkurrentene skal kunne kopiere eller erstatte ressursen med en liknende ressurs. Gjennom begrensning på ressurser slik som tomter i bysentre, juridiske forhold (patenter, konsesjoner og lisenser) og oppbygging av et gitt renommé, kan man unngå at konkurrenter kan imiterer sjeldne og viktige ressurser (Lien et al., 2017).

Mobilisert

En mobilisert ressurs er en ressurs som tas i bruk og utnyttes for å generere økonomiske verdier. For de ressursene som har de overnevnte kjennetegnene, må ressursene mobiliseres for å kunne skape et konkurransefortrinn. Det kan gjøres gjennom produktmarksstrategier, og sørge for at andre ressurser ikke utligner fortrinnet. Dersom ressursene ikke mobiliseres, vil de ikke kunne skape et grunnlag for lønnsomhet over gjennomsnittet i bransjen ((Lien et al., 2017).

Approprierbar

Det siste kriteriet for at en ressurs skal gi varig konkurransefortrinn omhandler at verdien som blir skapt er approprierbar. Uttrykket dreier seg om at den økonomiske verdien skapt av ressursen tilfaller selskapet og ikke andre interessenter som ledere, ansatte eller leverandører. Det kan oppstå dersom ressursene er riktig priset og anskaffelsesprisen reflekterer de fremtidige inntektene. I slikt tilfelle vil unormal verdiskapning tilfalle selgeren av ressursen. En annen grunn til at andre aktører kaprer verdien kan oppstå ved at forhandlingsmakten varierer og dermed blir kapret av leverandører, kunder eller ansatte (Lien et al., 2017)

4.3.2 Leietakere

Sjelden

Leietakeren for aktørene i næringsseiendom er helt essensielle i og med at det er de som skaper for inntekter på eiendommen. OLT har stort sett leietakere som selv er næringsdrivende. Entra kan vise til gjennomsnittlig lengst kontraktlengde blant bransjen for næringsseiendommene, mens Citycon og Castellum er med å trekke ned. Selv om kontraktlengden til OLT ligger over snittet anser vi ikke kontraktlengde som en sjelden ressurs.

Når det gjelder utleiegrad viser nyere tall at OLT har en lav ledighet. Likevel ser vi at bransjen stort sett har en høy utleiegrad, og Entra har over et lengre tidsrom kunne vise til en lav ledighet i byggene sine. Således om OLT ligger godt over snittet regnes ikke ressursen som sjelden da bransjen i gjennomsnitt har en høy utleiegrad. Vi kan dermed ikke konkludere med at leietakere er en sjelden ressurs for OLT, men kan likevel være kilde til en begrenset ressursfordel da OLT har markert seg på et høyere nivå enn bransjen.

Viktig

Gjennom OLT sin strategi er det klart at leietakere er essensielle da denne går ut på å erverve, utvikle og eie eiendom. Kundemassen vil være av stor betydning for å kunne drifte og forvalte eiendommene da det er kundene som bidrar til en forutsigbar og varig kontantstrøm. Det blir dermed fornuftig å konkludere med at leietakerne til OLT er en viktig ressurs.

Ikke-imiterbar

Leietakere kan selv velge hvem de ønsker å signere kontrakt med, dermed kan leietakerne lett kopieres av de andre aktørene i bransjen. Hadde OLT besittet en lengre kontraktstid enn resten av bransjen kunne man konkludert med at det ville vært vanskelig å imitere kundene deres på kort sikt. Men i og med at flere aktører ikke har skapt en lojal kundebase kan man fastslå at OLT sine leietakere er imiterbar, slik at vi anser faktoren for være en kilde til redusert ressursfordel på lang sikt.

Mobilisert

Leietakerne er av en økonomisk verdi for OLT da det er disse som tar i bruk eiendommene og betaler for leie for å oppholde seg der. Gjennomsnittlig har OLT leiekontrakter som er lengre enn bransjen og tilsier at kundene er villig til å benytte seg av lokalene lengre enn hva konkurrentenes kunder gjør. Det er en fordel dersom kundene ønsker å fornye kontrakten for å spare kostnader knyttet til å finne nye leiekontrakter. Dette kan man oppnå ved å praktisere høy kundetilfredshet. OLT har selv uttalt at leietakertilfredshet er betydningsfullt for strategien deres. Totalt er leietakerne en mobilisert ressurs da virkning på den økonomiske verdien er stor, slik at vi anser faktoren for å være en god kilde til ressursfordelen til OLT.

Appropriierbar

For OLT tilfaller verdien av leietakerne fullt og helt selskapet. Ressursen skaper leieinntekter som kommer av forvaltning av eiendomsporteføljen. Ressursen er dermed appropriierbar og underbygger vårt syn om at leietakerne er en kilde til ressursfordelen til OLT.

4.3.3 Miljøfokus

Sjelden

OLTs fokus på miljø er blitt satt på agendaen det siste året, ved at selskapet har utarbeidet egen bærekraftstrategi. Selskapet kan også vise til sin deltakelse i FN's Global Compact nettverk. Av bransjen er det kun Castellum som kan vise til et medlemskap her. OLT ser likevel ut til å være sent ute med satsningsområdet, hvor blant annet Entra siden 2007 har drevet sin miljøsatsing og kapitalisert på dette. Også blant kjøpesenteraktørene er OLT ikke først ut med en slik tankegang. Citycon har satt fokus på bærekraftig drift i flere år allerede og jobber mot mer ambisiøse mål enn hva OLT kan vise til. I dagens lys er ikke et fokus på miljø særlig unikt og noe et hvert selskap har gjort seg opp en formening om. Vi ser trolig mot en fremtid hvor bærekraftstrategi vil være obligatorisk for hvert selskap. Det er derfor ikke å anse miljøfokuset til OLT som en sjelden ressurs. Heller kan det argumenteres for at en sen tilnærming mot en bærekraftsstrategi kan lede til en ulempe for OLT, da en slik implementering forventes av ledende selskaper blant store deler av samfunnet. Synet mange vil kunne sitte igjen med retter seg mot at OLT «henger etter» resten av bransjen, og kan derav påvirke helhetsinntrykket av konsernet. Faktoren anser vi for å bidra til å redusere ressursfordelen til OLT, både på kort og lang sikt.

Viktig

Miljøfokus som ressurs viser seg å være en fordel når det kommer til kundenes betalingsvilje. Leietakere blir nemlig villig til å betale mer i leie dersom bygget er miljøsertifisert, samtidig vil det gjøre bygget mer attraktivt å inngå en leiekontrakt med selskapet (Grønn Byggallianse, 2022). Betalingsvilligheten for miljøsertifiserte bygg er altså høyere, og gir en god indikator på at miljøfokus er et viktig fokusområde til kunde. Miljøfokus er derfor en viktig ressurs.

Ikke-imiterbar

Miljøfokus gjort til en standard for de fleste bedrifter, og er derfor heller ikke utenkelig at miljøsertifiserte bygg blir en standard i bransjen. Selv om OLT har kommet langt med miljøsertifisering og har opprettet egen bærekraftstrategi vil det være mulig for konkurrenter å imitere atferden. Følgelig kreves det investeringer for å få bygg miljøsertifisert og produsere bærekraftsrapporter. Likevel vil økt investeringskostnad kunne jevnes ut ved reduserte driftskostnader. Miljøfokus er med det ikke å anse som en ikke-imiterbar ressurs for OLT, og med det ikke en bidragsyter til en ressursfordel.

Mobilisert

I og med at miljøsertifiserte bygg oppnår en høyere leiepris enn bygg som ikke er det, vil det kunne være et bevis på at miljøfokus er mobilisert. Samtidig kommer det ikke tydelig frem hvordan kundene responderer på OLT sin bærekraftstilnærming. Følgelig kan det virke positivt da leiekontraktperioden ofte ligger over snitt for bransjen og tyder på at kundene ønsker lengre samarbeid med selskapet. Om det er knyttet til OLT sine bærekraftstiltak er mer uvisst og kan dermed bli for vagt å konkludere med at miljøfokus bringer frem økonomisk verdi. Likevel har det betydning for leieprisen og vi velger derfor å anse OLT sitt miljøfokus som delvis en mobilisert ressurs.

Approprierbar

Bygg som er miljøsertifiserte, skaper høyere leie hvor premiumen havner hos byggherren. Selv om flere frykter at implementering av slike prosesser koster mer enn å sette opp et konvensjonelt bygg, kan Grønn Byggallianse avkrefte at forholdene nødvendigvis er slik (Grønn Byggallianse, 2022). Høyere leiepris, men lik kostnad vil selvsagt fremdrive en meravkastning, til alle bygg får denne sertifiseringen. Midlertidig tilfaller verdien OLT og ressursen kan altså kalles approprierbar.

4.3.4 Kompetanse

Sjelden

I en bransje som eiendom er det ikke uvanlig at ansatte har lang erfaring og høy utdanning. Slik sett er det vanskelig å avgjøre om kompetanse som ressurs er sjeldent. På tross av dette kan OLT vise til en markedsledende posisjon i kjøpesentersegmentet og besitter dermed et

konkurransefortrinn sammenlignet med lignende aktører. Ikke minst har selskapet vært en del av markedet i 40 år og vil trolig ha skapt verdifulle forhold med samarbeidspartnere, både kunder og leverandører, samt kunnskap om markedet.

Videre kan man trekke frem eierforholdet i selskapet. OLT er tross alt eid av Olav Thon Gruppen. Olav Thon Gruppens ledende rolle i hotellmarkedet har gjort Thon til et kjent navn rundt hele Norge og også flere land i Europa. Thon Hotels kan også vise til bemerkelser som Norges mest bærekraftige merkevare i 2020. Konsekvens av følgende bemerkelser kan overføres til OLT og man skal ikke se bort i fra at det er en liberal informasjonsflyt mellom selskapene. Det er dermed ikke urimelig å anse kompetanse som sjelden for OLT, og derav bidrar sterkt til en ressursfordel ovenfor bransjen.

Viktig

Det kommer av OLT sin strategi at å erverve, utvikle og eie eiendommer med sentral beliggenhet er hva selskapet kontinuerlig jobber for (OLT, 2022). Det vil være essensielt å besitte kompetanse på disse områdene for å kunne lykkes med strategien. OLT fremhever videre at det forretningsmessig har de som mål å oppnå maksimal vekst i egenkapital per aksje. Samlet kreves det kompetanse som virker kostnadseffektiv og inntektsskapende. Det er derfor å anse kompetanse som en viktig ressurs for OLT som bidrar til en ressursfordel.

Ikke-imiterbar

Å få opparbeidet seg riktig kompetanse kan være tid- og ressurskrevende. Utdannelse og kursing krever tid og ressurser, og er ofte noe arbeidsgiver må tilrettelegge for. I og med at OLT besitter lang erfaring innenfor kjøpesenterbransjen vil dette ikke være kunnskap som lett kan kopieres. Likevel står de ansatte fritt til å velge arbeidsgiver selv og en reell fare er det for ansatte kan tilfalle en konkurrent. I slike tilfeller bør det eksistere kontrakter som forhindrer ansatte i å bruke konfidensiell informasjon hos konkurrerende selskaper. Kompetanse som ressurs kan av den grunn delvis ikke imiteres, og bidrar ikke like sterkt til en ressursfordel. Forholdene anser vi som en kilde til en lavere ressursfordel på lang sikt.

Mobilisert

Kompetansen OLT innehar må altså være med å skape økonomiske verdier for at ressursen skal gi varig fortrinn. En måte å sette dette i perspektiv på er å se på kvaliteten på eiendommene OLT setter opp. Tilstanden på byggene deres vil kunne reflektere hvilken kunnskap og erfaring

de ansatte hos OLT besitter. Ved at selskapet oppnår høye inntekter og lav ledighet i byggene tyder dette på at kvaliteten er synlig hos kundene deres. Kvalitet på resultatet som fremvises til offentligheten reflekterer ofte hvilken kunnskap som ligger i bunnen. En kan derfor si at OLT innehar en kompetanse som skaper økonomiske verdier gjennom leveranse av kvalitet på byggene. Likevel vil vi bemerke at slik kvalitet kan fremstå som kostbart, da slitasje på kjøpesentre er stor grunnet stor tilstrømning av konsumenter. Samtidig vil kunnskap bidra til å holde slike kostnader på et akseptabelt nivå. Totalt ser vi at kompetanse er en ressurs som er mobilisert og bidrar til en ressursfordel.

Approprierbar

OLT eier kun den kompetansen knyttet til merkevaren sin. Når det gjelder kompetansen hver ansatt sitter med er den ikke eid av OLT på samme måte. Når en ansatt slutter, vil den kunnskapen ofte være tapt dersom det ikke foreligger tilstrekkelig kunnskapsdeling underveis i arbeidsforholdet. Kompetansen til de ansatte og den økonomiske gevinsten som det kan bringe med seg vil kun komme OLT til nytte dersom de ansatte har lojalitet overfor selskapet. I så fall er ressursen approprierbar, men forsvinner dersom de ansatte ikke lenger er lojal. Det kan av den grunn være vanskelig å påstå at kompetanse er en approprierbar ressurs over et langsiktig perspektiv. Kompetanse er derfor en delvis approprierbar ressurs for OLT som vi anser for å være en kilde til en redusert ressursfordel på lang sikt.

4.3.5 Tilgang på finansiering

Sjelden

OLT har fått tildelt en kredittrating fra Moody's på Baa2 og øker derav muligheten for finansiering. Selv om dette fører til en god tilgang på kapital, gjør det ikke at OLT skiller seg fra bransjen sådan. Flere av aktørene har bedre eller lik kredittrating, noe som indikerer at OLT fremstår gjennomsnittlig. Kredittratingen kan anses som en standard i bransjen og derfor ikke sjelden, og følgelig ikke bidrar til verken en ressursfordel eller -ulempe.

Ut fra bransjetall kan OLT vise til lav gjeldsandel. Forskjellen er likevel marginal og vil trolig kunne utkonkurreres av de andre aktørene da dette er et forholdstall som vil variere fra år til år. Samtidig vil forholdet avhengig av andre aktører slik som långivere og aksjonærer, og dermed ikke forhold som lett kan påvirkes av selskapet selv. Ressursen lav gjeldsandel fremstår av den grunn som *delvis sjelden* for OLT, og bidrar da til en ressursfordel for OLT.

Viktig

Eiendomsbransjen er en kapitalintensiv næring, hvor det kreves store investeringen for å generere inntekter. Ved å oppta lån gir det selskap muligheten til å finansiere prosjekter mye raskere og slik sett øke fortjenesten derav. Gjeld kommer med en risiko, av den grunn pleier ofte investorer og långivere å favorisere selskaper med lav gjeldsandel (Investopedia, 2022). Lav gjeldsandel gir en indikator på om selskapet har muligheten til å betale tilbake gjelden sin. Høyere gjeldsandel enn bransjen kan skape problemer med å anskaffe ny kapital. Følgelig er den lave gjeldsandelen å anse som en viktig ressurs for OLT. Vi anser faktoren for å være en kilde til ressursfordel på kort sikt.

Ikke-imiterbar

De andre aktørene i bransjen kan vise til god kredittrating og vil kunne dra nytte av godene. I tillegg til finansiering gir høy rating tilgang til billigere finansiering. Selv om det er vært diskutert følgene av høy gjeldsandel, vil det likevel være en fordel å ta opp lån da det kan fremme økonomisk vekst gjennom gearing. Dette så lenge gjeldsbetalingen ikke overskrider kontantstrømmen generert av investeringen. Men skal et selskap redusere sin gjeldsandel kreves det at lån betales ned. Et slikt tiltak nødvendiggjør det enten salg av eiendom eller øke fortjenesten. Av den grunn anses det ikke som umulig å redusere gjeldsandelen, men det kreves definitivt et sterkt initiativ og betydningsfulle tiltak for å oppnå. Lav gjeldsandel vil dermed delvis være mulig å imitere, men kun under de rette forutsetningene. Forholdene er da med på å redusere den totale ressursfordelen på sikt.

Mobilisert

Da kredittrating knyttes til billigere finansiering og lett tilgang til det, vil ressursen være knyttet til å skape økonomisk verdi. Den lave gjeldsandelen til OLT kan vise til at selskapet oppnår gode nok resultater til å kunne betale ned gjeld og styrke egenkapitalen som igjen kan bidra til økte investeringer og økt soliditet i selskapet. Samlet sett kan vi derfor konkludere med at ressursen er mobilisert, og bidrar til en ressursfordel.

Approprierbar

Det er liten tvil om at fordelene med lav gjeldsandel og god kredittrating tilfaller selskapet selv. Slike vilkår vil også komme aksjonærene og långivere til gode, som igjen vil gjøre det lettere for selskapet da ny kapital skal anskaffes i fremtiden. Vi kan dermed konkludere med at lav

gjeldsandel og god kredittrating er en approprierbar ressurs for OLT, og følgelig bidrar til en ressursfordel.

2.3.5 Beliggenhet

Sjelden

OLT besitter flere sentrale kjøpesentre i Norge, men konsernet har få kjøpesentre i bykjernen. De mest sentrale sentrene er eid av mindre kjøpesenteraktører. Blant konkurrentene har også disse god beliggenhet. Som nevnt i delkapittel 2.4.5 vil størrelsen på kjøpesentrene ha betydning for hvor sentralt de kan ligge. Av den grunn er det ikke en stor ulempe at sentrene ikke alltid ligger i bykjernen, så lenge de er mulig å nås med kollektivtransport. Vi observerer at OLT sine eiendommer er lett tilgjengelige for allmenheten. Det kan vi eksemplifisere gjennom Lagunen Storsenter som ligger utenfor bykjernen i Bergen, men er lett tilgjengelig gjennom bybanen. Et annet element knyttet til beliggenhet vil være tilstedeværelsen i satsningsområdene sine. OLT kan dra en fordel her i og med at de har stor spredning rundt om landet for kjøpesentrene sine, samt at de har flere kjøpesentre i de største byene i landet. Vi anser dermed ressursen til OLT som sjelden, og bidrar sterkt til en historisk ressursfordel som fortsetter på sikt.

Viktig

Ofte blir det nevnt hvordan beliggenhet er nøkkelen til verdifulle eiendommer. Da dette ofte er tilfellet for de fleste eiendommer fører beliggenhet til høyere leieinntekt for eiendommer med god lokasjon. Ikke bare vil man kunne ta en høyere leieinntekt for slike eiendommer, men i tilknytning til kjøpesenterdrift vil flere besøke et sentre hvor det er lett å komme seg til og fra. Derav øker omsetningen. Et siste punkt som understreker viktigheten av god beliggenhet for OLT er begrenset antall eiendommer i et område. Spesielt i Oslo-området kan nye reguleringer gjøre det vanskelig å bygge i visse områder. Dette vil øke etterspørselen etter eiendom enda mer og skape press på både eiendomsprisene og leieinntektene. Det er derfor rimelig å anse beliggenhet som en viktig ressurs som OLT besitter ovenfor bransjen.

Ikke-imiterbar

I og med at det kun finnes en av hver eiendom vil det alltid være et begrenset antall eiendommer på et område. Det vil dermed være vanskelig å imitere beliggenhet. På grunn av en sentraliseringstrend vil det være et stort trykk på de største byene. Konsekvensen vil da

være et begrenset antall eiendommer. Slikt sett vil det også føre til at man må legge ut store investeringskostnader for å sikre seg sentral beliggenhet. Beliggenhet anser vi som en ikke-imiterbar ressurs. Følgelig anser vi faktoren til å bidra til en ressursfordel for bransjen.

Mobilisert

OLT eier 8 av 10 av de største kjøpesentrene i Norge. Trolig ville ikke sentrene vært så store hadde det ikke vært for den gode tilgangen til lokasjonen. Derav er det rimelig å anta at beliggenhet er en ressurs OLT drar godt nytte av, og bidrar til store økonomiske verdier. Dermed konkluderer vi med at OLT har mobilisert ressursen beliggenhet, som vil resultere i en historisk og fremtidig ressursfordel.

Approprierbar

Den økonomiske verdien skapt av ressursen vil både tilfalle OLT og kundene deres, i form av butikkene i sentrene. Beliggenheten muliggjør for større kundetilstrømming for butikkene som vil føre til en høyere omsetning, samt gir OLT muligheten til å sette en høyere leieinntekt, samt øke inntektene sine gjennom omsetningsbaserte leiekontrakter.

4.3.6 Delkonklusjon SVIMA-analyse

	Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Leietakere	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig (likt) fortrinn
Miljøfokus	Nei	Ja	Nei	Delvis	Ja	Midlertidig (likt) fortrinn
Kompetanse	Ja	Ja	Delvis	Ja	Delvis	Midlertidig, delvis beholdt fortrinn
Tilgang på finansiering	Delvis	Ja	Delvis	Ja	Ja	Midlertidig, delvis beholdt fortrinn
Beliggenhet	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 4.1: Tabellen viser en oppsummering av SVIMA-analysen

Gjennom SVIMA-analysen har vi funnet fem sentrale ressurser for OLT. Kun en av ressursene vil trolig føre med seg et varig konkurransefortrinn. Vi har funnet flere ressurser som bidrar til midlertidige fortrinn. Tilgangen på finansiering har vi kategorisert på denne måten. Ressursen vil være imiterbar, men det vil kreve spesifikke tiltak av de andre aktørene da fordelene kommer av OLT sin gode finansielle posisjon.

Videre i analysen kommer vi frem til at kompetansen OLT besitter kan sees som et midlertidig fortrinn. Fortrinnet kommer at av selskapet drar godt nytte av forholdet til Olav Thon Gruppen og sin ledende rolle innen kjøpesenternæringen. I og med at de ansatte kan kapres av konkurrentene eksisterer det en fare for at kunnskapen kan kopieres på lang sikt. Konklusjonen blir dermed at ressursen kun er midlertidig og kan kopieres av de andre aktører i bransjen. Leietakerne på lignende grunnlag anses som et midlertidig fortrinn. Leietakerne står fritt til å velge lokaler på lang sikt. Selv om de er på kontrakt, vil denne gå ut på et gitt tidspunkt. Utleiegrad og lengde på leiekontrakt til OLT viser seg å bli slått av bransjen, og kan dermed ikke anses som en fordel ut fra bransjesnittet.

Vi har satt OLT sitt miljøfokus til en ulempe på grunnlag av en bransje med stort fokus på miljø. Flere av aktørene i bransjen kan vise til miljørapporter og strategier, samt miljøsertifiserte bygg. I dagens lys er miljøfokus sett på som en nødvendighet og en ulempe dersom det ikke er på plass. På motsatt side har vi karakterisert beliggenhet som et varig konkurransefortrinn ved at ressursen oppfyller alle de nevnte kravene presentert i SVIMA. Beliggenhet er vanskelig å imitere og bidrar til å skape en stor omsetning for OLT.

4.4 Oppsummering av strategisk analyse

Formålet med den eksterne og interne analysen er å kartlegge om OLT har en rentabilitet større enn avkastningskravet. Gjennom PESTEL-analysen får vi avdekket makroforhold som er med å påvirke eiendomsbransjen. Porters sin femkraftsmodell bidrar til å synliggjøre konkurransekraftene i bransjen. På basis av resultatene kan man si noe om bransjefordelen i markedet. Til å evaluere ressursfordelen til OLT har vi tatt i bruk SVIMA-rammeverket. En strategisk fordel blir til dersom bransje og ressursfordelen er positiv.

4.4.1 Bransjefordel

Den senere tiden har medbrakt en økonomi i Norge som har gått svært godt, også eiendomsbransjen. Dette avdekkes gjennom lav arbeidsledighet, nyetableringer, høy inflasjon, samt signaler fra Norges Bank gjennom flere rentehevinger hvor flere av hevingene er ekstraordinære *store*. For bransjen ser vi at det foreligger lave tall angående ledighet, og et rekordhøyt transaksjonsmarked, som forteller oss at aktiviteten i bransjen er stor. Det samme kan sies om interessen for å være i bransjen, knyttet til investeringsvilligheten.

Oppsummering – PESTEL-analysen

Til nå har vi avduket noen relevante faktorer for eiendomsbransjen gjennom PESTEL-analysen. Trusselen fra miljø og bærekraft taler for en redusert bransjefordel på sikt, spesielt gjennom tilgang på billig kapital. Andre politiske beslutninger slik som regulering av ulike områder kan sette klare begrensninger for fremtidig utvikling og vekst, men avhenger av det politiske bildet, samt bransjens evne til å tilpasse seg slike eksterne beslutninger. Tidligere utvikling og reguleringer taler for en historisk positiv bransjefordel. Etablert kollektivtransport og veinett taler for en fordel for bransjen da kunder har lett adgang til bransjens eiendeler.

Adgangen til merverdiavgiftsloven som store deler av bransjen har mulighet til å tilpasse seg, taler for en fordel da mange andre bransjer ikke har anledning til å tilpasse seg på samme måte. Vi observerer også at nettoinnflyttingen i de fleste sentrale områdene er stabile, noe som taler for en fordel. Noe lavere var den i fjoråret da Oslo som et sentralt strøk opplevde en negativ tilstrømming. Den teknologiske utviklingen kan bidra til en økende fordel for bransjen på lang sikt, men er noe usikkert. Bransjen anses for å være solid og har evnen til å tåle motgang på kort sikt, noe som absolutt taler for en kortsiktig fordel. Den solide bransjen i dag, kan tyde på at den historiske bransjefordelen har vært positiv. Videre har vi avduket en betydelig trussel som omfatter det politiske aspektet, arealplanlegging. Sentrale tomter er det ikke mange av, og mange er allerede utviklet. Dersom det politiske bildet er restriktive for fremtiden, tyder det på utfordringer i forbindelse med fremtidig vekst. Vi anser faktoren for å redusere bransjefordelen spesielt på lang sikt. Totalt, observerer vi at faktorene avduket med PESTEL-analysen taler for en historisk fordel for bransjen. Samtidig tyder det på at fordelene vil avta frem i tid.

Oppsummering - Porters fem konkurransekrefter

Gjennom analysen av konkurransekraftene har vi kommet frem til at det har vært en historisk bransjefordel. Oppsummert anser vi en moderat fordel på kort sikt og en lav fordel på lang sikt. Fordelen kommer spesielt frem gjennom stor investeringsinteresse i bransjen. Samme konkurransefaktor anser vi som en årsak til at bransjefordelen vil reduseres til å være lav på lang sikt, nettopp fordi at konkurransen anses for å være økende i fremtiden. Videre har bransjen en fordel gjennom den lave forhandlingsmakten til kunder og leverandører, nettopp fordi det foreligger gjensidig avhengighet. Videre anser vi taksonomien som en kilde til redusert bransjefordel på sikt da kreditorene som leverandør vil få økt forhandlingsmakt. Det

kommer av at taksonomien konsentrerer seg på noen få bransjer inkludert eiendomsbransjen og derfor ikke næringslivet som helhet. Siden vi ikke anser substituttene som en snarlig trussel for eiendomsbransjen, anser vi faktoren for å bidra til fordel for bransjen, spesielt på kort sikt. Videre anses rivaliseringen for å være moderat og taler derfor for en lavere fordel for bransjen.

Oppsummering - bransjefordel

Oppsummerende, har vi kommet frem til at eiendomsbransjen opererer med en moderat fordel. Fordelen anses ikke som å være verken spesielt høy eller lav. På lengre sikt anser vi omstendighetene for å skape en lav fordel for bransjen, spesielt da bransjen kan påvente store endringer i forhold til bærekraft samt interessen for eiendomsbransjen som vil kunne øke konkurransen i bransjen. Sistnevnte faktor taler også for at bransjefordelen er så absolutt til stede på nåværende tidspunkt. En annen faktor som er med på å bidra til at bransjen har en moderat fordel på kort sikt, er at de er godt etablerte i sentrale strøk, hvor eventuelle trusler på sikt, ikke vil påvirke bransjen på kort sikt. At bransjen har hatt en historisk fordel kan oppsummeres gjennom at samfunnet har behov for slike aktører, noe som de ledende aktørene har dratt nytte av.

4.4.2 Ressursfordel

Fra SVIMA-analysen har vi funnet at OLT har et varig konkurransefortrinn knyttet til beliggenhet, og konsernet kan vise til fire midlertidige konkurransefortrinn. Disse fortrinnene er knyttet til kompetanse, tilgang på finansiering, leietakere og miljøfokus.

Selskapet har vært en del av bransjen i 40 år og har tilegnet seg kunnskap som har gjort til de til Norges største kjøpesenteraktør. Kompetanse som fortrinn er likevel midlertidig da mye av kunnskapen sitter hos de ansatte og krever aktive tiltak for å holde på kompetansen. Imidlertid har selskapet en fordel knyttet til finansieringen av selskapet. Lav gjeldsandel virker svært positivt utad, men fordelene er likevel marginal og faren for at selskaper med bedre finansieringsvilkår er til stede. Det er heller ikke utenkelig at OLT vil få en økende gjeldsgrad på sikt dersom de må foreta særlige tiltak angående bærekraftaspektet. Leietakere utgjør et midlertidig konkurransefortrinn. Stor del av kundemassen til OLT vil kunne bli preget av eventuelle konjunktursvingninger. Som konsekvens ønsker ikke leietakerne å inngå for lange leiekontrakter. Selv om ressursen er vanskelig å imitere på kort sikt, er det tvilsomt at kundenes lojalitet er så sterk at ikke ett bedre kontraktstilbud lar seg friste.

Oppsummert anser vi OLT til å ha en moderat ressursfordel på kort sikt. Posisjonen OLT har i markedet er knyttet til beliggenhet, kunnskapsbasen oppbygd, samt en god finansiell posisjon. Grunnet arealbegrensninger og ekstern påvirkning for fremtidig utvikling, anser vi OLT å ha en betydelig posisjon som er med på å dra ressursfordelen opp. Lukrative eiendeler og en god finansiell posisjon sammen med en robust kunnskapsbase anser vi som viktige faktorer slik at OLT vil kunne ha en moderat fordel på kort sikt. Derimot anser vi det mulig for konkurrentene å tilegne seg tilsvarende ressurser på lengre sikt, særlig knyttet til miljøaspektet, samt kunnskaps- og kundebasen. Å drive kjøpesenterdrift er kostbart, noe som gjør at en god del fordeler faller bort her, som annen næringsseiendom heller kan dra nytte av.

4.4.3 Strategisk fordel

Vi skal nå oppsummere den totale strategiske fordel gjennom bransje- og ressursfordel på kort og lang sikt. På kort sikt, anser vi at det foreligger en *moderat* bransjefordel. På lang sikt ser vi at det foreligger en lav bransjefordel gjennom både PESTEL-analysen og Porters femkraftsmodell. Holdt oppe av potensielle muligheter for bransjen på sikt, spesielt innenfor bærekraft.

De fleste ressursene er kun midlertidig og ikke unike sammenlignet med bransjen. På kort sikt har vi konkludert med at OLT har en moderat ressursfordel som på lengre sikt vil trolig avta og føre til en liten ressursfordel, hovedsakelig knyttet til beliggenhet. Gjennom den eksterne og interne analysen blir vår overordnede konklusjon en moderat strategisk fordel på kort sikt og en mindre strategisk fordel på lengre sikt.

I tabellen nedenfor har vi oppsummert ressurs- og bransjefordelen til den totale strategiske fordel. Dette følger av den tidligere matematiske forklaringen under punkt 4.1.

	Kort sikt	Lang sikt
Bransjefordel	Moderat	Liten
Ressursfordel	Moderat	Liten
Strategisk fordel	Moderat	Liten

Tabell 4.2: Oppsummering av strategisk fordel gjennom bransje- og ressursfordel på kort og lang sikt

4.4.5 SWOT

Den overnevnte analysen ved hjelp av PESTEL, SVIMA og Porters femkraftsmodell vil vi oppsummere i følgende SWOT-rammeverk. Følgelig kommer SWOT-analysen til å være en

oppsummering som har sitt fokus på OLT i forhold til bransjen, samt eventuelle faktorer som også omfatter bransjen som helhet. Rammeverket tar utgangspunkt i fire ulike faktorer, Styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T) (Erichsen et al., 2018).

I den påfølgende tabellen presenterer vi våre funn. Tabellen baserer seg på de overnevnte funnene som vi har gjort oss gjennom kapittel 4, og er med det ikke en detaljert presentasjon av verken OLT eller eiendomsbransjen.

(S) Styrker	(W) Svakheter	(O) Muligheter	(T) Trusler
Solid kapitalstruktur i form av relativ lav gjeldsgrad	Kapitalkrevende ift. fremtidig utvikling	Forbedret ressursbruk gjennom teknologisk utvikling	Høy inflasjon som har skapt grunnlaget for stigende styringsrente
Kundenes og leverandørenes lave forhandlingsmakt	Står for en betydelig andel av klimagassutslippene	Taksonomien - billig kapital	Strengt regulert ift. videre utvikling
Høy kompetanse	Avhengig av private konsumenter	Konsumentenes fremtidige holdninger	Økende kredittrisiko
Tilgang på finansiering	Lite historisk fokus på bærekraft	Økende bærekraftsfokus	Taksonomien - kostbar kapital
Høye inngangsbarrierer		Utvikling av kollektivtransport	Konsumentenes fremtidige holdninger
Beliggenhet			Rivalisering gjennom høye avviklings-barrierer
			Oppkjøpsaktivitet

Tabell 4.3: Oppsummering av eiendomsbransjen og OLT – SWOT

Gjennom SWOT-analysen får vi et bilde av konsernets strategiske risiko. OLT opererer med en solid kapitalstruktur og en høy kompetanse innenfor kjøpesentersegmentet. Konsernet har et godt rotfeste i hele landet, og drar fordeler av kjøpesentre med god beliggenhet. Likevel er bransjen avhengig av konsumentenes holdninger og sterkt påvirket av renteendringer. Spesielt knyttet til bærekraft må bransjen regne med endringer i forhold til reguleringer og forventninger. OLTs tilgang på finansiering vil gjøre det lettere å overkomme potensielle endringer rundt samfunn og forbruker. Det samme vil gjelde trusselen knyttet til oppkjøpsaktivitet. Overordnet tyder det på at OLT sammenlignet med resten av bransjen besitter flere muligheter for en rentabilitet større enn forventet. Faktorene som er avduket i SWOT-analysen er med på å underbygge hvorfor vi anser det som sannsynlig at OLT vil ha en moderat ressursfordel på kort sikt som vil avta til å være lav på lang sikt, noe som også gjelder for bransjefordelen. Dette er noe som vi skal se nærmere på i de neste kapitlene.

5. Rammeverk og praktiske valg

Kapittelet består av den kvantitative analysen av årsregnskapene og relevante kvartal- og delårsrapporter. Sammen med den kvalitative analysen, vil regnskapsanalysen skape en dypere innsikt i de underliggende økonomiske forholdene. Slik vil vi på grunnlag av historiske regnskapstall kunne skape et bilde av den nåværende finansielle posisjonen.

Vi har delt kapittel 5 opp i følgende deler; presentasjon av historiske regnskapstall, trailing av årsregnskapet for 2022 og omgruppering av regnskapstallene. Deretter vil vi foreta oss en analyse av målefeil, og en eventuell justering dersom det er hensiktsmessig. Avslutningsvis vil vi innlede forholdstallsanalysen som vi i et senere kapittel vil gå grundigere gjennom.

5.1 Rammeverk og praktiske valg

Det følgende delkapittelet inneholder en kort presentasjon av regnskapsanalysen sitt rammeverk, samt hvilke praktiske valg vi foretar oss angående analysen. Slike valg inkluderer de *komparative selskapene* med valg av *analyseperiode* og *nivå* for analysen.

5.1.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å komme frem til noen mål på den strategiske risikoen, samt, slik som i den strategiske analysen, et mål på den strategiske fordelene. Som vi presenterte under kapittel 3.3.2, vil regnskapsanalysen i rammeverket for fundamental verdivurdering, bestå av tre ulike steg, (1) trailing og omgruppering av regnskapet for at det skal kunne analyseres, (2) analyse samt justering av målefeil dersom det befinner seg noen i regnskapene, og (3) analyse av relevante forholdstall som omfatter risiko og rentabiliteter (Knivsflå, 2022, F.3).

Steg 1: Trailing av årsregnskap

Trailing av årsregnskap innebærer å lage et estimat på det fullstendige årsregnskapet for 2022 på grunnlag av historisk publiserte regnskapstall (Knivsflå, 2022, F.3). Vi har tilgjengelig ikke-reviderte kvartalsrapporter for første og andre kvartal 2022, samt årsregnskap og årets fire kvartalsrapporter for de historiske regnskapsårene for OLT. Basert på regnskapene skal vi utarbeide et estimat for årsregnskapet i inneværende år. Trailingen inkluderer estimat på resultatregnskapet, balansen, endring i egenkapital og kontantstrømoppstillingen.

Steg 2: Omgruppering av regnskapet for analyse

Offentlige publiserte års- og kvartalsrapporter er mindre egnet for analyseformål i forbindelse med en verdivurdering. Slik som vi har beskrevet tidligere, er det nødvendig at vi foretar en omgruppering av balansene og resultatregnskapene, for å kunne analysere regnskapsmaterialet på best mulig måte.

For å skape best mulig utgangspunkt for analysen vår, er det nødvendig at vi omgrupperer regnskapene fra å være *kreditororienterte* til *investororienterte*. Det oppnår vi gjennom å skille regnskapspostene fra å være enten være drift- eller finansrelatert. Vi skiller altså mellom driftsrelaterte og finansielle poster i balansen, og driftsrelaterte og finansielle poster i resultatregnskapet (Penman, 2016).

Steg 3: Analyse og justering av målefeil

Regnskapsreglene som regnskapspliktige benytter seg av, er utformet i tråd med at regnskapsprodusentene må foreta skjønnsmessige vurderinger når de skal presentere den reelle økonomiske situasjonen i den aktuelle virksomheten. Som en konsekvens, kan det forekomme avvik mellom realitet og presentert virkelighet. En annen type målefeil omfatter villedende informasjon i form av manipulering av regnskapene. Begge typene, dersom de forekommer, ønsker vi å korrigere for. I tillegg kan det oppstå en god type målefeil, som vi ikke ønsker å korrigere for, da det er et uttrykk for den strategiske fordelene som eventuelt måtte foreligge (Knivsflå, 2022, F.7).

Steg 4: Analyse av forholdstall

På grunnlag av de tre foregående stegene, skal vi foreta en analyse av enkelte utvalgte forholdstall som vi anser som relevante. Forholdstallene vil omfatte rentabiliteter som skal beskrive avkastningen, samt forholdstall som kan skape et bilde av risikoen.

5.1.2 Praktiske valg

Komparative virksomheter

De komparative virksomhetene som vi skal benytte oss av er presentert i kapittel 2.3. Sammen med OLT, vil de komparative virksomhetene utgjøre den gjennomsnittlige

bransjevirkosomheten. Slik vil vi kunne sammenligne OLT med eiendomsbransjen. Oppsummerende, er de komparative virksomhetene Entra, Castellum og Citycon.

Analyseperiode

Valg av analyseperiode er viktig da det setter tidsspennet for analysen. Hvor lang analyseperioden er, avhenger av hvor relevante historiske tall er. Gjennom OLT sine nettsider, har vi tilgang til års- og kvartalsrapporter helt tilbake til 2012. I tillegg har vi finansielle rapporter for første og andre kvartal, 2022. Tredje kvartal blir ikke publisert før 04. november 2022 (OLT, 2022).

En analyseperiode på 10 år vil ikke være hensiktsmessig da de eldste rapportene ikke vil være relevante for fremtiden. Et relevant alternativ er å benytte seg av 3 historiske årsrapporter da det hadde gitt en redusert arbeidsmengde. Derimot, med tanke på pandemien, er dette ikke et alternativ, da vi også ønsker normalår inkludert i analysen. Dersom vi benytter en periode på fem år, 2017 til 2021, i tillegg til kvartalsrapportene for 2022, vil vi inkludere tre normale regnskapsår pluss to år med pandemi. Samtidig skal vi estimere resultatregnskapet og balansen for 2022, et år med normaliserte tilstander i forhold til pandemien.

På grunnlag av alternativene, og deres konsekvenser, velger vi å benytte en analyseperiode på fem år, 2017 til 2021, pluss 2022.

Analysenivå

Tidligere under kapittel 2.1.3 ble forretningsområdene til OLT presentert som; *eiendomsforvalter, transaksjoner og eiendomsutvikling*. På en side hadde det vært fornuftig å analysere de ulike forretningsområdene separat, for å kunne skape et bilde av de ulike områdene, da det kunne si noe om hva som er lønnsomt og eventuelt ikke. Problemet er at OLT presenterer ikke regnskapsinformasjon for de ulike forretningsområdene separat, og med det, presenterer den sammenlagte informasjonen.

På den andre siden, anser vi det hensiktsmessig å se på OLT som én, da vi anser de ulike forretningsområdene som avhengige av hverandre. OLT avhenger av transaksjoner for å kunne utvikle og forvalte eiendommene, og sammen oppnå det som anses som målet deres; å skape en maksimal vekst i egenkapital, som igjen skal skape en avkastning for investorene som er konkurransedyktig i forhold til sammenlignbare investeringer.

Avslutningsvis består OLT sin eiendomsportefølje av flere ulike segmenter. Det er segmenter som flere aktører i bransjen opererer innenfor. Med det anser vi OLT som sammenlignbar med bransjen, slik at det valgte analysenivået er OLT i sin helhet.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall og trailing av årsregnskapet

Delkapittel 5.2 omfatter en presentasjon av årsrapportene til OLT, samt trailingen av det estimerte årsregnskapet for 2022 sammen med de relevante årsrapportene. Dette vil skje i henholdsvis 5.2.1 og 5.2.2.

5.2.1 Rapporterte tall

Da OLT er notert på børs utarbeider de årsrapportene i tråd med IFRS-standardene som er utarbeidet av IASB - International Accounting Standards Board. Kapittel 5.2.1 inneholder resultatregnskap med tilhørende balanse for perioden 2017 til 2021.

Gjennom analyseperioden har OLT i flere omganger foretatt endringer i hvordan de ønsker å fremstille sine regnskapstall, herunder hvilke linjer de har fremhevet i regnskapene. Den største endringen skjedde fra 2017 til 2018. På grunnlag av noteopplysninger har vi valgt å korrigere årsregnskapet i 2017, slik at vi presenterer årsregnskapene etter én felles standard.

5.2.1.1 Resultatregnskap – OLT – Konsernet

	2017	2018	2019	2020	2021
Leieinntekter	2 770	2 828	2 984	2 962	2 990
Eiendomsrelaterte inntekter	845	874	900	857	939
Eiendomsrelaterte kostnader	-1 155	-1 215	-1 201	-1 112	-1 155
Netto leieinntekter	2 460	2 487	2 684	2 707	2 774
Andre driftsinntekter	193	179	167	148	165
Andre driftskostnader	-160	-159	-157	-151	-154
Administrasjonskostnader	-164	-191	-189	-190	-197
Ordinære avskrivninger og nedskrivninger	-27	-20	-24	-35	-32
Forvaltningsresultat	2 302	2 296	2 481	2 479	2 558
Verdiendring investeringseiendommer	2 216	867	218	-909	1 802
Verdiendring rett til bruk eiendeler	0	0	-14	-12	-12
Andel resultat i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	199	96	213	-22	283
Driftsresultat	4 717	3 259	2 898	1 537	4 631
Finansinntekter	6	8	12	10	118
Finanskostnader	-695	-659	-737	-802	-699
Verdiendring finansielle instrumenter	165	273	164	-407	716
Netto finansposter	-524	-378	-561	-1198	136
Resultat før skattekostnad	4 193	2 336	2 336	338	4 764
Endring utsatt skatt	-595	-148	-259	89	-736
Betalbar skatt	-116	-216	-239	-170	-208
Skattekostnad	-711	-364	-498	-81	-944
Resultat	3 482	2 516	1 838	257	3 822
Andre inntekter og kostnader:					
Poster som kan bli reklassifisert over resultatet i senere perioder:					
Valutadifferanser ved omregning til presentasjonsvaluta	77	-43	-46	165	-103
Sikring av nettoinvestering i utenlandsk virksomhet	-72	42	39	-128	0
Skatt på utvidet resultat	16	-9	-8	28	0
Totalresultat	3 503	2 505	1 822	322	3 720
Resultat tilordnet:					
Aksjonærer	3 406	2 516	1 857	315	3 770
Ikke-kontrollerende eierinteresser	76	-1	-20	-57	53
Totalresultat tilordnet:					
Aksjonærer	3 427	2 505	1 842	379	3 667
Ikke-kontrollerende eierinteresser	76	-1	-20	-57	53

Tabell 5.1: Resultatregnskap for OLT

5.2.1.2 Endring i egenkapital

Beløp i millioner kroner	Aksjekapital	Overkurs	Omregnings- differanser	Opptjent egenkapital	Sikringsreserve	Majoritetsaksjonærene s andel av egekaptal	Ikke-kontrollerende eierinteresser	Sum egenkapital
Egenkapital pr 31.12.2016	106	318	-120	20 565	81	20 950	477	21 397
Resultat				3 406		3 406	76	3 482
Andre inntekter og kostnader			77		-55	21		21
Kjøp av egne aksjer				-100		-100		-100
Aksjeutbytte				-214		-214		-214
Andre endringer				-1		-1	-5	-6
Egenkapital 31.12.2017	106	318	-43	23 655	26	24 062	518	24 580
Resultat				2 516		2 516	-1	2 516
Andre inntekter og kostnader			-43		32	-11		-11
Aksjeutbytte				-233		-233	-24	-256
Andre endringer				-3		-3	2	-1
Egenkapital 31.12.2018	106	318	-87	25 935	58	26 331	496	26 827
Resultat				1 857		1 857	-20	1 838
Andre inntekter og kostnader			-46		30	-15		-15
Kjøp av egne aksjer				-341		-341		-341
Aksjeutbytte				-456		-456	-25	-481
Andre endringer				-10		-10		-9
Egenkapital 31.12.2019	106	318	-132	26 987	88	27 367	452	27 819
Resultat				315		315	-57	257
Andre inntekter og kostnader			165		-100	65		64
Kjøp av egne aksjer	-3			3		0		0
Aksjeutbytte						0	-13	-13
Andre endringer				5		5	3	9
Egenkapital 31.12.2020	104	318	32	27 310	-12	27 752	385	28 136
Resultat				3 770		3 770	53	3 822
Andre inntekter og kostnader			-103		0	-103		-103
Aksjeutbytte				-518		-518	-2	-520
Andre endringer				5		5	1	6
Egenkapital 31.12.2021	104	318	-70	30 567	-12	30 907	436	31 342

Tabell 5.2: Endring i egenkapital for OLT

5.2.1.3 Balanse – OLT – Konsernet

	2017	2018	2019	2020	2021
EIENDELER					
Utsatt skattefordel	412	328	294	326	0
Investerings eiendommer	51 435	53 174	54 037	54 453	56 530
Rett til bruk eiendeler		0	365	347	337
Eierbenyttede eiendommer		193	191	189	187
Varige driftsmidler	99	82	88	73	58
Andeler i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	2 838	2 854	2 914	2 740	3 004
Finansielle anleggsmidler	294	594	592	440	445
Sum anleggsmidler	55 078	57 225	58 482	58 570	60 560
Kundefordringer og andre fordringer	1 050	1 043	1 001	905	992
Bankinnskudd og kontanter	366	305	386	484	448
Sum omløpsmidler	1 415	1 349	1 387	1 388	1 440
Sum eiendeler	56 493	58 573	59 869	59 958	62 000
EGENKAPITAL & GJELD					
Aksjekapital	106	106	106	104	104
Overkurs	318	318	318	318	318
Annen egenkapital	23 637	25 906	26 942	27 331	30 484

Ikke-kontrollerende eierinteressers andel av egenkapital	518	496	452	385	436
Sum egenkapital	24 580	26 827	27 819	28 136	31 342
Utsatt skatt	6 945	7 020	7 250	7 138	7 493
Leieforpliktelse	0	0	360	347	341
Langsiktig rentebærende gjeld	14 135	15 459	16 568	15 470	16 780
Annen langsiktig gjeld	1 566	1 385	1 252	1 406	712
Sum langsiktig gjeld	22 646	23 864	25 431	24 360	25 325
Betalbar skatt	116	219	240	170	209
Kortsiktig rentebærende gjeld	7 578	6 138	4 913	5 533	3 335
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1 573	1 525	1 467	1 759	1 790
Sum kortsiktig gjeld	9 267	7 882	6 619	7 462	5 333
Sum gjeld	31 914	31 746	32 050	31 822	30 658
Sum egenkapital og gjeld	56 493	58 573	59 869	59 958	62 000

Tabell 5.3: Balanseregnskap for OLT

5.2.2. Trailing av årsregnskapet

Inneværende år, 2022T, er definert som år 0. Da vi bare har kjennskap til første og andre kvartal i år 0, må vi utarbeide et estimat for resterende del og følgelig et estimat for årsregnskapet. Dette kan vi gjøre da vi har tilgjengelig kvartalsrapportene fra år $t - 1$, kvartalsrapportene fra 2021. Trailingen vil da være lik

$$Q_{1t} + Q_{2t} + Q_{3t-1} + Q_{4t-1}$$

Uttrykket forteller oss at det estimerte årsregnskapet for 2022, kommer til å bli lik publiserte kvartalsrapporter i første halvdel av 2022, pluss tredje og fjerde kvartal fra året før. Det bemerkes her, at vi bør justere for eventuelle unormale poster som ikke kommer til å representere fremtiden, samt justere for eventuell vekst.

Unormale poster

Unormale poster kan stamme fra enkeltstående hendelser som ikke vil gjentas i fremtiden. Eksempelvis kan det være tap og gevinst ved salg av eiendeler, eller eksempelvis unormalt store andre kostnader eller inntekter i en periode (Knivsflå, 2022, F. 4). Hendelser som forventes å komme tilbake i fremtiden, *normale poster*, er viktig å beholde, da slike størrelser er med på å fortelle noe om fremtiden og den reelle økonomiske situasjonen til OLT.

Justering for vekst

Det er ikke unaturlig at det forekommer endringer fra en periode til en annen. Vi forventer at vi kommer til å justere for vekst dersom vi ser det hensiktsmessig i trailingen av 2022.

Vekstfaktoren er veksten fra første og andre kvartal 2021 til første og andre kvartal 2022. Dersom endringen er unormal stor, bør vi overstyre den da veksten over tid vil være *mean reverting*, altså tilbakevendende til gjennomsnittet (Knivsflå, 2022, F.2). Matematisk er vekstfaktoren, g , slik:

$$g = \frac{Q_{1t} + Q_{2t} + Q_{3t}}{Q_{1t-1} + Q_{2t-1} + Q_{3t-1}} - 1$$

Nedenfor vil vi gjennomgå tredje og fjerde kvartal 2021, samt første og andre kvartal 2021 og 2022 for OLT og finne eventuelle unormale poster som vi ønsker å korrigere for. Etter vi har funnet de unormale postene vil neste steg være trailing av resultatregnskapet og balansen.

5.2.2.1 Trailing av resultatregnskapet

Under rapporterte *andre driftsinntekter* for andre kvartal i inneværende år, forekommer det en regnskapsmessig gevinst på 69 millioner kroner. Årsaken stammer fra salget av selskapet Amfi Drift AS. Regnskapsposten fremstilles som en fordel for OLT i andre kvartal, men er ikke representativ for fremtiden, og er med det unormal.

Avsetning til tap på kundefordringer

Gjennom pandemiårene har avsetning til tap på kundefordringer økt sammenlignet med normalårene før. Årsaken bak økningen var myndighetenes innføring av restriksjoner i samfunnet som slo negativt ut for kundene til OLT. Vi anser med det at deler av avsetningene til tap ikke er representativ for fremtiden. Denne posten omfatter det som vi har beskrevet som kredittrisikoen for OLT. Av kvartalsrapportene kommer følgende informasjon om hvor mye som er satt av til tap på kundefordringer ved kvartalets slutt.

	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021
Avsetning til tap på kundefordringer	41	44	47	42

Tabell 5.4: Oversikt over avsetning til tap på kundefordringer

Grunnet postens relative størrelse velger vi å ikke ta forbehold om tapsavsetningene i trailingen. Videre begrunnes avgjørelsen med at det vil alltid være forbundet usikkerhet om fremtiden, selv om usikkerheten ikke direkte er forbundet med restriksjoner av pandemien.

Reduksjon av leieinntekter

Videre, med samme årsak som tapsavsetningene, forekom det reduksjoner i leieinntektene. Et tiltak som OLT fattet for å hjelpe de kundene som hadde vanskeligheter som følge av restriksjonene under pandemien. I tabellen nedenfor har vi satt opp rapportert reduksjon i leieinntektene. Størrelsene benevnes som *samlet effekt* per kvartalets slutt.

	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021
Leiereduksjon	0	22	23	25

Tabell 5.5: Oversikt over leiereduksjon

Heller ikke denne avgjørelsen anser vi som noen normal situasjon, og er med det heller ikke noen normal post i resultatregnskapet i de relevante periodene. Likevel velger vi å ikke å ta forbehold om posten i trailingen, da posten utgjør en relativ liten andel av de totale leieinntektene, at justeringen vil få liten effekt.

Verdiendring på investeringseiendommer

I henhold til IFRS skal eiendeler slik som investeringseiendom rapporteres til virkelig verdi. Fra kvartal til kvartal, forekommer det rapporterte endringer i eiendommenes verdi. Av en samtale med Arne. B. Sperre i OLT fremkommer det at alle eiendommene skal verdivurderes minst en gang i året, mens det kun er et knippe utvalgte eiendommer som verdivurderes hvert kvartal. Altså forekommer det rullering gjennom regnskapsåret hvilke eiendommer som verdivurderes (Arne B. S., personlig kommunikasjon, 10.10.2022).

Hvordan eiendommenes verdi vil utvikle seg i fremtiden er avhengig av flere eksterne faktorer. Følgelig er det vanskelig å predikere fremtidige verdiendringer på eiendommene som OLT besitter. I tabellen under har vi gjort en enkel *common size*-analyse, som illustrerer verdiendringene, samt hvor store de er i forhold til leieinntektene i OLT.

	2017	2018	2019	2020	2021
Leieinntekter	2 770	2 828	2 984	2 962	2 990
	100%	100%	100%	100%	100%
Verdiendring investeringseiendommer	2 216	867	218	-909	1 802
	80,00%	30,66%	7,31%	-30,69%	60,27%

Tabell 5.6: Common size-analyse for verdiendring

Analyseperioden har medbrakt ulike verdiendringer på investeringseiendommene til OLT. Alt fra en økning på over 2,2 milliarder til en reduksjon på vel 900 millioner kroner. Da endringene resultatføres, kan det ha betydning i forhold til resultatførte leieinntekter.

Vi anser derfor posten for å være unormal med lite forutsigbarhet. Vår beslutning medfører at vi ikke estimerer for resterende del av 2022, og at vi heller benytter rapportert verdiendring i første og andre kvartal som estimat for 2022 i sin helhet.

Verdiendring rett til bruk eiendeler

Verdiendring på posten *rett til bruk eiendeler*, har også variert gjennom analyseperioden. På samme måte som verdiendringene på investeringseiendommene er lite uforutsigbare, anser vi dette som gjeldende for *verdiendring rett til bruk eiendeler*. For estimatet for 2022, benytter vi oss av presenterte størrelser i første og andre kvartal, og justerer med det ikke for vekst.

Verdiendring finansielle instrumenter

På samme måte som de to forrige postene, kommer vi til å anse verdiendring finansielle instrumenter som en unormal post knyttet til lite forutsigbarhet.

Nedskrivninger

Under posten *ordinære avskrivninger og nedskrivninger*, har vi ikke avdekket noen nedskrivninger. Nedskrivninger anses som unormale poster, og avskrivningene kan trailes på tradisjonelt vis. Vi inkluderer den normale veksten og estimerer på grunnlag av første og andre kvartal 2022 og tredje og fjerde kvartal 2021.

Finansinntekter

Finansielle inntekter er presentert som en egen post i resultatregnskapet. Dette er en post som vi ikke velger å justere for vekst. I tabellen viser vi hva vi anser som normale og unormale finansinntekter. Av kvartalsrapportene for første og andre kvartal 2022, note 10, består finansinntektene av 93 prosent valutagevinst. Dette anses som en unormal post da det er vanskelig å predikere. I tillegg har det vært en stor reduksjon fra Q1 2021 til Q1 2022, slik at det ikke er hensiktsmessig å traile posten i sin helhet på tradisjonelt vis.

Normale	Unormal
Renteinntekter	Valutagevinst Øvrige finansinntekter

Finanskostnader

I likhet med de finansielle inntektene er finanskostnadene i sin helhet presentert som en egen post i resultatregnskapet. I tabellen nedenfor fremstiller vi hva finanskostnadene består av. Da de normale postene er så store (87 prosent), velger vi å se på finanskostnadene under ett.

Normale	Unormal
Rentekostnader Rentekostnader til leieforpliktelser	Valutatap Øvrige finanskostnader

Vi observerer at det var en reduksjon fra første halvår i 2021 til tilsvarende periode i 2022. Dersom vi skal benytte oss av den generelle metoden med vekst, vil vi ende opp med en rentekostnad for 2022 som er høyere enn hva den finansielle kostnaden var i 2021. En finansiell kostnad på henholdsvis 734 og 699. Dersom vi ikke justerer for vekst, og heller legger sammen første halvår 2022 og andre halvår 2021, forekommer det en finanskostnad i 2022 på 741. På bakgrunn av stigende rente som skal fortsette å stige, anser vi det ikke som hensiktsmessig å velge den vekstjusterte finanskostnaden. Dersom man tar for seg den kvartalsvis trenden for første kvartal 2021 til andre kvartal 2022, er finanskostnaden stigende. På grunnlag av stigende styringsrente i 2022, anser vi 741 som beste alternativet for et estimat for 2022.

Skattekostnaden – betalbar skatt og utsatt skatt

Skattekostnaden trailer vi i tråd med uttrykket presentert nedenfor. For at vi skal kunne bruke uttrykket, er det en forutsetning om at driftsresultatet kommer til å bli skattlagt med en driftsskattesats, mens finansinntekter og unormalt finansresultat blir skattlagt med en effektiv skattesats, mens rentekostnadene har en annen effektiv skattesats (Knivsflå, 2022, F.3).

$$SK = dss * DR + f iss * (FI + UFR) - rkss * RK$$

Nedenfor viser vi hva som inngår i uttrykket, og følgelig hvordan skattekostnaden beregnes.

SK = skattekostnaden

$dss = \text{driftsskattesats}$

$DR = \text{driftsresultat}$

$FI = \text{finansinntekt}$

$UFR = \text{unormalt finansresultat}$

$fiss = \text{effektiv skattesats på finansielle poster}$

$RK = \text{rentekostnader}$

$rkss = \text{effektiv skattesats på rentekostnader}$

Selskapsskattesatsen er 22 prosent i 2022. På grunnlag av at mesteparten av finanskostnadene er rentekostnader, setter vi den effektive skattesatsen på rentekostnadene lik 22 prosent. Den effektive skattesatsen på de finansielle inntektene er lavere, og er avhengig av en rekke spesifikke forhold. Utbytte og aksjegevinster er generelle eksempler på poster som inkluderes i de finansielle postene, og kommer i henhold til skatteloven ikke til å bli beskattet på selskapsnivå på grunn av utbyttmodellen. På den bakgrunn må skattesatsen reduseres, men det kommer an på hvor store andeler som skal beskattes til 22 prosent og hvor mye som skal beskattes til 0 prosent. Vi velger å benytte oss av en tommelfingerregel som sier at to tredjedeler av selskapsskattesatsen er den effektive skattesatsen på de finansielle postene. Altså 14,67 prosent, avrundet til 15 prosent (Knivsfå, 2022, F.3).

Driftsskattesatsen er ikke oppgitt, og må da beregnes. Den beregner vi ved å benytte formelen under. Det er hensiktsmessig å påpeke at driftsresultatet som ligger under brøkstreken ikke vil omfatte resultat som stammer fra andre virksomheter, da slikt resultat allerede er oppgitt etter skatt (Knivsfå, 2022, F.3).

$$dss = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{skatt på finansresultat}}{\text{Driftsresultat}} = \frac{NSK_t - fiss * (FI_t + UFR_t) + rkss * RK_t}{DR_t}$$

Der

$NSK_t = \text{Normal rapportert skattekostnad i en gitt periode}$

I forbindelse med at vi skal beregne driftsskattesatsen og den estimerte skattekostnaden for 2022, har vi behov for å skille finansinntekter og -kostnader. *Verdiendring finansielle instrumenter* har vi satt som en unormal post da det er vanskelig å predikere fremtidige endringer. Følgelig er denne posten en del av *UFR* i formelen for *SK* og *dss*.

Driftsskattesatsen beregner vi først for første halvår av 2022, for så å beregne for hele 2021.

Den totale driftsskattesatsen for 2022 vil være et gjennomsnitt av de to.

$$dss_{Q1,Q2-2022} = \frac{816 - 14,67\% * (54 + 812) + 22\% * 741}{4\ 791 - 175} = 18,46\%$$

$$dss_{2021} = \frac{944 - 14,67\% * (118 + 716) + 22\% * 699}{4\ 631 - 283} = 22,43\%$$

$$dss_{2022} = 20,45\%$$

Dersom vi setter driftsskattesatsen inn i formelen for den trailede skattekostnaden vil vi få følgende:

$$SK = 20,45\% * 4\ 791 + 14,67\% * (54 + 812) - 22\% * 741 = 943,6$$

Estimert resultatregnskap 2022 - trailet

Resultat	2022		2021		Trailing				Trailing 2022
	Q1 & Q2	Q1 & Q2	Q1-Q4	Q3 & Q4	uten vekst	Vekstfaktor	Vekst %		
Leieinntekter	1 590	1 473	2 990	1 518	3108	1,079	7,9%	3 229	
Eiendomsrelaterte inntekter	495	473	939	466	961	1,047	4,7%	983	
Eiendomsrelaterte kostnader	-648	-558	-1 155	-490	-1138	1,161	-16,1%	-1 217	
Netto leieinntekter	1 436	1 389	2 774	1 393				2 994	
Andre driftsinntekter	124	72	165	93				124	
Andre driftskostnader	-53	-76	-154	-78	-131	0,697	30,3%	-107	
Administrasjonskostnader	-96	-98	-197	-98	-194	0,980	-2,0%	-192	
Ordinære avskrivninger og nedskrivninger	-16	-14	-32	-18	-34	1,143	-14,3%	-37	
Forvaltningsresultat	1 395	1 274	2 558	1 292				2 782	
Verdiendring investeringseiendommer	1 840	104	1 802	1 383				1 840	
Verdiendring rett til bruk eiendeler	-6	-6	-12	-6				-6	
Andel resultat i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	175	86	283	197				175	
Driftsresultat	3 405	1 457	4 631	3 182				4 791	
Finansinntekter	54	109	118	59				54	
Finanskostnader	-386	-394	-699	-355	-741	0,980	-2,0%	-741	
Verdiendring finansielle instrumenter	812	419	716	297				812	
Netto finansposter	481	133	136	2				125	
Resultat før skattekostnad	3 886	1 590	4 764	3 184				4 916	
Endring utsatt skatt	-677	-152	-736	-570					
Betalbar skatt	-138	-121	-208	-214					
Skattekostnad	-816	-273	-944	-744				-944	
Resultat	3 070	1 317	3 822	2 439				3 973	
Andre inntekter og kostnader:									
Poster som kan bli reklassifisert over resultatet i senere perioder:									
Valutadifferanser ved omregning til presentasjonsvaluta	-14	-54	-103	-48				-14	
Sikring av nettoinvestering i utenlandsk virksomhet	0	0	0	0				0	
Skatt på utvidet resultat	0	0	0	0				0	
Totalresultat	3 056	1 263	3 720	2 391				3 959	

Tabell 5.7: Trailet resultatregnskap

5.2.2.2 Trailing av balansen

Den estimerte balansen for 2022 i sin helhet settes i henhold til metoden for trailing lik utgangen av andre i kvartal og første halvår i 2022.

Traillet balanse	30/06/2022
EIENDELER	
Utsatt skattefordel	0
Investerings eiendommer	58 918
Eierbenyttede eiendommer	186
Rett til bruk eiendeler	203
Varige driftsmidler	52
Andeler i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	3 126
Finansielle anleggsmidler	406
SUM ANLEGGSMIDLER	62 892
Kundefordringer og andre fordringer	1 003
Bankinnskudd	195
SUM OMLØPSMIDLER	1 198
SUM EIENDELER	64 090
EGENKAPITAL OG GJELD	
Aksjekapital	104
Overkurs	318
Annen egenkapital	32 827
Ikke-kontrollerende eierinteresseres andel av egenkapital	461
SUM EGENKAPITAL	33 709
Utsatt skatt	8 175
Leieforpliktelse	209
Langsiktige rentebærende gjeld	18 050
Annen langsiktig gjeld	54
SUM LANGSIKTIG GJELD	26 488
Betalbar skatt	143
Kortsiktig rentebærende gjeld	2 445
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1 305
SUM KORTSIKTIG GJELD	3 893
SUM GJELD	30 381
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	64 090

Tabell 5.8: Traillet balanseregnskap

I tabellen under har vi utarbeidet endringen i egenkapital gjennom 2022T. Grunnlaget for tabellen er hentet ut fra kvartalsrapporten for andre kvartal 2022. Vi har derimot foretatt noen

korrigeringer slik at estimatet blir korrekt. Korrigeringen omfatter at vi har lagt til det trailede resultatet presentert ovenfor, og deretter trukket det fra gjennom det som kalles *dirty surplus*.

	2022T	2021
Egenkapital inngående	31 342	28 136
Rapportert årsresultat	3 959	3 719
Dirty Surplus	-901	6
Fullstendig nettoresultat	3 058	3 725
Betalt utbytte	-691	-519
Kjøp av egne aksjer	0	0
Egenkapital utgående	33 709	31 342

Tabell 5.9: Endring i egenkapital for trailing året

5.3 Omgruppering for analyse

I følgende kapittel skal vi omgruppere regnskapstallene med hensikt å gå fra et kreditorientert perspektiv til investororientert. Omgrupperingen skjer for resultatregnskapet og balansen. Formålet med å omgruppere regnskapene er å sette et større fokus på kilder til normal inntjening, verdiskaping og utdeling, gjennom hvilke poster som tilhører driftsaspektet og finansaspektet ved virksomheten (Penman, 2010). For en investor er det ønskelig med rimelige predikasjoner på rentabiliteten til selskapet med formål å kunne estimere selskapets egenkapitalverdi.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatregnskapet foregår gjennom fire steg (Knivslå, 2022, F.4). Stegene vil presenteres punktvis med et endelig omgruppert resultatregnskap presentert til slutt. Rammeverkets følgende steg er:

Steg 1: Identifisere det fullstendige nettoresultatet

Steg 2: Fordel det fullstendige resultat på alle «kapitaler» i balansen

Steg 3: Trekk ut det unormale for å finne det normale resultatet

Steg 4: Fordel skattekostnaden på alle resultatene

Steg 1: Identifisere det fullstendige nettoresultatet (FNR)

Fullstendig nettoresultat defineres som fullstendige nettoresultat til majoritetens egenkapital (Knivslå, 2022, F.4). Fullstendig nettoresultat kan uttrykkes på følgende måte:

Fullstendig nettoresultat

$$= \text{Rapportert resultat (RES)} + \text{Annet fullstendig resultat (AFR)} + \text{Dirty Surplus (DSP)}$$

Annet fullstendig resultat består av resultatposter som ikke regnes i det rapporterte resultatet, men en del av totalresultatet. *Dirty surplus* er brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres eller føres i oppstillingen av totalresultat, ved direkte føring mot egenkapital (Penman, 2010). I og med at OLT utarbeider regnskapet etter IFRS vil det vanligvis ikke være dirty surplus. Det eksisterer likevel unntak, slik som emisjon, justering og prinsippendringer. Når det gjelder OLT har selskapet dirty surplus for alle regnskapsperioden under posten *andre endringer*. OLT får også en dirty surplus ved trailing i 2022.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Rapportert årsresultat	3 482	2 516	1 838	257	3 822	3 973
Annet fullstendig resultat	21	-10	-15	65	-103	-14
Rapportert fullstendig totalresultat	3 503	2 506	1 823	322	3 719	3 959
Dirty surplus	-6	-1	-9	9	6	-901
Fullstendig nettoresultat til EK	3 497	2 505	1 814	331	3 725	3 058

Tabell 5.10: Fullstendig nettoresultat til egenkapital

Steg 2: Fordele fullstendig nettoresultat på kilder til verdiskaping

I steg 2 fordeles det fullstendige nettoresultat slik at alle «kapitaler» i balansen får sitt resultat før skatt. Formålet er å finne kildene til det fullstendige resultatet og klargjøre for hvordan resultatet skal fordeles (Knivsflå, 2022, F.4). Videre skiller vi mellom finans- og driftsposter ved å vurdere om investeringene er tett knyttet til driften av selskapet. De rapporterte resultatregnskapene følger regnskapsreglenes inndeling av drift og finans. Inndelingen tydeliggjør vi gjennom omgruppering og justering. Av resultatregnskapet kommer det frem at konsernet har to poster under AFR. Posten for skatt på utvidet resultat og sikring av nettoinvestering i utenlandskvirksomhet klassifiserer vi under drift. Mens posten for valutadifferanser ved omregning til presentasjonsvaluta klassifiseres under finans.

I tabellene under viser vi hvor det fullstendige nettoresultatet stammer fra, fordelt på drift og finans. Den første tabellen presenterer de driftsrelaterte postene, mens den andre tabellen viser de finansrelaterte resultatpostene i det fullstendige nettoresultatet.

Fullstendig driftsresultat før skatt	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsinntekter	3 808	3 881	4 051	3 967	4 094	4 335
Driftskostnader	-1 506	-1 585	-1 571	-1 488	-1 538	-1 553
Driftsresultat fra egen virksomhet	2 302	2 296	2 480	2 479	2 556	2 782
Andel resultat i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	199	96	213	-22	283	175
Driftsresultat	2 501	2 392	2 693	2 457	2 839	2 957
Verdiendring investeringseiendommer	2 216	867	218	-909	1 802	1 840
Verdiendring rett til bruk eiendeler	0	0	-14	-12	-12	-6
Driftsresultat før skatt	4 717	3 259	2 897	1 536	4 629	4 791
Driftsrelatert AFR	21	-10	-15	65	-103	-14
Driftsrelatert DSP	-1	-3	-10	5	5	-901
Fullstendig driftsresultat før skatt	4 737	3 246	2 872	1 606	4531	3 877

Tabell 5.11: Fullstendig driftsresultat før skatt

Fullstendig finansresultat før skatt	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Finansinntekt	6	8	12	10	118	54
Finanskostnad	-695	-659	-737	-802	-699	-741
Verdiendring finansielle instrumenter	165	273	164	-407	716	812
Finansresultat før skatt	-524	-378	-561	-1 199	135	125
Finansrelatert AFR						
Finansrelatert DSP						
Fullstendig finansresultat før skatt	-524	-378	-561	-1 199	135	125

Tabell 5.12: Fullstendig finansregnskap før skatt

Steg 3: Identifisering av unormale poster, innen drift, finans og skatt

Unormale poster er poster som ikke kan predikeres fordi de kun virker inn på en eller få perioder (Penman, 2013). Slike poster vil trolig ikke være relevante for fremtiden og heller ikke når vi skal predikere fremtidig lønnsomhet. For å identifisere de unormale postene i OLT tar vi utgangspunkt i resultatregnskapene med tilhørende opplysninger.

Unormal drift

Av delkapittel 5.2.2.1 kommer det frem at Amfi Drift AS har blitt solgt med en gevinst på 69 millioner, posten blir kategorisert som en unormal post. Vi har også identifisert en rekke andre poster som svinger fra år til år og derav vanskelig å predikere fremtidsverdi av. Disse gjelder verdiendring på investeringseiendommer og verdiendring på rett til bruk eiendeler. Det kommer av at disse postene varierer betraktelig fra år til år, i større grad enn hva leieinntektene gjør.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Gevinst ved salg av Amfi Drift						69
Verdiendring investeringseiendommer	2 216	867	218	-909	1 802	1 840
Verdiendring rett til bruk eiendeler	0	0	-14	-12	-12	-6
Unormalt driftsresultat før skatt	2 216	867	204	-921	1 790	1 834
Driftsrelatert DSP	-1	-3	-10	5	5	-901
Unormalt driftsresultat før skatt	2 215	864	194	-916	1 795	933

Tabell 5.13: Fordeling av unormalt driftsresultat før skatt

Unormal finans

Finanspostene består av *finansinntekter*, *finanskostnader* og *verdiendring på finansielle instrumenter*. Valutapostene som inkluderes her defineres som unormal post. Finanskostnadene viser seg å være relativt stabile gjennom perioden og klassifiseres en normal post. For OLT innebærer de finansielle instrumentene renteswapavtaler, forward renteswapavtaler og renteswapopsjoner. De finansielle instrumentene vurderes til virkelig verdi og gjør det vanskelig å predikere fremtidig utviklingen. Derav klassifiseres denne posten som unormal.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Valutagevinst/tap	0	0	-3	-63	113	17
Verdiendring finansielle instrumenter	165	273	164	-407	716	812
Unormalt finansresultat før skatt	165	273	161	-470	829	829
Finansrelatert dirty surplus						
Fullstendig unormalt finansresultat før skatt	165	273	161	-470	829	829

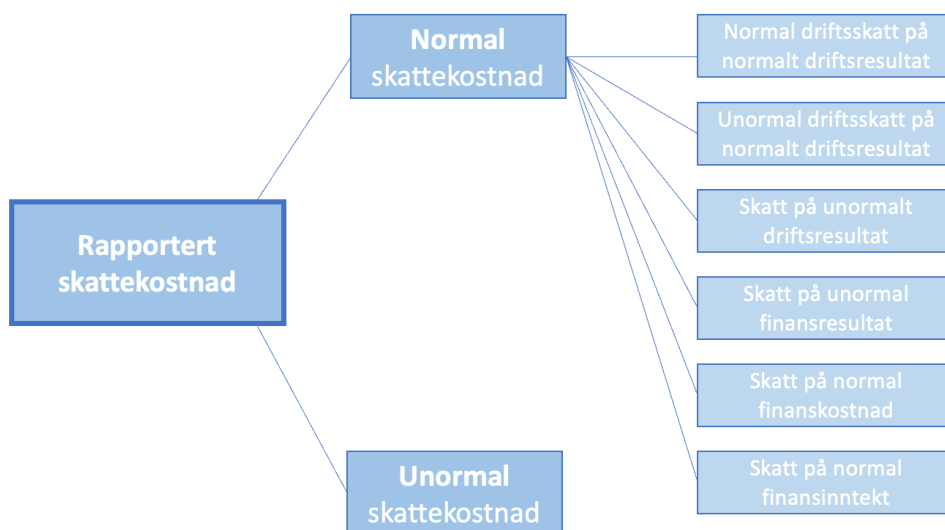
Tabell 5.14: Fordeling av unormalt driftsresultat før skatt

Unormal skatt

Årsregnskapet til OLT viser ingen unormale skatteposter.

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

Steg fire omfatter at den rapporterte skattekostnaden skal fordeles mellom normalt og unormalt drifts- og finansresultat. Finans- og driftsresultatet vil ha ulik skattesats. Med forutsetning om at det ikke foreligger en unormal skattekostnad, vil rapportert skattekostnad fordeles i henhold til figuren nedenfor. Ved antatt mangel på unormal skattekostnad, vil fordelingen av den rapporterte skattekostnaden vil skje på følgende måte:



Figur 5.1: Fordeling av rapportert skattekostnad på normal skattekostnad og unormal skattekostnad hentet fra Knivsflå (2022) F.4

Ved hjelp av formelen for driftsskattesats, presentert i delkapittel 5.2.2.1, beregnes den normale driftsskattesatsen på det normale driftsresultatet for hele den utvalgte perioden. Den normale driftsskattesatsen (ndss) er et gjennomsnitt av hvert års driftsskattesats. Ndss gir oss grunnlaget for å identifisere den driftsrelaterte skattekostnaden ved å ta utgangspunkt i det normale driftsresultatet. Videre finner man unormal driftsskatt på normalt driftsresultat ved å multiplisere normalt driftsresultat med differansen mellom driftsskattesatsen og den normale driftsskattesatsen. Siste steg er å identifisere skattekostnadene til de unormale resultatene. Det unormale finansresultatet multipliseres med finansinntektsskattesatsen, mens det unormale driftsresultatet med driftsskattesatsen. Til slutt beregnes skatt på normal finanskostnad ved hjelp av selskapsskattesatsen, mens skatt på normal finansinntekt kommer av finansinntektsskattesats. Følgende satser er brukt for å beregne de ulike skattekostnadene:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Årlig effektiv driftsskattesats	18,03%	14,50%	21,90%	20,55%	21,07%	20,45%
Selskapsskattesats	24,00%	23,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Finansinntektsskattesats	16,00%	15,33%	14,67%	14,67%	14,67%	14,67%
Normalisert driftsskattesats			19,42%			

Tabell 5.15: Fordeling av skattesats på drift; normalisert og unormal sats

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsinntekter	3 808	3 881	4 051	3 967	4 094	4 335
Driftskostnader	-1 506	-1 585	-1 571	-1 488	-1 538	-1 553
Andel resultat i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	199	96	213	-22	283	175
Normalt driftsresultat før skatt	2 501	2 392	2 693	2 457	2 839	2 957
Driftsrelatert skattekostnad	-486	-464	-523	-477	-551	-574
Netto normalt driftsresultat	2 015	1 928	2 170	1 980	2 288	2 383

Tabell 5.16: Netto driftsresultat for OLT

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Unormalt driftsresultat før skatt	2 216	867	204	-921	1 790	1 834
Skatt på unormalt driftsresultat	400	126	45	-189	377	375
Unormal skatt på normalresultat	-35	-118	67	28	47	31
Annet fullstendig resultat	21	-10	-15	65	-103	-14
Dirty surplus	-1	-3	-10	5	5	-901
Netto unormalt driftsresultat	1 871	846	68	-690	1 268	514

Tabell 5.17: Fullstendig unormalt driftsresultat etter skatt

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Finansinntekt	6	8	12	10	118	54
Skatt på finansinntekt	-1	-1	-2	-1	-17	-8
Netto finansinntekter	5	7	10	9	101	46

Tabell 5.18: Netto finansinntekter etter skatt

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Finanskostnad	-695	-659	-737	-802	-699	-741
Skatt på finanskostnad	167	152	162	176	154	163
Netto finanskostnad	-528	-507	-575	-626	-545	-578

Tabell 5.19: Netto finanskostnader etter skatt

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Unormalt finansresultat før skatt	165	273	164	-407	716	812
Skatt på unormalt finansresultat	-26	-42	-24	60	-105	-119
Netto unormalt finansresultat	139	231	140	-347	611	693

Tabell 5.20: Fullstendig unormalt finansresultat etter skatt

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Normal driftsskatt	486	464	523	477	551	574
+ Unormal skatt på normalresultat	-35	-118	67	28	47	31
+ Skatt på unormalt driftsresultat	400	126	45	-189	377	375
+ Skatt på finansinntekt	1	1	2	1	17	8
- Skatt på finanskostnad	-167	-152	-162	-176	-154	-163
+ Skatt på unormalt finansresultat	26	42	24	-60	105	119
= Skattekostnad	711	364	498	81	944	944

Tabell 5.21: Fordeling av rapportert skattekostnad

Under presenteres fullstendig normalisert resultat for OLT:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsinntekter	3 808	3 881	4 051	3 967	4 094	4 335
Driftskostnader	-1 506	-1 585	-1 571	-1 488	-1 538	-1 553
Andel resultat i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	199	96	213	-22	283	175
Normalt driftsresultat før skatt	2 501	2 392	2 693	2 457	2 839	2 957
Driftsrelatert skattekostnad	-486	-464	-523	-477	-551	-574
Netto normalt driftsresultat	2 015	1 928	2 170	1 980	2 288	2 383
Netto finansinntekter	5	7	10	9	101	46
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 021	1 934	2 180	1 989	2 389	2 429
Netto finanskostnad	-528	-507	-575	-626	-545	-578
Netto minoritetsresultat	76	-1	-20	-57	53	42
Netto normalt resultat til majoritetens EK	1 416	1 428	1 626	1 420	1 790	1 809
Netto unormalt finansresultat	139	231	140	-347	611	693
Netto unormalt driftsresultat	1871	846	68	-690	1 268	514
Fullstendig nettoresultat til majoritetens EK	3 426	2 505	1 833	383	3 669	3 016
Netto utbetalt utbytte	-214	-233	-456	0	-518	-674
Kjøp egne aksjer	-100	0	-341	0	0	0
Endring i egenkapital	3 112	2 272	1 036	383	3 151	2 342

Tabell 5.22: Normalisert resultat OLT

5.3.2 Omgruppering av balanseregnskapet

I likhet med resultatregnskapet, må også balansen dele opp i finans og driftsposter. Vi ønsker å oppnå en samvariasjon mellom det analytiske resultatregnskapet og det analytiske balanseregnskapet. Hensikten med å skille regnskapspostene i finans- og driftsposter er for å gi investor en bedre forståelse for potensiell fremtidig inntjening (Plenborg & Kinserdal, 2021). Samtidig vil det vise hvordan verdier genereres, samt måle verdiskapingen over tid.

For å definere en balansepost som operasjonell eller finansiell vil vi legge til grunn konsernets karakteristika og vår forståelse av OLT i sammenheng med de presenterte tallene. Omgrupperingen av balansen vil ta form gjennom fire steg: (1) avsatt utbytte klassifiseres som egenkapital, (2) skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster, (3) omgruppering fra totalkapital til sysselsatt kapital og (4) omgruppere fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Plenborg & Kinserdal, 2021).

Steg 1: Avsatt utbytte klassifiseres som egenkapital

I følge IFRS skal utbytte ikke innregnes som en forpliktelse i balansen før utbytte faktisk er vedtatt. OLT avsetter ikke utbytte, derav er det ingen grunn til reklassifisering. En eventuell reklassifisering hadde vært nødvendig for å skifte eiersynet ved at avsatt utbytte ikke anses som gjeld, men heller som egenkapital som betales tilbake til eierne (Penman, 2013).

Steg 2: Skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster

En kreditororientert balanseoppstilling oppført etter IFRS grupperer eiendelene etter likviditeten i omløps- og anleggsmidlene mens gjeld grupperes etter forfallstidspunkt i kortsiktig og langsiktig gjeld (Knivsflå, 2022, F.5). En omgruppert og derav investororientert balanse skiller mellom drifts- og finansposter. En eiendel- og gjeldspost kan klassifiseres som driftsrelatert dersom alle inntekter og kostnader knyttet til posten er gruppert som driftsinntekt og driftskostnad. Tilsvarende blir det også for de finansielle postene.

Basert på de overnevnte kriteriene vil vi gå gjennom postene i balansen for å omgruppere disse korrekt.

Eiendeler

Utsatt skattefordel oppstår når en forventer reduksjon av fremtidig skatt, ofte knyttet til skattereduserende midlertidige forskjeller eller fremførbart skattemessig underskudd (Plenborg & Kinserdal, 2021). Da fordelene er tilknyttet konsernets inntekter vil det være hensiktsmessig å anse posten som en driftsrelatert eiendel.

Investerings eiendom er den største posten på eiendelssiden, og inngår i selskapets forretningsområde. Posten klassifiseres som drift.

Rett til bruk eiendeler omhandler konsernets leieavtaler knyttet til festing av tomter og lokaler i forbindelse med kjøpesenterdrift (OLT, 2021). Også denne posten er driftsrelatert da den er med på å skape driftsrelaterte inntekter.

Eierbenyttede eiendommer er bygg som OLT selv benytter. Trolig vil dette være knyttet til kontorlokaler for selskapets ansatte. Selv om det ikke her blir produsert en kontantstrøm av selve eiendommen, bidrar lokalet til driften av selskapet. Vi anser posten som driftsrelatert.

Varige driftsmidler er en relativt liten post i balansen og består hovedsakelig av driftsløsøre. Av samme begrunnelse som for eierbenyttet eiendom klassifiserer vi varige driftsmidler som driftsrelatert eiendeler.

Andeler i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper er knyttet til virksomheter konsernet har felles kontroll over sammen med en annen part. Posten er av en betydelig størrelse og innebærer nok investeringen som gjerne er strategiske. Vi vurderer at posten er driftsrelatert.

Finansielle anleggsmidler består av utlån og fordringer som stammer fra den ordinære driften, samt derivater dersom virkelig verdi er høyere enn null (OLT, 2021). Resultatpostene knyttet til disse eiendelene vil være renteinntekter og rentekostnader, derav klassifiserer vi posten som finansrelaterte eiendeler.

Kundefordringer og andre fordringer oppstår ved at konsernet omsetter på kreditt, som er en del av den daglige driften. På dette grunnlaget klassifiseres posten som driftsrelatert.

Bankinnskudd og kontanter er en utfordrende post da deler av kontantbeholdning kan brukes til løpende drift og som en finansiell plassering. Dette skillet blir ikke fremhevet i balansen. Likevel presenterer Plenborg & Kinserdal (2021) et argument som omhandler å behandle alle kontanter eller kontantekvivalenter som en finansiell post dersom beholdningens utvikling har holdt seg stabil. Kontantbeholdningen til OLT har vært relativ stabil over flere år og fører derav til en klassifisering som finansielle eiendeler.

Gjeld

Utsatt skatt er en konsekvens av en midlertidig forskjell mellom regnskapsmessig og skattemessig verdi. Det oppstår utsatt skatt ved at eiendommene føres etter historisk kost i skatteregnskapet med avskrivninger, mens det i konsernregnskapet skal føres etter virkelig verdi (Plenborg & Kinserdal, 2021).. Derav er det en post som oppstår av driften og klassifiseres derfor som driftsrelatert.

Leieforpliktelse er tilknyttet *rett til bruk eiendeler*, og klassifiseres derfor som driftsrelatert.

Langsiktig rentebærende gjeld er sammensatt av obligasjonslån og gjeld til kredittinstitusjoner med løpetid på over 1 år. Denne typen gjeld kan argumenteres å være driftsrelatert da gjelden knyttes opp mot finansiering av driftsrelaterte eiendeler. Derimot påpekes det at gjelden er

rentebærende og langsiktig, og er med på å finansiere selskapet. Ytterligere er kostnadene til denne gjelden definert som en finansrelatert post. Følgelig vurderer vi gjelden som finansiell.

Annen langsiktig gjeld består av virkelig verdi av konsernets renteswapavtaler og annen uspesifisert gjeld. Det kan i utgangspunktet være vanskelig å klassifisere spesielt derivater slik som renteswapavtalene. Imidlertid vet vi at gjelden skal sikre endringer i rentenivået på finansrelatert gjeld. Det blir dermed mest tenkelig å plassere gjelden som finansiell i og med renten er en betydelig faktor i virksomheten.

Betalbar skatt er skatt som selskapet forventer skal betales i neste regnskapsår. Det er følgelig en post som oppstår på grunn av driften av selskapet. Vi klassifiseres derfor betalbar skatt som driftsrelatert.

Kortsiktig rentebærende gjeld består av obligasjonslån, banklån og sertifikater som er rentebærende. Ved at denne typen gjeld ikke kan direkte knyttes til driften av OLT kategoriserer vi posten som finansiell gjeld.

Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld er samlet i en og samme post. Leverandørgjeld oppstår som følge av anskaffelse av varer og tjenester til kjernevirksomheten. Annen kortsiktig gjeld inneholder blant annet skyldige offentlige avgifter og ikke opptjent leieinntekt. Posten er dermed tilknyttet driften, og klassifiseres derfor som en driftsrelatert post.

Den omgrupperte balansen splittet opp i driftsrelatert og finansielle poster blir som følger:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Utsatt skattefordel	412	328	294	326	0	0
Investerings eiendommer	51 435	53 174	54 037	54 453	56 530	58 918
Rett til bruk eiendeler	0	0	365	347	337	203
Eierbenyttede eiendommer	0	193	191	189	187	186
Varige driftsmidler	99	82	88	73	58	52
Andeler i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	2 838	2 854	2 914	2 740	3 004	3 126
Driftsrelaterte anleggsmidler	54 784	56 631	57 889	58 128	60 116	62 485
Kundefordringer og andre fordringer	1 050	1 043	1 001	905	992	1 003
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 050	1 043	1 001	905	992	1 003
Finansielle anleggsmidler	294	594	592	440	445	406
Finansielle anleggsmidler	294	594	592	440	445	406
Bankinnskudd og kontanter	366	305	386	484	448	195
Finansielle omløpsmidler	366	305	386	484	448	195
Eiendeler	56 494	58 573	59 868	59 957	62 000	64 090

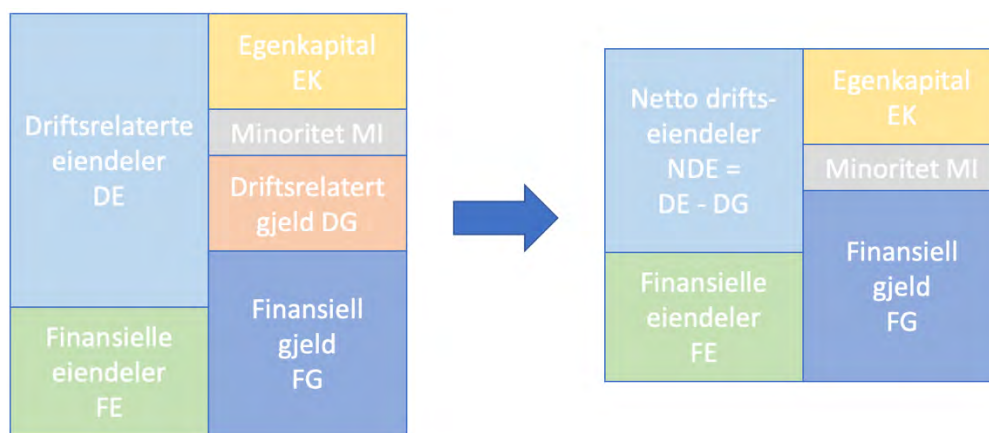
Tabell 5.23: Omgruppert balanse for eiendeler splittet opp i driftsrelatert og finansielle poster

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Aksjekapital	106	106	106	104	104	104
Overkurs	318	318	318	318	318	318
Annen egenkapital	23 637	25 906	26 942	27 331	30 484	32 827
Egenkapital	24 061	26 330	27 366	27 753	30 906	33 249
Ikke-kontrollerende eierinteresser	518	496	452	385	436	461
Minoritetsinteresser	518	496	452	385	436	461
Utsatt skatt	6 945	7 020	7 250	7 138	7 493	8 175
Leieforpliktelse	0	0	360	347	341	209
Langsiktig driftsrelatert gjeld	6 945	7 020	7 610	7 485	7 834	8 384
Betalbar skatt	116	219	240	170	209	143
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1 573	1 525	1 467	1 759	1 790	1 305
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 689	1 744	1 707	1 929	1 999	1 448
Driftsrelatert gjeld	8 634	8 764	9 317	9 414	9 833	9 832
Langsiktig rentebærende gjeld	14 135	15 459	16 568	15 470	16 780	18 050
Annen langsiktig gjeld	1 566	1 385	1 252	1 406	712	54
Langsiktig finansiell gjeld	15 701	16 844	17 820	16 876	17 492	18 104
Kortsiktig rentebærende gjeld	7 578	6 138	4 913	5 533	3 335	2 445
Kortsiktig finansiell gjeld	7 578	6 138	4 913	5 533	3 335	2 445
Finansiell gjeld	23 279	22 982	22 733	22 409	20 827	20 549
Totalkapital	56 493	58 573	59 869	59 958	62 000	64 090

Tabell 5.24: Omgruppert balanse for egenkapital, minoritetsinteresser og gjeld splittet opp i driftsrelatert og finansielle poster

Steg 3: Omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital

Neste steg vil være en ytterligere omgruppering, hvor vi skal omgruppere fra total kapital til *sysselsatt kapital*. Sysselsatt kapital er kapitalen som er skutt inn og sysselsatt av eierne og finansielle långivere (Knivsfå, 2022, F.5). Gjennom en slik omgruppering får vi avdekket avkastningen på investert kapital. Ettersom den driftsrelaterte gjelden under total kapitalen kommer av driftssyklusen, vil det være mer sammenfallende å korrigere driftseiendelene i stedet for gjeld. Derav trekker man driftsrelatert gjeld fra driftsrelaterte eiendeler for å oppnå sysselsatt kapital eller netto driftseiendeler, illustrert gjennom figuren nedenfor:



Figur 5.2: Illustrasjon av omgruppering av balansen i steg 3 hentet fra Knivsfå (2022) F.5.

Før vi presenterer den omgrupperte balansen har vi forenklet deler av balansen ved å summere eiendeler fordelt på kortsiktig og langsiktige eiendeler, og tilsvarende for total kapitalen.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsrelatert eiendeler (AM)	54 784	56 631	57 889	58 128	60 116	62 485
Driftsrelatert eiendeler (OM)	1 050	1 043	1 001	905	992	1 003
Driftsrelaterte eiendeler	55 834	57 674	58 890	59 033	61 108	63 488
Finansielle eiendeler (AM)	294	594	592	440	445	406
Finansielle eiendeler (OM)	366	305	386	484	448	195
Finansielle eiendeler	660	899	978	924	893	601
Totale eiendeler	56 494	58 573	59 868	59 957	62 001	64 089
Aksjekapital	106	106	106	104	104	104
Overkurs	318	318	318	318	318	318
Annen egenkapital	23 637	25 906	26 942	27 331	30 484	32 827
Egenkapital	24 061	26 330	27 366	27 753	30 906	33 249
Ikke-kontrollerende eierinteresser	518	496	452	385	436	461
Minoritetsinteresser	518	496	452	385	436	461
Langsiktig driftsrelatert gjeld	6 945	7 020	7 610	7 485	7 834	8 384
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 689	1 744	1 707	1 929	1 999	1 448
Driftsrelatert gjeld	8 634	8 764	9 317	9 414	9 833	9 832
Langsiktig finansiell gjeld	15 701	16 844	17 820	16 876	17 492	18 104
Korsiktig finansiell gjeld	7 578	6 138	4 913	5 533	3 335	2 445
Finansiell gjeld	23 279	22 982	22 733	22 409	20 827	20 549
Total gjeld	31 913	31 746	32 050	31 823	30 660	30 381
Totalkapital	56 492	58 572	59 868	59 961	62 002	64 091

Tabell 5.25: Omgruppert balanse splittet opp i drifts- og finansrelaterte poster forenklet

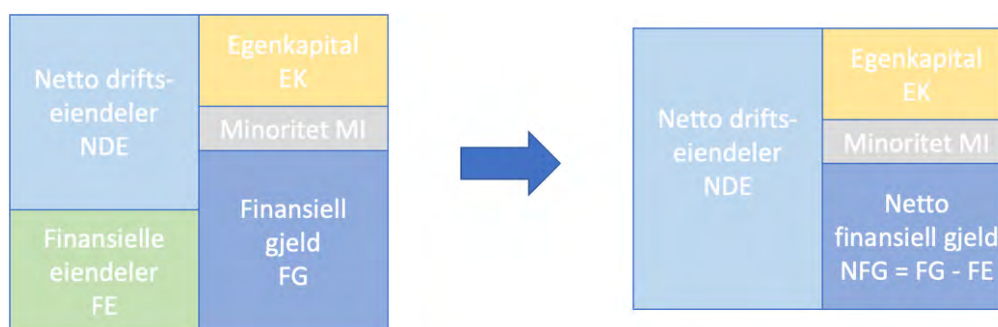
Neste trinn er å trekke fra driftsrelatert gjeld slik at vi sitter igjen med finansiell gjeld og egenkapital som utgjør sysselsatt kapital. Nedenfor vises oppstillingen av sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsrelatert eiendeler (AM)	54 784	56 631	57 889	58 128	60 116	62 485
Langsiktig driftsrelatert gjeld	6 945	7 020	7 610	7 485	7 834	8 384
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	47 839	49 611	50 279	50 643	52 282	54 101
Driftsrelaterte eiendeler (OM)	1 050	1 043	1 001	905	992	1 003
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 689	1 744	1 707	1 929	1 999	1 448
Driftsrelatert arbeidskapital	-639	-701	-706	-1 024	-1 007	-445
Netto driftseiendeler	47 200	48 910	49 573	49 619	51 275	53 656
Finansielle eiendeler	660	899	978	924	893	601
Sysselsatte eiendeler	47 860	49 809	50 551	50 543	52 168	54 257
Egenkapital	24 061	26 330	27 366	27 753	30 906	33 249
Ikke-kontrollerende eierinteresser (MIN)	518	496	452	385	436	461
Finansiell gjeld	23 279	22 982	22 733	22 409	20 827	20 549
Sysselsatt kapital	47 858	49 808	50 551	50 547	52 169	54 259

Tabell 5.26: Omgruppert balanse inndelt i sysselsatt eiendeler og sysselsatt kapital

Steg 4: Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Siste steg i omgrupperingsprosessen for balansen er å omgruppere fra sysselsatt kapital til *netto driftskapital*. Netto driftskapital kan defineres som den kapitalen som investeres i driften, altså ikke i finansielle eiendeler. Det vil være nødvendig å beregne netto finansiell gjeld ved å trekke finansielle eiendeler fra finansiell gjeld. De finansielle eiendelene er eiendeler som ikke trengs for å drive virksomheten, og dermed bedre egnet til å brukes til å betale ned på den finansielle gjelden (Knivsflå, 2022, F. 5). Derav ønsker vi å se nærmere på netto finansiell gjeld.



Figur 5.3: Illustrasjon av omgruppering i steg 4

Nedenfor viser vi balansen inndelt i netto driftseiendeler og netto driftskapital.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Finansiell gjeld	23 279	22 982	22 733	22 409	20 827	20 549
Finansielle eiendeler	660	899	978	924	893	601
Netto finansiell gjeld	22 619	22 083	21 755	21 485	19 934	19 948

Tabell 5.27: Netto finansiell gjeld

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Netto langsiktig driftrelaterte eiendeler	47 839	49 611	50 279	50 643	52 282	54 101
Driftsrelatert kapital	-639	-701	-706	-1 024	-1 007	-445
Netto driftseiendeler	47 200	48 910	49 573	49 619	51 275	53 656
Egenkapital	24 061	26 330	27 366	27 753	30 906	33 249
Ikke-kontrollerende eierinteresser	518	496	452	385	436	461
Netto finansiell gjeld	22 619	22 083	21 755	21 485	19 934	19 948
Netto driftskapital	47 198	48 909	49 573	49 623	51 276	53 658

Tabell 5.28: Netto driftseiendeler og netto driftskapital

Den fullstendige omgrupperte balansen presenteres i delkapittel 5.4.2.

5.4 Analyse av målefeil og justering

Målefeil og justering skal være med å gi et bilde av om de rapporterte tallene representerer årsregnskapet godt eller ikke. Målefeil oppstår ved at rapporterte tall i finansregnskapet ikke er sammenfallende med virkeligheten. Rapporterte størrelser er dermed misvisende og representerer ikke de underliggende økonomiske forholdene (Knivsflå, 2022, F.7). Derav velger man å utføre en analyse av de rapporterte tallene for å avsløre målefeil og potensielt justere for slike feil. Etter IFRS er det gitt hva som kan balanseføres. I dette kapittelet skal vi justere for målefeil dersom det vurderes som hensiktsmessig.

Målefeil kan uttrykkes ved følgende formel:

$$\text{Målefeil} = \text{Egenkapitalrentabilitet (ekr)} - \text{egenkapitalkravet (ekk)}$$

Ved å dekomponere uttrykket for målefeil, kommer vi frem til tre ulike typer målefeil:

$$\text{Målefeil} = \underbrace{(\text{ekr}^* - \text{ekk})}_{\text{Type 1}} + \underbrace{(\text{ekr}_{IFRS} - \text{ekr}^*)}_{\text{Type 2}} + \underbrace{(\text{ekr} - \text{ekr}_{IFRS})}_{\text{Type 3}}$$

Type 1

Målefeil av typen 1 oppstår når det er avvik mellom selskapets egenkapitalrentabilitet (ekr^*) og avkastningskravet til egenkapitalen (ekk). Ofte kan målefeilen være et tegn på strategisk fordel. Type 1 målefeil er dermed en målefeil man ønsker og ikke har behov for å justere for. Feilen kan oppstå ved at målingen i regnskapet gjøres til historisk kostpris i stedet for virkelig verdi (Knivsflå, 2022, F.7).

Type 2

Målefeil av typen 2 oppstår som et avvik mellom egenkapitalrentabiliteten etter regnskapsreglene og egenkapitalrentabiliteten med «god» måling. Feilen oppstår ved at følgende regnskapsspråk tillater eller fører til dårlig måling. Typisk legges det frem tre kilder til målefeil av type 2; manglende innregning, feil målemodell etter innregning og feilperiodisering. Konsekvensen blir en undervurdering av rentabiliteten for lønnsomme investeringer og en overvurdering i driftsfasen (Knivsflå, 2022, F.7). Da analysen er investororientert vil det være hensiktsmessig med god måling av rentabiliteten og derfor ønskelig å justere for slike målefeil.

Type 3

Målefeil av type 3 oppstår ved at rapportert egenkapitalrentabilitet avviker fra egenkapitalrentabiliteten etter regnskapsreglene. Feilen kommer av kreativ regnskapsføring, altså regnskapsmanipulering, eller tilfeldig feil, ved at virksomheten rapporterer noe annet enn det den skal etter IFRS. Konsekvensen av målefeilen er at resultatet blåses opp, mens resultatet i senere år blir redusert. Dette skaper et inntrykk av god lønnsomhet for gjeldende periode (Knivsflå, 2022, F.7). OLT kan vise til ren revisjonsberetning gjennom hele analyseperioden av deres revisor BDO. Av den grunn ser vi ikke hensikten med å analysere videre formen for målefeil. Vi antar derfor videre at det ikke finnes vesentlige målefeil av type 3 i regnskapet.

5.4.1 Justering av målefeil

Justering er å gjør om på rapporterte regnskapstall slik at de bedre reflekterer underliggende økonomiske forhold (Knivsflå, 2022, F.8). Da vi som eksterne analytikere sitter med et dårligere informasjonsgrunnlag enn virksomheten selv som utarbeider og offentliggjør årsregnskapet, hevdes det ofte å være lite hensiktsmessig å tilføre mer støy i tallen ved å justere. I og med at målefeil av type 1 reflekterer strategisk fordel og målefeil av type 3 ikke foreligger som følge av revidert årsregnskap, vil målefeil av type 2 være aktuelt for oss å gå nærmere inn på. Vi skal i følgende avsnitt gå nærmere inn på, og eventuelt justere for leieavtaler, rentebærende gjeld og virkelig verdi på eiendom.

Leieavtaler

IFRS 16 trådte i kraft fra 2019 og medførte at leietaker må balanseføre alle leieavtaler. Før innføringen av nevnte standard fulgte konsernet IAS 17 for leieavtaler. Følgende standard

krevde skille mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler. I og med at innregningen gjelder kun for perioden 2019 og frem til 2022 vil det være aktuelt å se om det også burde gjøres for resten av analyseperioden. I 2019 da OLT innførte innregningen økte gjelden med 374 MNOK. Innregningen utgjør ikke mer enn 1 prosent av totalkapitalen ved utgangen av 2019. Året etter, 2020, er forpliktelsen nede på 347 MNOK. Posten anses derfor ikke å være av særlig stor betydning for tallene i årsregnskapene for 2017 og 2018. Av den grunn velger vi å ikke justere for leieavtaler i fare for å tilføre regnskapet støy etter som en justering vil føre til at en rekke forutsetninger må tas.

Rentebærende gjeld

Selv om OLT har en relativ lav gjeldsandel i henhold til resten av bransjen, er bransjen kapitalintensiv. Det vil derfor være viktig å få tilgang til gode finansieringsmuligheter fra bankene. Avhengigheten av finansiering medfører høye rentekostnader og høy rentebærende gjeldsandel. OLT sin rentebærende gjeld blir målt til amortisert kost etter IFRS 9 fra og med 2018. I 2017 ble gjelden målt til virkelig verdi eller amortisert kost iht. IAS 39. Bruken av to ulike målemetoder i perioden vil være hensiktsmessig å justere for, samtidig vil det føre til en fare for en justering som er preget av for mange forutsetninger. Det vil igjen føre til en mer usikker fremstilling av finansregnskapet. Av den grunn justerer vi ikke for endringen.

Virkelig verdi på investeringseiendommer

I konsernregnskapet legger OLT til grunn prinsippene i et historisk kost regnskap med unntak av regnskapsposten investeringseiendommer som vurderes til virkelig verdi. Ved endringer i virkelig verdi skal endringen resultatføres (OLT, 2021). Metoden fører til at endringer i verdi på investeringseiendom blir lagt til som en resultatpost som en del av resultatregnskapet i hver regnskapsperiode. Det vil kreves pålitelighet knyttet til verdien for å kunne rapportere til virkelig verdi. OLT uttaler at deres verdivurdering baserer seg på neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer (OLT, 2021). Cushman & Wakefield og Newsec brukes av OLT til å innhente verdivurderinger av investeringseiendommene, for å blant annet styrke påliteligheten til verdivurderingen.

OLT har ikke som formål å «trade» eiendommer, men heller å *kjøre, utvikle* og *eie*. På lengre sikt vil ikke strategien skape en strategisk fordel. Årsaken knyttes til en forventning om at superrentabilitet på finansielle eiendeler og gjeld er lik null. Som konkludert i delkapittel 4.4.3 har OLT en strategisk fordel både knyttet til bransje og ved at konsernet besitter visse

konkurransefortrinn. Rentabilitet beregnet på balanseverdier som består av verdiendringer på investeringseiendommer vil kunne unngå å plukke opp superrentabiliteten identifisert under den strategiske analysen. I dette tilfellet ville rentabiliteten endt opp på null da det antas at eiendommene «trades». Konsekvensen ville blitt en målefeil, og av den grunn ønsker vi å justere for å beregne rentabilitet på faktisk investert kapital og ikke balanseverdien med verdiendringer.

For å håndtere en justering for målefeilen er det nødvendig både å fjerne verdiendringer i resultatet og merverdier i balansen. Dette gjelder for OLT og bransjen. I delkapittel 5.3.1 trakk vi verdiendringene i resultatet ut og identifiserte disse som unormale poster. For å justere balansen trenger vi å finne anskaffelseskosten på alle investeringseiendommene. Grunnet en omfattende eiendomsportefølje og at informasjonen ikke eksisterer, er det nødvendig med noen forenklinger. Vi velger dermed å beregne et forholdstall mellom den virkelige verdien på eiendommene og den oppgitte anskaffelseskostnaden. Tallet skal videre brukes til å tallfeste balanseverdier på investeringseiendom for både OLT og bransjen. Vi kommer frem til gjennomsnittlig verdi på 1,714 på investeringseiendommen til OLT. Dette forteller at anskaffelseskosten ligger omtrent på to tredjedeler av verdien målt etter virkelig verdi. På andre siden vil justeringen fordele seg mellom egenkapital, utsatt skatt og finansiell gjeld. Videre vil vi forutsette samme kapitalstruktur som når eiendommene vurderes til virkelig verdi for å kunne opprettholde samme egenkapitalandel. Et siste aspekt er å påpeke at en reduksjon i finansiell gjeld medfører en justering av finanskostnadene i resultatregnskapet. Kostnaden blir klassifisert som en unormal post.

Oppsummering justering av målefeil

Vi konkluderer med at det ikke gjøres noen justeringer for leieavtaler og rentebærende gjeld. Konklusjonen er basert på en fare for å tilføre regnskapet for mye støy i og med at dette er forhold som har en mindre betydning for forståelsen av regnskapet. Likevel anser vi effektene av måling av investeringseiendom til virkelig verdi som tilstrekkelig stor, slik at vi velger å justere for dette. Følgelig vil den strategiske fordelen tilknyttet rentabilitet på drift fremstå.

5.4.2 Presentasjon av omgruppert og justert regnskap for OLT

I det følgende kapittelet presenterer vi det omgrupperte og justerte resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen til OLT. For videre analyser vil dette være vårt utgangspunkt.

Omgruppert resultatoppstilling	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsinntekter	3 808	3 881	4 051	3 967	4 094	4 335
Driftskostnader	-1 506	-1 585	-1 571	-1 488	-1 538	-1 553
Andel resultat i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	199	96	213	-22	283	175
Normalt driftsresultat før skatt	2 501	2 392	2 693	2 457	2 839	2 957
Driftsrelatert skattekostnad	-486	-464	-523	-477	-551	-574
Netto normalt driftsresultat	2 015	1 928	2 170	1 980	2 288	2 383
Netto finansinntekter	5	7	10	9	101	46
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 021	1 934	2 180	1 989	2 389	2 429
Netto finanskostnad	-298	-301	-342	-365	-347	-379
Netto minoritetsresultat	76	-1	-20	-57	53	42
Netto normalt resultat til majoritetens EK	1 647	1 635	1 858	1 681	1 989	2 008
Netto unormalt finansresultat	-92	24	-92	-608	413	494
Netto unormalt driftsresultat	1 871	846	68	-690	1 268	514
Fullstendig nettoresultat til majoritetens EK	3 426	2 505	1 833	383	3 669	3 016
Netto utbetalt utbytte	-214	-233	-456	0	-518	-674
Kjøp egne aksjer	-100	0	-341	0	0	0
Endring i egenkapital	3 112	2 272	1 036	383	3 151	2 342

Tabell 5.29: Omgruppert og justert resultatoppstilling for OLT

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsrelatert eiendeler (AM)	33 358	34 480	35 379	35 445	36 567	37 942
Driftsrelatert eiendeler (OM)	1 050	1 043	1 001	905	992	1 003
Driftsrelaterte eiendeler	34 408	35 523	36 380	36 350	37 559	38 945
Finansielle eiendeler (AM)	294	594	592	440	445	406
Finansielle eiendeler (OM)	366	305	386	484	448	195
Finansielle eiendeler	660	899	978	924	893	601
Totale eiendeler	35 068	36 421	37 358	37 278	38 453	39 548
Aksjekapital	106	106	106	104	104	104
Overkurs	318	318	318	318	318	318
Annen egenkapital	14 408	15 905	16 756	16 816	18 641	20 094
Egenkapital	14 832	16 329	17 180	17 238	19 063	20 516
Ikke-kontrollerende eierinteresser	319	308	284	239	269	284
Minoritetsinteresser	319	308	284	239	269	284
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 803	1 925	2 658	2 495	2 653	2 984
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 689	1 744	1 707	1 929	1 999	1 448
Driftsrelatert gjeld	3 492	3 669	4 365	4 424	4 652	4 432
Langsiktig finansiell gjeld	8 845	9 977	10 617	9 844	11 134	11 869
Kortsiktig finansiell gjeld	7 578	6 138	4 913	5 533	3 335	2 445
Finansiell gjeld	16 423	16 115	15 530	15 377	14 469	14 314
Total gjeld	19 914	19 785	19 895	19 801	19 121	18 747
Totalkapital	35 068	36 421	37 358	37 278	38 453	39 548

Tabell 5.30: Omgruppert og justert balanse splittet opp i drifts- og finansrelatert poster forenklet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsrelatert eiendeler (AM)	33 358	34 480	35 379	35 445	36 567	37 942
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 803	1 925	2 658	2 495	2 653	2 984
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	31 555	32 555	32 721	32 950	33 914	34 957
Driftsrelaterte eiendeler (OM)	1 050	1 043	1 001	905	992	1 003
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 689	1 744	1 707	1 929	1 999	1 448
Driftsrelatert arbeidskapital	-639	-701	-706	-1 024	-1 007	-445
Netto driftseiendeler	30 916	31 854	32 015	31 926	32 907	34 512
Finansielle eiendeler	660	899	978	924	893	601
Sysselsatte eiendeler	31 576	32 753	32 993	32 850	33 800	35 113
Egenkapital	14 832	16 329	17 180	17 238	19 063	20 516
Ikke-kontrollerende eierinteresser (MIN)	319	308	284	239	269	284
Finansiell gjeld	16 423	16 115	15 530	15 377	14 469	14 314
Sysselsatt kapital	31 574	32 752	32 993	32 854	33 801	35 115

Tabell 5.31: Omgruppert balanse inndelt i sysselsatt eiendeler og sysselsatt kapital

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Netto langsiktig driftsrelaterte eiendeler	31 555	32 555	32 721	32 950	33 914	34 957
Driftsrelatert kapital	-639	-701	-706	-1 024	-1 007	-445
Netto driftseiendeler	30 916	31 854	32 015	31 926	32 907	34 512
Egenkapital	14 832	16 329	17 180	17 238	19 063	20 516
Ikke-kontrollerende eierinteresser	319	308	284	239	269	284
Netto finansiell gjeld (Gjeld-eiendel)	15 763	15 216	14 552	14 453	13 576	13 713
Netto driftskapital	30 914	31 853	32 015	31 930	32 908	34 514

Tabell 5.32: Netto driftseiendeler og netto driftskapital

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Fullstendig netto driftsresultat	3 887	2 774	2 238	1 290	3 556	2 897
Endring i netto driftseiendeler	3 141	1 710	663	46	1 656	2 381
Fri kontantstrøm fra drift	746	1 064	1 575	1 244	1 900	516
Fullstendige finansinntekter	144	238	150	-339	712	739
Endring i finansielle eiendeler	137	239	79	-54	-31	-292
Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler	7	-1	71	-285	743	1 031
Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler	752	1 062	1 646	960	2 643	1 547
Rentekostnad	528	507	575	626	545	578
Endring i finansiell gjeld	94	-297	-249	-324	-1 582	-278
Fri kontantstrøm fra finansiell gjeld	-434	-804	-824	-950	-2 127	-856
Netto minoritetsresultat	76	-1	-20	-57	53	42
Endring i minoritet	71	-22	-44	-67	51	25
Fri kontantstrøm til minoritet	-5	-21	-24	-10	-2	-17
Fri kontantstrøm til egenkapital	213	237	457	0	513	674

Tabell 5.33: Omgruppert og justert kontantstrøm

5.5 Presentasjon av omgruppert og justert regnskap for eiendomsbransjen

Delkapittelet inneholder en presentasjon av det omgrupperte og justerte regnskapet, resultat og balanse, som tilhører den gjennomsnittlige bransjevirkosomhet. OLT og Entra publiserer sine årsrapporter med norsk valuta, mens Citycon og Castellum rapporterer henholdsvis i euro og svenske kroner. For å få en representativ bransje, er det hensiktsmessig at vi foretar omregninger fra utenlandsk valuta til norske kroner. For balansen er det benyttet valutakurs per siste publisert dag i det respektive året, mens for resultatregnskapet er det benyttet gjennomsnittlig valutakurs gjennom regnskapsåret. Som følge av at resultatregnskapet presenterer inntekter og kostnader gjennom hele året. Differansen har vi definert som annet fullstendig resultat, og deretter plassert under unormalt netto driftsresultat. Under presenteres omgruppert og justert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for bransjen.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsinntekter	3599	3738	3846	3855	4014	4858
Driftskostnader	-1299	-1372	-1305	-1253	-1380	-1646
Resultat i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	109	33	90	-47	346	252
Normalt driftsresultat før skatt	2410	2400	2631	2555	2980	3464
Driftsrelatert skattekostnad	-415	-409	-446	-430	-512	-574
Netto normalt driftsresultat	1995	1990	2184	2125	2468	2890
Netto finansinntekter	20	175	82	18	42	33
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2015	2165	2267	2143	2510	2923
Netto finanskostnad	-374	-525	-440	-587	-443	-566
Netto minoritetsresultat	33	49	65	45	91	39
Netto normalt resultat til majoritetens EK	1608	1591	1762	1511	1976	2318
Netto unormalt finansresultat	-40	-26	131	-111	153	557
Netto unormalt driftsresultat	2660	1375	1496	2932	9350	76
Fullstendig nettoresultat til majoritetens EK	4229	2941	3390	4332	11480	2951
Netto utbetalt utbytte	-826	-872	-1009	-902	-1056	-1038
Kjøp egne aksjer	-25	-21	-99	-7	-436	-670
Endring i egenkapital	3378	2048	2282	3424	9988	1242

Tabell 5.34: Omgruppert og justert resultatoppstilling for bransjen

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsrelatert eiendeler (AM)	34 001	35 415	36 743	41 260	53 457	56 315
Driftsrelatert eiendeler (OM)	772	1 015	788	889	1 181	1 230
Driftsrelaterte eiendeler	34 773	36 430	37 531	42 149	54 638	57 545
Finansielle eiendeler (AM)	175	276	268	949	260	1 040
Finansielle eiendeler (OM)	219	225	252	286	620	467
Finansielle eiendeler	394	501	519	1 235	881	1 507
Totale eiendeler	35 167	36 931	38 050	43 384	55 519	59 052
Aksjeeiere i morselskapet	15 011	16 229	17 404	19 623	26 373	27 125
Egenkapital	15 011	16 229	17 404	19 623	26 373	27 125
Ikke-kontrollerende eierinteresser	147	342	365	377	538	503
Minoritetsinteresser	147	342	365	377	538	503
Langsiktig driftsrelatert gjeld	331	560	1 011	1 281	1 791	1 745
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 129	1 112	1 217	1 378	1 677	840
Driftsrelatert gjeld	1 460	1 671	2 228	2 658	3 469	2 585
Langsiktig finansiell gjeld	15 048	15 571	15 494	17 973	23 150	26 176
Kortsiktig finansiell gjeld	3 501	3 116	2 558	2 754	1 990	2 664
Finansiell gjeld	18 549	18 687	18 052	20 727	25 140	28 840
Total gjeld	20 009	20 358	20 280	23 386	28 608	31 425
Totalkapital	35 167	36 931	38 050	43 384	55 519	59 052

Tabell 5.35: Omgruppert og justert balanse splittet opp i drifts- og finansrelatert forenklet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Driftsrelatert eiendeler (AM)	34 001	35 415	36 743	41 260	53 457	56 315
Langsiktig driftsrelatert gjeld	331	560	1 011	1 281	1 791	1 745
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	33 670	34 856	35 732	39 979	51 665	54 571
Driftsrelaterte eiendeler (OM)	772	1 015	788	889	1 181	1 230
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 129	1 112	1 217	1 378	1 677	840
Driftsrelatert arbeidskapital	-357	-97	-430	-488	-496	390
Netto driftseiendeler	33 314	34 759	35 302	39 491	51 169	54 960
Finansielle eiendeler	394	501	519	1 235	881	1 507
Sysselsatte eiendeler	33 707	35 259	35 822	40 726	52 050	56 468
Egenkapital	15 011	16 229	17 404	19 623	26 373	27 125
Ikke-kontrollerende eierinteresser (MIN)	147	342	365	377	538	503
Finansiell gjeld	18 549	18 687	18 052	20 727	25 140	28 840
Sysselsatt kapital	33 707	35 259	35 821	40 727	52 050	56 468

Tabell 5.36: Omgruppert og justerte balanse, inndelt i sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Netto langsiktig driftsrelaterte eiendeler	33 670	34 856	35 732	39 979	51 665	54 571
Driftsrelatert kapital	-357	-97	-430	-488	-496	390
Netto driftseiendeler	33 314	34 759	35 302	39 491	51 169	54 960
Egenkapital	15 011	16 229	17 404	19 623	26 373	27 125
Ikke-kontrollerende eierinteresser (MIN)	147	342	365	377	538	503
Netto finansiell gjeld (Gjeld-eiendel)	18 156	18 187	17 532	19 492	24 259	27 332
Netto driftskapital	33 314	34 758	35 301	39 491	51 169	54 961

Tabell 5.37: Netto driftseiendeler og netto driftskapital

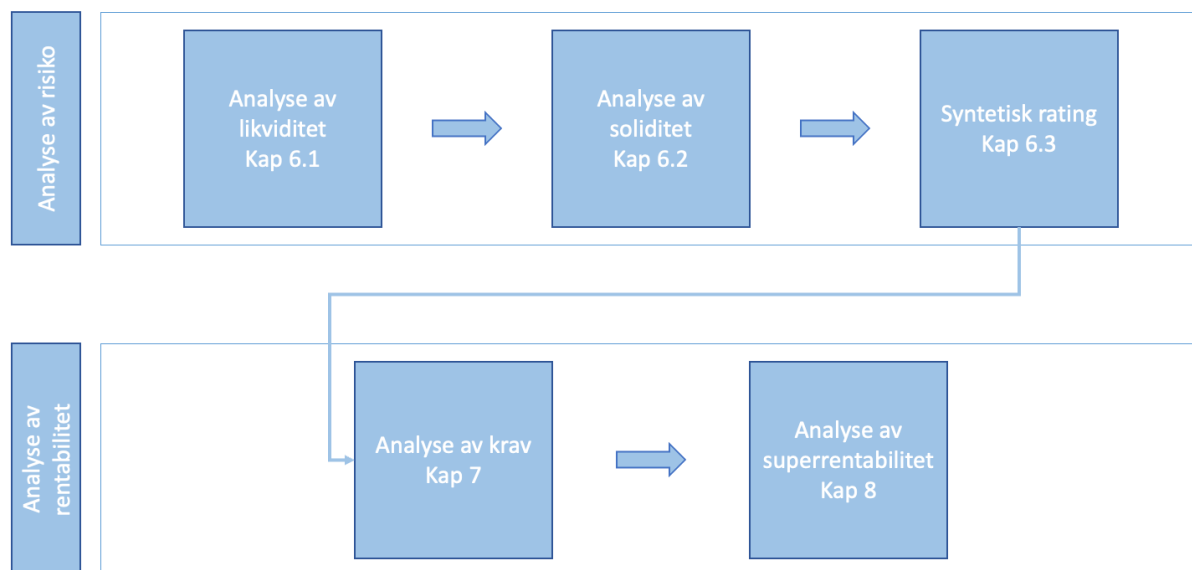
	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Netto driftsresultat	1 995	1 990	2 184	2 125	2 468	2 890
(+) Unormalt netto driftsresultat	2 660	1 375	1 496	2 932	9 350	76
(-) Endring i netto driftseiendeler	4 465	1 445	543	4 188	11 679	3 791
(=) Fri kontantstrøm fra drift	190	1 921	3 137	869	139	-825
(+) Netto finansinntekt	20	175	82	18	42	33
(+) Unormalt netto finansresultat	-40	-26	131	-111	153	557
(-) Endring i finansielle eiendeler	-15	107	19	716	-354	626
(=) Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	186	1 963	3 332	60	689	-862
(-) Netto finanskostnad	-374	-525	-440	-587	-443	-566
(+) Endring i finansiell gjeld	66	138	-635	2 676	4 412	3 700
(-) Netto minoritetsresultat	33	49	65	45	91	39
(+) Annet fullstendig resultat	-851	-893	-1 108	-909	-1 492	-1 708
(+) Økning i minoritetsinteresser	29	195	23	11	161	-35
(=) Fri kontantstrøm til egenkapital	-228	1 879	1 987	2 380	4 123	1 622

Tabell 5.38: Omgruppert og justert kontantstrøm for bransjen

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Et forholdstall er resultatet av å dividere en størrelse på en annen (Aarnes, 2021). For at et forholdstall skal kunne være meningsfylt, er det hensiktsmessig at telleren og nevneren er mulig å relatere til hverandre, og dermed være avhengige av hverandre. Dette har vi nå oppnådd gjennom at vi har omgruppert og justert resultatregnskapet og balansen over tid. Under de neste delene av denne oppgaven, kommer vi til å foreta oss en analyse av historiske rentabiliteter, kredittrisiko samt historisk avkastningskrav. Dette skal vi gjøre ved å benytte oss av enkelte utvalgte forholdstall som beskriver de tre ulike områdene i best mulig grad.

De neste tre delene omfattes av den fundamentale verdsettelsen hvor dette er en del av den strategiske analysen for å forstå de underliggende økonomiske forholdene, og dermed det som er utgangspunktet. Kapittel 6 omfatter vår analyse av kredittrisikoen, kapittel 7 omfatter en analyse av historiske avkastningskrav og kapittel 8 inneholder en strategisk rentabilitetsanalyse. I figuren nedenfor, presenterer vi rammeverket for en forholdstallsanalyse gjennom to sentrale deler, analyse av risiko og analyse av rentabilitet.



Figur 5.4: Illustrasjon av rammeverk for forholdstallsanalyse fra Knivsflå (2022) F.9

6. Analyse av kredittrisiko

Kapittel seks omfatter en analyse angående kredittrisikoen til OLT og bransjen. Analysen baserer seg på rammeverket som vi beskrev i forrige kapittel. Den kortsiktige risikoen vil presenteres gjennom en likviditetsanalyse, mens den langsiktige risikoen presenteres gjennom en soliditetsanalyse. Oppsummerende, kommer likviditetsanalysen og soliditetsanalysen til å oppsummeres gjennom en syntetisk rating.

6.1 Likviditetsanalyse – kortsiktig risiko

Uten likviditet vil ikke et selskap være kapabelt til å gjøre opp for seg. Kortsiktig risiko avdekker hvor god evne virksomheten har til å betale sine kortsiktige forpliktelser ved forfall. Tidshorizonten for en kortsiktig analyse legges til å være ett år (Plenborg & Kinserdal, 2021). Likviditetsskvis er faren for å opprettholde dårlig likviditet, samt gir likviditeten oss en indikator på om man eventuelt nærmer seg en konkurs (Knivsflå, 2022, F.9) Under den kortsiktige risikoen for OLT og selskapet, vil vi inkludere en analyse av *likviditetsgraden* som forteller noe om gjeldsdekning via balansen. Videre skal vi se på *rentedekningsgraden* samt *gjeldsdekningen via kontantstrømmen*.

6.1.1 Gjeldsdekning i balansen

Likviditetsgrad 1

Plenborg & Kinserdal (2021) presentere likviditetsgrad 1 som et av de mest brukte forholdstallene for å se på kortsiktig likviditetsrisiko. Forholdstallet sammenligner en eiendelspost med en gjeldspost. Formålet med likviditetsgraden, er å illustrere i hvilken grad virksomheten er i stand til å dekke kortsiktige forpliktelser med kortsiktige eiendeler gjennom forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Altså ser forholdstallet på OLT sin evne til å tilbakebetale de kortsiktige forpliktelsene (Palepu et al., 2019).

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

Intuitivt, er det hensiktsmessig at dette forholdstallet bør være minst én. Plenborg & Kinserdal (2021) fremstiller at det foreligger flere tommelfingerregler, blant annet at den bør være større enn to. Årsaken er at kortsiktige eiendeler bør være tilstrekkelige til å dekke alle kortsiktige

forpliktelser. De fleste foretak vil før eller siden komme over en situasjon hvor de står ovenfor en utfordrende situasjon i form av å sitte igjen med en drift lavere enn først antatt (Plenborg & Kinserdal, 2021). Dette kan enten oppstå i form av lavere inntekter eller høyere kostnader. Vi ønsker å skape et bilde av likviditetsgrad 1 for både OLT og bransjen. Dette fremkommer av tabellen nedenfor. Vi observerer at forholdstallet er mye lavere enn tommelfingerregelen.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
OLT	0,15	0,17	0,21	0,19	0,27	0,31	0,22
Eiendomsbransjen	0,21	0,29	0,28	0,28	0,49	0,48	0,34

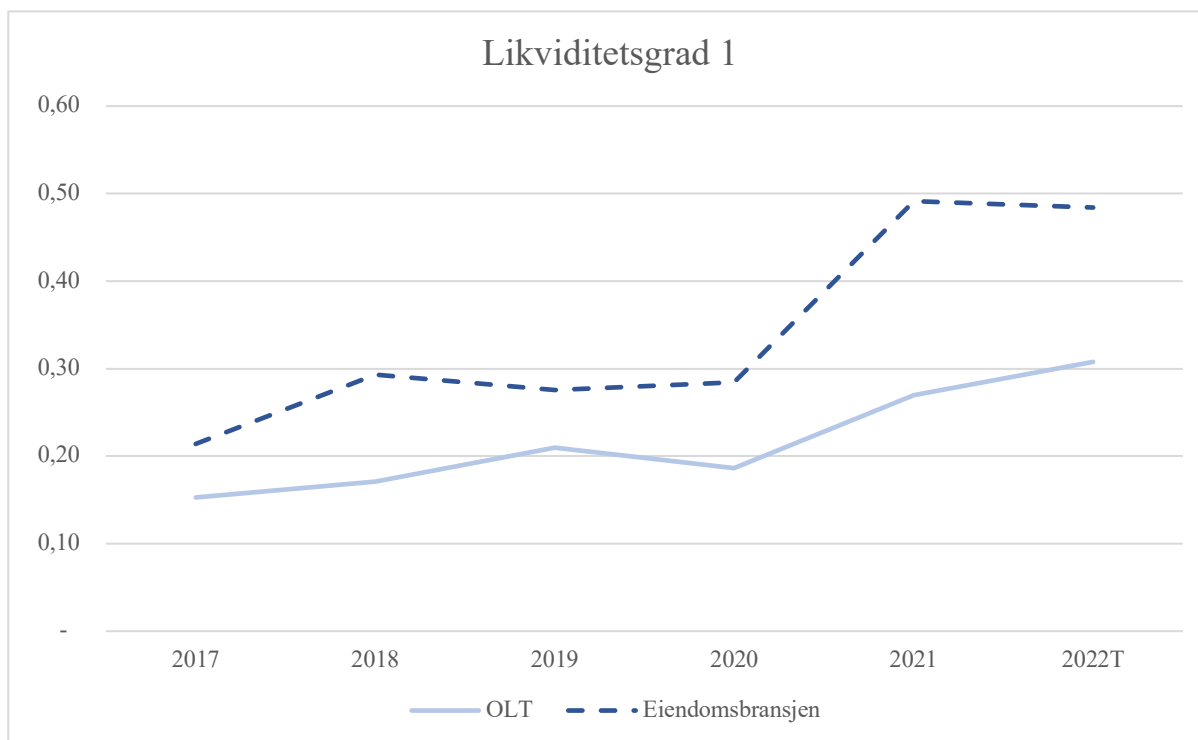
Tabell: 6.1: Likviditetsgrad 1 – OLT og eiendomsbransjen

Det foreligger flere argumenter for at vi bør være skeptiske til å benytte oss av likviditetsgrad 1. De følgende argumentene som vi presenterer kommer av Plenborg & Kinserdal (2021), og er ment for å argumentere for hvorfor vi er skeptiske til å benytte likviditetsgrad 1.

Omløpsmidlene inkluderer den kortsiktige gjelden og utestående fordringer. Dette er balanseposter som vi observerer er direkte tilknyttet den daglige driften. Det argumenteres for at dersom selskapene fortsetter sin normale drift, vil de ha anledning til å betale sine kortsiktige forpliktelser slik som leverandørgjeld. Dersom selskapene ikke skulle ha hatt leverandørgjeld og kundefordringer, kunne dette fått fatale konsekvenser for driften. Litteraturen argumenterer for at det ikke er hensiktsmessig å inkludere slike poster under denne type forholdstall, da slike driftsrelaterte poster ser ut til å refinansiere seg selv over tid.

Et annet argument som litteraturen presenterer, er at det er store variasjoner fra bransje til bransje (Plenborg & Kinserdal (2021)). Vi kan illustrere dette med en produksjonsbedrift. Mange slike virksomheter kommer til å ha et stort varelager i form av innsatsfaktorer og ferdigproduserte varer. Følgelig kommer omløpsmidlene til å øke, som igjen argumenterer for en høyere likviditetsgrad. Derimot, vil virksomheter slik som eiendomsbransjen ikke ha et spesielt stort varelager, og følgelig en lavere likviditetsgrad. Årsaken ligger bak at eiendomsbransjen har klassifisert det de selger, tilgang på eiendom, som en langsiktig driftsrelatert eiendel. Følgelig inkluderer ikke likviditetsgraden det som OLT og bransjen omsetter, og blir da lavere. Et slikt argument er med på å underbygge påstanden om at det foreligger flere tommelfingerregler for likviditetsgrad 1, samt at det er normalt med en lav likviditetsgrad for OLT og bransjen.

I den grafiske fremstillingen nedenfor presenterer vi den historiske utviklingen for likviditetsgrad 1. Som vi ser, er den stigende gjennom analyseperioden. Vi observerer en liten reduksjon i det første pandemiåret for OLT, noe som er som forventet. Likevel, ser vi at likviditetsgrad 1 har tatt seg opp på historisk høye nivåer i 2021, det andre pandemiåret, samt i trailingåret.



Figur 6.1: Historisk utvikling i likviditetsgrad 1 – OLT og eiendomsbransjen

Likviditetsgrad 2

På bakgrunn av svakhetene som oppstår ved å benytte seg av likviditetsgrad 1, velger vi å presentere likviditetsgrad 2. Forholdstallet er en modifisert versjon av likviditetsgrad 1, og korrigerer for utfordringene ved likviditetsgrad 1. Over brøkstreken inkluderes kun finansielle omløpsmidler, og beholder nevneren uendret (Palepu, et al., 2019). Følgelig sammenligner vi finansielle omløpsmidler med den kortsiktige gjelden for både OLT og eiendomsbransjen.

De driftsrelaterte omløpsmidlene i telleren trekker vi ut da vi støtter argumentene angående svakhetene med likviditetsgrad 1. Likevel anser vi det som nødvendig å inkludere den kortsiktige gjelden, finans- og driftsrelatert i forholdstallet. Årsaken er at alle kortsiktige forpliktelser må betales. Vi ser også at det vil være en usikkerhet forbundet med at kundene innfrir kundefordringene, noe som vi så ved at risikoen økte under pandemiårene. Følgelig

presenterer vi vårt uttrykk for det modifiserte forholdstallet likviditetsgrad 2 som også ser på OLT sin evne til å tilbakebetale sine kortsiktige forpliktelser (Palepu et al., 2019).

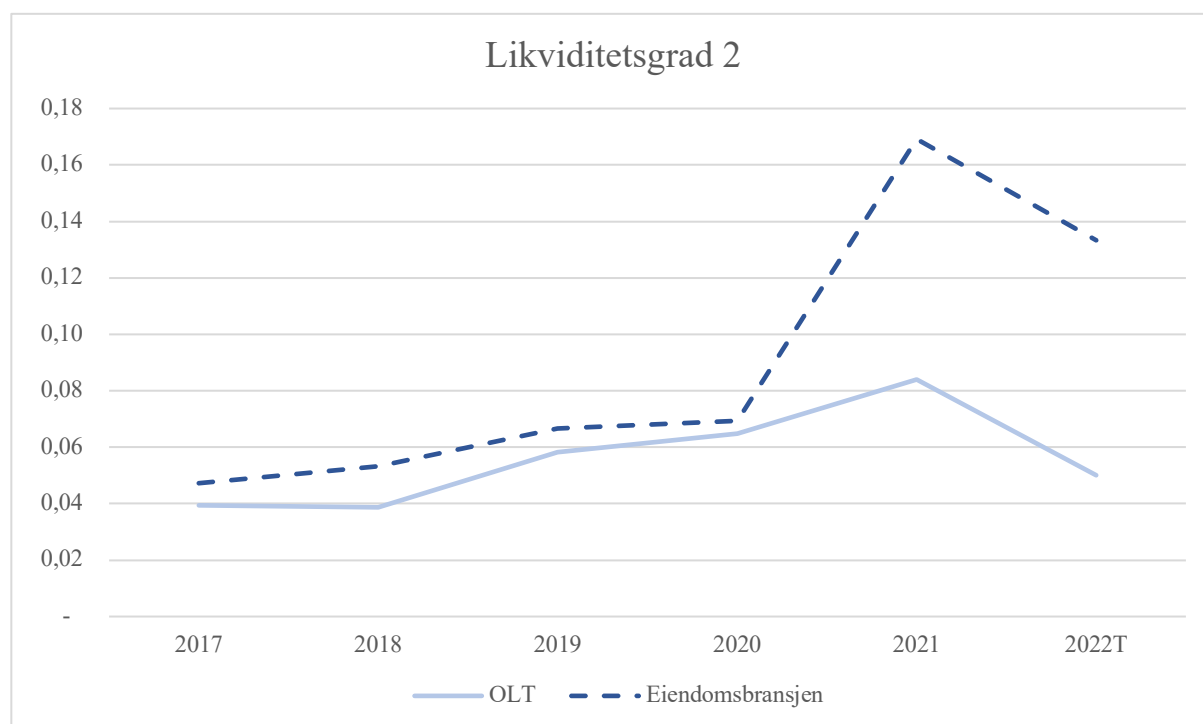
$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Tabellen nedenfor illustrerer likviditetsgrad 2 for OLT og eiendomsbransjen.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
OLT	0,04	0,04	0,06	0,06	0,08	0,05	0,06
Eiendomsbransjen	0,05	0,05	0,07	0,07	0,17	0,13	0,09

Tabell 6.2: Likviditetsgrad 2 – OLT og eiendomsbransjen

Nedenfor presenterer vi den historiske utviklingen av likviditetsgrad 2. Vi observerer i likhet med likviditetsgrad 1, at det har vært en stabil utvikling over tid. Derimot ser vi en solid reduksjon, spesielt for OLT i det trailede regnskapsåret, 2022. Årsaken trenger ikke å være så unormal da vi ser at stigningen er betydelig i 2021.



Figur 6.2: Historisk utvikling i likviditetsgrad 2 – OLT og eiendomsbransjen.

Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad er et forholdstall som sammenligner de finansielle eiendelene med den finansielle gjelden. Analysen blir foretatt for både OLT og eiendomsbransjen.

Formålet bak forholdstallet er å se på hvilken grad de finansielle eiendelene kan dekke den finansielle gjelden som virksomheten måtte ha (Knivsflå, 2022, F.9). Dersom vi benytter oss av uttrykket nedenfor, tar vi for oss de finansielle postene både på lang og kort sikt. Derimot, omhandler dette delkapittelet om en kortsiktig likviditetsanalyse. Følgelig velger vi å korrigere uttrykket.

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

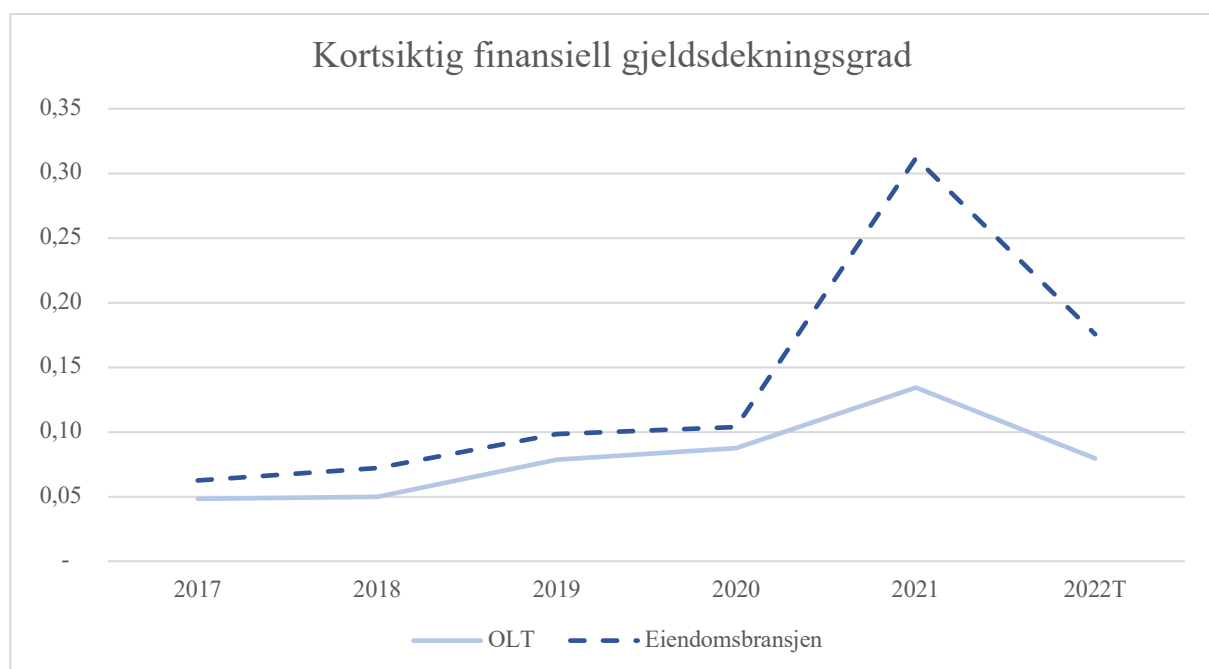
Det modifiserte uttrykket med et kortsiktig perspektiv presenterer vi nedenfor, (Plenborg & Kinserdal, 2021). Her sammenligner vi de finansielle eiendelene med den kortsiktige finansielle gjelden som OLT og eiendomsbransjen måtte ha.

$$\text{Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Kortsiktige finansielle eiendeler}}{\text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

I tabellen nedenfor fremstiller vi den kortsiktige finansielle gjeldsdekningsgraden til både OLT og eiendomsbransjen. Den grafiske utviklingen blir presentert i figuren nedenfor.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
OLT	0,05	0,05	0,08	0,09	0,13	0,08	0,08
Eiendomsbransjen	0,06	0,07	0,10	0,10	0,31	0,18	0,14

Tabell 6.3: Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad – OLT og eiendomsbransjen



Figur 6.3: Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad – OLT og eiendomsbransjen

Vi leser av figuren at det historisk sett har vært en stabil og stigende utvikling for OLT med unntak av det trailede året, 2022. OLT ligger hakket under eiendomsbransjen som har en sammenlignbar utvikling. Unntaket er i 2021 hvor bransjen hadde en stor vekst sammenlignet med OLT. Forklaringen bak reduksjonen i 2022 kan stamme fra en solid økning i 2021. Som vi ser, er 2022 trenden i OLT overførbar til bransjen. Videre er forholdstallet lavt, noe som innebærer at de har lite kortsiktige finansielle eiendeler sammenlignet med den kortsiktige finansielle gjelden. Årsaken bak den store endringen i 2021 for eiendomsbransjen ligger bak en betydelig økning i de kortsiktige finansielle eiendelene samt en markant reduksjon i den kortsiktige finansielle gjelden. Dersom vi går dypere inn i bransjen, ser vi at reduksjonen i den kortsiktige finansielle gjelden, stammer fra en stor reduksjon i Citycon. Videre ser vi at Castellum har hatt en stor økning i bankinnskudd, noe som igjen forklarer «hoppet» i forholdstallet i 2021. Selv om begge selskapene er en del av eiendomsbransjen, bemerker vi oss at dette ikke er noen representativ trend da de voldsomme endringene foreligger på to ulike områder i to ulike virksomheter.

Her er det hensiktsmessig å påpeke at de finansielle tallene som vi benytter oss av stammer fra øyeblikksbildet 31.12. Med det ønsker vi å anse utviklingen frem til og med 2020 som en representativ utvikling. Vi velger likevel å påpeke at det er enkelte selskaper som opplever merkbare endringer i noen poster i balansen deres, og dermed være en del av hvordan bransjen presterer.

6.1.2 Rentedekningsgrad

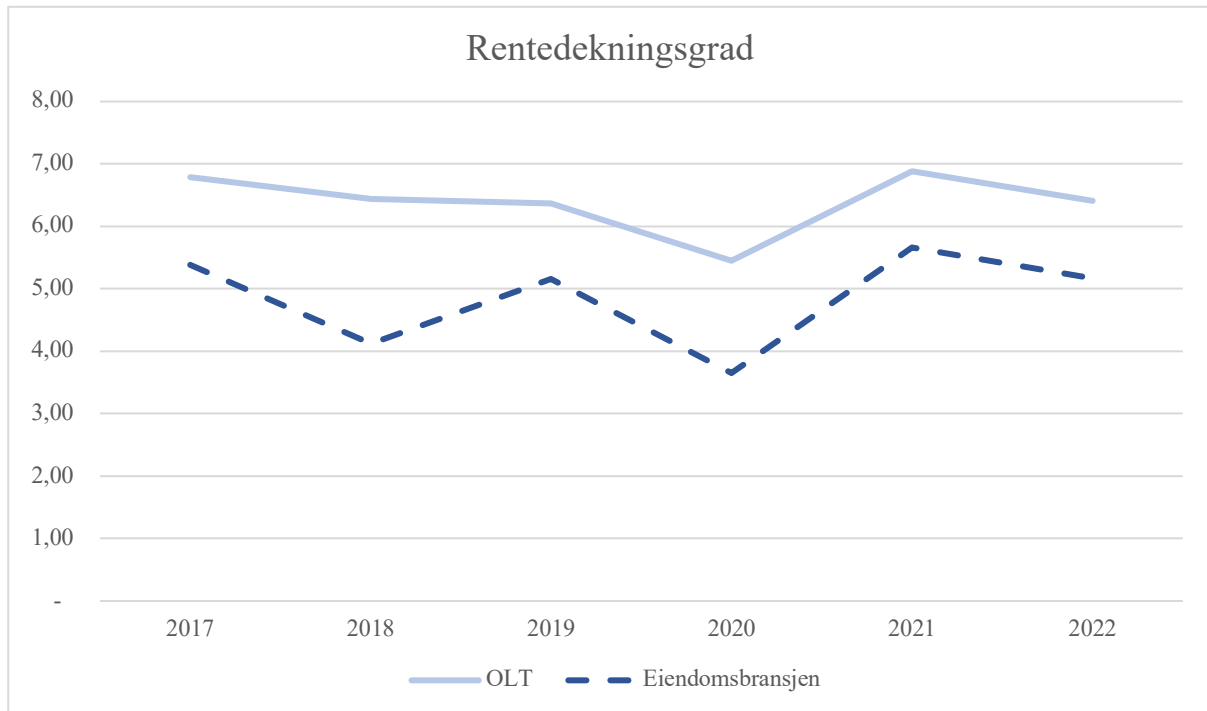
Rentedekningsgrad er et forholdstall som forteller noe om en virksomhetens evne til å overholde sine forpliktete rentekostnader basert på nettoresultatet fra den sysselsatte kapitalen. Av uttrykket nedenfor, kommer det klart frem at forholdstallet forteller hvor mange ganger nettoresultat fra sysselsatt kapital kan betale netto finanskostnad. Forholdstallet illustrerer altså i hvilken grad det foreligger en risiko ved selskapet og deres gjeldsforpliktelser (Palepu et al., 2019).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Vi presenterer den historiske rentedekningsgraden over analyseperioden i tabellen nedenfor. Den grafiske utviklingen fremkommer av figuren nedenfor.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
OLT	6,79	6,44	6,37	5,45	6,88	6,41	6,39
Eiendomsbransjen	5,39	4,12	5,15	3,65	5,66	5,17	4,86

Tabell 6.4: Rentedeckningsgrad – OLT og eiendomsbransjen



Figur 6.4: Rentedeckningsgrad – OLT og eiendomsbransjen

Figuren viser at OLT har hatt en stabil utvikling, med en liten dypp i 2020. OLT har også vært på et historisk høyere nivå enn hva bransjen har vært. Dette er en fordel for OLT da større forholdstallet er, desto bedre sikret er selskapet for å dekke sine forpliktelser (Palepu et al., 2019). Videre ser vi at det var en jevn økning i netto sysselsatt kapital for bransjen, hvor posten var størst i 2022. Totalt sett, var det en reduksjon i utvikling i forholdstallet fra 2021 til 2022 både bransjen og OLT på grunn av høy rentekostnad.

6.1.3 Gjeldsdekning gjennom kontantstrøm

Selv om gjeldsdekning gjennom balanse og resultat gir oss gode indikatorer på selskapets likviditet, vil ikke selskapet ha evne til å dekke gjelden uten bidrag fra driften, altså en positiv kontantstrøm. Vi har allerede i kapittel 5 satt opp en omgruppert og justert kontantstrømmen som viser kontantstrøm til egenkapitalen. I dette delkapittelet skal vi få frem endringene i de likvide midlene med hensikt å fremstille en mer kreditorientert fremstilling (Knivsflå, 2022, F.9).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Netto driftsresultat	3 887	2 774	2 238	1 290	3 556	2 897
- Endring i netto driftseiendeler	3 141	1 710	663	46	1 656	2 381
= Fri kontantstrøm til drift	746	1 064	1 575	1 244	1 900	516
- Netto finanskostnad	528	507	575	626	545	578
+ Endring i finansiell gjeld	94	-297	-249	-324	-1582	-278
- Netto minoritetsresultat	76	-1	-20	-57	53	42
+ Endring i minoritetsinteresser	71	-22	-44	-67	51	25
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	306	238	727	285	-229	-357
- Netto betalt utbytte	214	233	456	0	518	674
- Kjøp egne aksjer	100	0	341	0	0	0
= Fri kontantstrøm til finansiell investering	-8	5	-70	285	-747	-1031
+ Fullstendige finansinntekter	144	238	150	-339	712	739
= Kontantstrøm til finansiell investering	136	243	80	-54	-36	-292
+ Inngående finansielle eiendeler	523	660	899	978	924	893
= Utgående finansielle eiendeler	659	903	979	924	888	601
<i>Fordelt på</i>						
Finansielle anleggsmidler	294	594	592	440	445	406
Bankinnskudd og kontanter	366	305	386	484	448	195

Tabell 6.5: Endring i likvide midler

Netto driftsresultat er positivt gjennom hele analyseperioden, konsernet kan derav vise til en positive kontantstrømmer fra drift og dermed lønnsom drift. Selv om endring i netto driftseiendeler er positiv som tilsvarer en økning i eiendelene, er den frie kontantstrømmen til drift likevel positiv. Dette tilsier at konsernet skaper en kontantstrøm som kan dekke utover ordinær drift. Videre ser vi at endringen på den finansielle gjelden er negativ store deler av perioden, en slik utvikling tyder på en bedring av likviditeten. Avslutningsvis ser vi også en positiv økning for endringen i finansielle eiendeler for hele perioden. Dette indikerer at OLT har reserver som kan likvideres uten at driften blir påvirket. Også dette er med på å tyde på en solid likviditet, selv om veksten i finansielle eiendeler virker å være avtagende.

6.1.4 Gjeldsdekning i fremtiden

Vi vil nå gjøre en vurdering av faren for likviditetskrise i nær fremtid. Basert på OLT ser vi nærmere på selskapets evne til å dekke estimerte renter og avdrag ett år frem i tid fra trailingåret. Fra finansielle eiendeler som virksomheten har i dag dekkes renter og avdrag, samt gjennom fremtidig fri kontantstrøm eller fri kontantstrøm til drift (Knivsflå, 2022, F. 9). Derav får vi følgende formel:

$$\text{Rente – og avdragsdekning i } t + 1 = \frac{FE_t + FKS_{t+1}}{NFK_{t+1} + AVD_{t+1}}$$

Der

FE = finansielle eiendeler

FKS = Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital

NFK = Netto finanskostnad

AVD = avdrag

Basert på de tidligere analysene indikeres det til en viss kortsiktig likviditetsrisiko. Av den grunn baserer vi denne analysen på et *worst case*-scenario ved at vi setter FKS lik 0.

Avdraget i neste periode setter vi lik kortsiktig finansiell gjeld inklusiv neste års avdrag på langsiktig gjeld. Finansielle eiendeler settes lik samme som i 2022T. For å beregne NFK beregner vi normalisert rente etter skatt på etterskuddsbasis, hvor avdraget betales midt i året. Med utgangspunkt i de omgrupperte og justerte regnskapstallene får vi en rente- og avdragsdekning på 14 prosent. Prosentandelen er relativ lav og forteller at uten fortjeneste fra driften vil OLT ikke kunne dekke mer en 14 prosent av avdrag og renter som forfaller innen ett år. Det kan dermed konkluderes med at det er nødvendig å bygge opp en likviditetsreserve dersom gjelden skulle øke og FKS skulle reduseres til null.

6.2 Soliditetsanalyse – langsiktig risiko

Soliditetsanalyse er en analyse av den langsiktige risikoen. Gjennom soliditetsanalysen skaper vi et bilde av OLT og eiendomsbransjen over hvor solide de er. Det kan vi gjøre gjennom å fremstille egenkapital- og gjeldsandelen. Samtidig inkluderer vi netto driftsrentabilitet, som gir oss innblikk av den driftsrelaterte avkastningen til både OLT og bransjen (Knivsflå, 2022, F.12). Avslutningsvis omfatter soliditetsanalysen en analyse av kapitalstrukturen.

6.2.1 Egenkapitalandel

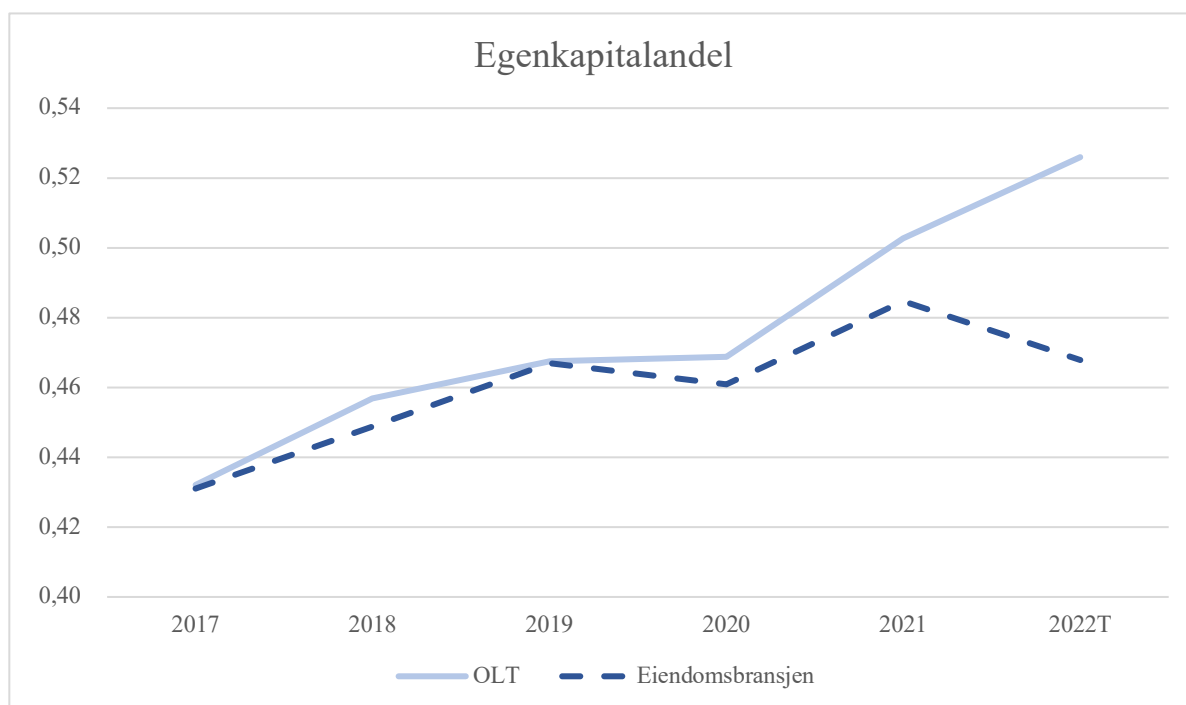
Egenkapitalandelen er et hensiktsmessig forholdstall å benytte seg av da det forteller en god del om kapitalstrukturen til en virksomhet, samt om virksomheten har tilstrekkelig med reserver for å håndtere uforutsette hendelser. Årsaken til at egenkapitalandelen er et hensiktsmessig forholdstall å benytte seg av i den langsiktige soliditetsanalysen, kommer av at egenkapitalandelen er et godt hjelpemiddel til å forutse konkurs i en tidlig fase (Plenborg & Kinserdal, 2021). Uttrykket for egenkapitalandelen presenterer vi nedenfor:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$

I tabellen nedenfor har vi presentert den historiske egenkapitalandelen for OLT og eiendomsbransjen. Den historiske utviklingen presenterer vi så grafisk.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
OLT	0,43	0,46	0,47	0,47	0,50	0,53	0,48
Eiendomsbransjen	0,43	0,45	0,47	0,46	0,48	0,47	0,46

Tabell 6.6: Historisk egenkapitalandel – OLT og eiendomsbransjen



Figur 6.5: Historisk egenkapitalandel – OLT og eiendomsbransjen

Som vi ser fra utviklingen av egenkapitalandelen, har den historisk vært stabilt stigende for både bransjen og OLT, bortsett fra 2022 hvor egenkapitalandelen i eiendomsbransjen synker. Det var også en liten reduksjon for eiendomsbransjen i 2020, det første pandemiåret. Vi anser utviklingen for bransjen som god over tid og kan også fortsette fremover. Vi observerer at OLT gjør det bedre enn hva eiendomsbransjen gjør, noe som taler for en fordel for OLT. Den solide egenkapitalandelen kommer av at gjeldsandelen har blitt lavere over tid, noe som kan tyde på relative reduksjoner i rentekostnadene som kommer av gjelden.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

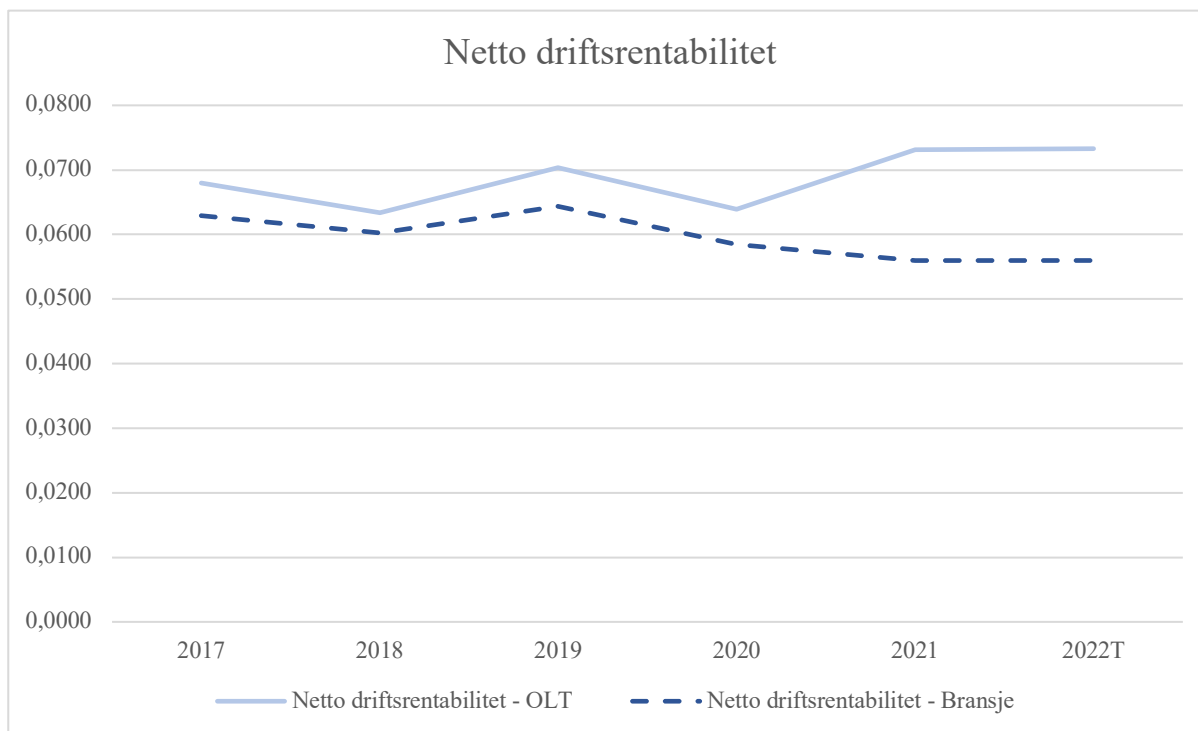
Netto driftsrentabilitet er et forholdstall som sier noe om forholdet mellom en resultatpost og en kapitalpost. Forholdstallet forteller altså noe om den årlige avkastningen som kapitalen har generert. Vi benytter oss av en noe justert rentabilitet fremfor å kun benytte oss av inngående kapital, da kapitalen gjennom hele året er med på å generere resultatet som er over brøkstreken (Knivsflå, 2022, F.12).

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$

Under presenterer vi den historiske utviklingen av netto driftsrentabilitet for OLT og eiendomsbransjen. Vi presenterer så den grafiske utviklingen gjennom analyseperioden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
OLT	0,068	0,063	0,070	0,063	0,073	0,073	0,069
Eiendomsbransjen	0,063	0,060	0,064	0,058	0,056	0,056	0,060

Tabell 6.7: Netto driftsrentabilitet – OLT og eiendomsbransjen



Figur 6.6: Netto driftsrentabilitet – OLT og eiendomsbransjen

Som det kommer av tabellen og figuren ovenfor er netto driftsrentabilitet til OLT stigende over tid. Eiendomsbransjen derimot har en synkende netto driftsrentabilitet over tid.

Gjennomgående via gjennomsnittlig netto driftsrentabilitet ligger OLT på et høyere nivå enn bransjen. I trailingåret er både OLT og bransjen uendret. I samme periode som bransjen synker, i 2021 og trailingåret, ser vi at OLT er på et nivå som er høyere enn før pandemien. Netto driftsrentabilitet for OLT sammenlignet med bransjen tyder på at OLT besitter en fordel ovenfor bransjen. Analysen av netto driftsrentabilitet for OLT og bransjen bekrefter det som vi kom frem til i den kvalitative strategiske analysen hvor vi fant at OLT besitter noen ressurser som bransjen ikke har. OLT sine ressurser knyttet til god beliggenhet på eiendommene sine, god kunnskap, og sterk satsning på kjøpesenter ligger som grunnlaget.

6.2.3 Analyse av kapitalstruktur

En analyse av kapitalstrukturen illustrerer hvordan eiendelene til OLT og eiendomsbransjen er finansiert, og om finansieringen skjer ved kortsiktig eller langsiktig kapital. Vår analyse av kapitalstrukturen presenteres gjennom en finansieringsmatrise. I matrisen rangerer vi kapitalen etter deres respektive tidsperspektiv, om det er langsiktig eller kortsiktig kapital, mens eiendelene rangeres etter hvor likvide de er. Egenkapitalen defineres som den kapitalen med minst risiko, mens eiendelene finansieres med kortsiktig gjeld og defineres som mest risikofylt (Knivsflå, 2022, F.9).

I de påfølgende tabellene vil vi presentere kapitalstrukturen for OLT og bransjen i både prosent og absolutte størrelser. Vi foretar ikke en analyse av den historiske utviklingen av kapitalstrukturen, og heller benytter oss av den trailede og justerte balansen for OLT og eiendomsbransjen for å illustrere kapitalstrukturen.

	DAM	FAM	DOM	FOM	Totalkapital
EK	20 516 (54%)				20 516 (52%)
MI	284 (1%)				284 (1%)
LDG	2 984 (8%)				2 984 (8%)
LFG	11 869 (31%)				11 869 (30%)
KDG	1 448 (4%)				1 448 (4%)
KFG	839 (2%)	406 (100%)	1 003 (100%)	195 (100%)	2 443 (6%)
Totale eiendeler	37 942 (96%)	406 (1%)	1 003 (3%)	195 (0%)	39 546 (100%)

Tabell 6.8: Kapitalstruktur for OLT – absolutt og prosentvis fremstilling

Av tabellen ovenfor ser vi kapitalstrukturen til OLT. 54 prosent av de driftsrelaterte anleggsmidlene finansieres av majoritetens egenkapital. Vi ser at 6 prosent av de totale eiendelene blir finansiert ved kortsiktig finansiell gjeld, som ses på som den mest risikofylte

kapitalen OLT har i denne sammenheng. Resterende eiendeler blir da finansiert med mindre risikofylt kapital hvor de største andelene er egenkapital og langsiktig finansiell gjeld.

Kun 2 prosent av de driftsrelaterte anleggsmidlene finansieres av kortsiktig finansiell gjeld i OLT. Driftsrelaterte eiendeler finansieres altså ved hjelp av risikofylt kapital. Det er ikke en heldig situasjon. Som vi ser, finansieres ikke noe av de driftsrelaterte eiendelene i bransjen ved hjelp av tilsvarende kapital. Kun 1 prosent av de driftsrelaterte anleggsmidlene finansieres ved hjelp av kortsiktig driftsrelatert gjeld, en kapitalpost som er forbundet med mindre risiko.

	DAM	FAM	DOM	FOM	Totalkapital
EK	27 125 (48%)				27 125 (46%)
MI	503 (1%)				503 (1%)
LDG	1 745 (3%)				1 745 (3%)
LFG	26 176 (46%)				26 176 (44%)
KDG	766 (1%)	74 (7%)			840 (1%)
KFG		966 (93%)	1 230 (100%)	468 (100%)	2 664 (5%)
Totale eiendeler	56 315 (95%)	1 040 (2%)	1 230 (2%)	468 (1%)	59 053 (100%)

Tabell 6.9: Kapitalstruktur for eiendomsbransjen – absolutt og prosentvis fremstilling

Videre er 48 prosent av de driftsrelaterte anleggsmidlene i eiendomsbransjen blir finansiert ved hjelp av majoritetens egenkapital. Som vi ser, finansieres 6 prosent av de totale eiendelene av kortsiktig gjeld hvor den finansielle kortsiktige gjelden har størst andel, hele 5 prosent. Følgelig ser vi at noe av den kortsiktige driftsrelaterte gjelden går til finansiering av de finansielle anleggsmidlene, og det grå feltet i tabellen synker tidligere enn for OLT.

Vi observerer gjennom balansen i det trailede året at bransjen har en fordel sammenlignet med OLT. OLT ligger altså noe under eiendomsbransjen angående kapitalstrukturen. Dette kan være med på å tale for at en eventuell fordel i OLT er redusert.

6.3 Syntetisk rating

Delkapittelet inneholder en oppsummering av den langsiktige soliditetsrisikoen og den kortsiktige likviditetsrisikoen gjennom syntetisk rating (Knivsflå, 2022, F.9). Som det kommer av den kvalitative strategiske analysen, har OLT blitt tildelt karakteren Baa2 av Moody's. Karakteren skal være med på å fortelle noe om risikoen ved selskapet. Andre eksempler på selskaper som foretar kredittvurdering og foretar rating av andre virksomheter er Standard & Poor's, samt Fitch. I det påfølgende kommer vi til å benytte oss av Standard & Poor's.

Metoden som vi benytter innebærer en gitt karakterskala, der vi etter ulike vurderinger, skal foreta en oppsummering og derav komme frem til en bestemt karakter. Skalaen er delt inn i ulike deler, hvor karakterene AAA til BBB er definert som *investment grade*, mens intervallet BB til CC defineres som *speculative*. Intervallet C til D defineres som *in default*.

Basert på forholdstallsanalysene som vi nå har foretatt oss skal vi ved hjelp av skalaen plassere både bransjen og OLT på denne skalaen. Knivslå (2022) foreslår at den syntetiske ratingen skal basere seg på fire ulike forholdstall; *likviditetsgrad*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalandel* og *netto driftsrentabilitet*.

I tabellen nedenfor fremstiller vi foreslåtte forholdstall med tilhørende rating. Forholdstallene som er på linje med bokstavkarakteren er median mellom selskapene i sin respektive kategori, mens forholdstallene med uthevet skrift er definert som grenseverdien mellom sin respektive kategori, og neste kategori (Knivsflå, 2022, F.9).

Rating	Likviditetsgrad	Rentedekningsgrad (etter skatt)	Egenkapitalprosent (i forhold til total kapital)	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,400	16,900	0,934	0,330
	8,700	11,600	0,886	0,288
AA	6,000	6,300	0,837	0,246
	4,400	4,825	0,738	0,196
A	2,800	3,350	0,638	0,146
	2,150	2,755	0,527	0,111
BBB	1,500	2,160	0,417	0,076
	1,250	1,690	0,358	0,062
BB	1,000	1,220	0,300	0,048
	0,850	1,060	0,252	0,034
B	0,700	0,900	0,204	0,020
	0,550	0,485	0,162	0,006
CCC	0,400	0,070	0,120	-0,008
	0,350	-0,345	0,096	-0,022
CC	0,300	-0,760	0,073	-0,036
	0,250	-1,170	0,028	-0,050
C	0,200	-1,580	-0,018	-0,064
	0,150	-1,995	-0,090	-0,078
D	0,100	-2,410	-0,161	-0,092

Tabell 6.10: Oversikt over forslag til forholdstall angående rating av virksomhet

Et sammendrag av risikoanalysen presenterer vi nedenfor. Estimert rating for OLT og bransjen er i samme tabell.

OLT	2017	2018	2019	2022	2021	2022T	Gjennomsnitt	Median
Likviditetsgrad 1	0,153	0,171	0,210	0,186	0,270	0,308	0,216	0,198
Rating	C	C	C	C	CC	CC		
Rentedekningsgrad	6,791	6,436	6,367	5,450	6,883	6,411	6,389	6,423
Rating	AA	AA	AA	AA	AA	AA		
Egenkapitalprosent	0,432	0,457	0,467	0,469	0,503	0,526	0,476	0,468
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB		
Netto driftsrentabilitet	0,068	0,063	0,070	0,064	0,073	0,073	0,069	0,069
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB		
Samlet rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB		

Tabell 6.11: Syntetisk rating for OLT

Eiendomsbransjen	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Gjennomsnitt	Median
Likviditetsgrad 1	0,214	0,293	0,275	0,285	0,491	0,484	0,340	0,289
Rating	C	CC	CC	CC	CCC	CCC		
Rentedekningsgrad	5,387	4,124	5,155	3,651	5,662	5,165	4,857	5,160
Rating	AA	AA	AA	A	AA	AA		
Egenkapitalprosent	0,431	0,449	0,467	0,461	0,485	0,468	0,460	0,464
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB		
Netto driftsrentabilitet	0,063	0,060	0,064	0,058	0,056	0,056	0,060	0,059
Rating	BBB	BB	BBB	BB	BB	BB		
Samlet rating	BB	BB	BBB	BB	BB	BB		

Tabell 6.12: Syntetisk rating for bransjen

Som det kommer av tabellen ovenfor har OLT en rating på BB. Videre observeres det at likviditetsgrad 1 trekker ned den endelige ratingen. Årsaken til den lave likviditetsgraden har vi tidligere presentert, og er en konsekvens av hvilken bransje OLT befinner seg i, som gir grunnlaget for strukturen i balansen. Vi anser ikke forholdstallet som like representativ for virkeligheten som OLT befinner seg i, selv om vi har valgt å inkludere forholdene som den lave likviditetsgraden gir oss. Årsaken bak valget vi har gjort, er at vi ikke anser det som hensiktsmessig å korrigere for forholdstallet uten at vi foretar for mange forutsetninger, og derav skaper mer usikkerhet i verdiestimatet enn hva som er høyst nødvendig.

Både OLT og bransjen ligger stort sett på samme nivå, BB, gjennom analyseperioden. Unntaket er bransjen har en rating på BBB i 2019, som igjen er en bedre rating enn hva vi har beregnet for OLT.

Den syntetiske ratingen, representativ for både bransjen og OLT, er på BB og blir definert som *speculative*. Enkeltåret for bransjen med rating på BBB er definert som *investment grade*. Vi

ønsker å legge mindre vekt på likviditetsgraden for OLT i den syntetiske ratingen, da OLT og bransjen naturligvis har en lavere rating enn hva som kommer av «standard» som vi presenterte tidligere. Følgelig anser vi ratingen for å være helt i grensen til BBB, *Investment grade*.

7. Historisk avkastningskrav

Et avkastningskrav kan defineres som en målestokk for en tilhørende rentabilitet (Knivsflå, 2022, F.10). Dette er en høyst viktig definisjon av et avkastningskrav da det foreligger en rekke investorer og aktører som har plassert kapital i OLT. Kapittel 7 inneholder en analyse av det historiske avkastningskravet til OLT. Av den langsiktige soliditetsanalysen ser vi at OLT har en kapitalstruktur som inneholder flere ulike kilder til finansiering. Å investere i et selskap medbringer risiko for investoren. Investoren vil ha behov for et avkastningskrav å måle avkastningen opp mot, da investoren har et ønske om å få like mye eller mer av investeringen enn hva han hadde gjort i en annen investering. Det gjelder også kreditor som stiller kapital til disposisjon. Det kommer av Kaldestad & Møller (2016) at ulike kilder til kapital medbringer ulik risiko. Følgelig kommer de ulike kapitalene til å ha ulikt avkastningskrav. Det blir blant annet påpekt at avkastningskravet må ses i sammenheng med hva en kreditor kan oppnå ved å investere i et alternativt sammenlignbart investeringsobjekt.

Vi kommer til å se på det vektede avkastningskravet til den totale kapitalen, herunder den sysselsatte kapitalen. Årsaken til det er at pengeposter og driftsfremmede (finansielle) poster har en separat verdsettelse. Grunnen til at vi skal se på avkastningskravet til total kapitalen, ikke bare egenkapitalen, er at kontantstrømmen skal tilfredsstille alle kapitalpostene, herunder egenkapitalen og fremmed kapital, gjeld (Kaldestad & Møller, 2016).

7.1 Avkastningskrav til total kapitalen

Vi benytter oss av det vektede gjennomsnittskravet, WACC, da det er flere kilder til kapital. OLT sin kapitalstruktur består av egenkapital og lån, derav benytter vi oss av WACC som kommer av Kaldestad & Møller (2016). Uttrykket presenterer vi nedenfor.

$$WACC = R_E \frac{E}{E + D} + R_D \frac{D}{E + D}$$

I vektene som inngår i dette uttrykket representerer E og D henholdsvis markedsverdien på egenkapitalen og gjelden til selskapet. Videre er R_e og R_d henholdsvis selskapets egenkapital- og gjeldskostnad. Følgelig, observerer vi at WACC er det vektede avkastningskravet til eierne og kreditorene av OLT (Kaldestad & Møller, 2016). Som det kommer av uttrykket er det

nødvendig at vi kjenner til egenkapital- og gjeldskostnaden. Det er noe som vi skal estimere før vi kan beregne WACC.

7.2 Avkastningskrav til egenkapitalen

Det kommer av teorien at det finnes flere ulike metoder som vi kan benytte oss av for å beregne egenkapitalkostnaden. Vi har valgt å benytte oss av kapitalverdimodellen. Dette er en modell som hevdes å benyttes mest i praksis (Kaldestad & Møller, 2016). En investor står i hovedsak ovenfor to ulike typer risiko; *systematisk* og *usystematisk risiko*. Begrepene omfatter henholdsvis den generelle markedsrisikoen og den bedriftsspesifikke risikoen. Gjennom diversifisering av sine investeringer elimineres den bedriftsspesifikke risikoen, slik at en investor kun sitter igjen med den generelle markedsrisikoen – systematisk risiko (Kaldestad & Møller, 2016).

Egenkapitalkostnaden kan i henhold til kapitalverdimodellen beregnes ved følgende uttrykk:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Uttrykket forteller at egenkapitalkostnaden, R_e , skal være lik den risikofrie renten, R_f , i tillegg til markedets risikopremie, $R_m - R_f$, multiplisert med selskapets egenkapitalbeta.

7.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er et minimumskrav for alle investeringer. Følgelig inngår den i uttrykket for WACC. Årsaken er at den risikofrie renten er avkastningen som en investor ville ha fått uten at det er forbundet risiko med investeringsobjektet. Et minimumskrav er å få denne avkastningen i et annet investeringsobjekt som innehar en form for risiko. Det hevdes at det nærmeste man kommer en risikofri investering er statsobligasjoner (Kaldestad & Møller, 2016).

Med utgangspunkt i at den risikofrie renten skal komme av hvilken rente som er på statsobligasjoner, kan vi ta for oss en diskusjon om det er norske eller et annet lands statsobligasjoner som skal benyttes, og om det er kortsiktige eller langsiktige statsobligasjoner som vi skal benytte oss av (Rosendahl & Finholdt, 2021).

Kaldestad & Møller (2016) presenterer fire ulike alternativer i forbindelse med valget av den risikofrie renten. Alternativene er som følgende. (1) ulik risikofri rente for hver periode, (2) kort rente, (3) lang rente og (4) stivt avkastningskrav – langsiktig forventning til risikofri rente. De ulike alternativene har ulike fordeler og ulemper, og må ses opp mot hva som er hensiktsmessig i vårt tilfelle, samt hva som er praktisk mulig. Vi har valgt å benytte oss av alternativ tre – lang rente.

Å benytte en lang rente ser ut til å være et populært valg i praksis, noe som er med på å underbygge valget vårt. En langsiktig rente som den risikofrie renten benyttes i sammenheng med levetiden til investeringsobjektet. Vi har den oppfatning om at OLT kommer til å være en ledende og solid aktør på markedet i lang tid. Følgelig er en lang rente et godt alternativ. Derimot, vil det kunne være en ulempe ved valget vårt. Bakgrunnen for renten er at den skal være risikofri. Mange slike renter kan ha inkorporerte elementer som omfatter en premie for likviditet og inflasjon. Dersom det er tilfellet ved vårt valg, kommer ikke den risikofrie renten til å være risikofri fullt ut. Virkningen av slike tillegg i den risikopremien skal vi likevel ikke overvurdere (Kaldestad & Møller, 2016).

I tabellen nedenfor presenterer vi den risikofrie renten som kommer av langsiktige (10 år) statsobligasjoner med gjennomsnittlig årsrente. I 2021 sluttet Norges Bank å publisere denne renten, slik at vi i perioden hvor den mangler, har benyttet nullkupongsrenten som Norges bank presenterer (Norges Bank, 2022). Vi velger å både trekke fra selskapsskattesatsen hvert enkelt år og en kredittrisikopremie med forutsetning om at syntetisk rating for den norske stat er på AAA. Dette for at vi skal kunne få en risikofri rente som er sammenlignbar med egenkapitalrentabiliteten som naturligvis er etter skatt.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
Risikofri rente før skatt	1,64%	1,88%	1,49%	0,82%	1,42%	2,73%
- Kredittrisikopremie	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Skatt	24%	23%	22%	22%	22%	22%
Risikofri rente etter skatt	1,02 %	1,22 %	0,93 %	0,41 %	0,87 %	1,90 %

Tabell 7.1: Risikofri rente

7.2.2 Markedets risikopremie

En annen komponent som inngår i uttrykket for avkastningskravet til egenkapitalen er markedets risikopremie. Kaldestad & Møller (2016) definerer dette som meravkastningen som investorer forventer å motta ved å investere på børsen, og er definert ved uttrykket $R_m - R_f$. Meravkastningen er altså gitt som indeksens, eller markedsporteføljens, avkastning minus den

risikofrie renten. Intuitivt, i tråd med den risikoen som investorene blir utsatt for, vil markedets risikopremie være en kompensasjon som investorene krever for å kunne investere i egenkapitalen. Kaldestad & Møller (2016) presenterer tre ulike metoder som vi kan benytte for å finne markedets risikopremie.

7.2.2.1 Spørreundersøkelse

Det forekommer ulike spørreundersøkelser som publiseres ovenfor offentligheten om hva den fremtidige risikopremien kommer til å være. Fordelen med denne metoden er at den baserer seg på aktørene i markedet, og deres syn på fremtiden. Den tar dermed ikke utgangspunkt i historiske data. Dette er i tråd med kapitalverdimodellen som er en fremtidsrettet modell. Derimot er det noen ulemper forbundet med denne metoden. Ulempene inkluderer at svarene oppgitt i slike spørreundersøkelser kan bli påvirket av hvordan markedet gjør det i det øyeblikket undersøkelsen blir foretatt. Eventuelt at historiske tall kan være med å påvirke beslutningen. Av den grunn velger vi ikke å basere oss på denne metoden (Kaldestad & Møller, 2016).

7.2.2.2 Implisitt premie

Å estimere en implisitt premie er en metode som baserer seg på en vekstmodell. Kaldestad og Møller (2016) presenterer Gordons vekstformell som et eksempel på en slik vekstmodell. Målet ved denne modellen er å estimere hvilken risikopremie som er nødvendig for å kunne forsvare den børsverdien selskapet måtte ha i dette øyeblikket. Fordelene med denne modellen omfatter at det er en modell som fokuserer på fremtiden, og tar ikke med historisk utvikling i betraktning. Likevel er ulempene flere, hvor usikkerhet om fremtiden er fremtredende. Hvilke forventninger vi har om fremtiden er varierende og kan endre seg raskt, noe vi har fått erfart de siste årene. Videre kan små endringer angående estimerte fremtidige størrelser resultere i store endringer i den estimerte risikopremien. Dette kan bidra til store variasjoner. En annen forutsetning ved metoden, som i mange tilfeller er langt fra realiteten, er at markedet i sin helhet benytter seg av tilnærmet samme verdsettelsesmodell. Videre hevder teorien at dette er en vanskelig metode å benytte i praksis, noe som taler for den neste metoden – historisk premie (Kaldestad & Møller, 2016).

7.2.2.3 Historisk premie

Til forskjell fra metoden implisitt premie og hensikten bak spørreundersøkelser, er dette en metode som baserer seg på den historiske utviklingen. Ved å benytte denne modellen vil vi sammenligne avkastningen på en relevant markedsindeks og statsobligasjoner. I prøvende

tider hvor det er usikkerhet om fremtiden, vil det i mange tilfeller være historiske størrelser som er beste estimat. Den utpregede fordelten ved metoden er at den er mest utbredt i praksis. I tillegg er det en akseptert metode å benytte seg av. Likevel omfatter metoden en rekke ulemper. Momentet som er mest fremtredende er at den historiske risikopremien har vært høyere enn hva den kommer til å være i fremtiden. Argumentene kommer av at risikopremien historisk sett har blitt påvirket av reduserte transaksjonskostnader, økende likviditet, redusert risikonivå, større muligheter for diversifisering og en historisk vekst i produktivitet som kanskje ikke er bærekraftig over tid i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016).

7.2.2.4 Markedets risikopremie - beregnet

Det eksisterer flere kilder til risikopremien. Knivsflå (2022) har beregnet en risikopremie på 4,7 prosent etter skatt i regnskapsperioden 2011 til 2020. Kaldestad & Møller (2016) påpeker at markedets risikopremie ligger på rundt 3 prosent i perioder med høy optimisme og over 7 prosent ved sterk pessimisme. Flere argumenter viser til at premien da trolig vil ligge i intervallet 4 til 5 prosent. Dette underbygges også av PWC som har gjennomført en markedsanalyse som tilsier at markedets risikopremie over vår analyseperiode ligger på 4,9% (PwC, 2021). Likevel velger vi å benytte oss av Knivsflå sin metode der han vekter en premie basert på en langsiktig børsavkastning og en premie basert på kortsiktig børsavkastning. Beregningene baseres på vektet kortsiktige perspektivet for markedets risikopremie med $\frac{2}{3}$ og det langsiktige perspektivet med $\frac{1}{3}$. Det kommer av at det kortsiktige perspektivet tyder på at det har vært et fall over tid, men på det lengre perspektivet vil det være en tilbakevending.

Vi har valgt å legge inn en noe lavere risikopremie for 2022 begrunnet med at Norges Bank har varslet videre stigning i styringsrenten. Følgende justeres den kortsiktige risikopremien for 2022 ned med 10 basispunkter. Derav samsvarer estimatet godt med øvrige analytikere:

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Kortsiktig årlig risikopremie	0,033	0,038	0,039	0,034	0,033	0,032	0,035
* Vekt 2/3	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667
+ Langsiktig årlig risikopremie	0,075	0,073	0,074	0,070	0,070	0,070	0,072
* Vekt 1/3	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Løpende risikopremie	0,047	0,050	0,051	0,046	0,045	0,045	0,047

Tabell 7.2: Markedets risikopremie, periode 2017-2022

7.2.3 Andre premier

Andre premier omfatter en likviditetspremie. Dersom det er vanskelig for en investor å komme seg ut av en investering, vil det forekomme en innlåsningsrisiko. Det skal investoren kompenseres for gjennom en risikopremie (Kaldestad & Møller, 2016).

Behov for justering i forbindelse med en slik premie i avkastningskravet må ses i sammenheng med det spesifikke tilfellet og opp mot investoren. Som det kommer av aksjonæroversikten, eier Olav Thon Gruppen og andre i konsernet rundt 74 prosent av OLT. Olav Thon Stiftelsen som eier Olav Thon Gruppen presenterer at de har et langsiktig eierperspektiv for OLT (Olav Thon Stiftelsen, 2022). Dette tilsvarer at en mindre andel av aksjene i OLT er tiltenkt fri omsetning på børs. Det gjenspeiles i omsetningen på børs per 04. november hvor OLT hadde antall omsatte på 2 158, mens Entra, Citycon og Castellum hadde antall omsatte på henholdsvis 94 245, 2 666 045 og 233 084. Derav anser vi det som hensiktsmessig å inkludere en likviditetspremie i avkastningskravet for OLT. Illikviditetspremien for OLT setter vi til å være 1,75 prosent gjennomgående i analyseperioden.

Andre premier og illikviditetspremien er også relevant i forbindelse med avkastningskravet til minoritetsinteressene. Det kommer av Knivsflå (2022) at et selskap har minoritetsinteresser dersom de har investeringer i et datterselskap i konsernet hvor eiendelen er 50 prosent eller mindre (Knivsflå, 2022, F.10). Dermed forekommer det også et krav på avkastningen til minoritetsinteressene. Det er naturlig å tenke seg til at OLT sine investeringer i minoritetsinteresser kan bli innelåst, altså at de blir vanskelig å omsette til en annen part. Med det er det hensiktsmessig at vi legger til en illikviditetspremie også her. Vi setter annen risikopremie til å være 3,5 prosent.

7.2.4 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta (β_E) er et mål på den enkelte aksjes risiko i henhold til aksjemarkedet, samt et mål på eksponeringen for generelle markedsrisikoen. En aksje svinger i takt med aksjemarkedet dersom betaverdien er lik 1 (Kaldestad & Møller, 2016). Dersom aksjekursen svinger mer enn markedet vil selskapet ha en betaverdi høyere enn 1. Betaverdien kan estimeres slik:

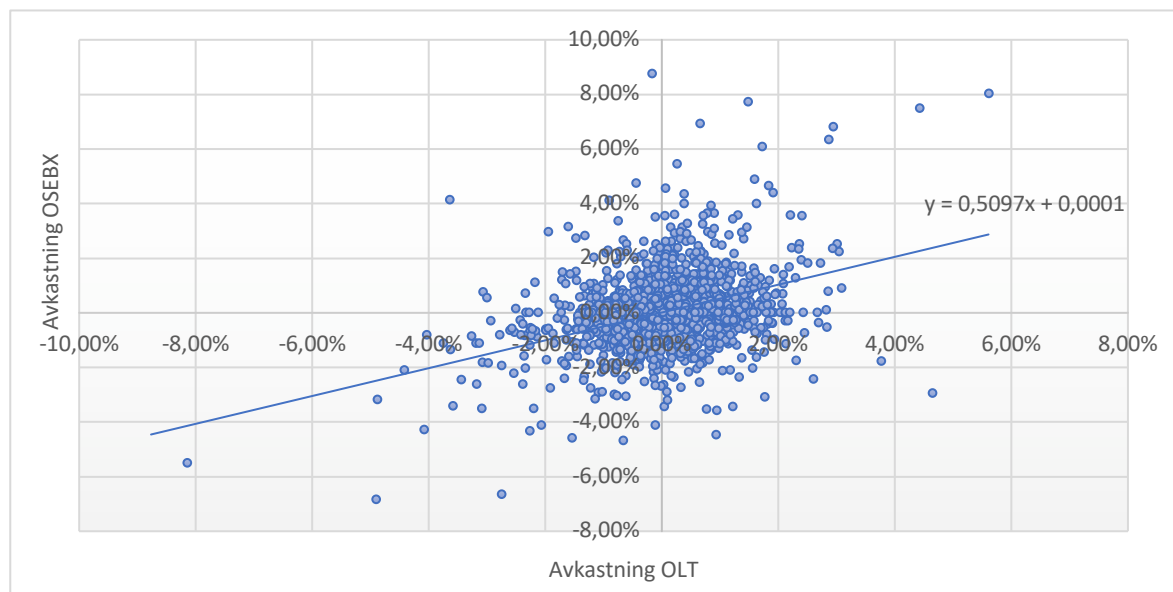
$$\beta_E = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

For å beregne egenkapitalbetaen til OLT baserer man seg på historiske data på aksjekursen og sammenligner dette med Oslo Børs. Ved hjelp av en regresjonsanalyse kan vi estimere korrelasjonen i aksjekursen til OLT med svingningene på Oslo Børs. Avkastningen til OLT settes som den avhengige variabelen, mens OSEBX settes som forklaringsvariabel. Dataen er hentet fra Oslo Børs (OSEBX).

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,00	0,00	0,31	0,75	0,00	0,00	0,00	0,00
Return OSEBX	0,51	0,03	14,89	0,00	0,44	0,58	0,44	0,58

Tabell 7.3: Estimert egenkapitalbeta ved hjelp av regresjon

Av regresjonsanalysen får vi en egenkapitalbeta på 0,51 for OLT i analyseperioden. Tolkningen av verdien forteller oss at dersom Oslo Børs øker med 1 prosent vil OLT stige med 0,51 prosent. Modellen har en forklaringsgrad på 13 prosent som forteller oss at variasjonen i utviklingen på Oslo Børs forklarer 13 prosent av variasjonen i avkastningen til OLT. Videre forteller p-verdien oss at forklaringsvariabelen er statistisk signifikant som tolkes dithen at samvariasjonen som skyldes rene tilfeldigheter er sannsynlig lav.



Figur 7.1: Regresjonsligning

I et forsøk på å finne et godt mål på estimert egenkapitalbeta har vi valgt å sammenligne resultat fra regresjonsanalysen med bransjebetaen utarbeidet av Damodaran. Estimert Damodaran (2022) legger frem baserer seg på eiendomsselskaper lokalisert i Europa. For å justere ut effekten knyttet til ulik finansieringsgrad konverterer vi egenkapitalbetaen til forretningsbeta eller også kalt unlevered beta (Kaldestad & Møller, 2016). Med utgangspunkt

i bransjene «Real Estate (Development)», «Real Estate (General/Diversified)», og «Real Estate (Operations & Services)» får vi en bransjebeta med likevektet snitt på 0,453. Dette estimatet samsvarer godt med vårt estimat fra regresjonsmodellen. Med en likevekt vekting av disse to estimatet ender vi opp med en egenkapitalbeta på 0,482. Videre påpeker Damodaran hvordan egenkapitalbetaen alltid vil gå mot en. Dette må tas hensyn til gjennom enda en justering. Justering for å normalisere egenkapitalbetaen foretas gjennom følgende formel:

$$\text{Justert } \beta = \beta * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3}$$

Normalisert egenkapitalbeta vil dermed bli på 0,654 som vi benytter ved fastsettelsen av avkastningskravet til egenkapitalen.

7.2.5 Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og netto driftskapital

Formålet med følgende delkapittel er å estimere betaverdien til balansepostene det er behov for ved sammensettingen av de ulike finansielle avkastningskravene. I kapittelet vil den omgrupperte og justerte balansen til OLT fra kapittel 5.4.2 være utgangspunktet for beregningene. Avkastningskravene benyttes i kapittel 8 strategisk rentabilitetsanalyse. Dermed bør balansestørrelsene vektet likt både ved utarbeidelse av kravene og beregningen av rentabilitet (Knivsflå, 2022, F.10). Rentabiliteten vil bli beregnet ved bruk av gjennomsnittlig kapital og av den grunn justerer vi balansepostene etter følgende formel:

$$\text{Inngående kapital} + \frac{\text{endring i kapital} - \text{nettoresultat til kapital}}{2}$$

Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta kan man finne gjennom følgende formel:

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

mrd = markedsrisikodel

krp = kredittrisikopremie

mrp = markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien utledet vi i delkapittel 7.2.2.4. Fra regresjonsmodellen for å estimere egenkapitalbetaen, kan vi hente ut markedsrisikodelen ved å se på forklaringskraften til modellen. Forklaringskraften var i dette tilfellet på 0,133. Markedsrisikodelen forteller oss hvor mye kredittrisikopremien varierer i forhold til markedsindeksen, som her er Oslo Børs. I følge Knivsflå (2022) multipliserer man denne verdien med en justeringsfaktor for gjeldsavkastning på 1/3. Den estimerte markedsrisikodelen kommer da på 0,044. Kredittrisikopremien for hele analyseperioden til OLT ble fastsatt i delkapittel 6.3.

Dette resulterer i følgende finansiell gjeldsbeta:

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Syntetisk rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Kredittrisikopremie (lang)	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
* Markedsrisikodel	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044
/ Markedsrisikopremie	0,047	0,050	0,051	0,046	0,045	0,045	0,047
= Finansiell gjeldsbeta	0,031	0,029	0,029	0,032	0,032	0,033	0,031

Tabell 7.4: Finansiell gjeldsbeta

Finansiell eiendelsbeta

Finansiell eiendelsbeta kan deles opp i en beta til kontanter, fordringer og investeringer. Disse må multipliseres med sine respektive vektorer. Ved hjelp av følgende formel kan vi beregne betaen til finansielle eiendeler (Knivsflå, 2022, F.10):

$$\beta_{FE} = \frac{(\beta_{KON} * KON) + (\beta_{FOR} * FOR) + (\beta_{INV} * INV)}{FE}$$

Vi anser kontanter som risikofrie og setter betaen lik 0. Det kommer av at kontanter ikke er eksponert for verken systematisk eller usystematisk risiko. Derimot er de finansielle fordringene utsatt for dette slik at betaverdien beregnes på tilsvarende måte som for betaen til finansiell gjeld. Til å fastsette fordringenes betaverdi benyttes følgende formel:

$$\beta_{FOR} = \frac{krp \text{ for fordringer} * mrd}{mrd}$$

Kredittrisikopremien ble fastsatt i delkapittel 6.3. I dette tilfellet benytter vi oss heller av en kort kredittrisikopremie da fordringene gjøres opp innen ett år. Risikopremien vil derav være noe lavere enn for finansiell gjeld. Markedsrisikodelen settes lik 0,044 slik konkludert under finansiell gjeldsbeta. Markedsrisikopremien tilsvarer beregningene i kapittel 7.2.2. Videre

fastsetter vi at betaen for finansielle investeringer er lik 1. Under presenteres finansiell eiendelsbeta:

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
* Kontantvekt (KON/FE)	0,582	0,428	0,419	0,455	0,484	0,412	0,463
+ Fordringsbeta	0,027	0,026	0,025	0,028	0,028	0,029	0,027
* Fordringsvekt (FOR/FE)	0,338	0,205	0,102	0,104	0,117	0,161	0,171
+ Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1
* Investeringsvekt (INV/FE)	0,081	0,368	0,48	0,441	0,399	0,427	0,366
= Finansiell eiendelsbeta	0,090	0,373	0,483	0,444	0,402	0,431	0,370

Tabell 7.5: Finansiell eiendelsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta

Ved at vi har beregnet finansielle gjeldsbetaen og eiendelsbetaen kan disse vektet for å komme frem til betaen til netto finansiell gjeld. Følgende formel benyttes:

$$\beta_{NFG} = \frac{FG}{NFG} * \beta_{FG} - \frac{FE}{NFG} * \beta_{FE}$$

Beregningen kommer frem av tabellen nedenfor:

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,031	0,029	0,029	0,032	0,032	0,033	0,031
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,040	1,049	1,062	1,064	1,060	1,052	1,054
- Finansielt eiendelsbeta	0,090	0,373	0,483	0,444	0,402	0,431	0,370
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,040	0,049	0,062	0,064	0,060	0,052	0,054
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,029	0,012	0,001	0,005	0,010	0,012	0,011

Tabell 7.6: Netto finansielt gjeldsbeta

Netto driftskapitalbeta

Netto driftskapitalbeta er basert på egenkapitalbeta og netto finansiell gjeldsbeta. Dermed kan følgende formel benyttes for å beregne betaverdien:

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK} + \beta_{MI} * \frac{MI}{NDK}$$

Fra delkapittel 7.2.4 estimerte vi egenkapitalbetaen til å være 0,654. I henhold til Miller-Modigliani første proposisjon vil verdien av et selskap være uavhengig av kapitalstrukturen (Brealey et al., 2020). Derav vil netto driftskapitalbeta være uavhengig og konstant over analyseperioden, med forutsetning av at det ikke er finansiell krise i virksomheten (Damodaran, 2012). Noe som i midlertidig ikke er tilfellet for OLT. Gjennomsnittlig

gjeldskapitalbeta finner vi gjennom vekting, hvor den justerte egenkapitalbetaen og minoritetsbetaen holdes konstant.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Justert egenkapitalbeta	0,654	0,654	0,654	0,654	0,654	0,654	0,654
* EK / NDk	0,448	0,472	0,506	0,531	0,527	0,562	0,508
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,029	0,012	0,001	0,005	0,010	0,012	0,011
* NFG / NDk	0,536	0,518	0,485	0,461	0,464	0,430	0,482
+ Minoritetsbeta	0,654	0,654	0,654	0,654	0,654	0,654	0,654
* MI / NDk	0,011	0,010	0,009	0,008	0,008	0,009	0,009
= Netto driftskapitalbeta	0,344	0,344	0,344	0,344	0,344	0,344	0,344

Tabell 7.7: Netto driftskapitalbeta

Egenkapitalbeta

Siste steg for å kunne sammensy de ulike avkastningskravene vil være å finne egenkapitalbetaen for hvert enkelt år. Vi benytter formelen nedenfor til å beregne betaverdiene. Deretter viser vi i tabellen hva som er resultatet av beregningene for hvert enkelt år.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK + MI}$$

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Netto driftskapitalbeta	0,344	0,344	0,344	0,344	0,344	0,344	0,344
Netto finansiell gjeldsbeta	0,029	0,012	0,001	0,005	0,010	0,012	0,011
NFG/(EK+MI)	1,167	1,075	0,940	0,856	0,867	0,753	0,943
= Egenkapitalbeta	0,711	0,700	0,666	0,633	0,633	0,593	0,656

Tabell 7.8: Egenkapitalbeta

7.3 Avkastningskrav

Delkapittel 7.2 viser til estimater for de ulike komponentene som trengs for å finne de ulike avkastningskravene. Formålet med kapittel 7.3 er å finne totalavkastningskravet, gjennom å utarbeide avkastningskrav til egenkapitalen og de finansielle avkastningskravene.

7.3.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

I delkapittel 7.2 presenterte vi kapitalverdimodellen som beregner egenkapitalkostnaden. Vi tar i bruk flere av beregningene i det foregående kapittelet til å estimere avkastningskravet.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,010	0,012	0,009	0,004	0,009	0,019	0,011
+ Egenkapitalbeta	0,711	0,700	0,666	0,633	0,633	0,593	0,656
* Markedsrisikopremier	0,047	0,050	0,051	0,046	0,045	0,045	0,047
+ Illikviditetspremie	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018
= Egenkapitalkrav	0,061	0,064	0,061	0,051	0,055	0,063	0,059

Tabell 7.9: Egenkapitalkrav

Vi ønsker også å finne avkastningskravet til minoriteten. Avkastningskravet kan beregnes ved å benytte CAPM for å utlede egenkapitalkravet samt ved å legge til en illikviditetspremie fastsatt i delkapittel 7.2.3. I følgende tabell beregnes minoritetskravet:

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Egenkapitalkrav etter CAPM	0,044	0,047	0,043	0,033	0,037	0,045	0,042
+ Illikviditetspremie	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035
= Minoritetskrav	0,079	0,082	0,078	0,068	0,072	0,080	0,077

Tabell 7.10: Minoritetskrav

7.3.2 Finansielle avkastningskrav

Avkastningskravet til finansiell gjeld

Avkastningskravet til finansiell gjeld finner man ved å legge til kredittrisikopremien på den risikofrie renten etter skatt. Tabellen under viser de årlige finansielle gjeldskravene:

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,010	0,012	0,009	0,004	0,009	0,019	0,011
+ Kredittrisikopremie (lang)	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
= Finansielt gjeldskrav	0,043	0,045	0,042	0,037	0,042	0,052	0,044

Tabell 7.11: Finansielt gjeldskrav

Tabellen forteller oss at gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav til OLT er på 4,4 prosent. Gjennom analyseperioden har kravet vært relativt stabilt, men i 2022 skiller kravet seg fra de øvrige årene. Dette vil øke snittet for perioden, noe vi anser som rimelig sett opp mot det økonomiske bildet og fare for større økning i renten på kort sikt fremover. Av dette ser vi på kravet på 4,4 prosent som representativt for OLT.

Avkastningskravet til finansielle eiendeler

Kravet til finansielle eiendeler kan beregnes ved å vekte kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet. Kontantkravet settes lik risikofri rente etter skatt. Fordringskravet vil være risikofri rente summert med kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien tar utgangspunkt i den syntetiske ratingen fra delkapittel 6.3, men vi velger likt som ved beregningen av finansiell eiendelsbeta, en kort kredittrisikopremie. Betaen til investeringene setter vi lik 1. Markedets

risikopremien hentes fra kapittel 7.2.2.4, mens illikviditetspremien til investeringene settes til 0. Kravet til finansielle eiendeler defineres på følgende måte (Knivsflå, 2022, F.10):

$$\begin{aligned}
 fek &= r_f * (1 - s) * \left(\frac{KON}{FE}\right) \\
 &+ (r_f * (1 - s) + krp_{FOR}) * \left(\frac{FOR}{FE}\right) \\
 &+ (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp_{INV}) * \left(\frac{INV}{FE}\right)
 \end{aligned}$$

Oppsettet under viser hvordan vi har kommet frem til det finansielle eiendelskravet:

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Kontantkrav	0,010	0,012	0,009	0,004	0,009	0,019	0,011
* KON/FE	0,582	0,428	0,419	0,455	0,484	0,412	0,463
+ Fordringskrav	0,039	0,041	0,038	0,033	0,038	0,048	0,040
* FOR/FE	0,338	0,205	0,102	0,104	0,117	0,161	0,171
+ Investeringskrav	0,057	0,062	0,060	0,050	0,054	0,064	0,058
* INV/FE	0,081	0,368	0,534	0,441	0,399	0,427	0,375
= Finansielt eiendelskrav	0,024	0,036	0,040	0,027	0,030	0,043	0,033

Tabell 7.12: Finansielt eiendelskrav

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld finner man ved å vekte den respektive andelen av netto finansiell gjeld med det finansielle eiendelskravet og det finansielle gjeldskravet. På følgende vis har vi kommet frem til netto finansielt gjeldskrav:

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,043	0,045	0,042	0,037	0,042	0,052	0,044
* FG/NFG	1,040	1,049	1,062	1,064	1,060	1,052	1,054
- Finansielt eiendelskrav	0,024	0,036	0,040	0,027	0,030	0,043	0,033
* FE/NFG	0,040	0,049	0,062	0,064	0,060	0,052	0,054
= Netto finansielt gjeldskrav	0,044	0,046	0,042	0,038	0,042	0,052	0,044

Tabell 7.13: Netto finansielt gjeldskrav

7.3.3 Selskapskrav

Avkastningskravet til netto driftskapital (WACC) vokter man egenkapitalkravet, minoritetskravet og netto finansielt gjeldskrav ut fra andelen av netto driftskapital (Palepu et al., 2022). Det kommer av følgende formel:

$$\text{Netto driftskrav} = \text{egenkapitalkrav} * \frac{EK}{NDK} + \text{minoritetskrav} * \frac{MI}{NDK} + \text{netto finansielt gjeldskrav} * \frac{NFG}{NDK}$$

Tabellen nedenfor omfatter beregninger for det estimerte netto driftskravet gjennom analyseperioden.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Egenkapitalkrav	0,061	0,064	0,061	0,051	0,055	0,063	0,059
* EK/NDK	0,448	0,472	0,506	0,531	0,527	0,562	0,508
+ Minoritetskrav	0,079	0,082	0,078	0,068	0,072	0,080	0,077
* MI/NDK	0,011	0,010	0,009	0,008	0,008	0,009	0,009
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,044	0,046	0,042	0,038	0,042	0,052	0,044
* NFG/NDK	0,536	0,518	0,485	0,461	0,464	0,430	0,482
= Netto driftskrav	0,052	0,055	0,052	0,045	0,049	0,059	0,052

Tabell 7.14: Netto driftskrav

7.3.4 Oversikt over avkastningskrav

Oppsummerende presenteres de historiske avkastningskravene estimert i dette kapittelet i tabellen nedenfor.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Egenkapitalkrav	0,061	0,064	0,061	0,051	0,055	0,063	0,059
Minoritetskrav	0,079	0,082	0,078	0,068	0,072	0,080	0,077
Finansielt gjeldskrav	0,043	0,045	0,042	0,037	0,042	0,052	0,044
Finansielt eiendelskrav	0,024	0,036	0,040	0,027	0,030	0,043	0,033
Netto finansielt gjeldskrav	0,044	0,046	0,042	0,038	0,042	0,052	0,044
Netto driftskrav	0,052	0,055	0,052	0,045	0,049	0,059	0,052

Tabell 7.16: Oversikt over avkastningskrav

WACC eller netto driftskrav består av summen av selskapets vektete egenkapitalkrav, netto finansielt gjeldskrav og minoritetskrav. Kravet varierer mellom 4,5 prosent og 5,9 prosent i vår periode. Ved at hvert enkelt krav er bygd opp på ulikt vis vil det bety at kravene er svært sensitive til endringer i hver av komponentene. Blant annet fremheves dette i år 2020, hvor WACC reduseres fra 5,2 prosent til 4,5 prosent. Nedgangen kan skyldes usikkerhet i den økonomiske situasjonen knyttet til koronapandemien, hvor styringsrenten ble drastisk satt ned.

I midlertidig er de estimerte kravene basert på OLT sine opplysninger og ikke for bransjen. Likevel ut fra Modigliani og Miller sin første proposisjon er selskaper uavhengig av finansieringen, slik at vi forutsetter at beregnet WACC vil være gjeldende for OLT og bransjen.

8. Strategisk rentabilitetsanalyse

Kapittel 8 omfatter en strategisk rentabilitetsanalyse. Vår rentabilitetsanalyse inneholder flere ulike analyser hvor vi skal se på bransjefordel, ressursfordel for OLT, finansieringsfordel, samt gearingfordel. De ulike komponentene i analysen vil til slutt utgjøre den strategiske eierfordelen. Følgelig vil vi primært studere forskjellen mellom en rentabilitet og tilhørende avkastningskrav. På noen av områdene skal vi også sammenligne rentabiliteter, eksempelvis når vi skal sammenligne OLT med eiendomsbransjen.

8.1 Strategisk eierfordel

Tidligere har vi beskrevet den strategiske fordelten som et tilfelle hvor rentabiliteten overstiger kravet til kapitalen. I forbindelse med egenkapitalrentabiliteten og -kravet, er det mulig å beregne den strategiske fordelten gjennom den strategiske eierfordelen, *SEF*. I henhold til uttrykket nedenfor forekommer det en strategisk fordel i det at egenkapitalrentabiliteten, *ekr*, overstiger egenkapitalkravet, *ekk* (Knivsfå, 2022, F.12).

$$SEF = ekr - ekk$$

For å kunne forklare mer grundig hva som genererer en strategisk eierfordel, vil vi dekomponere den strategiske eierfordelen. To essensielle faktorer som vi skal beregne, er *driftsfordelen* og *finansieringsfordelen* til OLT. Driftsfordelen, er all fordel som kommer av selve driften. Komponentene inkluderer bransjefordelen, ressursfordelen og gearingfordelen. Alle faktorene tilhører altså driftsaspektet til OLT. Den andre komponenten, finansieringsfordelen, i den strategiske eierfordelen inkluderer faktorene finansieringsfordel finansiell gjeld, finansieringsfordel finansielle eiendeler og finansieringsfordel minoritet. Finansieringsfordelen fra finansiell gjeld og finansielle eiendeler vil sammen utgjøre finansieringsfordelen av netto finansiell gjeld. På grunnlag av denne mer detaljerte utarbeidingen av den strategiske eierfordelen vil vi finne ut av hvor superrentabiliteten skapes, og det vil foreligge et skarpt skille mellom drifts- og finansieringsaspektet ved OLT.

Gjennomgående i dekomponeringen vil det forekomme noen rentabiliteter. Det foreligger mange metoder for å kunne beregne en rentabilitet, blant annet å beregne forholdstallet med inngående kapital som nevner. Vi velger å heller benytte en justert nevner. Det kommer av at det er ikke bare er inngående kapital som er med på å skape avkastning, men også den

opptjente kapitalen gjennomgående i perioden. Nedenfor presenterer vi et generelt uttrykk for en rentabilitet (Knivslå, 2022, F.11):

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + \frac{\Delta\text{Kapital} - \text{Resultat til kapital}}{2}}$$

8.2 Komponentene i strategisk eierfordel

I uttrykket nedenfor presenterer vi de ulike komponentene i den strategiske eierfordelen matematisk. I tilhørende tabell presenterer vi de ulike komponentene og den totale strategiske eierfordelen gjennom analyseperioden. Samtidig presenterer vi gjennomsnittlige størrelser. Det kommer av tabellen, at det foreligger en strategisk eierfordel gjennomgående i perioden.

$$\text{Strategisk fordel (SEF)} = \text{driftsfordel} + \text{finansieringsfordel}$$

$$= \text{bransjefordel} + \text{ressursfordel} + \text{gearingfordel} + \text{finansieringsfordel}$$

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Bransjefordel	0,011	0,005	0,012	0,014	0,007	-0,003	0,008
Ressursfordel	0,005	0,003	0,006	0,005	0,017	0,017	0,009
Strategisk driftsfordel	0,016	0,009	0,018	0,019	0,024	0,015	0,017
Gearingfordel	0,018	0,009	0,017	0,017	0,020	0,011	0,015
Driftsfordel	0,034	0,018	0,036	0,036	0,044	0,025	0,032
Finansieringsfordel	0,009	0,021	0,019	0,014	0,014	0,013	0,015
Strategisk eierfordel	0,042	0,039	0,055	0,050	0,057	0,038	0,047

Tabell 8.1: Strategisk eierfordel

I utledningen av de ulike komponentene vil vi gjennomgå komponentene for OLT, slik at vi kan skape et detaljert bilde av den strategiske eierfordelen. Noen av rentabilitetene som vi skal beregne vil kunne oppfattes som lave. Her vil vi påpeke at rentabilitetene er beregnet i henhold til den omgrupperte og justerte balansen, slik at vi skal kunne høste frem rentabiliteten som vi er ute etter, avkastningen på investert kapital.

8.3 Driftsfordel

Driftsfordelen består av to ulike komponenter, den strategiske driftsfordelen og gearingfordelen som stammer fra driften. I det påfølgende delkapittelet skal vi begynne med å beregne den strategiske driftsfordelen gjennom netto driftsrentabilitet minus netto driftskrav. Deretter skal vi gjennomgå bransjefordelen som inkluderes i den strategiske driftsfordelen,

samt ressursfordelen, og avslutningsvis gearingsfordelen. Altså beregner vi komponentene til den samlede driftsfordelen, og får da avdekket hva som er kilden til fordelene. Oppsummerende er driftsfordelen, DF, gitt ved følgende uttrykk.

$$DF = ((ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)) + ((ndr - ndk) * (nfgg + mig))$$

$$\text{Strategisk fordel} = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)$$

$$\text{Bransjefordel} = (ndr_B - ndk_B)$$

$$\text{Ressursfordel} = (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)$$

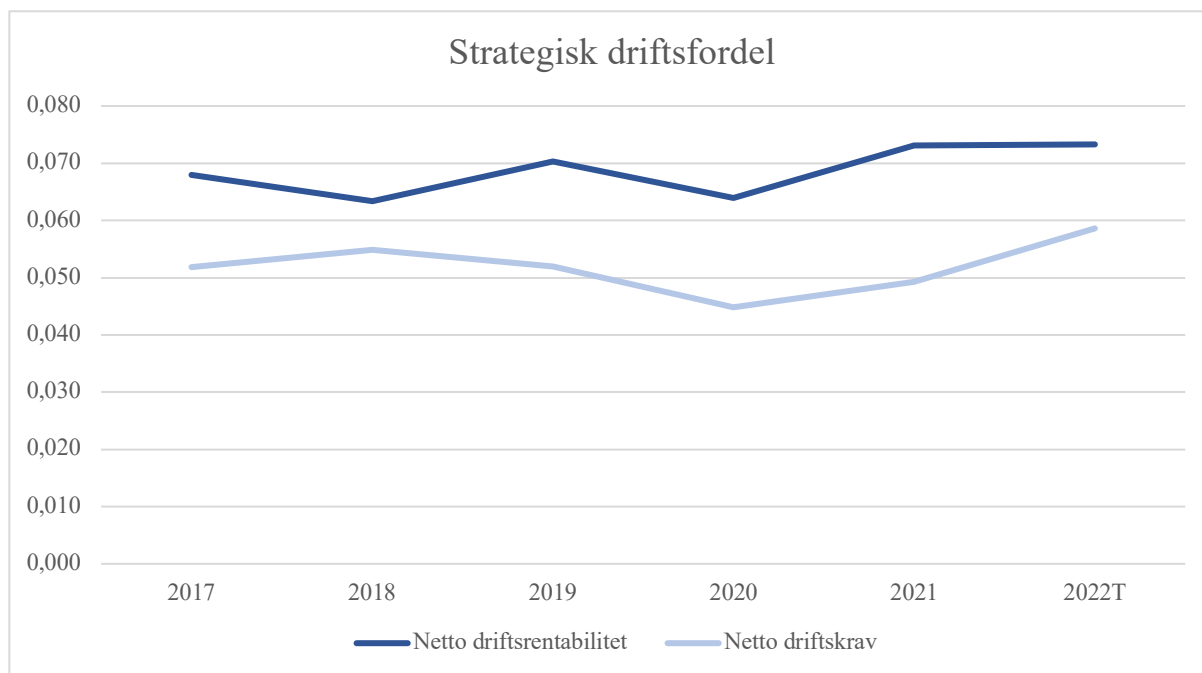
$$\text{Gearing} = (ndr - ndk) * (nfgg + mig)$$

Til å begynne med kommer vi til å beregne den strategiske fordelene. Uttrykket består av bransjefordel og ressursfordel. Et enklere uttrykk for den strategiske fordelene, er å sammenligne netto driftsrentabilitet med netto driftskrav.

I tabellen under har vi beregnet den strategiske driftsfordelen, $ndr - ndk$, og presenteres grafisk nedenfor. Følgelig inngår bransje- og ressursfordelen i denne beregningen. Senere kommer vi tilbake til de respektive komponentene i den strategiske driftsfordelen.

Strategisk driftsfordel	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Netto driftsrentabilitet	0,068	0,063	0,070	0,064	0,073	0,073	0,069
Netto driftskrav	0,052	0,055	0,052	0,045	0,049	0,059	0,052
Strategisk driftsfordel	0,016	0,009	0,018	0,019	0,024	0,015	0,017

Tabell 8.2: Strategisk driftsfordel – netto driftsrentabilitet & netto driftskrav



Figur 8.1: Strategisk driftsfordel

Vi observerer at det foreligger en strategisk driftsfordel i OLT gjennom netto driftsrentabilitet i OLT som ligger på et høyere nivå enn kravet. Som en konsekvens av at netto driftskrav ser ut til å være stigende i inneværende år, har den strategiske driftsfordelen sunket i trailingåret. Vi observerer også at den strategiske driftsfordelen er noe redusert gjennom analyseperioden da utgangspunktet (2017) har en marginalt høyere verdi enn i trailingåret. Følgelig er OLT i en noe forverret posisjon enn hva utgangspunktet var i 2017. Trailingåret er preget av noe usikkerhet da rentabiliteten er estimert gjennom traillet årsregnskap. Vi vil påpeke at den strategiske driftsfordelen i 2021 var historisk høy. Totalt, ender den gjennomsnittlige strategiske driftsfordelen på å være 1,7 prosent.

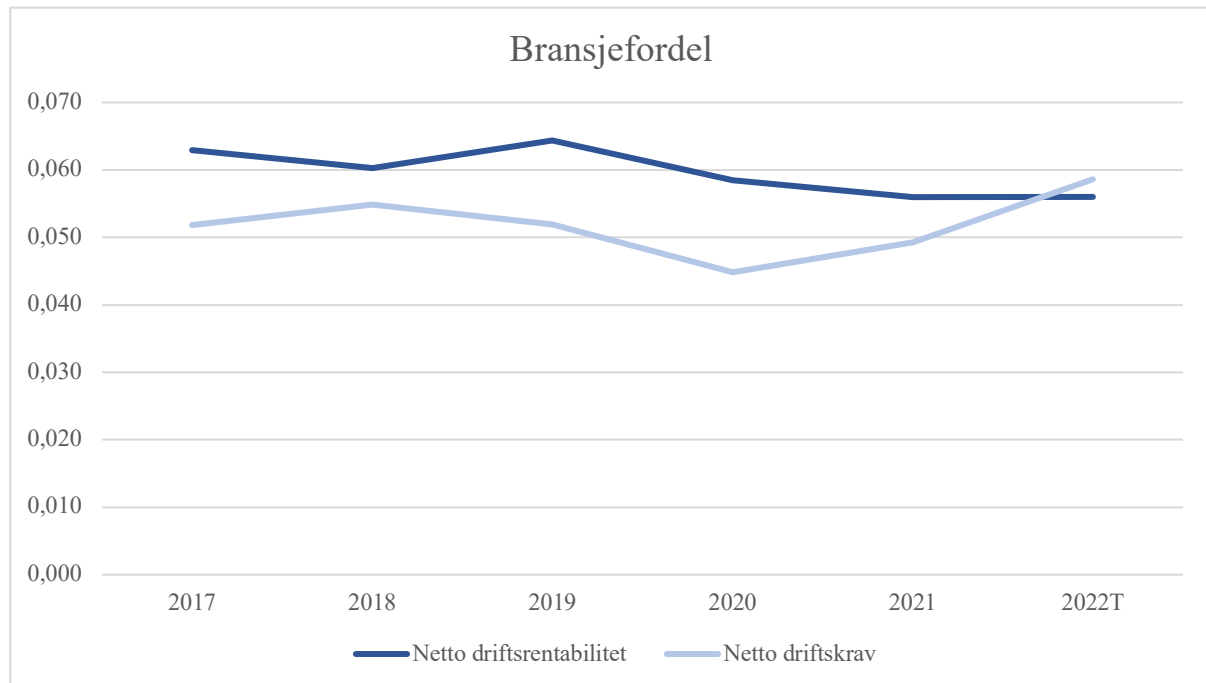
8.3.1 Bransjefordel

På samme måte som vi har beregnet en driftsfordel for OLT, har vi mulighet til å beregne tilsvarende uttrykk for bransjen, en bransjefordel. Uttrykket nedenfor illustrerer bransjefordelen gjennom bransjens netto driftsrentabilitet og netto driftskrav (Knivsflå, 2022, F.11).

$$\text{Bransjefordel} = ndr_B - ndk_B$$

Bransjefordel	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Netto driftsrentabilitet	0,063	0,060	0,064	0,058	0,056	0,056	0,060
Netto driftskrav	0,052	0,055	0,052	0,045	0,049	0,059	0,052
Bransjefordel	0,011	0,005	0,012	0,014	0,007	-0,003	0,008

Tabell 8.3: Bransjefordel – Netto driftsrentabilitet & netto driftskrav



Figur 8.2: Bransjefordel

I likhet med den strategiske driftsfordelen, er det en situasjon hvor bransjefordelen er forverret fra 2017 til trailingåret. I 2018 forekom det en betydelig reduksjon, mens den har vært stigende frem til 2020, hvor den sank i 2021, for så ble en ulempe i trailingåret. Som vi observerer, forekommer det en situasjon hvor bransjens netto driftsrentabilitet er uendret i trailingåret, samtidig som kravet stiger. Forklaringen kan komme av at vi befinner oss i urolige tider, hvor vi i første halvdel av 2022 hadde svært mye usikkerhet og høy prisvekst i samfunnet. Pandemiens ringvirkninger har trolig slått ut også i 2022 for bransjen, spesielt for de komparative virksomhetene som opererer i utlandet, eksempelvis Citycon som befinner seg i Baltikum. Videre kan vi bemerke at kvartalsrapportene som vi har benyttet som grunnlag for trailingåret ikke er reviderte, samt at det forekommer en rekke forutsetninger i forbindelse med at vi har estimert regnskapsåret som helhet på grunnlag av kun to kvartalsrapporter. Totalt ser vi at det forekommer en gjennomsnittlig fordel for eiendomsbransjen på 0,8 prosent, noe som vi anser som representativt grunnet den strategiske analysen. Der har vi funnet at det er observert høy lønnsomhet i bransjen og trygge investeringsobjekter, og interessen er stor for

å enten inntre markedet eller utvide den eksisterende posisjonen i markedet. Følgelig kan det oppstå noen målefeil som slår uheldig ut i analysen.

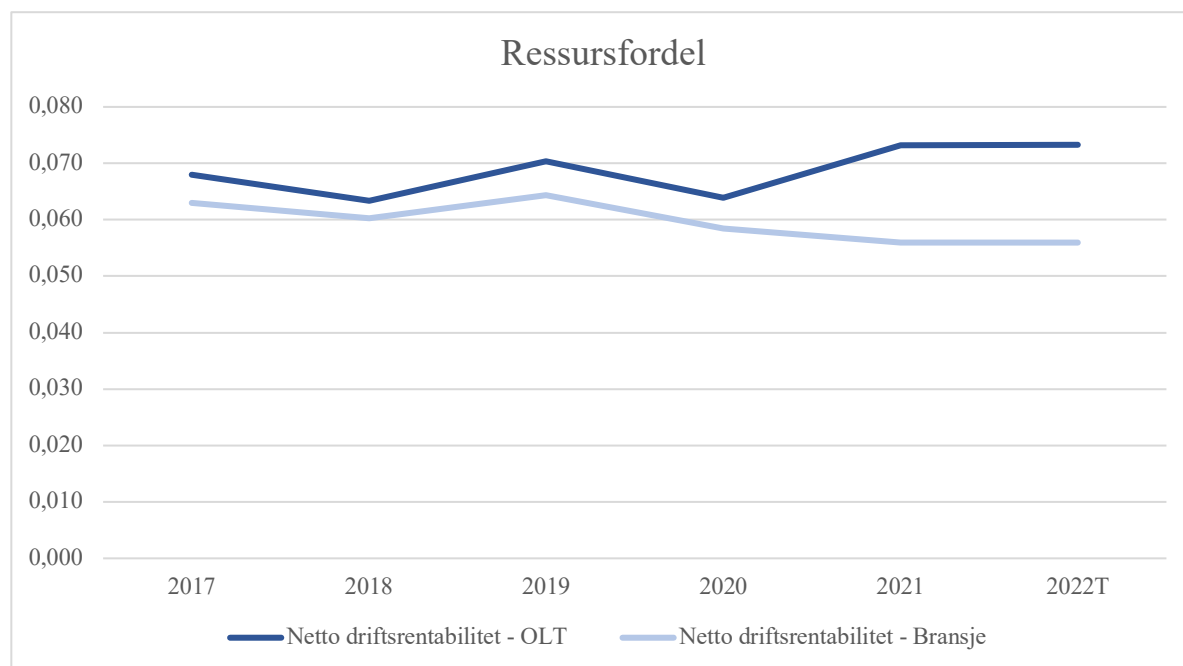
8.3.2 Ressursfordel

Vi har nå beregnet bransjefordelen, en fordel som alle i bransjen skaper, og deler nytte av. I motsetning til dette uttrykket skal vi nå se på ressursfordelen som OLT besitter. Det kommer vi frem til ved å ta utgangspunkt i uttrykket for ressursfordelen som vi presenterte tidlig i kapittel 8.3. I uttrykket kommer det frem en ressursfordel dersom OLT har en rentabilitet som ligger på et høyere nivå enn bransjens rentabilitet. Videre får vi også en ressursfordel dersom OLT har et krav som er lavere enn hva en har til eiendomsbransjen.

Med en forutsetning om at eiendomsbransjen og OLT har samme netto driftskrav, faller den sistnevnte kilden til ressursfordel bort, noe som innebærer at vi sitter igjen med forholdet mellom eiendomsbransjens og OLTs netto driftsrentabilitet som kilde til en ressursfordel. I tabellen nedenfor presenterer vi den historiske ressursfordelen som vi også illustrerer grafisk.

Ressursfordel	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
OLT	0,068	0,063	0,070	0,064	0,073	0,073	0,069
Bransje	0,063	0,060	0,064	0,058	0,056	0,056	0,060
Ressursfordel	0,005	0,003	0,006	0,005	0,017	0,017	0,009

Tabell 8.4: Ressursfordel



Figur 8.3: Ressursfordel gjennom netto driftsrentabilitet for OLT og eiendomsbransjen

Som det kommer både av tabellen og den grafiske illustrasjonen ovenfor, har OLT en netto driftsrentabilitet som overgår bransjen gjennomgående i analyseperioden. Differansen mellom netto driftsrentabilitet for OLT og eiendomsbransjen er det som vi har benevnt som driftsfordelen for OLT. Gjennom analyseperioden ser vi at ressursfordelen er stabil over tid hvor den i 2021 steg relativt mye, og holdt seg stabil i trailingåret. Direkte betydning av denne analysen er at OLT har en ressursfordel ovenfor bransjen. Vi vil påpeke at vi anser den totale ressursfordelen som lav. Derimot observerer vi at den fra og med 2021 øker betraktelig, noe som vi anser for å være en moderat fordel ovenfor bransjen. Det underbygger konklusjonen vår som ble gjort i tabell 4.2 som beskriver en moderat fordel på kort sikt og en liten fordel på lang sikt.

Det vil være hensiktsmessig å gå dypere inn i ressursfordelen som OLT besitter. Det har vi mulighet til å gjøre ved å benytte oss av DuPont-modellen. Modellen innebærer en dekomponering av ressursfordelen gjennom en marginalfordel og en omløpsfordel. Uttrykket for dekomponeringen av ressursfordelen presenterer vi nedenfor.

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) * onde + ndm_B * (onde - onde_B)$$

Første parentes illustrerer netto driftsmargin, mens siste parentes er omløpsfordelen. Vi skal nå gjennomgå begge komponentene i ressursfordelen.

Marginfordel

Marginfordelen fremkommer ved å sammenligne netto driftsmargin i OLT med bransjen, $(ndm - ndm_B) * onde$. Fordelen forteller oss noe om forholdet mellom driftskostnader og -inntekter i OLT sammenlignet med bransjen. Dersom OLT har en fordel, vil de ha lavere kostnader per krone i inntekt enn hva eiendomsbransjen har. Netto driftsmargin presenteres som *netto driftsresultat dividert på driftsinntektene*. Forholdstallet viser altså hvor mye av inntektene som virksomheten sitter igjen med (Knivsflå, 2022, F.12).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Netto driftsmargin - OLT	0,529	0,497	0,536	0,499	0,559	0,550	0,528
Netto driftsmargin - Bransje	0,554	0,532	0,568	0,551	0,615	0,595	0,569
Margunalfordel - Uvektet	-0,025	-0,036	-0,032	-0,052	-0,056	-0,045	-0,041
Omløp netto driftseiendeler	0,128	0,128	0,131	0,128	0,131	0,133	0,130
Marginalfordel - Vektet	-0,003	-0,005	-0,004	-0,007	-0,007	-0,006	-0,005

Tabell 8.5: Marginfordel

Som det kommer av tabellen ovenfor besitter OLT en marginalulempe. Sammenlignet med eiendomsbransjen, har OLT en mindre andel av driftsinntektene enn hva eiendomsbransjen har gjennom netto driftsresultat. Bakgrunnen for at OLT har en marginal ulempe kan komme av at OLT driver innen et segment som deler av bransjen ikke opererer innenfor. Det kan tenkes at det skyldes hvor ressurskrevende kjøpesentereieendom ved at det foreligger mye slitasje grunnet folkemengden, og krav fra kundene eller butikkene om en viss standard. Slik vil driftskostnadene øke og OLT ender på med en margin-ulempe.

For å analysere marginalfordelen nærmere, kan vi foreta oss en *common size*-analyse av både OLT og bransjen. Analysen viser kostnadenes størrelse i forhold til driftsinntektene. Ved hjelp av analysen har vi mulighet til å se på om det er enkelte poster som skiller seg særskilt ut. Analysene presenteres i de to neste tabellene.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Driftsinntekter	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Driftskostnader	39,55%	40,84%	38,78%	37,51%	37,57%	35,82%	38,34%
Resultat i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	5,23%	2,47%	5,26%	0,55%	6,91%	4,04%	4,08%
Normalt driftsresultat før skatt	65,68%	61,63%	66,48%	61,94%	69,35%	68,21%	65,55%
Driftsrelatert skattekostnad	12,75%	11,96%	12,91%	12,02%	13,46%	13,24%	12,72%
Netto normalt driftsresultat	52,93%	49,67%	53,57%	49,91%	55,88%	54,97%	52,82%

Tabell 8.6: Common size analyse av OLT

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Driftsinntekter	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Driftskostnader	36,08%	36,69%	33,94%	32,51%	34,38%	33,88%	34,58%
Resultat i felleskontrollerte og tilknyttede selskaper	3,03%	0,88%	2,35%	1,21%	8,63%	5,18%	3,55%
Normalt driftsresultat før skatt	66,95%	64,19%	68,41%	66,28%	74,25%	71,30%	68,56%
Driftsrelatert skattekostnad	11,52%	10,95%	11,61%	11,15%	12,77%	11,81%	11,63%
Netto normalt driftsresultat	55,43%	53,24%	56,80%	55,13%	61,48%	59,48%	56,93%

Tabell 8.7: Common-size analyse av bransjen

Vi ser av analysene at OLT har driftskostnader som spiser større andeler av driftsinntektene enn hva som er situasjonen for bransjen. *Common size*-analysen underbygger da teorien om at det er kostbart for OLT å drive innen kjøpesenterssegmentet. Under posten *driftskostnader*, har OLT en post som heter *eiendomsrelaterte kostnader*. Posten inkluderer blant annet felleskostnader som er betydelige høye i forhold til resterende poster innen driftskostnadene. Følgelig trekker vi konklusjonen om at OLT som aktør innen kjøpesenterssegmentet har høyere kostnader relatert til kjøpesenters enn hva resten av bransjen har til sine eiendomssegmenter. De andre postene som påvirker netto normalt driftsresultat anser vi ikke som noen kilde til differansen i ressursfordelen da vi ser at de er stabilt lave, og er som regel kilde for inntekt.

Omløpsfordel

En annen analyse som vi vil foreta oss er en analyse av omløpsfordelen. Nøkkeltallet defineres som $(onde - onde_B) * ndm_B$. Omløpsfordelen forteller i hvilken grad selskapet har evne til å skape driftsinntekter basert på per krone som er investert. Derav, er omløpsfordelen et tall på hvor effektive OLT er i forhold til bransjen (Knivsfå, 2022, F.12). Uttrykket av *onde* gir vi nedenfor.

$$onde = \frac{DI}{NDE} = \frac{DI_t}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Omløp netto driftseiendeler	0,128	0,128	0,131	0,128	0,131	0,133	0,130
Omløp netto driftseiendeler - Bransje	0,114	0,113	0,113	0,106	0,091	0,094	0,105
Omløpsfordel - Uvektet	0,015	0,014	0,018	0,022	0,040	0,039	0,025
Netto driftsmargin - Bransje	0,554	0,532	0,568	0,551	0,615	0,595	0,569
Omløpsfordel - Vektet	0,008	0,008	0,010	0,012	0,025	0,023	0,014

Tabell 8.8: Omløpsfordel

Tabellen viser at omløpsfordelen til OLT er en fordel. Fordelen kommer av at OLT generer mer inntekt for hver investert krone enn hva bransjen gjør. Det kan komme av at OLT sitt satsningsområde er kjøpesentersegmentet og har fått en ledende posisjon her. Begrunnelsen for denne posisjonen vil blant annet kunne begrunnes med en solid omsetning som følge av en sentral plassering av eiendommene og en omsetningsbasert leieinntekt. En generelt omfattende satsning på kjøpesentereieendom er også med på å forklare denne fordelene. Dersom vi legger sammen den vektete omløpsfordelen og vektete marginfordelen vil vi se at summen blir lik den ressursfordelen ovenfor.

Ressursfordel – oppsummering

Den totale ressursfordelen som vi kvantitativt har beregnet for OLT underbygger det som vi tidligere har hevdet gjennom vår kvalitative strategiske analyse. Oppsummerende, ser vi at OLT har prestert bedre enn hva bransjen i sin helhet har gjort gjennom analyseperioden i sin helhet. Som det kommer av vår dekomponering som vi oppsummerer nedenfor, stammer ressursfordelen fra en gjennomgående omløpsfordel som OLT besitter ovenfor bransjen. Årsaken kan munne ut i hvordan den sterke satsningen OLT har gjort på kjøpesenter har skapt

en rentabilitet, avkastning gjennom omløpsfordel, som er større enn hva kravet for avkastningen er. Ressursfordelen oppstår altså selv om OLT har høye kostnader som relateres til det å drive innen kjøpesenter, herunder felleskostnader.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Marginfordel	-0,003	-0,005	-0,004	-0,007	-0,007	-0,006	-0,005
Omløpsfordel	0,008	0,008	0,010	0,012	0,025	0,023	0,014
Ressursfordel	0,005	0,003	0,006	0,005	0,017	0,017	0,009

Tabell 8.9: Dekomponert ressursfordel

8.3.3 Gearingfordel

Gearingfordelen i forbindelse med drift kommer av at det vil være en fordel av å ha belånte midler som er investerte i drift (Penman, 2010). Dette forutsetter riktig nok at driften er lønnsom. Uttrykket for gearingfordelen presenterer vi nedenfor.

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

Av uttrykket ser vi hvor forutsetningen for en fordel ligger. Dersom driften er lønnsom, ligger rentabiliteten over kravet. Derav vil den totale driftsfordelen øke ved hjelp av gearing.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Strategisk fordel drift	0,016	0,009	0,018	0,019	0,024	0,015	0,017
Netto finansiell gjeldsgrad	1,080	1,039	0,930	0,875	0,810	0,717	0,909
Minoritetsgrad	0,020	0,021	0,019	0,018	0,013	0,014	0,018
Gearingfordel	0,018	0,009	0,017	0,017	0,020	0,011	0,015

Tabell 8.10: Gearingfordel – Strategisk driftsfordel, netto finansiell gjeldsgrad & minoritetsgrad

Gearingfordelen observeres for å være positiv gjennom analyseperioden, og er med på å bidra til en driftsfordel for OLT ovenfor bransjen. Årsaken bak, som vi har utledet matematisk, er at det foreligger en strategisk driftsfordel gjennom netto driftsrentabilitet for OLT som ligger på et høyere nivå enn kravet. Det er altså en fordel for OLT å gire driften gjennom å låne kapital som blir investert i driften.

8.3.4 Oppsummering driftsfordel

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Bransjefordel	0,011	0,005	0,012	0,014	0,007	-0,003	0,008
Ressursfordel	0,005	0,003	0,006	0,005	0,017	0,017	0,009
Strategisk driftsfordel	0,016	0,009	0,018	0,019	0,024	0,015	0,017
Gearingfordel	0,018	0,009	0,017	0,017	0,020	0,011	0,015
Driftsfordel	0,034	0,018	0,036	0,036	0,044	0,025	0,032

Tabell 8.11: Driftsfordel – Oppsummert

OLT sin driftsfordel summeres gjennom bransje-, ressurs- og gearingfordelen. Som vi observerer, er den positiv, altså en fordel. Samtidig er den noe synkende, og går noe ned i trailingåret. OLT nyter godt av en ressursfordel i analyseperioden, selv om driftsfordelen stammer i noen perioder fra bransjefordelen, med unntak av trailingåret hvor fordelen stammer fra ressursfordelen i OLT. Følgelig argumenterer dette for at bransjen har en fordel, og at OLT har en fordel ovenfor bransjen.

8.4 Finansieringsfordel

Den strategiske fordelen består også av en finansieringsfordel. Driftsfordelen kunne vi dekomponere. Det er ikke hensiktsmessig for finansieringsfordelen da vi forventer at den vil være lav, og det kommer dermed ikke til å være noe poeng i å finne kildene til den. Årsaken bak dette er avkastningskravet, med unntak av unormal avkastning (Knivsflå, 2022, F. 11). Uttrykket for finansieringsfordelen presenterer vi nedenfor.

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

Første ledd representerer finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld, mens andre ledd representerer finansieringsfordelen fra minoritetsinteressene. Som vi ser, må kravet overgå rentabiliteten for at en fordel skal oppstå. Videre er det mulig å dekomponere første ledd til finansieringsfordel av finansiell gjeld samt finansieringsfordel fra finansielle eiendeler henholdsvis første og andre ledd i uttrykket nedenfor (Knivsflå, 2022, F. 11).

$$(nfgk - nfgr) * nfgg = (fgk - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg$$

Definisjonene av begrepene i uttrykket gir vi nedenfor.

fgk: finansielt gjeldskrav

fgr : finansiell gjeldsrente

fgg : finansiell gjeldsgrad

fer : finansiell eiendelsrentabilitet

fek : finansielt krav til eiendeler

feg : finansiell eiendelsgrad

Før vi oppsummerer den strategiske rentabilitetsanalysen skal vi se nærmere på de ulike finansieringsfordelene.

8.4.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Uttrykket for finansieringsfordelen som stammer fra finansiell gjeld er gitt nedenfor. En starter med finansielt gjeldskrav, og deretter trekker fra finansiell gjeldsrente, så multipliserer vi opp med finansiell gjeldsgrad.

$$FFFG = (fgk - fgr) * fgg$$

Det er altså en fordel for eierne dersom gjelden er rimelig, ved at kostnaden er lavere enn hva kravet er. Naturligvis, vil et slik tilfelle være en ulempe for kreditor da de får mindre enn hva kravet er (Knivsflå, 2022, F.11). I tabellen nedenfor presenterer vi den historiske finansieringsfordelen gjennom finansiell gjeld.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,043	0,045	0,042	0,037	0,042	0,052	0,044
Finansiell gjeldsrente	0,020	0,018	0,021	0,023	0,023	0,026	0,022
Finansiell gjeldsgrad	1,125	1,092	0,989	0,933	0,860	0,756	0,959
Finansieringsfordel							
finansiell gjeld	0,026	0,029	0,021	0,013	0,016	0,020	0,021

Tabell 8.12: Finansieringsfordel finansiell gjeld

Finansieringsfordelen til OLT er positiv, og derav en fordel. Fordelen kommer først og fremst gjennom at gjeldskravet er høyere enn gjeldsrenten. Videre ser vi at fordelene vokser i 2017 og 2018 gjennom at differansen multipliseres med finansiell gjeldsgrad. Derimot minker den noe i resten av perioden gjennom at gjeldsgraden er mindre enn én. Finansieringsfordelen er med å underbygge tidligere argument om at OLT har en fordel med tanke på hvordan de er finansiert. Det tyder på at kreditorene har et lavt krav til OLT, og derav er en låntaker med som kan stoles på. Dette kommer frem gjennom forholdet mellom netto finanskostnad og

finansiell gjeld, som er uttrykket for finansiell gjeldsrente. Lave kostnader dividert på finansiell gjeld, gir en så lav gjeldsrente slik at fordelene oppstår.

8.4.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Av uttrykket som vi presenterte innledende i 8.4, kan finansieringsfordelen av finansielle eiendeler skrives som følgende. Vi starter med den finansielle eiendelsrentabiliteten og trekker fra finansielt eiendelskrav, så multipliserer vi med finansiell eiendelsgrad.

$$FFFE = (f_{er} - f_{ek}) * f_{eg}$$

I tabellen nedenfor presenterer vi finansieringsfordelen som kommer av finansielle eiendeler gjennom analyseperioden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,009	0,009	0,011	0,009	0,117	0,064	0,036
Finansielt eiendelskrav	0,309	0,199	0,091	0,074	0,126	0,212	0,169
Finansiell eiendelsgrad	0,045	0,053	0,059	0,058	0,050	0,039	0,050
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,013	-0,010	-0,005	-0,004	0,000	-0,006	-0,006

Tabell 8.13: Finansieringsfordel finansielle eiendeler – Finansiell eiendelsrentabilitet, eiendelskrav & eiendelsgrad

Som vi observerer er det ikke noen fordel, men en ulempe. Det kommer av at rentabiliteten er lavere enn kravet. Den lave eiendelsgraden er med på å redusere betydningen av ulempen. OLT har ikke en tilstrekkelig avkastning på sine finansielle eiendeler som det kravet tilsier, slik at kravet sammen med rentabiliteten utgjør en ulempe for selskapet. Isolert sett kunne de finansielle eiendelene blitt plassert andre steder for å oppnå ytterligere avkastning. Det forutsetter at OLT ikke er avhengig av slike eiendeler i deres egen drift. Finansielle eiendeler har vi definert som bankinnskudd og kontanter. Netto finansielle inntekter vil være renteinntekter etter skatt. Følgelig kommer avkastningen til å være lav da slike inntekter normalt sett er lave. Derav anser vi det som naturlig å ikke legge for mye vekt på ulempen.

8.4.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Finansieringsfordelen tilknyttet netto finansiell gjeld kombinerer finansieringsfordelen av finansiell gjeld og finansielle eiendeler fra delkapittel 8.4.1 og 8.4.2. Finansieringsfordelen for netto finansiell gjeld til OLT har vi beregnet, og presenteres i tabellen nedenfor.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,026	0,029	0,021	0,013	0,016	0,020	0,021
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,013	-0,010	-0,005	-0,004	0,000	-0,006	-0,006
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,013	0,019	0,016	0,009	0,016	0,014	0,014

Tabell 8.14: Finansieringsfordel netto finansiell gjeldsgrad

Gjennomgående i analyseperioden observerer vi en finansieringsfordel på netto finansiell gjeld. Dette ser vi kommer frem gjennom ved at finansieringsfordelen på finansiell gjeld er større enn ulempen som kommer fra finansielle eiendeler. Totalt er den marginalt økende fra 2017 til trailingåret. Ulempen som kommer av finansielle eiendeler kommer av renteinntektene på bankinnskudd, og tyder på at de har mye kontanter, men ulempen er ikke å anse som vesentlig. Derimot, er det ikke utenkelig at deler av kapitalen kunne vært plassert andre steder for å skape en bedre avkastning for OLT.

8.4.4 Finansieringsfordel minoritet

Den tredje finansieringsfordelen som kan oppstå stammer fra minoriteten:

$$FFMI = (mik - mir) * mig$$

Uttrykket representerer en fordel for majoriteten dersom kravet er større enn rentabiliteten, multiplisert med minoritetsgraden. Fordelen stammer fra at de ikke-kontrollerende interessene er med på å stå for eventuelle tap i virksomheten (Rosendahl & Finholdt, 2021).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Minoritetskrav	0,079	0,082	0,078	0,068	0,072	0,080	0,077
Minoritetsrentabilitet	0,292	-0,003	-0,065	-0,197	0,233	0,164	0,071
Minoritetsgrad	0,020	0,021	0,019	0,018	0,013	0,014	0,018
Finansieringsfordel minoritet	-0,004	0,002	0,003	0,005	-0,002	-0,001	0,000

Tabell 8.15: Finansieringsfordel minoritet – Minoritetskrav, minoritetsrentabilitet & minoritetsgrad

Finansieringsfordelen som kommer av minoriteten i OLT varierer mellom å være positiv og negativ, altså fordel og ulempe. Av den lave minoritetsgraden ser vi at betydningen av fordel eller ulempen blir begrenset. Selv om tre av seks år i analyseperioden er en ulempe for OLT, så har det totalt vært verken en fordel eller ulempe da gjennomsnittet er lik null.

8.4.5 Oppsummering av finansieringsfordel

Finansieringsfordelen, som er en av to deler i den strategiske fordel for OLT, er presentert innledende under kapittel 8.4. Det er nærliggende å tro at en eventuell finansieringsfordel totalt sett kommer til å være svært liten, tilnærmet null. Årsaken er konkurransekraftene som befinner seg i finansmarkedene er med på å gjøre det vanskelig for slike finansielle investorer å skape egne rentabiliteter som er større enn hva som er kravet (Rosendahl & Finholdt, 2021).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,026	0,029	0,021	0,013	0,016	0,020	0,021
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,013	-0,010	-0,005	-0,004	0,000	-0,006	-0,006
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,013	0,019	0,016	0,009	0,016	0,014	0,014
Finansieringsfordel minoritet	-0,004	0,002	0,003	0,005	-0,002	-0,001	0,000
Finansieringsfordel	0,009	0,021	0,019	0,014	0,014	0,013	0,015

Tabell 8.16: Finansieringsfordel - Oppsummert

Samlet ser det ut til at finansieringsfordelen er en faktisk fordel gjennomgående i analyseperioden. Gjennomsnittlig fordel er 1,5%. Som vi kan se, så stammer fordelen i all hovedsak fra fordelen som kommer av finansiell gjeld.

8.5 Oppsummering av strategisk rentabilitetsanalyse

Bransje- og ressursfordelen summeres til en strategisk driftsfordel. Sammen med gearingfordelen vil komponentene utgjøre driftsfordelen til OLT. Mens driftsfordelen og finansieringsfordelen utgjør den totale strategiske eierfordelen til OLT i tabellen under.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Tidsvektet
Bransjefordel	0,011	0,005	0,012	0,014	0,007	-0,003	0,008
Ressursfordel	0,005	0,003	0,006	0,005	0,017	0,017	0,009
Strategisk driftsfordel	0,016	0,009	0,018	0,019	0,024	0,015	0,017
Gearingfordel	0,018	0,009	0,017	0,017	0,020	0,011	0,015
Driftsfordel	0,034	0,018	0,036	0,036	0,044	0,025	0,032
Finansieringsfordel	0,009	0,021	0,019	0,014	0,014	0,013	0,015
Strategisk eierfordel	0,042	0,039	0,055	0,050	0,057	0,038	0,047

Tabell 8.17: Strategisk eierfordel - Oppsummert

Vi observerer at det er en god fordel for OLT gjennom fordeler som bransje, ressurser, gearing samt finansieringsfordeler. Ressursfordelen ser ut til å være lav gjennomgående i

analyseperioden, men tar seg betydelig opp i de to siste årene. På det grunnlaget anser vi ressursfordelen som moderat i de to siste årene da ressursfordelen har økt betraktelig. Det underbygger den tidligere argumentasjonen fra kapittel 4 om at den er moderat på kort sikt. Det totale bildet på ressursfordelen, anser vi til å underbygge en lav ressursfordel på lang sikt.

Bransjefordelen ser ut til å være synkende gjennom analyseperioden hvor den i trailingåret er negativ. Likevel, ser vi at den gjennomsnittlige bransjefordelen er positiv, altså en fordel. OLT har prestert relativt godt gjennom pandemien, men bransjen som helhet har ikke klart det. Det kan komme av at de komparative virksomhetene som ikke befinner seg i Norge er omfattet av restriksjoner som OLT ikke er omfattet av, eksempelvis både Castellum og Citycon. Likevel ser vi en fordel som bransjen besitter. Av vår strategiske analyse, observerer vi at det er stor interesse i eiendomsbransjen, og at aktører har høy investeringsvillighet. Dette er et argument som styrkes av vår analyse av bransjefordelen. Det kan være at konkurransesituasjonen allerede har inntruffet i 2022 da det forekommer en ulempe dette året. I den sammenheng, vil vi bemerke at 2022, er et år med en rekke estimater da vi har estimert regnskapet for hele 2022 på bakgrunn av første halvår i 2022.

Ressursfordelen som forekommer ser ut til å stamme fra den sterke satsningen OLT har foretatt seg på kjøpesenter, noe som har resultert i en avkastning høyere enn kravet. Likevel er ressursfordelen relativt lav da OLT har en marginulempe som kommer av at kjøpesenter er kostbare bygg, spesielt i forhold til felleskostnader. Omløpsfordelen som trekker opp ressursfordelen kan komme av at vi ser at OLT har omsetningsbaserte kontrakter med leietakerne, slik at inntektene til OLT også baserer seg på inntektene til kundene.

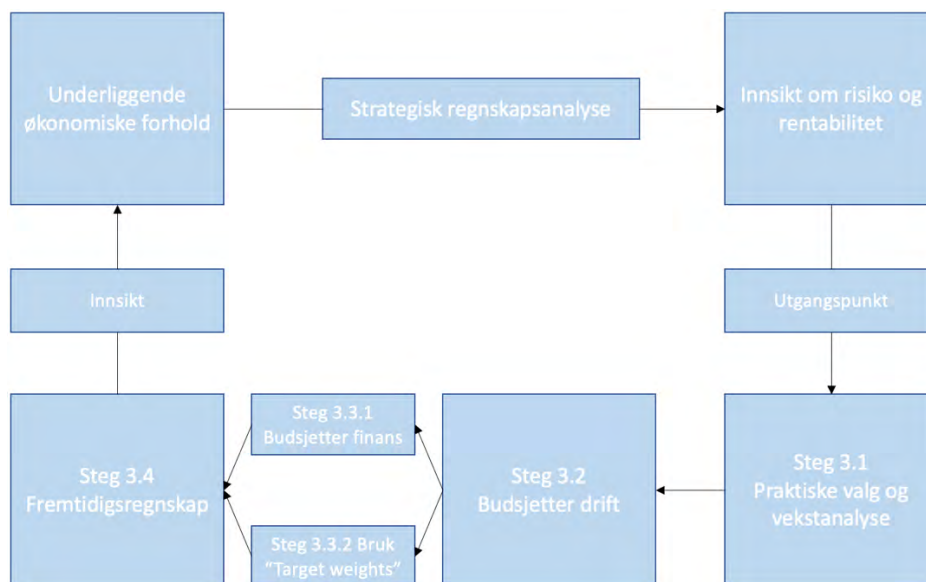
Totalt sett observerer vi strategiske eierfordeler i de fleste periodene. I 2019 og trailingåret er den noe lavere enn normalt. Gjennomsnittlig ressursfordel ligger marginalt over bransjefordelen, som sammen styres av gearingfordelen, og utgjør driftsfordelen i OLT. Gjennomsnittlig finansieringsfordel er videre med på å trekke opp den strategiske eierfordelen, også gjennomsnittlig strategisk eierfordel.

9. Fremtidsregnskap

I tredje og siste del av oppgaven skal innsikten fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen benyttes med formål å utarbeide estimater og prognoser knyttet til OLT sine fremtidsutsikter. For å oppnå en egenkapitalverdi på aksjene må det aller først utarbeides et fremtidsregnskap. Et fremtidsregnskap er et budsjettert finansregnskap hvor estimatet strekker seg frem til periode T. I periode T antas det at selskapet oppnår «steady state», som referer til at fra og med T+1 estimeres det med fast vekst (Knivsflå, 2022, F.13). Videre blir det fremtidige avkastningskravet fastsatt i kapittel 10. Neste steg vil derav være å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen for å oppnå verdiestimatet på egenkapitalen til OLT. Supplerende benytter vi avslutningsvis komparativ verdivurdering.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Vi har valgt å benytte oss av rammeverket presentert av Knivsflå i kurs BUS440A ved NHH for utarbeiding av fremtidsregnskap. Rammeverket samsvarer på Damodaran (2012) og Penman (2010) sin verdsettelsesteori. Vi får dermed følgende rammeverk:



Figur 9.1: Illustrasjon av rammeverk for fremtidsregnskap hentet fra Knivsflå (2022) F.13

I alt består utarbeidelsen av fire steg. Første steg innebærer å ta utgangspunkt i historisk innsikt med formål om å analysere veksten. Driftsinntektsvekst samt andre driftsmessige budsjett drivere, i tillegg til finanspostene, budsjetteres i de to neste stegene. Basert på nevnte

stegene kan man utarbeide fremtidsregnskapet. I de påfølgende delkapitlene redegjør vi for de ulike stegene i rammeverket.

9.2 Praktiske valg og vekstsanalyse

I følgende delkapittel blir en rekke praktiske valg avklart, knyttet til blant annet budsjetthorisont, budsjettmodell og budsjett drivere. Vi vil også gå inn på valgt framskrivningsteknikk og håndtering av usikkerhet. Avslutningsvis har vi foretatt en vekstanalyse.

9.2.1 Budsjett horisont

Budsjettering av fremtidsregnskapet kan deles opp i to faser. Den første fasen kalles den eksplisitte perioden og består av en periode med variabel vekst fra år 0 til T. Dermed har vi den implisitte perioden med konstant vekst eller «steady state». «Steady state», også kalt stabil utvikling, er den perioden etter man har budsjettert alle endringer i budsjett driverne i henhold til fra strategisk regnskapsanalysen (Knivsfå, 2022, F.13). Perioden starter i år T og budsjetteres to år inn i «steady state» med utgangspunkt i mangel på en forventet levetid for konsernet. Budsjett drivere vil trolig varierer årlig, likevel tyder det på en konvergering mot en stabil utvikling i år T.

For å avgjøre valget av budsjett horisont presenterer Knivsfå (2022) to essensielle forhold som må være på plass. Først og fremst må man se på hvor lang tid virksomheten trenger til endring før fryst utvikling er rimelig å anta. Det er også hensiktsmessig å vurdere kvaliteten på regnskapsføringen. En lenger budsjett horisont T er forventet dersom store målefeil er å finne i finansregnskapet (Knivsfå, 2022, F.13).

I avgjørelsen av oppnådd «steady state» for selskapet vurderes dette opp mot bransjens livssyklus. Vekstbransjen er typisk knyttet til flere år i den eksplisitte perioden enn om bransjen er moden. For OLT sin del argumentert vi i delkapittel 3.2.3 for en moden fase, noe som taler for en kortere budsjett horisont. Vurdering av regnskapsføringen taler også for en kortere budsjett horisont på grunnlag av få målefeil samt god og detaljert regnskapsføring.

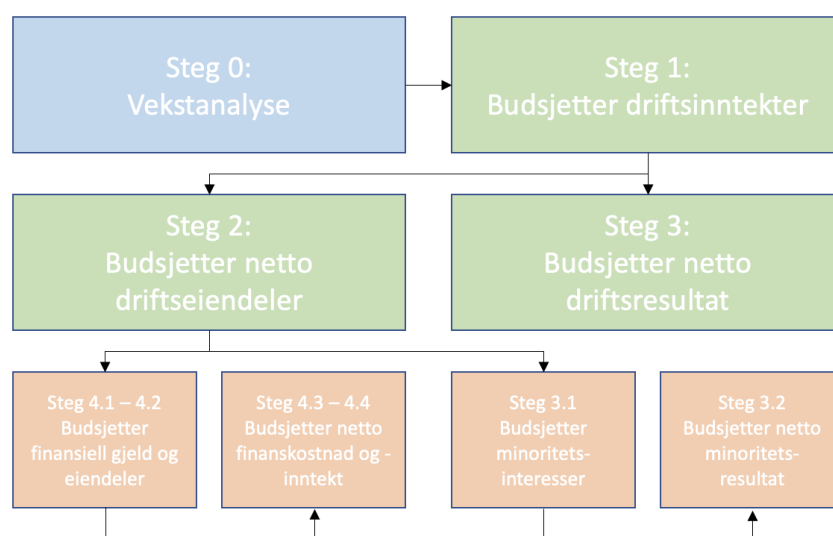
Knivsfå legger også frem at desto nærmere virksomheten er konstant vekst, jo kortere trenger T å være. Ettersom de strategiske fordelene er forutsette å skulle minke over tid vil OLT nå *steady state* på et tidlig tidspunkt. Å fastslå en kortere budsjett horisont vil være foretrukket for

å minimere usikkerhet for verdiestimatet. Koller, Goedhart og Wessels (2015) legger frem budsjetthorisont mellom 10 og 15 år til å være passende i et slikt tilfelle. Likevel velger vi å basere oss på at OLT nærmer seg såkalt *steady state* og velger 7 år som vår eksplisitte prognoseperiode før nådd *steady state*. Derav blir $T = 2029$, $T+1 = 2030$ og $T+2 = 2031$.

9.2.2 Budsjettmodell og budsjett drivere

Det neste steget er valget av budsjettmodell. Dette inkluderer valg av detaljeringsnivå, hvor et detaljert budsjett inneholder mange budsjett drivere. Ønsker man kun å fokusere på de viktigste, reduserer man antall budsjett drivere. Budsjett horisonten er med å avgjøre utformingen av budsjettet. I utgangspunktet vil en detaljert budsjettering være passende for en kort horisont, men definisjonen av en kort periode er mer varierende. Slik vil det heller være hensiktsmessig å fokusere på de viktigste budsjett driverne (Knivsflå, 2022, F.13). Vår tilnærming vil derfor være å opprettholde et lavt detaljeringsnivå og heller fokusere på de viktigste budsjett driverne, noe som er i tråd med litteraturen til (Penman, 2010).

Det vil også være nødvendig å avklare om et fullstendig finansbudsjett skal lages eller la kapitalstrukturen konvergere mot verdibaserte målvekter eller «target weights» i steady state. Vi skal i denne oppgaven gjennomføre et fokusert og fullspesifisert finansbudsjett. Knivsflå (2022) presenterer et rammeverk for nevnte type finansbudsjett. Modellen bygger på en vekstanalyse som vil bli presentert i delkapittel 9.2.3. De syv stegene som modellen består av, kan deles i to kategorier; *driftsbudsjettering* og *finansbudsjettering*.



Figur 9.2: Illustrasjon av rammeverk for fullstendig budsjettering hentet fra Knivsflå (2022) F.13

Rammeverket som vi har presentert ovenfor er overens med annen litteratur som tar for seg budsjettering av regnskapsposter. Grunnleggende vil kun relevante faktorer tas med i betraktning (Penman, 2010). Dette er noe som kommer av at vi i budsjetteringen tar utgangspunkt i den historiske strategiske analysen hvor vi så skal budsjettere kun de viktigste drifts- og finanspostene. Faktorer i rammeverket ovenfor, kommer også av (Damodaran, 2012).

9.2.3 Framskrivningsteknikk og usikkerhet

Etter man har valgt budsjettmodell vil neste steg være å velge teknikk for framskrivning av budsjett drivere. I tillegg må det avklares hvordan usikkerhet i budsjettet skal håndteres. Historisk utvikling til de aktuelle budsjettdriverne vil være det kvantitative utgangspunktet for budsjetteringen. Avbildningen vil være likt som i omgruppert og justert regnskapsanalysen og analysen gjennom strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2022, F.13). Det vil kreve god innsikt i underliggende økonomiske forhold for å kunne foreta en god budsjettering og framskrivning.

For et kortsiktig perspektiv er det mulig å ha en oppriktig formening om utviklingen til budsjettdriverne basert på den strategiske regnskapsanalysen. I løpet av framskrivningen vil utviklingen kunne reversere. Utgangspunktet er at budsjett drivere er tilbakevende til gjennomsnittet over tid, også kalt *mean reversion*. Eksempel ofte brukt på dette er hvordan driftsinntektsveksten konvergerer maksimalt mot langsiktig økonomisk vekst og netto driftsmargin konvergerer mot gjennomsnittet i bransjen da det er ingen marginalfordel. Dersom den strategiske regnskapsanalyse tilsier at det historiske snittet fremstår urimelig bør det overstyres. *Mean reversion* beskrives som nullhypotesen, hvor overstyring skildres som alternativet (Knivsflå, 2022, F.13). I det påfølgende vil vi diskutere hvordan utviklingen vil være for de enkelte budsjettdriverne, men for mange budsjett drivere har vi ikke noen spesifikk informasjon som tilsier noe annet enn at budsjettdriverne skal være tilbakevendende til gjennomsnittet.

Det vil være tre hovedtyper utvikling fra valgt budsjett punkt til budsjett punkt T. Basert på innsikt fra strategisk regnskapsanalyse vil man enten sitte igjen med et optimistisk, nøkternt eller pessimistisk syn. Lineær framskrivning av budsjettdriverne kan benyttes for de tre budsjett punktene. Vi har valgt å bruke metoden hvor vi utarbeider et fremtidsregnskap med

definert utvikling, forankret i innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen (Knivsflå, 2022, F.13).

Usikkerhet knyttet til budsjettdriverens fremtidige utvikling kan i utgangspunktet håndteres på to måter. Første måte å håndtere usikkerheten på er ved å ta utgangspunkt i forventet utvikling. Man lager et budsjett med den forventet utviklingen for så å ta eksplisitt hensyn til usikkerhet ved å omgjøre kritiske budsjett drivere til usikre stokastiske variabler. Videre analyseres usikkerhet gjennom sensitivitets- og stimuleringsanalyse. I praksis er denne metoden mest benyttet da vi får en forventning om utviklingen gjennom strategisk regnskapsanalysen. Scenario budsjettering er en annen måte som baserer seg på å utarbeide budsjett for sannsynlige scenario. Mest vanlig er det å budsjettere tre scenario, likt som utviklingsbanene, et optimistisk, forventet eller pessimistisk scenario. Hvert scenario får en sannsynlighet basert på regnskapsanalyse, hvor den forventet utviklingen er den mest sannsynlige utviklingen. Scenario budsjettering er mest aktuell for oppstartsselskaper med høyt vekstpotensial (Knivsflå, 2022, F.13). Vi tar derfor utgangspunkt i den første metoden, hvor vi skal analysere usikkerhet gjennom sensitivitets- og simuleringsanalyse, i og med at vi ikke anser scenario budsjettering som hensiktsmessig på grunnlag av at OLT anses som et modent selskap og har tilbakelagt vekstfasen.

9.2.4 Vekstanalyse

Historisk vekst vil gi et godt utgangspunkt når prognoser for fremtiden skal foretas. Analyse av vekst er derfor det første steget i rammeverket for budsjettering. Imidlertid finnes det flere inputer for å budsjettere. Vekstanalysen er likevel med å danne grunnlaget for de neste kapitlene. Det kommer av Knivsflå (2022) at veksten på kort eller mellomlang sikt til et selskap vil avhenge av generell økonomisk vekst og bransjevekst, i tillegg til interne ressurser til vekst. En bransje i vekst tilrettelegger for vekst uten å måtte ta markedsdeler eller legge opp til priskriger. Uten et slikt tilfelle vil vekst kun skje ved at selskap tar fra andre konkurrenter. Dette fører ofte med seg hard konkurranse og reduksjon i netto driftsmargin. På lang sikt vil økonomisk vekst være avhengig av makroøkonomiske vekstfaktorer slik som teknologisk endring, vekst i folketallet og sparing tilknyttet til konsum. Ingen selskaper vokser raskere enn økonomien samlet på lang sikt, noe som betyr at voksende selskaper vil før eller siden vende tilbake til gjennomsnittet (Damodaran, 2012).

Tradisjonelt eksisterer det to typer vekstanalyse, *resultatvekst* og *kapitalvekst*. Analyse av driftsinntektsvekst inngår i analysen av resultatvekst, som er nært tilknyttet kapitalvekst og rentabilitet (Knivsfå, 2022, F.13). Nedenfor skal vi presentere de viktigste faktorene som har en innvirkning på budsjetteringen.

9.2.4.1 Vekst i verdensøkonomien

En analyse av realvekst i verdensøkonomien vil være nødvendig for å gjøre seg opp formeninger om den langsiktige veksten til OLT, med forbehold om konsernet ikke kan vokse mer enn denne på lang sikt. Under presenterer vi historisk realvekst i verdensøkonomien.



Figur 9.3: Realvekst i verdensøkonomien 1980- 2026 (hentet fra imf.org), inkludert trendlinje basert på gjennomsnittet

Grafen baserer seg på tall hentet fra IMF (2022) og viser en prognose helt frem til 2026. Lest ut fra trendlinjen ser vi at snittet ligger på rundt 3,3 prosent. Prosenten vil brukes som utgangspunkt ved fastsettelse av fremtidig vekst. I følge Knivsfå (2022) kan nominell vekst finnes ved å legge sammen realvekst i økonomien og forventet global inflasjon i dag. Norges Bank kan informere om at målet for pengepolitikken er at den årlige veksten i konsumprisen er nær 2 prosent over tid (Norges Bank, 2020). Derav får vi en nominell rente på 5,3%. Imidlertid anser vi dette som en for høy vekst i *steady state* på bakgrunn av stigende styringsrente. I tillegg vil det være begrenset med antall ledige tomter i sentrale strøk, samt en usikkerhet knyttet til befolkningsøkning i sammenheng med klimautfordringer som vil påvirke

bransjen. Basert på de økonomiske fremtidsutsiktene velger vi å justere ned den langsiktige veksten i steady state til å være 3 prosent da vi anser det som mer realistisk.

9.2.4.2 Resultatvekst

Driftsinntektsveksten er ansett som den viktigste driveren til resultatveksten, etterfulgt av kostnadskutt (Knivsflå, 2022, F.13). Driftsinntektene driver resultatveksten som gjør driftsinntektene en sentral budsjettdriver ved framskrivning både av driftsinntekter, netto driftsresultat, samt netto driftseiendeler. Driftsinntektsveksten kan uttrykkes på følgende måte:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

der

div = driftsinntektsvekst

DI = driftsinntekter

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Langsiktig økonomisk vekst	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Driftsinntektsvekst i bransjen	4%	4%	3%	0%	4%	21%	6%
Langsiktig økonomisk vekst	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Vekstfordel bransjen	1%	1%	0%	-3%	1%	18%	3%
Driftsinntektsvekst	6%	2%	4%	-2%	3%	6%	3%
Driftsinntektsvekst i bransjen	4%	4%	3%	0%	4%	21%	6%
Vekstfordel ressurs	2%	-2%	2%	-2%	-1%	-15%	-3%
Driftsinntektsvekst	6%	2%	4%	-2%	3%	6%	3%

Tabell 9.1: Driftsinntektsvekst

Av tabellen ovenfor ser vi at den gjennomsnittlige driftsinntektsveksten ligger på 3 prosent, noe som er med på å underbygge valget vårt om en langsiktig vekst på 3 prosent. Det kommer av at bransjen har en vekstfordel på 3 prosent, og OLT som har en vekstulempe i forhold bransjen. Som vi kan se av tabellen ligger OLT under bransjen i fire av seks perioder hvor vi anser differansen i 2 av periodene som minimal. I 2020, det første pandemiåret, hadde bransjen en driftsinntektsvekst på 0 prosent, mens OLT hadde en reduksjon på 2 prosent. Vi observerer at bransjen har hatt en stor vekst i trailingåret, sammenlignet med en lavere økning i OLT. Totalt, foreligger det altså en gjennomsnittlig inntektsvekst på 3 prosent gjennom analyseperioden.

9.2.4.3 Kapitalvekst

Resultatet er den største årsaken til vekst i kapital, etterfulgt av kapitalinnskudd (Knivsfå, 2022, F.13). Det er interessant å se på kapitalveksten da driftsinntektsveksten kan fluktuere og gi et feil bilde av fremtidig vekst. Som vi har presentert i figuren ovenfor, ser vi at vekstfordel bransje og vekstfordel ressurs varierer over analyseperioden, slik at å studere kapitalveksten vil være hensiktsmessig. Netto driftsvekst kan beregnes slik:

$$ndv = \frac{NDE_t - NDE_{t-1}}{NDE_t}$$

der

ndv = netto driftsvekst

NDE_t = netto driftseiendeler i år t

NDE_{t-1} = netto driftseiendeler i år $t-1$

Under presenteres tabellen for vekstfordelen for både OLT og bransjen. Vekstfordelene sammen med den langsiktige økonomiske veksten summeres til å gi vekst i netto driftskapital.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	Snitt
Langsiktig økonomisk vekst	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Netto driftsvekst i bransjen	11%	4%	2%	12%	30%	7%	11%
Langsiktig økonomisk vekst	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Vekstfordel Bransjen	8%	1%	-1%	9%	27%	4%	8%
Netto driftsvekst	2%	3%	1%	0%	3%	5%	2%
Netto driftsvekst i bransjen	11%	4%	2%	12%	30%	7%	11%
Vekstfordel Ressurs	-9%	-1%	-1%	-12%	-27%	-3%	-9%
Netto driftsvekst	2%	3%	1%	0%	3%	5%	2%

Tabell 9.2: Netto driftsvekst

Totalt observerer vi en gjennomsnittlig netto driftsvekst på 2 prosent, rett i underkant av driftsinntektsveksten. Det kommer frem gjennom at bransjen har en kapitalvekst på 8 prosent mens OLT har en vekstulempe i forhold til bransjen på 9 prosent. Dersom vi går dypere til verks, ser vi at bransjen hadde en *unormal* høy vekst i 2020 og spesielt i 2021, det første og andre pandemiåret. Til sammenligning hadde OLT verken en vekst eller reduksjon i 2020, mens også de hadde en *lavere* vekst i 2021 enn hva bransjen hadde.

Innsikten som vi har skapt gjennom analysene for inntekt- og netto driftsvekst vil vi benytte oss av for å utarbeide det budsjetterte finansregnskapet som inkluderer resultatregnskap, balanse og kontantstrøm.

9.3 Budsjettering av driftsposter

9.3.1 Budsjettering av driftsinntektene

Det er mulig å benytte seg av to ulike metoder for å beregne driftsinntektsveksten. Den ene metoden inneholder kun én faktor for driftsinntektsvekst. Den andre metoden inkluderer drivere slik som prisvekst, mengdevekst og vekst i andre driftsinntekter. Videre bør de budsjetterte driftsinntektene være i tråd med den strategiske analysen som vi tidligere har foretatt. Vi velger imidlertid å benytte oss av den førstnevnte metoden, slik at usikkerhetsnivået i budsjetteringen reduseres, som igjen er i tråd med litteraturen om at det er kun relevante faktorer som bør være med (Penman, 2010). Uttrykket for fremtidige driftsinntekter blir følgende.

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

Her vil, driftsinntektsveksten, div_t være

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Det kommer av Knivsflå (2022) at driftsinntektsveksten vil være tilnærmet lik veksten i økonomien i *steady state*, 2029. Den langsiktige veksten i økonomien har vi i en strategisk prognosemodell satt til å være 3 prosent, slik at vi også setter driftsinntektsveksten til å være tilsvarende i *steady state*. Valget vårt underbygges av den generelle regelen om at den stabile veksten ikke skal overstige veksten i økonomien som OLT befinner seg i (Damodaran, 2012). I 2022 fant vi en driftsinntektsvekst for OLT på 5,89 prosent. Den årlige endringen over budsjettperioden fra 2022 til 2029 forutsetter vi for å være lineær. Den årlige driftsinntektsveksten presenterer vi nedenfor.

Driftsinntekt	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
div	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%

Tabell 9.3: Budsjettert driftsinntektsvekst

Ved hjelp at uttrykket for den årlige driftsinntekten, sammen med den årlige beregnede driftsinntektsveksten kan vi presentere de budsjetterte driftsinntektene til OLT nedenfor. Som vi tyder fra tabellen nedenfor, ser vi at veksten faller mot å være 3 prosent i *steady state*. Veksten er deretter konstant.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Driftsinntekt (t-1)	4 335	4 573	4 804	5 028	5 241	5 442	5 627	5 796	5 970
(1+div)	1,055	1,051	1,047	1,042	1,038	1,034	1,030	1,030	1,030
Driftsinntekt t	4 573	4 804	5 028	5 241	5 442	5 627	5 796	5 970	6 149

Tabell 9.4: Budsjetterte driftsinntekter

9.3.2 Netto driftseiendeler

Sammen med driftsinntektene, skal vi også budsjettere driftseiendelene til OLT. For å kunne fremskrive budsjettdriveren til netto driftseiendeler, foreligger det flere alternativer. Den ene metoden bruker kun én budsjettdriver, *omløpet til netto driftseiendeler*. Den andre metoden benytter to ulike budsjettdrivere, omløpet til netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital. Vi anser det som hensiktsmessig at vi kun benytter oss av én budsjettdriver, omløpet til netto driftseiendeler da vi anser denne som den mest relevante faktoren for netto driftseiendeler (Penman, 2010). Fra den strategiske rentabilitetsanalysen så vi at denne budsjettdriveren er viktig i forbindelse med ressursfordelen som OLT besitter ovenfor eiendomsbransjen. Uttrykket for netto driftseiendeler er gitt som følgende. Vi bemerker her at budsjettdriveren beregnes på inngående kapital, på grunnlag av forutsetning om kontantstrøm realisert ved årets slutt.

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{Onde_t}$$

der

$$Onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

Bransjens gjennomsnittlige omløp til netto driftseiendeler gjennom analyseperioden ligger på 10,5 prosent. Omløpet til OLT i 2022 var 13,3 prosent. Av den strategiske regnskapsanalysen så vi at OLT sin kilde til ressursfordel var omløpet til netto driftseiendeler. Da vi har indikatorer på at ressursfordelen til OLT vil falle på sikt, anser vi det som hensiktsmessig at omløpet til netto driftseiendeler reduseres over budsjettpperioden. Vi anser med det som

hensiktsmessig, at OLT har en onde som går lineært mot bransjegjennomsnittet i *steady state*. Et annet moment i denne vurderingen er at vi ikke har kommet over noen informasjon i analysen som gir grunnlag for at onde ikke skal være tilbakevendende til gjennomsnittet, og at det historiske bransjegjennomsnittet skal være noe godt alternativ. Ved å benytte denne vurderingen som grunnlag i framskrivningen av netto driftskapital, anser vi at vi holder usikkerhetsnivået på et minimum i fremtidsregnskapet.

Basert på uttrykket ovenfor for netto driftseiendeler og onde som inkluderer budsjetterte driftsinntekter, kan vi budsjettere netto driftseiendeler. Komponentene presenteres nedenfor.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
DI t+1	4 804	5 028	5 241	5 442	5 627	5 796	5 970	6 149	6 334
Onde (t+1)	0,129	0,124	0,119	0,115	0,110	0,105	0,105	0,105	0,105
NDE t	37 350	40 565	43 946	47 493	51 208	55 093	56 746	58 448	60 201

Tabell 9.5: Budsjetterte netto driftseiendeler gjennom budsjettperioden

9.3.3 Netto driftsresultat

Det foreligger to ulike metoder som vi kan benytte oss av i forbindelse med at vi skal budsjettere netto driftsresultat; (1) bruke én budsjettdriver, *netto driftsmargin*, (2) inkluderer blant annet *vare- og tjenestekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader* (Knivsflå, 2022, F. 14). Vi anser det som hensiktsmessig å velge alternativ én framfor det andre alternativet. Det kommer av at for mange forutsetninger på et detaljert nivå kan medføre at usikkerheten i verdierestimatet vil øke, på samme måte som vi budsjetterte netto driftseiendeler. Kvaliteten på budsjetteringen får heller ikke automatisk en bedre kvalitet dersom vi inkluderer flere budsjett drivere (Penman, 2010) (Sunde, E. G. & Sunde, L. G., 2019). Uttrykket for netto driftsresultat er gitt nedenfor, og er lik netto driftsmargin multiplisert med driftsinntektene.

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

Av den strategiske rentabilitetsanalysen har vi beregnet netto driftsmargin for både bransjen og OLT. Som det kom av analysen, ligger OLT gjennomsnittlig hakket under bransjen. Netto driftsmargin til OLT er 52,8 prosent, mens bransjens netto driftsmargin er 56,9 prosent, som representerer en ulempe for OLT. Vi anser det som naturlig at netto driftsmargin i bransjen skal være høy. Av den strategiske rentabilitetsanalysen ser vi at netto driftsmargin for OLT er stigende gjennom analyseperioden, og vi anser det som naturlig at veksten vil fortsette i fremtiden. Dette grunnet faktorene som vi har avduket i den strategiske analysen, slik som

sterk satsning på kjøpesenter, god plassering på eiendommene og en solid kunnskapsbase. Veksten kommer til å være begrenset, da OLT befinner seg i en moden bransje og selskapet er selv ansett som modent, samt at analysen har fremhevet at det er historisk kostbart å drive innen kjøpesentereidom. Vi anser likevel utviklingen som naturlig med tanke på at OLT besitter en ressursfordel ovenfor bransjen. Vi besitter heller ingen informasjon som tilsier at bransjegjennomsnittet ikke er et godt alternativ for *steady state* for OLT. Følgelig forutsetter vi at OLT sin netto driftsmargin vil vokse lineært til de oppnår en margin som er lik det historiske bransjegjennomsnittet. I 2022 er netto driftsmargin for OLT lik 54,9 prosent. Den årlige veksten presenterer vi i tabellen nedenfor.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Dl t	4 573	4 804	5 028	5 241	5 442	5 627	5 796	5 970	6 149
ndm t	0,553	0,555	0,558	0,561	0,564	0,566	0,569	0,569	0,569
NDR t	2 527	2 668	2 806	2 940	3 067	3 188	3 300	3 399	3 501

Tabell 9.6: Budsjettert netto driftsresultat gjennom budsjettperioden

Budsjettert netto driftsresultat og budsjetterte driftsinntekter vil sammen med budsjetterte netto driftseiendeler utgjøre driftsaspektet ved det budsjetterte finansregnskapet som vi skal presentere under delkapittel 9.6.

9.4 Budsjettering av finansposter

I dette kapittelet skal vi gjennomgå det andre aspektet ved det fullstendige fremtidsregnskapet, *finansaspektet*. Det er to metoder som vi kan benytte oss av. (1) den enkle metoden hvor en benytter seg av målvekter eller (2) den fullstendige metoden (Knivsfå, 2022, F.14). Ved å benytte seg av det som litteraturen beskriver som *målvekter*, også kaldt *target weights*, vil de verdibaserte vektene fra balansen angående egenkapital og netto finansiell gjeld gå fra dagens vekter til målvektene som en finner i *steady state* i år T, 2029. Hvordan målvektene kommer til å være, avhenger av hvilken bransje en befinner seg i, og vi vil i det påfølgende begrunne hva vi anser som hensiktsmessige målvektet for OLT.

9.4.1 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld er definert som finansiell gjeld minus finansielle eiendeler. Det er mulig å budsjettere netto finansiell gjeld på to ulike måter. Enten ved å budsjettere netto finansiell gjeld direkte i sin helhet som er en noe enkel metode, eller ved å budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler hver for seg. Vi velger den noe mer omfattende metoden som

innebærer at vi skal budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler separat, slik at vi senere kan slå dem sammen til budsjettert netto finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld presenterer vi i tabellen for budsjettert balanse som fokuserer på netto driftskapital i kapittel 9.5.2.

9.4.1.1 Finansiell gjeld

Den finansielle gjelden kan vi skrive på følgende metode. Her ser vi at finansiell gjeldsdel multipliseres med netto driftseiendeler for å finne finansiell gjeld.

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

På Oslo Børs er ofte den finansielle gjeldsdelen 50 prosent (Knivsflå, 2022, F.14). Av analysen vår basert på det omgrupperte og justerte balanseregnskapet finner vi at OLT har en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 47,5 prosent, mens tilsvarende størrelse for bransjen er 52,2 prosent. OLT sin gjeldsandel har vært fallende gjennom analyseperioden, hvor den i trailingåret er 41,5 prosent. Vi anser det som mulig at gjeldsandelen kan falle ytterligere, men vi anser det som mer naturlig at den fremtidige utviklingen kommer til å gå mot en finansiell gjeldsdel på 50 prosent i steady state, som er i tråd med Oslo Børs, men noe under bransjegjennomsnittet. Bakgrunnen for at vi avviker fra bransjegjennomsnittet i dette tilfellet, er at den strategiske analysen har avduket at OLT har en historisk fordel på dette området, og vi anser det som hensiktsmessig at det vil være tilfellet også i fremtiden, men begrenset. Utviklingen over budsjettperioden forutsetter vi for å være lineær. Nedenfor presenterer vi utviklingen i den finansielle gjelden til OLT på grunnlag av *finansiell gjeldsdel* som er budsjettdriveren.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
fdg t	0,427	0,439	0,451	0,463	0,476	0,488	0,500	0,500	0,500
NDE t	37 350	40 565	43 946	47 493	51 208	55 093	56 746	58 448	60 201
FG t	15 946	17 812	19 832	22 011	24 357	26 875	28 373	29 224	30 101

Tabell 9.7: Budsjettert finansiell gjeld gjennom budsjettperioden

9.4.1.2 Finansielle eiendeler

Fremtidige finansielle eiendeler budsjetterer vi i henhold til uttrykket nedenfor. Finansielle eiendeler er lik finansiell eiendelsdel multiplisert med netto driftseiendeler. Finansiell eiendelsdel er gitt som andelen finansielle eiendeler av netto driftseiendeler.

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

Det kommer av Knivsflå (2022) at en typisk eiendelsdel ligger rundt 20%. Det bemerkes også at dette er en høy andel da optimal styring innebærer at en skal ha små andeler tilgjengelige kontanter (Knivsflå, 2022, F.14). Til sammenligning observerer vi at finansiell eiendelsdel til OLT ligger på 2,6 prosent, mens for bransjen er andelen 2 prosent. På grunnlag av at vi observerer OLT sin gjennomsnittlige andel høyere enn bransjegjennomsnittet, samt at OLT har en finansieringsulempe på de finansielle eiendelene gjennom analyseperioden, anser vi andelen for å være for høy. I 2022 er andelen på 1,7 prosent for OLT. Gjennom budsjettperioden forutsetter vi en lineær endring mot at finansiell eiendelsdel skal være lik bransjegjennomsnittet i *steady state*. Utviklingen i finansielle eiendeler presenterer vi i tabellen nedenfor.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
fed t	0,018	0,018	0,019	0,019	0,019	0,020	0,020	0,020	0,020
NDE t	37 350	40 565	43 946	47 493	51 208	55 093	56 746	58 448	60 201
FE t	665	739	818	903	995	1092	1148	1182	1218

Tabell 9.8: Budsjetterte finansielle eiendeler gjennom budsjettperioden

9.4.2 Netto finansielle kostnader

På samme måte som netto finansiell gjeld, kan netto finanskostnader beregnes etter to metoder, den direkte metoden og ved separat budsjettering. *Netto finansielle kostnader* består av to ulike komponenter, *netto rentekostnader* og *netto finansinntekter*. I det påfølgende vil vi budsjettere netto finansielle kostnader ved hjelp av den separate metoden hvor vi budsjetterer netto rentekostnad og finanskostnad separat. Bakgrunnen for valget kommer av at vi tidligere har budsjettert netto finansiell gjeld separat, slik at vi skaper konsistens ved å også beregne netto finansielle kostnader separat. Beregnet finansiell gjeld og finansielle eiendeler vil vi aktivt benytte oss av i de påfølgende beregningene. Dersom vi legger komponentene sammen, vil vi da få netto finanskostnad.

9.4.2.1 Netto rentekostnad

Netto rentekostnad er gitt ved uttrykket nedenfor. Det kommer av uttrykket at netto rentekostnad beregnes ved å multiplisere finansiell gjeldsrente med inngående finansiell gjeld.

$$NRK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

En rimelig forutsetning om å sette finansiell gjeldsrente til finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2022, F.14). Kravet vil vi beregnes i delkapittel 10.2.1, men som vi presenterer i tabellen

nedenfor, vil den årlige finansielle gjeldsrenten være lik det finansielle gjeldskravet år for år. I tabellen nedenfor presenterer vi også netto rentekostnader som den ene komponenten i netto finansielle kostnader.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
fgr t	0,051	0,050	0,049	0,049	0,048	0,047	0,047	0,047	0,047
FG (t-1)	14 314	15 946	17 812	19 832	22 011	24 357	26 875	28 373	29 224
NRK t	724	797	879	966	1 059	1 157	1 260	1 330	1 370

Tabell 9.9: Budsjetterte netto rentekostnader gjennom budsjettperioden

9.4.2.2 Netto finansinntekt

Uttrykket for netto finansinntekt presenterer vi nedenfor. For å estimere netto finansinntekt, multipliserer vi finansiell eiendelsrente med inngående balanseførte finansielle eiendeler.

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

En vanlig forutsetning er å sette den finansielle eiendelsrentabiliteten lik det finansielle eiendelskravet (Knivsflå, 2022, F. 14). I tabellen nedenfor presenterer vi netto finansiell inntekt, finansiell eiendelsrentabilitet med tilhørende finansielle eiendeler. Beregningen av finansiell eiendelsrentabilitet kommer vi tilbake til under beregningen av fremtidskravene. Av tabellen ser vi at rentabiliteten vil falle over tid, og er konstant fra og med *steady state*.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
fer t	0,042	0,041	0,040	0,039	0,038	0,037	0,036	0,036	0,036
FE (t-1)	601	665	739	818	903	995	1 092	1 148	1 182
NFI t	25	27	30	32	34	37	39	41	43

Tabell 9.10: Budsjetterte netto finansinntekt gjennom budsjettperioden

9.4.3 Minoritetsinteresser

Den siste balanseposten som vi skal estimere er minoritetsinteressene. Det kommer av uttrykket nedenfor at minoritetsinteressene er lik minoritetsdelen multiplisert med netto driftseiendeler i inneværende periode. Minoritetsdelen er gitt som balanseførte minoritetsinteresser dividert på netto driftseiendeler. Vi ønsker å presisere at den budsjetterte minoritetsdelen bør være basert på den strategiske regnskapsanalysen som vi tidligere har foretatt oss.

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

Det kommer av Knivsflå (2022) at minoritetsdelen for OLT og bransjen går mot en normal minoritetsdel for bransjen. Dette er en forutsetning som vi ønsker å basere fremtidsregnskapet vårt på, da vi ikke besitter noen informasjon som skulle si noe annet. Gjennomsnittlig minoritetsdel for eiendomsbransjen gjennom analyseperioden har vi beregnet for å være 0,9 prosent. Vi forutsetter at det vil foreligge en lineær stigning over budsjettperioden for OLT, slik at de ender på en minoritetsdel på 0,9 prosent i *steady state*.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
mid t	0,008	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
NDE t	37 350	40 565	43 946	47 493	51 208	55 093	56 746	58 448	60 201
MI t	313	345	379	415	454	496	518	533	549

Tabell 9.11: Budsjetterte minoritetsinteresser gjennom budsjettperioden

9.4.4 Netto minoritetsresultat

Den siste resultatposten som vi skal estimere er netto minoritetsresultat. Av uttrykket nedenfor kommer det frem at netto minoritetsresultat er lik netto minoritetsrentabilitet multiplisert med inngående minoritetsinteresser.

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$$

Netto minoritetsrentabilitet kan beregnes ved å dividere periodens netto minoritetsresultat på inngående minoritetsinteresser. Den budsjetterte netto minoritetsrentabiliteten bør basere seg på den innsikten som vi har skapt gjennom den strategiske regnskapsanalysen. Et annet alternativ, er dersom de balanseførte minoritetsinteressene er tilnærmet virkelig verdi, vil det være mulig å forutsette at minoritetsrentabiliteten er lik kravet for minoriteten. (Knivsflå, 2022, F. 14). I det påfølgende velger vi å forutsette at rentabiliteten er lik kravet. Utviklingen over budsjettperioden forutsetter vi for å være lineær. Beregningene av selve kravet kommer vi tilbake til under kapittel 10.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
mir t	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079
MI (t-1)	284	313	345	379	415	454	496	518	533
NMR t	23	25	27	30	33	36	39	41	42

Tabell 9.12: Budsjettert netto minoritetsresultat gjennom budsjettperioden

9.5 Presentasjon av fremtidsregnskapet

Basert på de individuelle prognosene presenterer vi fremtidsregnskapet nedenfor. Det komplette fremtidsregnskapet, består av *fremtidsresultat*, *fremtidsbalanse* og *fremtidig fri kontantstrøm*.

9.5.1 Fremtidsresultat

Noen av postene i fremtidsregnskapet har vi ikke beregnet slik som ovenfor, noe som heller ikke vil være mulig. Følgelig vil vi beregne endringen i egenkapital og netto betalt utbytte residualt basert på balansepostene som vi har beregnet ovenfor. Fremtidsresultatet presenterer vi nedenfor.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Driftsinntekter	4 573	4 804	5 028	5 241	5 442	5 627	5 796	5 970	6 149
Netto driftsresultat	2 527	2 668	2 806	2 940	3 067	3 188	3 300	3 399	3 501
Netto finansinntekter	25	27	30	32	34	37	39	41	43
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 552	2 695	2 836	2 972	3 102	3 225	3 339	3 440	3 543
Netto finanskostnader	724	797	879	966	1 059	1 157	1 260	1 330	1 370
Nettoresultat til EK i konsernet	1 828	1 899	1 957	2 005	2 043	2 068	2 079	2 110	2 173
Minoritetsresultat	23	25	27	30	33	36	39	41	42
Fullstendig nettoresultat til egenkapital majoritet	1 805	1 874	1 930	1 975	2 010	2 032	2 040	2 069	2 131
Netto betalt utbytte	-564	-484	-523	-559	-588	-610	-1 851	-1 199	-1 235
Endring i egenkapital	1 241	1 390	1 406	1 417	1 422	1 422	189	870	896

Tabell 9.13: Budsjettert fremtidig resultatregnskap

9.5.2 Fremtidsbalanse

Vi velger å presentere estimert balanse for OLT på to ulike måter; *sysselsatt kapital* og *netto driftskapital*. Egenkapitalen blir beregnet residualt ved hjelp av resterende balanseposter som vi har estimert ovenfor.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Netto driftseiendeler	37 350	40 565	43 946	47 493	51 208	55 093	56 746	58 448	60 201
Finansielle eiendeler	665	739	818	903	995	1 092	1 148	1 182	1 218
Sysselsatte eiendeler	38 015	41 304	44 764	48 397	52 203	56 185	57 894	59 630	61 419
Egenkapital	21 757	23 147	24 553	25 970	27 392	28 814	29 003	29 873	30 769
Minoritetsinteresser	313	345	379	415	454	496	518	533	549
Finansiell gjeld	15 946	17 812	19 832	22 011	24 357	26 875	28 373	29 224	30 101
Sysselsatt kapital	38 015	41 304	44 764	48 397	52 203	56 185	57 894	59 630	61 419

Tabell 9.14: Budsjettert balanse med fokus på sysselsatt kapital

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Netto driftseiendeler	37 350	40 565	43 946	47 493	51 208	55 093	56 746	58 448	60 201
Egenkapital	21 757	23 147	24 553	25 970	27 392	28 814	29 003	29 873	30 769
minoritetsinteresser	313	345	379	415	454	496	518	533	549
Netto finansiell gjeld	15 280	17 073	19 014	21 108	23 362	25 783	27 225	28 042	28 883
Netto driftskapital	37 350	40 565	43 946	47 493	51 208	55 093	56 746	58 448	60 201

Tabell 9.15: Budsjettert balanse med fokus på netto driftskapital

9.5.3 Fremtidig fri kontantstrøm

På grunnlag av fremtidsbalansen og -resultatet, har vi anledning til å beregne fremtidig fri kontantstrøm for OLT. I kontantstrømmen presenterer vi fri kontantstrøm til egenkapital som er lik netto betalt utbytte.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Netto driftsresultat	2 527	2 668	2 806	2 940	3 067	3 188	3 300	3 399	3 501
Endring i netto driftseiendeler	2 838	3 215	3 381	3 547	3 715	3 885	1 653	1 702	1 753
Fri kontantstrøm fra drift	-311	-547	-575	-607	-647	-697	1 647	1 696	1 747
Netto finansinntekt	25	27	30	32	34	37	39	41	43
Endring i finansielle eiendeler	64	74	79	85	91	98	56	34	35
Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler	-39	-46	-50	-53	-57	-61	-16	7	7
Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler	-350	-593	-624	-660	-704	-758	1 631	1 703	1 754
Netto finanskostnad	724	797	879	966	1 059	1 157	1 260	1 330	1 370
Endring i finansiell gjeld	1 631	1 867	2 020	2 179	2 345	2 519	1 497	851	877
Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	-907	-1 070	-1 141	-1 213	-1 286	-1 362	-237	479	493
Netto minoritetsresultat	23	25	27	30	33	36	39	41	42
Endring i minoritetsinteresser	28	32	34	37	39	41	22	16	16
Fri kontantstrøm til minoritet	-5	-7	-7	-7	-6	-5	17	25	26
Fullstendig nettoresultat til EK	1 805	1 874	1 930	1 975	2 010	2 032	2 040	2 069	2 131
Endring i egenkapital	1 241	1 390	1 406	1 417	1 422	1 422	189	870	896
Fri kontantstrøm til egenkapital	564	484	523	559	588	610	1 851	1 199	1 235

Tabell 9.16: Budsjettert fri kontantstrøm

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

Kapittel 10 inneholder beregninger for fremtidskravet. Formålet med fremtidskravene er å beregne nåverdien av fremtidig kontantstrøm slik at vi får et fundamentalt verdiestimat. Det betyr at kapittelet vil bruke de samme teoriene og fremgangsmåtene som i kapittel 7. Forskjellen hos beregningene vil dreie seg om bruk av inngående balansestørrelser mot gjennomsnittlige justerte kapitalstørrelser. Med utgangspunkt i fremtidskravet og -regnskapet vil vi foreta en analyse av fremtidig strategisk fordel.

10.1 Fremtidig avkastningskrav til egenkapital

Kravet til egenkapital kan beregnes ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM). Teorigrunnlaget er gjort rede for i delkapittel 7.2. For å sikre konsistens i masterutredningen vil vi beregne avkastningskravet *etter* skatt. I de følgende delkapitlene skal vi gjennomgå de ulike leddene som brukes i kapitalverdimodellen.

10.1.1 Risikofri rente

Vi skal i likhet med risikofri rente i delkapittel 7.2.1 ta i bruk en norsk 10-årig statsobligasjon. Den risikofrie renten vil vende tilbake til gjennomsnittet over tid. En lav rente i dag vil altså reversere mot en normalrente i *steady state* (Knivsfå, 2022, F.15). Vi har valgt å ta utgangspunkt i gjennomsnittet av 10-års statsobligasjoner i perioden 2009 til 2022. Ved å strekke oss over en så lang periode, vil vi inkludere opp- og nedgangskonjunkturer, slik at den risikofrie renten blir normalisert over tid. Renten som kommer av 10-års statsobligasjoner er ikke ansett for å være fullstendig risikofri. Av den grunn er det nødvendig at vi trekker fra en gitt risikopremie. Vi legger til grunn at den norske stat er ratet til å være AAA, slik at kredittrisikopremien er på 0,4 prosent. Etter skatt får vi følgende oversikt over den risikofrie renten frem til T+2 for 2031.

Risikofri rente	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Statsobligasjoner 10-årig gj.snitt	0,027	0,026	0,025	0,024	0,023	0,023	0,0218	0,0218	0,0218
Lang KRP for statsrating	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004
Risikofri rente før skatt	0,023	0,022	0,021	0,020	0,019	0,019	0,018	0,018	0,018
Skatt	0,005	0,005	0,005	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
Risikofri rente etter skatt	0,018	0,017	0,016	0,016	0,015	0,014	0,014	0,014	0,014

Tabell 10.1: Risikofri rente etter skatt

Vi ser at den normaliserte renten ligger på 1,4 prosent i *steady state* etter skatt.

10.1.2 Markedets risikopremie

Fra delkapittel 7.2.2 ble gjort rede for markedets risikopremie som gir oss den meravkastningen investorer venter å oppnå i aksjemarkedet sammenlignet med den risikofrie renten. Det kommer av Knivsflå (2022) at beste prediksjon for markedsrisikopremien etter skatt er dagens verdi, ved at premien holdes konstant (Knivsflå, 2022, F.15). Risikopremien ble beregnet til å være 4,7 prosent i 2022. Estimater samsvarer godt med Knivsflå sitt vektete estimat som er basert på årlig risikopremie (Knivsflå, 2022, F. 15). I og med at estimatet er basert på skjønn vil det være tilknyttet en del usikkerhet til estimatet.

10.1.3 Illikviditetspremie

Historisk illikviditetspremie ble beregnet i delkapittel 7.2.3 til 1,75 prosent, grunnet lav fri flyt av aksjer. I og med at det er utfordrende å forutse fremtidige endringer i premien og at det ikke foreligger noen etablert teori for en slik fremtidigpremie, vil valgt illikviditetspremie basere seg på skjønn. Vi holder dermed illikviditetspremien konstant på 1,75 prosent for majoritet og 3,5 prosent for minoritet.

10.1.4 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta beregnes med utgangspunkt i at Miller & Modiglian sin første proposisjon gjelder. Den gjør at netto driftsbetaen settes konstant over hele budsjettperioden. Fra delkapittel 7.2.5 får vi en netto driftsbeta på 0,344. Videre tar vi utgangspunkt i tall beregnet i delkapittel 10.2.3 for å trekke fra den fremtidige netto finansielle gjeldsbetaen. Tabellen under presenterer den fremskrevet egenkapitalbetaen for budsjettperioden:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Netto driftskapitalbeta	0,344	0,344	0,344	0,344	0,344	0,344	0,344	0,344	0,344
Netto finansiell gjeldsbeta	0,013	0,014	0,015	0,015	0,016	0,016	0,017	0,017	0,017
NFG/(EK+MI)	0,692	0,727	0,763	0,800	0,839	0,880	0,922	0,922	0,922
Egenkapitalbeta	0,572	0,583	0,594	0,606	0,619	0,632	0,645	0,645	0,645

Tabell 10.2: Fremskrevet egenkapitalbeta

10.1.5 Fremtidig avkastningskrav til egenkapital

Basert på beregningene i delkapitlene overfor kan vi beregne avkastningskravet til både egenkapitalen og minoriteten. Avkastningskravene som vi får frem her vil være en essensiell komponent i beregningene for et fundamentalt verdiesimat samt fremtidig superrentabilitet.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Risikofri rente etter skatt	0,018	0,017	0,016	0,016	0,015	0,014	0,014	0,014	0,014
Egenkapitalbeta	0,572	0,583	0,594	0,606	0,619	0,632	0,645	0,645	0,645
Markedets risikopremie	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047
Illikviditetspremie	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018
Egenkapitalkrav	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062

Tabell 10.3: Fremskrevet avkastningskrav til egenkapitalen

For å komme frem til fremtidskrav til minoritet tar vi utgangspunkt i egenkapitalkravet for illikviditetspremien til majoriteten, og deretter trekker fra illikviditetspremien til minoriteten.

Egenkapitalkrav	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Egenkapitalkrav etter CAPM	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044
+ Illikviditetspremie	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035
= Minoritetskrav	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079

Tabell 10.4: Fremskrevet avkastningskrav til minoritet

Både egenkapitalkravet og minoritetskravet opplever marginale endringer over budsjettperioden. Kravene ender henholdsvis i *steady state* på 6,2 og 7,9 prosent.

10.2 Finansielle avkastningskrav

I delkapittel 10.2 estimerer vi de fremtidige finansielle avkastningskravene. Gangen vil være lik som i kapittel 7 for å beregne historisk avkastningskrav. Først vil vi finne kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, for å kunne fastsette fremtidig netto finansielt gjeldskrav. Dette er kravene som var med på å bidra til å budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Avslutningsvis skal vi beregne betaverdien til netto finansiell gjeld for å kunne finne egenkapitalbetaen i delkapittel 10.1.3.

10.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld

Avkastningskravet til finansiell gjeld består av *risikofri rente etter skatt* og en *kredittrisikopremie*. I delkapittel 10.1.1 ble den risikofrie renten fastsatt, mens kredittrisikopremien bestemt ut fra den syntetiske fremtidsrating. Tilsvarende som i delkapittel 6.3 er grunnlaget for ratingen fire forholdstall; *likviditetsgrad*, *rentedekningsgrad etter skatt*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet*. Likevel foretar vi her følgende forutsetninger.

Fremtidsregnskapet beregnet i kapittel 9 er ikke tilstrekkelig nok til å beregne *likviditetsgrad* 1. Derfor antar vi at den fremtidige likviditetsgraden har en lineær utvikling mot tidsvektet bransjesnitt, som ble beregnet til 0,34 i kapittel 6.

Rentedekningsgraden er endogen, ved at netto finanskostnad i fremtidsregnskapet avhenger av syntetisk fremtidsrating på samme tid som ratingen til rentedekningsgraden avhenger av netto finanskostnad (Knivsflå, 2022, F.15). For å unngå dette problemet kan vi beregne rentedekningsgraden ved å dividere nettoresultat sysselsatt kapital på inngående netto finanskostnad.

Egenkapitalprosent blir beregnet ut fra historisk egenkapitalprosent. Vi beholder gjennomsnittet hele budsjettperioden.

Netto driftsrentabilitet finner vi ved å dividere netto driftsresultat med inngående netto driftseiendeler basert på budsjettperioden.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Likviditetsgrad	0,308	0,313	0,319	0,324	0,330	0,335	0,340	0,340	0,340
Rating	CC	CC	CC	CC	CC	CC	CC	CC	CC
Rentedekningsgrad	6,389	6,734	3,723	3,559	3,381	3,210	3,045	2,886	2,730
Rating	AA	A	A	A	A	A	A	A	A
Egenkapitalprosent	0,476	0,476	0,476	0,476	0,476	0,476	0,476	0,476	0,476
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,082	0,071	0,069	0,067	0,065	0,062	0,060	0,060	0,060
Rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittrating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB

Tabell 10.5: Syntetisk fremtidsrating

Med rating avklart kan man finne frem til en kredittrisikopremie for budsjettperioden.

Nedenfor følger en oversikt over det finansielle gjeldskravet:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Syntetisk rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Risikofri rente	0,018	0,017	0,016	0,016	0,015	0,014	0,014	0,014	0,014
+ Kredittrisikopremie (lang)	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
= Finansielt gjeldskrav	0,051	0,050	0,049	0,049	0,048	0,047	0,047	0,047	0,047

Tabell 10.6: Finansielt gjeldskrav

Kravet reduseres fra 5,1 til 4,7 prosent over budsjettperioden. Det kommer av at den risikofrie renten reduseres over budsjettperioden.

Neste steg er å beregne en fremtidig finansiell gjeldsbeta. Utgangspunktet vil være markedsrisikodel fra delkapittel 7.2.5 funnet bakgrunn av forklaringskraften til regresjonsmodellen fra delkapittel 7.2.4, samt kredittrisikopremien og markedsrisikopremien.

Alle variablene setter vi konstante over budsjettperioden. Den finansielle gjeldsbetaen fremkommer av tabellen under:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Markedsrisikodel	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044	0,044
* KRP (lang)	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
/ Markedsrisikopremie	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047
= Finansiell gjeldsbeta	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031

Tabell 10.7: Finansiell gjeldsbeta

10.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

Det vil være nødvendig å vite hva de ulike kravene til kontanter, fordringer og investeringer er for å beregne fremtidskravet til finansielle eiendeler. Linjene i regnskapet er ikke spesifisert i kapittel 9. Vi setter derfor som en forutsetning at balansepostene beveger seg lineært mot en vekt som tilsvarer gjennomsnittet over analyseperioden. I 2023 vil vektene settes lik 2022T. Samme grunnlaget vil være gjeldende også her som i kapittel 7. Kontantkravet settes lik risikofri rente etter skatt. Fordringskravet vil være risikofri rente summert med kredittrisikopremie og investeringskravet er summen av risikofri rente og markedsrisikopremien. Dette resulterer i følgende avkastningskrav til finansielle eiendeler:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Kontantkrav	0,018	0,017	0,016	0,016	0,015	0,014	0,014	0,014	0,014
* KON/FE	0,412	0,421	0,429	0,438	0,446	0,455	0,463	0,463	0,463
+ Fordringskrav	0,047	0,046	0,045	0,045	0,044	0,043	0,043	0,043	0,043
* FOR/FE	0,161	0,163	0,164	0,166	0,168	0,169	0,171	0,171	0,171
+ Investeringskrav	0,065	0,064	0,063	0,063	0,062	0,061	0,061	0,061	0,061
* INV/FE	0,427	0,416	0,406	0,396	0,386	0,376	0,366	0,366	0,366
= Finansielt eiendelskrav	0,042	0,041	0,040	0,039	0,038	0,037	0,036	0,036	0,036

Tabell 10.8: Finansielt eiendelskrav

Fra tabellen ovenfor ser vi at finansielt eiendelskrav reduseres fra 4,2 prosent i 2023 til 3,6 prosent i *steady state*.

Med de samme forutsetningene som i kapittel 7 kan vi beregne finansiell eiendelsbeta. Kontantbetaen settes lik null, fordringsbetaen er den korte kredittrisikopremien og markedsrisikodelen multiplisert sammen deretter dividert på markedets risikopremie og investeringsbetaen settes lik 1. Vi får følgende finansiell eiendelsbeta:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Kontantkrav	0	0	0	0	0	0	0	0	0
* KON/FE	0,412	0,421	0,429	0,438	0,446	0,455	0,463	0,463	0,463
+ Fordringskrav	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027
* FOR/FE	0,161	0,163	0,164	0,166	0,168	0,169	0,171	0,171	0,171
+ Investeringskrav	1	1	1	1	1	1	1	1	1
* INV/FE	0,427	0,416	0,406	0,396	0,386	0,376	0,366	0,366	0,366
= Finansiell eiendelsbeta	0,431	0,421	0,411	0,401	0,391	0,381	0,370	0,370	0,370

Tabell 10.9: Finansiell eiendelsbeta

10.2.3 Avkastningskrav til netto finansielle gjeld

Fremtidskravet til netto finansiell gjeld kan beregnes ved å vekte fremtidskravet til både finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Følgende tabell under viser resultatet av beregningene:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Finansielt gjeldskrav	0,051	0,050	0,049	0,049	0,048	0,047	0,047	0,047	0,047
* FG/NFG	1,044	1,043	1,043	1,043	1,043	1,042	1,042	1,042	1,042
- Finansiell eiendelskrav	0,042	0,041	0,040	0,039	0,038	0,037	0,036	0,036	0,036
* FE/NFG	0,044	0,043	0,043	0,043	0,043	0,042	0,042	0,042	0,042
= Netto finansiell gjeldskrav	0,0509	0,0503	0,0497	0,0491	0,0485	0,0479	0,0473	0,0473	0,0473

Tabell 10.10: Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav vil reduseres marginalt fra 5,09 prosent i 2023 til 4,73 prosent i *steady state*.

Basert på de samme vektene kan vi beregne netto finansiell gjeldsbeta, men med utgangspunkt i finansiell gjelds- og eiendelsbeta.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Finansielt gjeldsbeta	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
* FG/NFG	1,044	1,043	1,043	1,043	1,043	1,042	1,042	1,042	1,042
- Finansiell eiendelsbeta	0,431	0,421	0,411	0,401	0,391	0,381	0,370	0,370	0,370
* FE/NFG	0,044	0,043	0,043	0,043	0,043	0,042	0,042	0,042	0,042
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,013	0,014	0,015	0,015	0,016	0,016	0,017	0,017	0,017

Tabell 10.11: Netto finansielt gjeldsbeta

10.3 Selskapskrav

Til slutt skal vi estimere selskapskravet, netto driftskrav, basert på egenkapitalkravet, minoritetskravet og netto finansielt gjeldskrav. Den netto driftskapitalen fremgår av fremtidsbalansen i delkapittel 9.6. Vi ser av tabellen nedenfor at netto driftskravet reduseres

gjennom budsjettperioden fra 5,7 prosent til 5,5 prosent i *steady state*. Kravet vil benyttes i de senere kapitlene til å diskontere de fremtidige kontantstrømmene til OLT.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Egenkapitalkrav	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062
* EK/NDK	0,583	0,571	0,559	0,547	0,535	0,523	0,511	0,511	0,511
+ Minoritetskrav	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079
* MI/NDK	0,008	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
+ Finansielt gjeldskrav	0,051	0,050	0,049	0,049	0,048	0,047	0,047	0,047	0,047
* NFG/NDK	0,409	0,421	0,433	0,444	0,456	0,468	0,480	0,480	0,480
= Netto driftskrav	0,057	0,057	0,057	0,056	0,056	0,055	0,055	0,055	0,055

Tabell 10.13: Fremskrevet netto driftskapital

10.4 Oppsummering av fremtidskrav

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T=2030	T=2031
Egenkapitalkrav	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062
Minoritetskrav	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079
Finansielt gjeldskrav	0,051	0,050	0,049	0,049	0,048	0,047	0,047	0,047	0,047
Finansielt eiendelskrav	0,042	0,041	0,040	0,039	0,038	0,037	0,036	0,036	0,036
Netto finansielt gjeldskrav	0,051	0,050	0,050	0,049	0,049	0,048	0,047	0,047	0,047
Netto driftskrav	0,057	0,057	0,057	0,056	0,056	0,055	0,055	0,055	0,055

Tabell 10.14: Oversikt over fremtidskravene

10.5 Analyse av fremtidig strategisk fordel

Formålet med dette delkapittelet er å beregne fremtidig strategisk fordel, slik at vi kan sammenligne den med resultatene av den strategiske fordelene i kapittel 4 og historisk rentabilitetsanalyse i kapittel 8. Dermed kan man ta en vurdering av rimeligheten på et lengre sikt for resultatene. For å komme frem til fremtidig strategisk fordel tar vi utgangspunkt i fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskravet i kapittel 10.

Våre konklusjoner fra kapittel 4 pekte på at OLT har en moderat ressursfordel på kort sikt, som trolig vil reduseres til en liten fordel på lengre sikt. Fra kapittel 8 ser vi at det eksisterer en ressursfordel hvert år. Forventing ovenfor fordelene er at den vil redusere og gå mot paritet fremover. Grunnen til reduksjonen i fordelene omhandler blant annet kontraktlengde hos leietakerne, et historisk lite fokus på miljø og imiterbar kunnskapsbase. På dette grunnlaget og bransjens konkurransekrefter, forventer vi en minkende strategisk fordel i det lange løp.

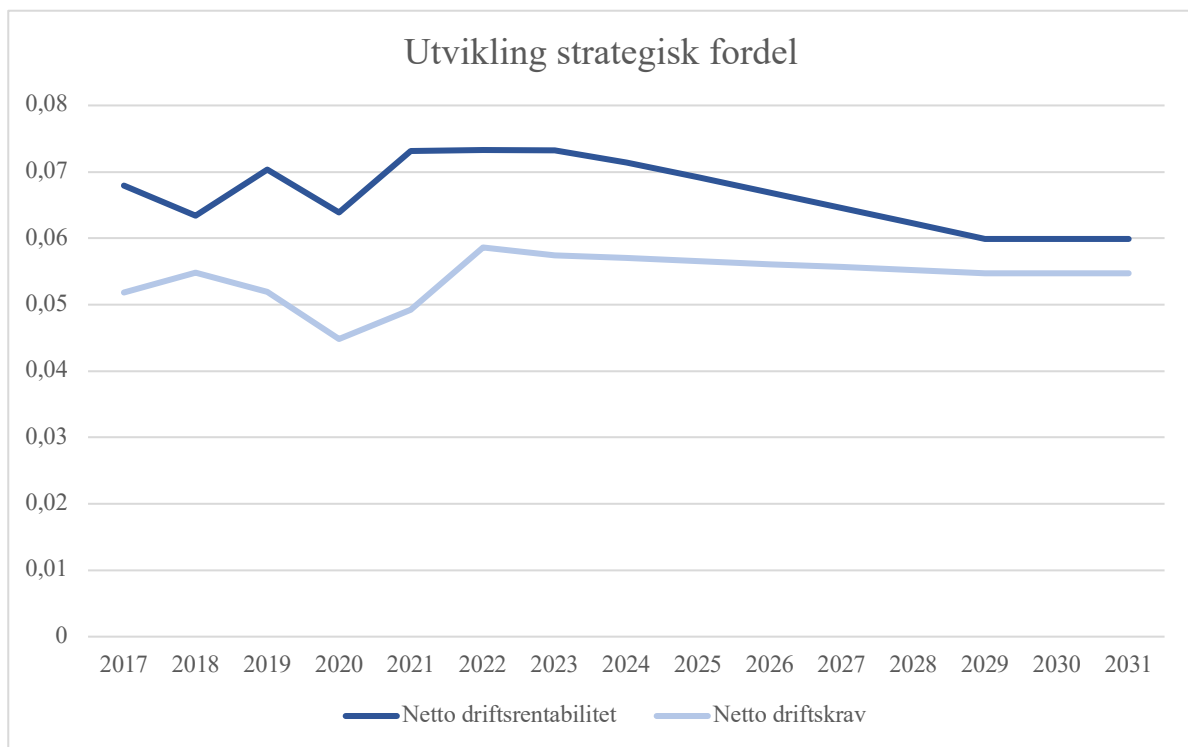
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsrentabilitet	8,17%	7,14%	6,92%	6,69%	6,46%	6,23%	5,99%	5,99%	5,99%
- Netto driftskrav	5,75%	5,70%	5,66%	5,61%	5,57%	5,52%	5,47%	5,47%	5,47%
= Strategisk driftsfordel	2,43%	1,44%	1,26%	1,08%	0,89%	0,71%	0,51%	0,51%	0,51%
+ Gearingfordel	1,73%	1,08%	0,99%	0,89%	0,77%	0,64%	0,49%	0,50%	0,50%
= Driftsfordel	4,16%	2,52%	2,25%	1,97%	1,66%	1,34%	1,00%	1,01%	1,01%
+ Finansieringsfordel	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
= Strategisk eierfordel	4,16%	2,52%	2,25%	1,97%	1,66%	1,34%	1,00%	1,01%	1,01%

Tabell 10.15: Oversikt over fremtidskravene

Fra tabellen ser vi at den strategiske driftsfordelen vil reduseres fra 2,43 prosent i 2023 til 0,51 prosent i *steady state*. Over tid vil det være krevende å holde en ressursfordel, derfor antar vi at den strategiske driftsfordelen blir bransjefordel. Videre ser vi at gearingfordelen er med på å skalere opp den strategiske fordelene i drift ved hjelp av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser til egenkapital. Som de andre komponentene er også gearingfordelen avtakende i budsjettperioden. Det kommer først og fremst av at den strategiske driftsfordelen som gearingfordelen er avhengig av, reduseres gjennom budsjettperioden, og netto finansiell gjeldsgrad er stigende over budsjettperioden. På sikt har vi antatt at finansieringsfordelen vil være lik null. I og med at finansmarkedet er effisient, ved at det er stor konkurranse, vil låntakere og finansielle investorer forvente en rente eller rentabilitet lik kravet (Knivsflå, 2022, F.11).

I det budsjetterte regnskapet har vi budsjettert med at OLT sin historiske kilde til ressursfordel, omløpsfordelen vil reduseres over budsjettperioden til å være lik det historiske bransjegjennomsnittet. Det er gjort gjennom budsjettdriveren *omløp til netto driftseiendeler* er synkende gjennom budsjettperioden. Det anser vi for å være hensiktsmessig da fordelene skal reduseres til å være lav over tid, grunnet økte konkurransekrefter fra bransjen. Netto driftsmargin har vi også budsjettert til å være lik det historiske bransjegjennomsnittet i *steady state*. Selv om at det er dyrt å drive kjøpesenter nå, noe som vi anser som kilden til marginulempen til OLT, så anser vi den historiske driftsmarginen som noe lav. Historisk satsning på kjøpesenter, økt kunnskap om slitasje og kostnader i forbindelse med kjøpesenter, etablert beliggenhet, og materialer med lengre levetid anser vi som en kilde til å kunne underbygge en noe stigende netto driftsmargin. Driftsinntektsveksten har vi budsjettert med å være synkende frem til *steady state*, da vi ikke anser det som hensiktsmessig at OLT sine driftsinntekter vil øke noe mer enn hva økonomien vil gjøre på lang sikt.

Strategisk eierfordel vil derav ende på 1 prosent i *steady state*. Figuren under viser hvordan strategisk driftsfordel reduseres og stabiliseres over tid.



Figur 10.1: Utvikling av strategisk fordel under budsjettperioden

11. Fundamental verdsettelse

Kapittel 11 omfatter metoden hvor vi skal estimere verdien på egenkapitalen til OLT. Metoden heter fundamental verdsettelse, en metode som vi gikk gjennom under kapittel 3. Fundamental verdsettelse kan deles inn i to metoder; *Egenkapital-* og *selskapskapitalmetoden*. Hver metode omfatter tre ulike modeller som vi skal benytte oss av, *superprofittmodellen*, *fri kontantstrømmodellen* og *superprofittvekstmodellen*. Det hevdes at alle modellene er ekvivalente, noe som vil si at dersom vi bruker de konsistent, så vil alle metodene gi samme verdiestimat. Modellene innenfor sine metoder er ekvivalente selv med budsjetterte vekter, mens metodene vil gi samme verdiestimat bare dersom avkastningskravene er verdivektet (Knivsflå, 2022, F.16).

Kapittel 9 som inneholder fremtidsregnskapet representerer utgangspunktet for den fundamentale verdsettelsen. De fremtidige avkastningskravene som vi utarbeidet i kapittel 10 vil være utgangspunktet for diskonteringen av relevante regnskapsposter. Følgelig, har vi fremtidige poster i finansregnskapet for hvert enkelt år i budsjettperioden med et tilhørende avkastningskrav. Følgelig baserer vi den fundamentale verdivurderingen på den strategiske regnskapsanalysen som vi har foretatt oss. Da vi starter med å benytte budsjetterte vekter, vil metodene føre til to ulike verdiestimat i egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Det innebærer at vi må korrigere vektene slik at metodene ender opp med samme verdiestimat. Dette er en konvergeringsprosess som vi skal gjøre over flere steg, slik at verdiestimatet etter metodene beveger seg mot hverandre (Knivsflå, 2022, F. 16).

Avslutningsvis i kapittelet vil vi foreta oss en analyse av usikkerheten i det verdiestimatet som vi har kommet frem til. Analysen vil vi gjøre ved å benytte oss av en sensitivitetsanalyse og en Monte Carlo-simulering. De viktigste driverne til verdiestimatet vil få en sannsynlighetsfordeling hvor verdiestimatet simuleres ved hjelp av trekninger. Det endelige verdiestimatet vil så forekomme.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en metode hvor vi verdsetter verdien på egenkapitalen til OLT direkte. Metoden går ut på å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen til egenkapitalen ved hjelp av en diskonteringsfaktor som baserer seg på det fremtidige kravet til egenkapitalen. (Knivsflå, 2022, F.16). Under EK-metoden finner vi fire ulike modeller: *utbyttmodellen*,

frikontantstrømmodellen, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*. Med en forutsetning om at fri kontantstrøm til egenkapitalen er det samme som netto betalt utbytte, vil *utbyttmodellen* og *fri kontantstrømmodellen* være den samme (Damodaran, 2012). Følgelig velger vi ikke å foreta *utbyttmodellen* ved utledningen av et verdiestimat på OLT. De tre modellene som vi skal benytte oss av betegnes som ekvivalente, da alle vi gi samme verdiestimat. Dette selv om fremtidige egenkapitalkrav er basert på budsjetterte vekter, som i utgangspunktet er feil.

11.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital (FKE-modellen)

Fri kontantstrømmodellen beregner verdien av egenkapitalen ved å diskontere fremtidig kontantstrøm til egenkapitalen ved hjelp av fremtidig egenkapitalkrav. Da vi forutsetter en konstant vekst i OLT fra og med *steady state* er det nødvendig at vi legger til andre ledd i uttrykket nedenfor, horisontleddet (Plenborg & Kinserdal, 2021).

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ek - ekv)}$$

Der

FKE_t = forventet fri kontantstrøm til egenkapitalen på tidspunkt t

VEK_T = forventet verdi av egenkapitalen ved horisonten T

ek_k = forventet nettodriftskrav i periode t

I tabellen nedenfor er den frie kontantstrømmen til egenkapitalen fra 2023 til 2029 presentert. For å beregne verdien på egenkapitalen, med utgangspunkt i uttrykket ovenfor, representerer første ledd perioden 2023 til 2029. I tillegg har vi også lagt til horisontleddet som er definert som år $T+1=2030$. Videre presenterer vi diskonteringsfaktoren som kommer av avkastningskravet til egenkapitalen, og derav nåverdien av den fremtidige kontantstrømmen til egenkapitalen til OLT. Slik har vi kommet frem til et verdiestimat for OLT.

FKE-metoden	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Fri kontantstrøm til egenkapitalen	564	484	523	559	588	610	1851	1199	1235
Diskonteringsfaktor	1,062	1,128	1,197	1,271	1,350	1,433	1,521	1,615	1,715
= Nåverdi av egenkapital	531	429	437	440	436	425	1217	742	720

FKE-metoden	2022
Nåverdi fra 2023 til T	3 915
Nåverdi av horisontledd fra T+1	24 858
Verdi av EK	28 773
/ Antall aksjer	104
Verdiestimatet per aksje	278

Tabell 11.1: Verdiestimat i henhold til FKE-metoden i EK-modellen

11.1.2 Superprofitt til egenkapital (SPE-modellen)

Superprofittmodellen er en noe annerledes modell i forhold til fri kontantstrømmodellen. I motsetning til FKE-modellen, bruker SPE-modellen en annen base i sitt uttrykk for verdiestimatet. Basen som SPE-modellen benytter, er den balanseførte egenkapitalen. I tillegg til denne basen, legger vi til den forventet superprofitten som vil bli tilført egenkapitalen (Knivsflå, 2022, F.16). Superprofitt er en form for meravkastning (Plenborg & Kinserdal, 2021).

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

Der

EK_0 = den balanseførte egenkapitalen i år 0

SPE_t = Forventet superprofitt til egenkapitalen på gitt tidspunkt

SPE_{T+1} = egenkapitalens forventede egenkapitalverdi i horisonten

I tabellen nedenfor presenterer vi superprofitten til egenkapitalen gjennom nettoresultat til egenkapitalen og resultatkravet. Videre presenterer vi diskonteringsfaktoren slik at vi ender opp med nåverdien av superprofitten år for år, som igjen summeres. Til slutt presenterer vi også horisontleddet som er gitt som T+1=2030.

SPE-metoden	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Superprofitt til egenkapital	534	528	499	460	408	342	262	279	288
Diskonteringsfaktor	1,062	1,128	1,197	1,271	1,350	1,433	1,521	1,615	1,715
= Nåverdi av SPE	503	468	417	362	302	239	172	173	168

SPE-metoden	2022
Nåverdi fra 2023 til T	2 463
Nåverdi av horisontledd fra T+1	5 794
Balanseført verdi EK 2022	20 516
Verdi av EK	28 773
/ Antall aksjer	104
Verdiestimatet per aksje	278

Tabell 11.2: Verdiestimat i henhold til SPE-metoden i EK-modellen

I tabellen ovenfor ender vi opp med et verdiestimat på kr 278 per aksje. Som vi kan se, så samsvarer SPE-modellen med FKE-modellen. Altså er modellene i EK-metoden ekvivalente.

11.1.3 Superprofittvekstmodellen (Δ SPE-modellen)

Uttrykket for superprofittvekstmodellen er gitt nedenfor. I motsetning til superprofittmodellen benytter denne metoden seg av det kapitaliserte nettoresultatet året etter trailingåret som base, og er gitt ved $\frac{NRE_1}{ekk_1}$. Resterende del i uttrykket er altså nåverdien av strømmen til egenkapitalen.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)} \right\}$$

Der

$$\Delta SPE_t = \frac{(1 + ekk_1) * SPE_t - (1 + ekk_t) * SPE_{t-1}}{1 + ekk_t}$$

I tabellen nedenfor presenterer vi modellen i budsjettperioden. Vi inkluderer horisontleddet T+1=2030. I tillegg i denne metoden velger vi også å inkludere T+2=2031, med formål å inkludere alle verdier (Knivsflå, 2022, F. 16).

Δ SPE-metoden	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Nettoreultat til EK		1 805	1 874	1 930	1 975	2 010	2 032	2 040	2 069	2 131
Krav til resultat (ekk*Ekt-1)		1 271	1 346	1 430	1 516	1 602	1 690	1 778	1 789	1 843
Superprofitt til egenkapitalen		534	528	499	460	408	342	262	279	288
Superprofittvekst til egenkapitalen			-6	-28	-40	-52	-65	-80	17	8
				-28	-40	-52	-65	-80	17	8
					-40	-52	-65	-80	17	8
						-52	-65	-80	17	8
							-65	-80	17	8
								-80	17	8
									17	8
										8
Årlig diskonteringsrente		0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062
Diskonteringsfaktor		0,942	0,887	0,835	0,787	0,741	0,698	0,657	0,619	0,583
Verdi av horisontleddet T+2	2 829	3 000	3 181	3 375	3 581	3 801	4 037	4 286	4 415	
Verdi av superprofittvekst 2023-T+2	(3 188)	-3 296	-3 046	-2 597	-1 918	-975	265			
Kapitaljustert nettoreultat til EK	29 132	30 288	31 228	32 000	32 579	32 941	33 061	33 532	34 538	
Verdi egenkapital	28 773									
Total egenkapital	28 772									
	845 243									
	103 623									
Antall aksjer	171									
Verdi per aksje	278									

Tabell 11.3: Verdiestimat i henhold til Δ SPE-metoden i EK-modellen

Også etter superprofittvekst-modellen finner vi samme verdiestimat som ved de to tidligere modellene, kr 278 per aksje. Det er altså konsistens mellom alle modellene i EK-metoden.

11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er den andre metoden som vi skal benytte for å beregne en verdi på egenkapitalen. Også her vil metoden gi samme verdiestimat dersom vi bruker de ulike modellene konsistent. Metoden omfatter at vi verdsetter egenkapitalen indirekte, gjennom å finne verdien på selskapskapitalen og deretter trekker fra resterende balanseposter slik at vi sitter igjen med verdien på egenkapitalen (Plenborg & Kinserdal, 2021). Verdien på selskapskapitalen til OLT finner vi gjennom den fremtidige kontantstrømmen til en

balansepost, neddiskontert med et tilhørende krav, enten *netto driftskrav* eller *selskapskapitalkravet* (Knivsfå, 2022, F.16).

Selskapskapitalmetoden inneholder to ulike fokusområder for å finne verdien på kapitalen. Det er *sysselsatt kapital* og *netto driftskapital*. En åpenbar ulempe ved sysselsatt kapital er at den blander finansielle og driftsrelaterte poster. Derimot har vi mulighet til å ha et fullstendig fokus på driften gjennom netto driftskapital (Knivsfå, 2022, F.17). I det påfølgende vil vi ha vårt fokus på netto driftskapital.

Ved å benytte seg av metoden for netto driftskapital under selskapskapitalmetoden, betyr det at vi vil først finne verdien på netto driftskapital. Deretter korrigerer for relevante balanseposter, herunder finansiell gjeld og minoritetsinteresser slik at vi sitter igjen med verdien på egenkapitalen til majoriteten. (Knivsfå, 2022, F.17). Under selskapskapitalmetoden vil vi gjennomgå *frikontantstrømmodellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*.

11.2.1 Fri kontantstrøm til drift (FKD-modellen)

Verdien på selskapskapitalen, herunder netto driftskapital for OLT finner vi ved hjelp av uttrykket nedenfor. Formelen viser altså nåverdien av den frie kontantstrømmen fra drift som igjen er diskontert med avkastningskravet på netto driftskapital (Knivsfå, 2022, F.17).

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Her kommer $FKD_t = NDR_t - \Delta NDK_t$ fra den budsjetterte kontantstrømoppstillingen avslutningsvis i kapittel 9.

I tabellen inkluderer vi fri kontantstrøm fra drift med tilhørende diskonteringsfaktorer over budsjettperioden. Videre inkluderer vi også horisontleddet $T+1=2030$. For å finne verdien på egenkapitalen er det nødvendig at vi trekker fra verdien av netto finansiell gjeld og verdien på minoritetsinteressene, noe som også er vist nedenfor. Vi finner altså verdien på selskapskapitalen, og da finner verdien på egenkapitalen residualt.

FKD-metoden	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Fri kontantstrøm fra drift	-311	-547	-575	-607	-647	-697	1 647	1 696	1 747
Diskonteringsfaktor	1,057	1,118	1,181	1,247	1,317	1,389	1,465	1,546	1,630
= Nåverdi av FKD	-294	-490	-487	-487	-492	-502	1 124	1 098	1 072

FKD-metoden	2022
Nåverdi fra 2023 til T	-1 627
Nåverdi av horisontledd fra T+1	46 772
- Verdi finansiell gjeld	14 314
+ Verdi finansielle eiendeler	601
- Verdi minoritetsinteresser	284
Verdi av EK	31 147
/ Antall aksjer	104
Verdiestimatet per aksje	301

Tabell 11.4: Verdiestimat i henhold til FKD-metoden i SK-modellen

11.2.2 Superprofitt fra drift (SPD-modellen)

Uttrykket for superprofitt fra drift er gitt nedenfor. Her benyttes netto driftskapital som en base, hvor en så finner nåverdien av superprofitten som oppstår av driften gjennom budsjettperioden, til og med år T=2029. Videre inkluderer vi også horisontleddet i uttrykket hvor det vil forekomme konstant vekst (Knivsflå, 2022, F.17).

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Her er superprofitten fra driften gitt som netto driftsresultat fratrukket resultatkravet:

$$SPD_t = NDR_t - (ndk_t * NDE_{t-1})$$

I tabellen nedenfor inkluderer vi superprofitten som kommer fra driften, tilhørende diskonteringsfaktorer samt nåverdien av superprofitten fra driften. For å komme frem til et verdiestimat av egenkapitalen er det hensiktsmessig at vi legger til superprofitten fra horisontleddet, samt den balanseførte netto driftskapitalen som er basen i uttrykket ovenfor. Da dette representerer selskapskapitalen er det nødvendig at vi trekker fra verdien på netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene for å finne verdien på egenkapitalen.

SPD-metoden	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Superprofitt fra drift	544	539	512	474	424	361	283	292	301
Diskonteringsfaktor	1,057	1,118	1,181	1,247	1,317	1,389	1,465	1,546	1,630
= Nåverdi	514	482	433	380	322	260	193	189	184

SPD-metoden	2022
Netto driftseiendeler IB	34 512
+ Nåverdi fra 2023 til T	2 585
+ Nåverdi av horisontledd fra T+1	8 048
Verdi av netto driftskapital	45 145
- Verdi av netto finansiell gjeld	14 314
- Verdi minoritetsinteresser	284
+ Verdi finansielle eiendeler	601
Verdi av EK	31 147
/ Antall aksjer	104
Verdiestimatet per aksje	301

Tabell 11.5: Verdiestimat i henhold til SPD-metoden i SK-modellen

Av tabellen ovenfor ser vi at FKD- og SPD-modellene i SK-metoden gir tilsvarende verdiestimat, kr 301 per aksje i OLT. Modellene er altså brukt konsistent.

11.2.3 Superprofittvekst fra drift (Δ SPD-modellen)

Uttrykket for superprofittvekst fra drift er gitt nedenfor. Som vi presenterer, finner vi nåverdien av superprofittveksten fra drift i perioden 2023 til T+1=2030. Ytterligere i uttrykket finner vi også nåverdien av horisontleddet som i dette tilfellet er i år T+2=2031. I tillegg legges til basen som her er definert som det kapitaliserte resultatet, og er gitt i første ledd i uttrykket.

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)} \right\}$$

Her er superprofittveksten fra driften gitt som

$$\Delta SPD_t = \frac{(1 + ndk_1) * SPD_t - (1 + ndk_t) * SPD_{t-1}}{1 + ndk_t}$$

Nedenfor presenterer vi komponentene i superprofittvekstmodellen, superprofittvekst fra drift som er kravjustert gjennom superprofitt fra drift og netto driftskrav. Deretter diskonterer vi årlige størrelser før vi finner nåverdien av superprofittveksten. Vi presenterer også nåverdien av horisontleddet T+2=2031, samt basen, det kapitaliserte resultatet. Slik finner vi verdien på selskapskapitalen, herunder netto driftskapital. Deretter korrigerer vi for relevante balanseposter slik at egenkapitalverdien fremkommer.

Δ SPD-metoden	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T=2029	T+1=2030	T+2=2031
Netto driftsresultat		2 527	2 668	2 806	2 940	3 067	3 188	3 300	3 399	3 501
Krav til driftsresultat		1 983	2 129	2 294	2 466	2 643	2 827	3 016	3 107	3 200
Superprofitt fra drift		544	539	512	474	424	361	283	292	301
Superprofittvekst fra drift			-5	-26	-37	-49	-62	-77	9	10
				-27	-37	-49	-63	-77	9	9
					-38	-50	-63	-77	9	9
						-50	-63	-77	9	9
							-63	-77	9	9
								-78	9	9
									9	9
										9
Årlig diskonteringsrente		0,057	0,057	0,057	0,056	0,056	0,055	0,055	0,055	0,055
Diskonteringsfaktor		0,946	0,895	0,847	0,802	0,760	0,720	0,682	0,647	0,613
Verdi av horisontleddet T+2	4 572	4 808	5 052	5 306	5 570	5 843	6 127	6 462	6 656	
Verdi av superprofittvekst 2024-T+1	-3 399	-3 557	-3 332	-2 888	-2 188	-1 191	147			
Kapitalisert resultat	43 972									
Selskapsverdi	45 145									
Verdi finansiell gjeld	14 314									
Verdi finansielle eiendeler	601									
Verdi minoritet	284									
Verdi EK	31 147									
Antall aksjer	104									
Verdi per aksje	301									

Tabell 11.6: Verdiestimat i henhold til Δ SPD-metoden i SK-modellen

Også her observerer vi samme verdi i SK-metoden, kr 301 per aksje i OLT. Konsistens er oppnådd mellom de ulike modellene i SK-metoden.

11.3 Oppsummering av første verdiestimat

I tabellen under har vi samlet verdiestimatet beregnet ut fra fundamental verdsettelse. Vi ser at vi får et verdiestimat på kr 278 og 301 per aksje for OLT, etter henholdsvis

egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Modellene under hver metode gir samme verdiestimat da modellene er benyttet konsistent. Estimatenes er beregnet ved hjelp av budsjetterte vekter, noe som betyr at EK- og SK-metoden ikke gir samme verdiestimat. Følgelig vil estimatene være grunnlaget for konvergeringsprosessen i delkapittel 11.4 hvor vi skal benytte virkelige kapitalvekter i avkastningskravene.

Metode	FK	SP	ΔSPD
EK-metoden (Verdi EK)	28 772 845 243	28 772 845 243	28 772 845 243
EK-metoden (per aksje)	278	278	278

Metode	FK	SP	ΔSPD
SK-metoden (Verdi EK)	31 147 252 723	31 147 252 723	31 147 252 723
SK-metoden (per aksje)	301	301	301

Tabell 11.7: Oppsummering av verdiestimat på egenkapitalen & aksjeverdi i henhold til EK- og SK-modellen

11.4 Verdiestimat med virkelige kapitalvekter

Av kapittel 11.2 og 11.3, gir alle tre modellene samme verdiestimat innen EK- og SK-metoden. Metodene samsvarer derimot ikke med hverandre, noe som er som forventet. Årsaken er at vi benytter budsjettert balanseregnskap, følgelig budsjetterte vekter, samt avkastningskrav som også er utarbeidet i henhold til budsjetterte vekter. Da de ulike metodene ender opp med ulike verdiestimat, ønsker vi i dette kapitlet å foreta en konvergeringsprosess. Det innebærer at vi konvergerer verdiestimatene mot å bli samme verdiestimat. Det gjør vi ved å basere verdiestimatene på virkelige balansevekter. Prosessen kan vi gjøre i flere ulike steg, men vi velger å kun presentere 10 steg da vi observerer at verdiene konvergerer mot hverandre raskt.

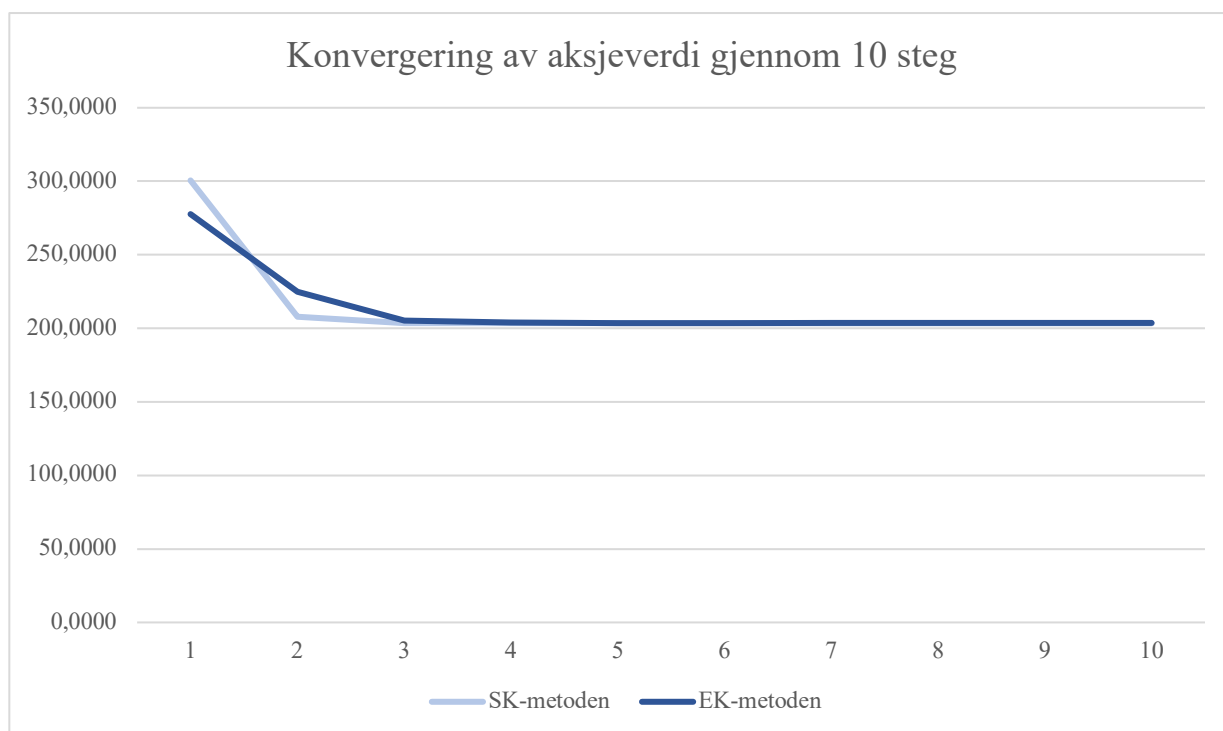
Prosessen i de ulike stegene er lik. I hvert enkelt steg oppdaterer vi de balanseførte verdiene slik at vektene oppdateres. Da avkastningskravene, egenkapitalkravet og netto driftskrav er avhengig av vektene, vil de oppdateres gjennom stegene. Da grunnlaget, den frie kontantstrømmen, holdes konsistent gjennom stegene, vil verdiestimatet oppdateres, og da konvergere mot hverandre. Til slutt ender man opp med to verdiestimat som tilsvarer hverandre. I tabellen nedenfor presenterer vi konvergeringsprosessen gjennom 10 ulike steg hvor verdiestimatene oppdateres samtidig som kapitalvektene oppdateres.

Steg	1	2	3	4	5
SK-metoden	300,58	207,86	203,68	203,41	203,39
EK-metoden	277,67	224,77	205,14	203,78	203,69
Gjennomsnitt	289,13	216,32	204,41	203,59	203,54
Standardavvik	3,96 %	3,91 %	0,36 %	0,09 %	0,03 %

Steg	6	7	8	9	10
SK-metoden	203,45	203,53	203,53	203,53	203,53
EK-metoden	203,61	203,58	203,53	203,53	203,53
Gjennomsnitt	203,54	203,53	203,53	203,53	203,53
Standardavvik	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Tabell 11.8: Konvergering av verdiestimat gjennom 10 steg

Konvergeringen av aksjeverdiene etter EK- og SK-metoden presenterer vi grafisk nedenfor. Av tabellen ovenfor ser vi at standardavviket reduseres raskt gjennom stegene, slik at vi da ender opp med to verdiestimat som tilsvarer hverandre mer og mer over de 10 stegene.



Figur 11.1: Konvergering av verdiestimat i henhold til EK- & SK-metodene

11.4.1 Rimelighetsvurdering av konvergent verdiestimat

Basert på det verdiestimatet som vi her har funnet, skal vi vurdere om verdiestimatet er rimelig eller ikke. Om et verdiestimat er rimelig, vil kunne være vanskelig å si noe om. Derimot kan vi benytte pris/bok-forholdet og pris/fortjeneste for å gjøre en rimelighetsvurdering av

verdiestimatet (Knivsflå, 2022, F.17). Ved å gjøre det, og teorien bak forholdstallene, har vi mulighet til å knytte verdiestimatet opp mot den strategiske analysen som vi har gjennomført.

Aller først beregner vi pris/bok-forholdet først. Gjennom konvergeringsprosessen har vi kommet frem til et verdiestimat på kr 204 som representerer pris i pris/bok. Den bokførte verdien av egenkapitalen per 30. juni 2022 er kr 20 516 millioner, dersom vi ser bort fra minoritetsinteressene. Med 103 623 171 aksjer, får vi en bokført verdi på egenkapitalen på kr 198 per aksje. Følgelig får vi følgende uttrykk hvor vi ender opp med en verdi på 1,028.

$$\frac{P}{B} = \frac{204}{198} = 1,028$$

Det kommer av Knivsflå (2022) at dersom forholdstallet er lik én, vil det være et normalt forholdstall. Dersom P/B er høyere enn én, gir dette en strategisk fordel. Som vi tidligere har konkludert med, så besitter OLT en strategisk fordel, og har med det evnen til å generere et resultat som ligger på et høyere nivå enn hva kravet skulle tilsi. Dette er i tråd med hva som vi tidligere har kommet frem til gjennom den strategiske kvantitative og kvalitative analysen. Årsaken bak en P/B på 1,028 er en strategisk fordel, som kan komme av den strategiske satsningen som OLT har gjort på kjøpesenter, samt omsetningsbaserte leiekontrakter, faktorer som OLT drar nytte av. At den ikke er større kan komme av, som vi konkluderte med i den strategiske analysen, hvor kostbart det er å drive inne kjøpesenter.

Et annet forholdstall som kan være med å vurdere rimeligheten i forhold til den strategiske analysen, er *pris per aksje* dividert på *fortjeneste per aksje*, P/E. Forholdstallet er normalt gitt ved 1 dividert på avkastningskravet til egenkapitalen (Knivsflå, 2022, F.17). Med utgangspunkt i et egenkapitalkrav på 6,2 prosent i 2023 gir det et normalt forholdstall på 16,14. Dersom P/E ligger over eller under, gir det henholdsvis en økende eller reduserende strategisk fordel. Med utgangspunkt i nettoresultat til EK i 2023, får vi en resultatført fortjeneste per aksje på kr 17. Følgelig får vi en P/E som er lik 11,68.

$$\frac{P}{E} = \frac{204}{17} = 11,68$$

Det at vi har fått en P/E som er under standarden på 16,14 innebærer at verdiestimatet sammen med nettoresultat til EK i 2023 gir en reduserende strategisk fordel over tid. Igjen er dette i tråd med den kvalitative og kvantitative strategiske analysen hvor vi har funnet at det foreligger en strategisk fordel som vil reduseres over tid. Som vi konkluderte med i den

strategiske analysen, anser vi det som en reell mulighet at konkurransekraftene i bransjen vil være økende over tid da interessen har økt på grunn av merkbar lønnsomhet i bransjen. Følgelig må OLT tilpasse seg denne situasjonen over tid, som vil være med på å trekke ned den etablerte strategiske fordelene som de besitter til et lavere nivå.

Forholdstallene P/B og P/E er begge i tråd med vår oppfatning av OLT som et modent selskap som befinner seg i en moden bransje. Totalt sett anser vi forholdstallene som relevante i den fundamentale verdsettelsen av OLT da vi ser at de samsvarer med hva som har kommet frem i den strategiske analysen, en strategisk fordel som vil synke over en lengre periode. Den estimerte egenkapitalen til OLT anser vi dermed som rimelig.

11.5 Konkursrisiko

I følge Knivsflå (2022) er det to måter å håndtere faren for konkurs. Første tiltak som presenteres er å bygge inn en eventuell konkurs i fremtidsregnskapet. En annen mulighet er å lage fremtidsregnskapet med forbehold om fremdeles drift og håndtere konkursscenarioet separat (Knivsflå, 2022, F.19). Syntetisk rating er en måte å håndtere konkurssannsynlighet på indirekte. Derfor er dette hensyntatt i fremtidskravene og avkastningskravene i kapittel 9. Likevel blir denne sannsynligheten ofte undervurdert i fremtidsregnskapet. For å ikke undervurdere konkurssannsynligheten vil vi gjøre en justering på verdiestimatet beregnet i delkapittel 11.4. Ved hjelp av følgende formel skal vi vurdere konkurssannsynligheten:

$$VEK = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

der

FVEK = fundamentalverdi av egenkapital gitt fortsatt drift

LVEK = likvidasjonsverdi (nåverdi av egenkapital)

p = sannsynlighet for konkurs

Likvidasjonsverdi vil være den verdien eierne sitter igjen med etter en konkurs (Kaldestad & Møller, 2016). Eierne av egenkapital kommer i andre rekke ved likvidering av verdien i et selskap, på det grunnlaget setter vi likvidasjonsverdien lik null. Fra delkapittel 10.2.1 fikk vi en syntetisk rating på BB for OLT som tilsvarer en konkurs sannsynlighet på 1 prosent på kort sikt (Knivsflå, 2022, F.9). Justert for kortsiktig konkursrisiko får vi følgende verdiestimat:

$$VEK = (1 - 0,0097) * 203,54 + 0,0097 * 0$$

Vi får en marginal endring på -1,97. Følgelig finner vi et verdiestimat på kr 201,56 per aksje. Dette verdiestimatet vil bli brukt som *base case* i den kommende simulerings- og sensitivitetsanalysen.

11.6 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet

Verdiestimatet vil inneholde usikkerhet da estimatet er basert på antatt utvikling i budsjett- og verdidriver, slik vil verdiestimatet ha en fordeling rundt forventning. Tilgjengeliggjort informasjon er basen for den forventet verdien, da verdiestimatet endrer seg ved ny informasjon (Knivsflå, 2022, F.18). Derfor vil det være viktig med en verdsettelsesmodell hvor man kan oppdatere budsjettet og verdidrivere. Vi skal i dette delkapittelet gjennomføre en simuleringsanalyse hvor vi kommer frem til en fordeling for estimert VEK for OLT. Til slutt skal vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse ved å analysere endringen på kritiske verdidrivere og deres påvirkning på den totale variasjonen i verdiestimatet.

11.6.1 Simuleringsanalyse

Simuleringsanalyse anses som den mest fullstendige analysen av risiko koblet til verdiestimat. Det kommer av at simuleringen tar utgangspunkt i at hver enkelt input i modellen har sin særegne sannsynlighetsfordeling (Damodaran, 2012). En simulering vil dermed synliggjøre usikkerhet i verdiestimatet ved å endre verdiestimatet fra et punkttestimat til usikre stokastiske variabler basert på de kritiske budsjett- og verdidriverne. Vi må derfor kjøre en rekke simuleringer ved hjelp av programvaren «Crystal Ball» i Excel. Stegene for å gjennomføre en simuleringsanalyse er som følgende, 1) Valg av variabler, 2) Valg av sannsynlighetsfordeling, 3) Valg av korrelasjoner og 4) Selve simuleringen (Damodaran, 2012).

Steg 1: Valg av variabler

Det er ingen restriksjoner på hvor mange variabler man kan inkludere i analysen da alle budsjett- og verdidrivere kan gjøres usikre over tid. Grunnen til at vi velger å gjøre en avgrensning er knyttet til hvor krevende det vil være å definere sannsynlighetsfordelinger for alle de gjeldende variablene. Derfor vil det være mer hensiktsmessig å legge fokus hos variablene som har en signifikant betydning for verdiestimatet (Damodaran, 2012).

For OLT vil utviklingen av driften være mest kritisk for verdiestimeringen. I delkapittel 8.4 konkluderte vi med at finansieringsfordelen vil være tilnærmet lik null på lang sikt, dermed er det lite hensiktsmessig å gå nærmere inn på den. En annen årsak var at vi i verdsettelsen av OLT hadde et fokus på driftsaspektet, og med det valgte bort finansielle faktorer som inngår i sysselsatt kapital. Vårt fokus vil derfor være på variablene som inngår i driften av selskapet. Valgte budsjett drivere omfatter *driftsinntektsvekst*, *netto driftsmargin* og *omløpet til netto driftseiendeler*. I tillegg skal vi gå nærmere inn på fremtidskravene da disse har en stor betydning for verdiestimatet. Fokuset vil være på de mest sentrale verdidriverne slik som *risikofri rente etter skatt*, *egenkapitalbeta*, *markedsrisikopremien* og *finansiell gjeldsdel i steady state*.

Steg 2: Valg av sannsynlighetsfordelinger

I dette steget skal vi fastsette sannsynlighetsfordelingen for hver variabel. I følge Damodaran (2012) er dette det mest kritiske og utfordrende steget i analysen. Man kan bruke flere metoder for å finne sannsynlighetsfordelingene, men for vår del vil være mest hensiktsmessig å basere oss på historisk data for å finne standardavviket for de ulike driverne. Selv om historiske tall kan være preget av unormale forhold, er det inkludert historiske tall både før, under og etter pandemien, slik at vi anser dataen som et godt grunnlag for fastsettelsen av sannsynlighetsfordeling.

Nedenfor presenteres de historiske verdidriverne og det tilhørende standardavviket:

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Std. OLT	Std. Bransjen
div	6%	2%	4%	-2%	3%	6%	0,0284	0,068
ndm	53%	50%	54%	50%	56%	55%	0,0234	0,028
onde	12,8%	12,8%	13,1%	12,8%	13,1%	13,3%	0,0021	0,009

Tabell 11-9: Driftsrelaterte drivere og tilhørende standardavvik

Driftsrelaterte driverne er et godt estimat på kort sikt, men på et mellomlangt sikt vil det være vanskelig å predikere utviklingen. Av den grunn justerer vi driverne ved å oppskalere standardavviket med en faktor på 1,5. På lang sikt vil usikkerheten reduseres på grunnlag av økonomisk teori tilsier konstant vekst mot slutten av budsjettperioden, altså i *steady state* (Knivsflå, 2022, F.18). Standardavviket vil derfor være lavere enn på mellomlang sikt. For å fastsette en sannsynlighetsfordeling her baserer vi oss på skjønn ut fra økonomisk fornuft og ut fra en lavere standardavvik enn tidligere budsjett punkter. Ettersom man ikke kan oppnå en

høyere vekst enn resten av økonomien vil vi ta utgangspunkt i en uniformfordeling for *steady state* fasen.

Vi presenterer standardavvik og tilhørende sannsynlighetsfordelinger for de driftsrelaterte verdidriverne i tabellene nedenfor:

div	År	Forventet verdi	Std.	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2	2024	0,051	0,0284	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2027	0,038	0,0426	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2029	0,030	U(0,02 ; 0,06)	Uniformfordeling

Tabell 11-10: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsvekst

ndm	År	Forventet verdi	Std.	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2	2024	0,553	0,0234	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2027	0,564	0,0352	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2029	0,569	U(0,53 ; 0,60)	Uniformfordeling

Tabell 11-11: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for netto driftsmargin

onde	År	Forventet verdi	Std.	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2	2024	0,124	0,0021	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2027	0,110	0,0031	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2029	0,105	U(0,09 ; 0,14)	Uniformfordeling

Tabell 11-12: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for netto driftseiendeler

Når det gjelder de finansielle verdidriverne skal også disse gjøres stokastiske i *steady state*, med unntak av egenkapitalbetaen. Vi antar at de har en uniform sannsynlighetsfordeling. For egenkapitalbetaen antar vi en normalfordeling. Standardavviket for betaverdien beregnes til 0,03, vi antar i midlertidig at usikkerheten er mye større enn dette og justerer verdien skjønnsmessig opp til 0,1.

Tabellen under oppsummerer komponentene som inngår i avkastningskravet:

Avkastningskrav i steady state	Forventet verdi	Std.	Sannsynlighetsfordeling
Risikofri rente etter skatt	0,014	U(0,005 ; 0,022)	Uniform fordeling
Egenkapitalbeta	0,645	0,1	Normalfordeling
Markedets risikopremie	0,047	U(0,046 ; 0,050)	Uniform fordeling
Finansiell gjeldsdel	0,48	U(0,46 ; 0,50)	Uniform fordeling

Tabell 11-13: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for usikre faktorer i avkastningskravet

Steg 3: Sjekk av korrelasjon mellom variabler

Neste steg er å verifisere om verdidriveren korrelerer. Korrelering innebærer at et utfall påvirker utfallet til en annen trekning. Dersom korrelasjon oppstår bør det være på bakgrunn av en økonomisk teori eller kjente empiriske sammenhenger (Knivsfå, 2022, F.18). Dersom gitte variabler korrelerer sterkt uavhengig av dette bør man fjerne variablene fra modellen. For å håndtere merkbar korrelasjon kan man enten velge å fjerne den variabelen som har minst betydning for modellen eller bygge korrelasjonen inn i modellen (Damodaran, 2012). I vårt tilfelle vil korrelasjon bygges inn i Crystal Ball simuleringen.

En antakelse vil være korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløp på netto driftseiendeler. Selskap med høy netto driftsmargin tenderer å ha lavt omløp på netto driftseiendeler (Penman, 2013). Korrelasjonen vil derfor være negativ. Vi beregner korrelasjonen mellom *ndm* og *onde* i OLT til å være -0,6, som svarer til våre forventinger. Korrelasjonen er høy, men anser dette likevel som rimelig. Derfor forutsettes det også en sterk negativ korrelasjon i fremtiden.

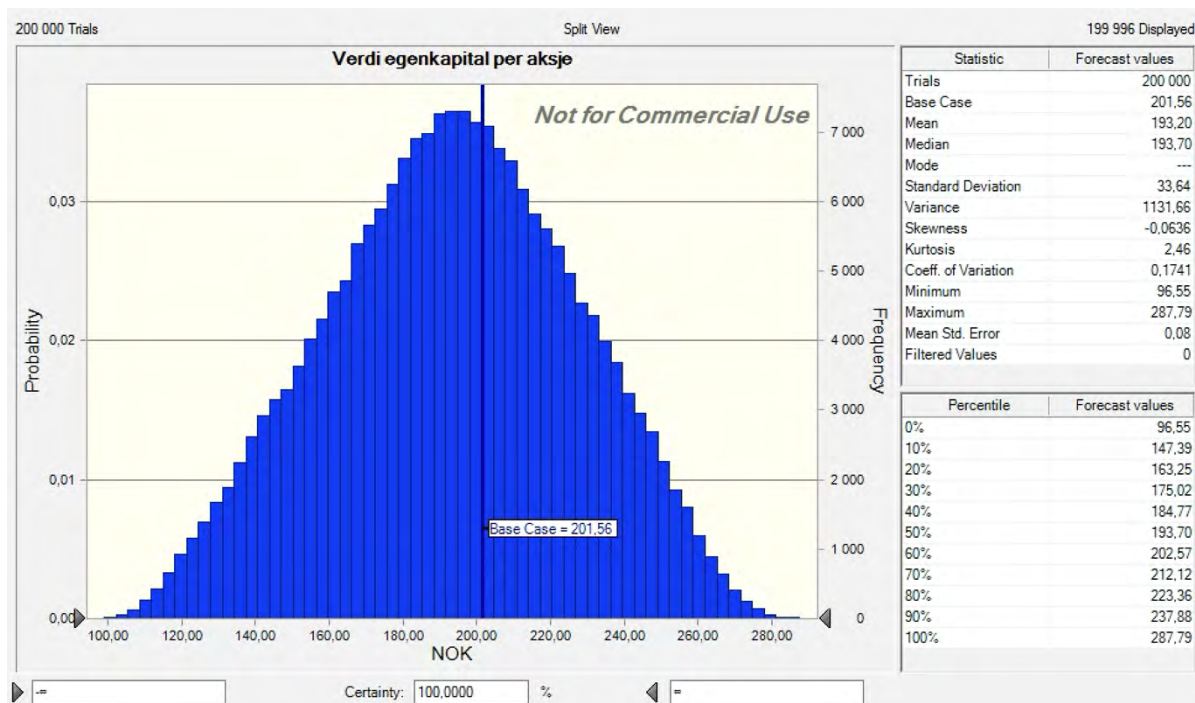
Når netto driftsmargin øker er det naturlig å tenke at også driftsinntektene også vokser. For OLT er det en korrelasjon på 0,45 mellom disse to variablene og vil alltid være positiv. Vi velger å anse dette som en rimelig korrelasjon. Når det gjelder korrelasjonen mellom netto driftsmargin og finansiell gjeldsdel kan det tolkes på to forskjellige måter. Høy driftsmargin vil kunne føre til at selskapet kan ta en høyere finansiell risiko, ved å skalere gjeldsfinansieringen. En annen tolkning retter seg mot at høyere netto driftsmargin fører til en høyere egenkapitalandel, ved at selskapet nedskalere gjeldsfinansieringen. For OLT sin del er korrelasjonen negativ med -0,23. Altså vil den siste tolkningen gjelde. Korrelasjonen anses som rimelig og derfor beholder vi den slik.

Siste korrelasjonen vi ønsker å fremheve er korrelasjonen mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien. Teorien bak denne korrelasjonen baserer seg på at høy økonomisk vekst fører til en høyere alternativkostnad for kapitalbruk. I PwC sin årlige undersøkelse om risikopremie kommer det frem at 55 prosent av respondentene mener markedsrisikopremien vil øke dersom renten økes (PwC, 2021). De resterende mener motsatte endring for markedsrisikopremien. Dette synet strider imot vår tidligere fastslåtte forutsetning om at økte renter vil føre til mindre avkastning. Derav er det utydelig om korrelasjonen er 0 eller positiv. Vi har valgt å sette korrelasjonen mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien til en positiv 0,2, slik har vi hensyntatt en korrelasjon også med risikofri rente.

Vi korrigerer ikke for de andre variablene som er en del av avkastningskravet og kontantstrømmene da vi mener at de ikke inneholder vesentlige korrelasjoner.

Steg 4: Simulering

Simuleringen har vi gjort i Crystal Ball i Excel ved hjelp av en Monte Carlo-simulering. For å oppnå et tilstrekkelig stort utvalg har vi valgt å utføre 200 000 trekninger. Ekstreme verdier filtreres bort ved å legge til en nedre og øvre grense i simuleringen. Nedre grense settes til 0 for å illustrere dersom selskapet går konkurs vil eierne ha begrenset ansvar. Øvre grense er skjønnsbasert, og settes til kr 300 på grunnlag av dagens kursnivå ligger på kr 177,5 og den fundamentale verdivurdering etter konkursjustering ble på kr 201,56 avrundet til 202.



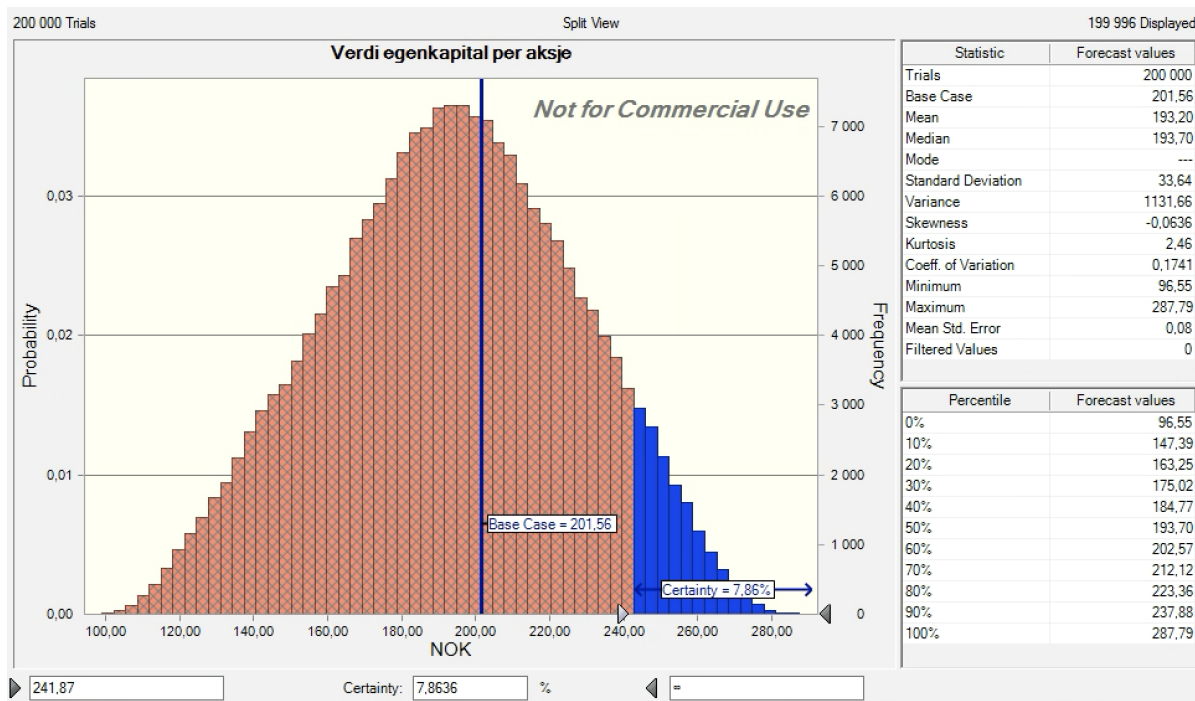
Figur 11.2: Monte Carlo-simulering

I figuren ovenfor har vi kjørt en Monte Carlo-simulering med 200 000 trekninger. Da vi satte opp simuleringen satte vi en nedre og øvre grense til å være kr 0 og 300 per aksje. Som vi ser var differansen noe stor, og trekningene som forekom, ble innenfor dette intervallet. Av statistikken ser vi at trekningen med lavest og høyest verdi ble henholdsvis kr 96,55 og 287,79 per aksje. Variasjonskoeffisienten vår ble 17,41 prosent som kommer av graden av usikkerhet som er lagt inn i simuleringanalysen (Keller, 2015). Vi må her bemerke, som vi senere skal presentere i sensitivitetsanalysen, at det foreligger historisk lave standardavvik, noe som kan være en årsak til at variasjonskoeffisienten ikke er større enn hva den er. Vår forventet verdi

av aksjekursen etter simuleringen er kr 193,2 per aksje, mens medianen ligger på 193,7. Av begrepet *skewness*, ser vi at simuleringen vrir seg noe mot venstre, noe som kommer av at faktoren er negativ. Som vi kan se, så er det ingen trekninger som gir negativ aksjeverdi, og lavest trekning er relativt langt fra nedre grense. Altså er det ikke sannsynlig ut fra simuleringen at OLT vil gå konkurs. Det underbygger tidligere argument at OLT er et solid selskap. Tidligere har vi presentert en BB-rating på OLT, samt at vi tidligere har konkursjustert verdierestimatet. På det grunnlag, velger vi ikke å ta forventet verdi i betraktning, og forholder oss til en verdi på kr 201,56 per aksje. Faktorene som fremkommer av simuleringen, underbygger også vår tvil angående likviditetsgrad 1 sin negative påvirkning på ratingen. Altså bekrefter simuleringens forventede verdi samt minsteverdi på 96,55 at ratingen skulle ha vært justert opp, og derfor hensyntatt likviditetsgrad 1 i mindre grad.

11.6.1.1 Oppsidepotensial

I figuren ovenfor fremstiller vi oppsidepotensialet ved simuleringen. Oppsidepotensialet baserer seg på det presenterte base case på kr 201,56. Det som vi her undersøker, er sannsynligheten for at aksjekursen er over 120 prosent av vår base case. Det innebærer altså at vi setter grensen til å være 241,87, altså 120 prosent av base case.



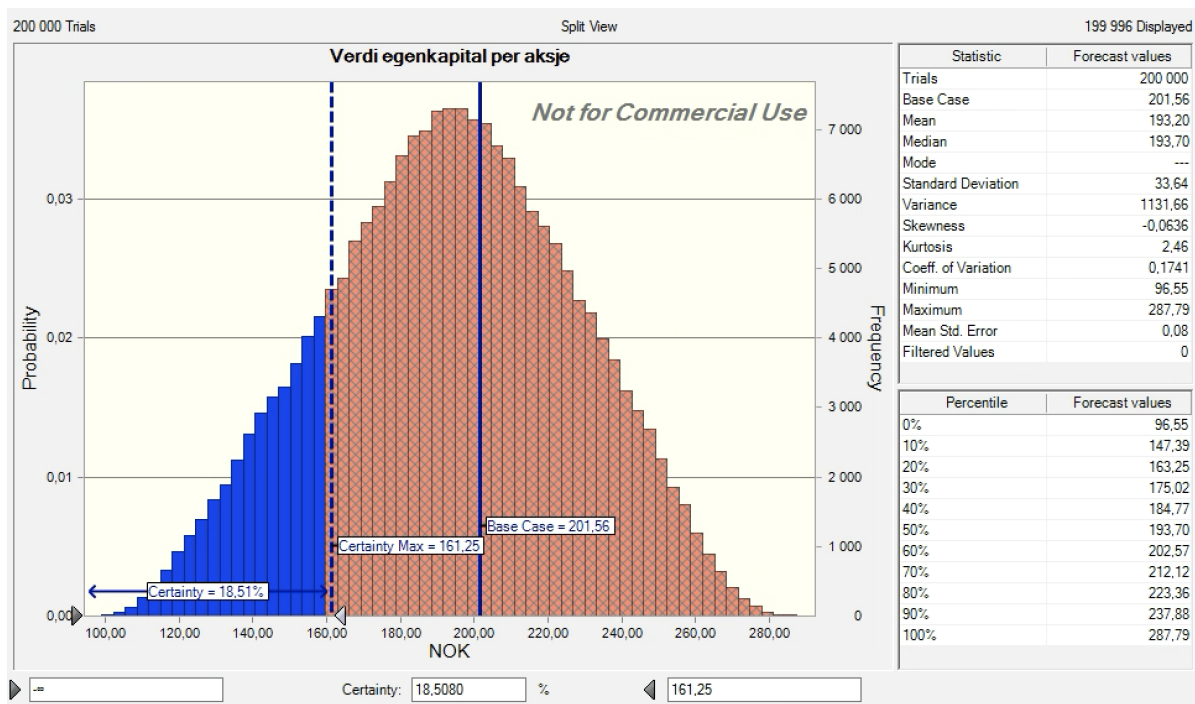
Figur 11.3: Monte Carlo-simulering med oppsidepotensial

Av analysen av oppsidepotensialet, ser vi at det er 7,86 prosent sikkert at verdierestimatet overstiger kr 241,87 per aksje, hvor antall trekninger presenteres som det blå feltet i figuren

ovenfor. Av resultatene som fremkommer av oppsidepotensialet i simuleringen forteller oss, at en øvre grense på 300 per aksje er relativt passende, men at vi muligens satte den noe høyt.

11.6.1.2 Nedsidepotensial

Nedsidepotensialet analyseres på samme vis som oppsidepotensialet. Her ser vi på hva som er sannsynligheten for at verdiestimatet per aksje er under 80 prosent av vårt base case. Figuren for nedsidepotensialet presenteres nedenfor, og vi ser at det er 18,51 prosent sannsynlig at aksjeverdien er under kr 161,25. Sammen med oppsidepotensialet ser vi at det er mest sannsynlig at aksjeverdien vil ligge mellom intervallet 161,25 og 241,87 per aksje. Analysen underbygger det faktum at vi ikke velger å ta forventet verdi i betraktning, og heller forholder oss til base case på 201,56 når vi skal beregne det endelige verdiestimatet på aksjene i OLT. Dette anser vi for å være i tråd med den strategiske analysen hvor vi har funnet at OLT har en rekke betydningsfulle ressurser som de selv drar nytte av, og som børsen med en kurs på kr 177,5 ikke har tatt i betraktning. Slike eiendeler omfatter eksempelvis god plassering på eksisterende eiendom, historisk stor satsning på eiendom og en opparbeidet kunnskapsbase.



Figur 11.4: Monte Carlo-simulering med nedsidepotensial

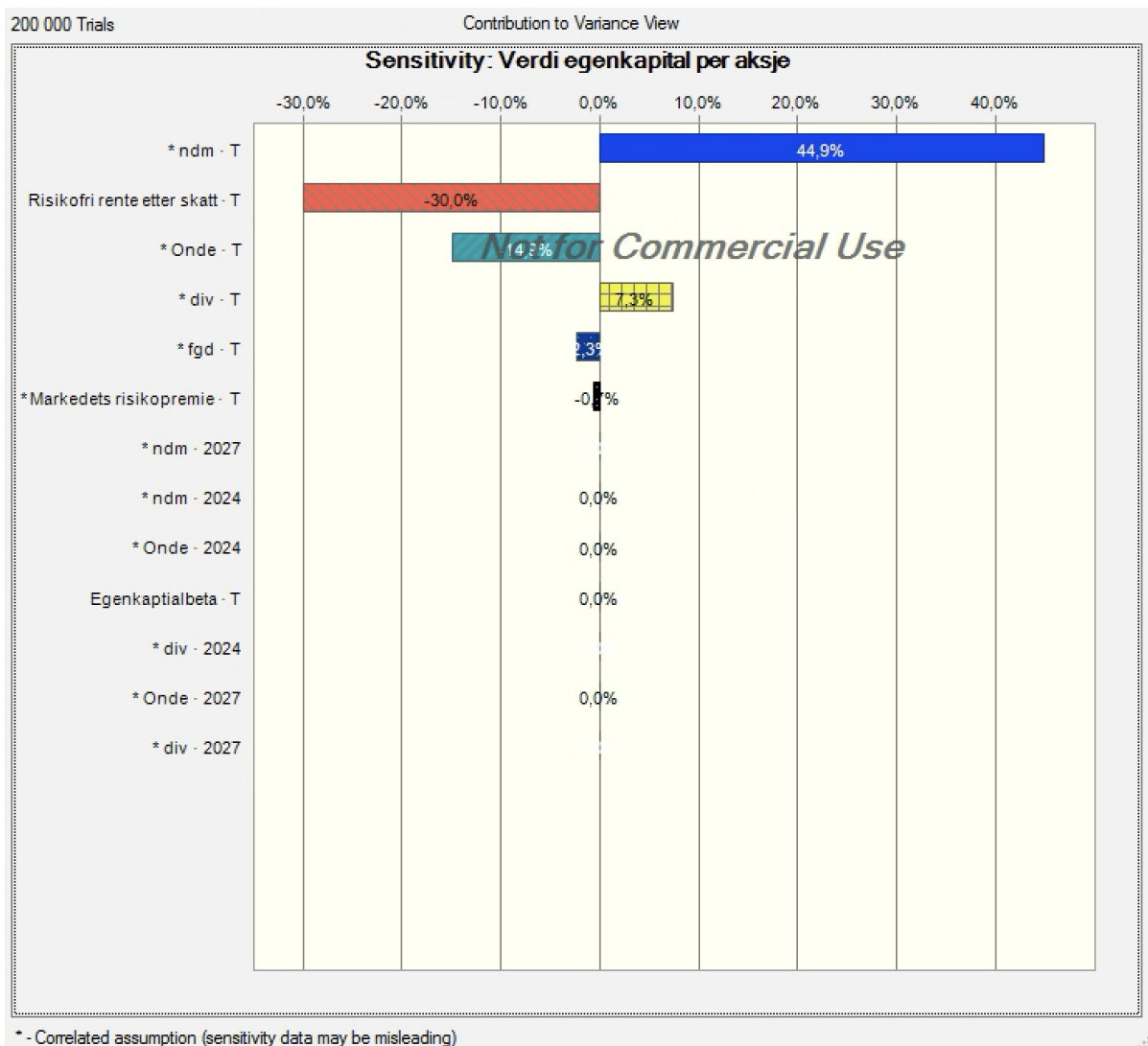
11.6.2 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen vil se nærmere på hvordan verdiestimatet endres ved å endre på en av variablene, mens resten holdes konstant (Knivsflå, 2022, F. 18). En svakhet med analysen

knyttet til korrelasjonen mellom driverne, likevel vil det gi indikasjoner på hvilken innvirkning de enkelte driverne har på estimatet. For å gjennomføre analysen benytter vi oss av variasjonsanalyse og tornadoanalyse gjennomført i Crystal Ball i Excel.

Variasjonsanalyse

Variasjonsanalyse forteller hvor mye av variasjonen til verdiestimatet som kommer av variasjonen i den enkelte usikre variabelen. Utgangspunktet for analysen er Monte Carlo-simulering som tar hensyn til sannsynlighetsfordelinger og korrelasjon mellom verdidriverne (Knivsflå, 2022, F.18). Analysen for sensitivitet presenterer vi nedenfor, og viser sitt bidrag til variansen på 17,41 prosent.

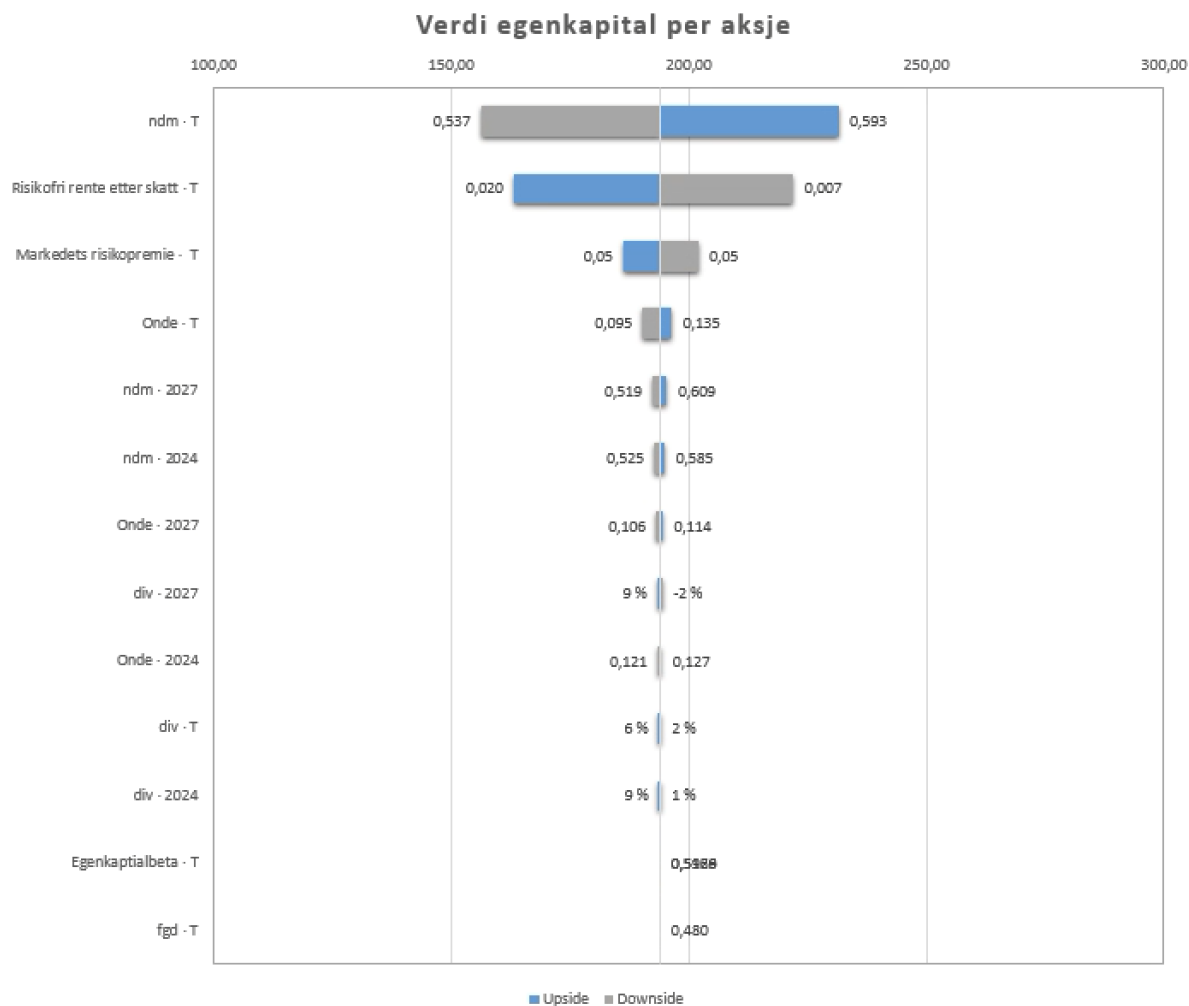


Figur 11.5: Sensitivitetsanalyse

Det kommer av tabellen ovenfor at vårt fundamentale verdiestimat er mest sensitivt for *netto driftsmargin* i år T. Deretter kommer *risikofri rente etter skatt, omløpet til netto driftseiendeler* og *driftsinntektsveksten*. Totalt sett, er verdiestimatet mest sensitivt for variablene i år T og ikke sensitivt for variablene i 2024 og 2027. Årsaken bak det anser vi for å være de lave historiske standardavvikene til OLT. Faktum at syv av tretten variabler ikke er noen kilde til sensitivitet i verdiestimatet vårt, er med på å underbygge avgjørelsen om å ikke ta forventet verdi i simuleringsanalysen i betraktning, og heller forholde oss til vår base case når vi skal utarbeide vårt endelige verdiestimat.

Tornadoanalyse

Tornadoanalysen presenterer i hvilken grad driverne bidrar til variasjon i verdiestimatet. Da analysen ikke tar hensyn til korrelasjonen mellom driverne gjør det at vi får forskjellige resultater i variasjons- og tornadoanalysen (Oracle, 2022). I figuren nedenfor presenterer vi Tornadoanalysen som også er utarbeidet i Crystal Ball.



Figur 11.6: Tornadoanalyse

Som det kommer av Tornadoanalysen, er det netto driftsmargin og risikofri rente som har størst innvirkning på verdiestimatet. Deretter har markedets risikopremie stor innvirkning på verdiestimatet. Betydningen av Tornadoanalysen vil vi eksemplifisere med den risikofrie renten i år T. Dersom den risikofrie renten er på 0,7 prosent, ville dette ha gitt et verdiestimat på ca. 225 per aksje, se aksjen som heter *Verdi egenkapital per aksje*. I negativ retning, ser vi at verdiestimatet hadde vært litt i overkant av 160 kr dersom den risikofrie renten er så høy som 2 prosent. I sensitivitetsanalysen benyttet vi oss av historisk korrelasjon mellom budsjettdriverne i Crystal ball, noe som Tornadoanalysen ikke tar i betraktning. På det grunnlag, anser vi Monte Carlo-simuleringen og sensitivitetsanalysen som mer forklarende enn hva Tornadoanalysen er.

11.7 Oppsummering – verdiestimat og usikkerhet

Basert på vårt budsjetterte fremtidsregnskap som i stor grad baserer seg på prinsippet om *mean reversion*, har vi utarbeidet et fundamentalt verdiestimat på OLT. Våre første verdiestimat per aksje ble utarbeidet gjennom budsjetterte vektorer i både egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Basert på oppdaterte balanseverdier, har vi konvergert verdiestimatet gjennom ti steg. Slik har vi oppnådd konvergens i verdiestimatet for at verdien etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden samsvarer med hverandre, og fått et verdiestimat på kr 203,54 per aksje. Ved å konkurrerjustere det konvergente verdiestimatet med en konkurrerisiko på 0,97 prosent, fikk vi en marginal nedgang hvor vårt endelige verdiestimat etter fundamental verdsettelse er på kr 201,56 per aksje.

Rimelighetsanalysen av verdiestimatet omfatter begrepene P/B og P/E. Det kommer frem at OLT har en liten ressursfordel som vil reduseres over tid da P/B-forholdet er 1,018 og P/E-forholdet er 11,57 som ligger under normen på 16,14 (1/ekk). Forholdene som kommer frem gjennom rimelighetsanalysen, og faktorene som vi har trukket frem i den strategiske analysen anser vi for å samsvare med hverandre, slik at vi anser verdiestimatet som rimelig.

Angående ressursfordelen er lav i absolutte tall. Noe av forklaringen bak dette, er som vi har funnet, et høyt kostnadsnivå ved kjøpesentereieendom, som gir OLT en historisk marginulempe. Selv om den isolert sett er lavt, har vi funnet at den er betydelig høyere i de to siste årene i analyseperioden. Derfor anser vi ressursfordelen som *moderat*. Følgelig anser vi det sannsynlig at denne fordelingen vil fortsette på kort sikt, før den på lang sikt blir en lav ressursfordel. Faktorer som er med på å påvirke ressursfordelen til å være moderat er allerede god plassering på eiendommene, sterk satsning på kjøpesentere og god kunnskap.

Historisk, har vi funnet en stor interesse for eiendomsbransjen som vil vedvare i fremtiden. Interessen kommer spesielt frem gjennom god lønnsomhet og lukrative investeringsobjekter. På sikt, har vi funnet at stor interesse for eiendomsbransjen vil kunne øke konkurransekraftene, slik at eksterne faktorer vil kunne gå på bekostning av hvilken superrentabilitet OLT og bransjen generelt skaper i dag. Dette er med på å forklare hvorfor vi anser ressursfordelen og bransjefordelen som synkende, og derav lav på lang sikt. Økende fokus på bærekraft i bransjen, anser vi også som en faktor som er med på å redusere bransjefordelen som foreligger. Totalt ser vi at OLT har en evne til å generere en superrentabilitet som vil avta på lang sikt. Av analysen av den fremtidige strategiske eierfordelen, ser vi at den i 2023 er 4,16 prosent, og

faller til å være 1 prosent i *steady state*. Følgelig ser vi at argumentene i den strategiske analysen blir underbygget av analysen av fremtidsutsiktene. Faktorene som vi har avduket i den strategiske analysen er med på å underbygge hvorfor vi har funnet et fundamentalt verdierestimert som ligger over børskursen på kr 177,5 per aksje.

Av usikkerhetsanalysen som vi kjørte som en Monte Carlo-simulering i Crystal Ball ser vi at det ikke er behov for konkursjusteringen foretatt i kapittel 11.5, nettopp på grunn av at simuleringen fikk sin minste verdi på kr 96,55 per aksje, og derav anser vi sannsynligheten for konkurs som svært lav. På grunnlag av 200 000 trekkninger i simuleringen, fikk vi en forventet aksjeverdi på kr 193,2, som er et lite avvik fra vår base case på 201,56. Grunnet lav sannsynlighet for konkurs, og at vi har bygd inn konkurs i to omganger gjennom rating i avkastningskravene og konkursjustering før simuleringen, anser vi det som hensiktsmessig at vi avviker fra forventet verdi i simuleringen, og forholder oss til en aksjeverdi på kr 201,56 i forbindelse med at vi skal utarbeide et endelig verdierestimert som skal benyttes for å gi en handelsstrategi.

Av sensitivitetsanalysen i Crystal Ball ser vi at det er budsjettdriverne i *steady state* som påvirker verdierestimert mest. Simuleringen vår viste en variasjon på 17,41 prosent, som tyder på at det er en del usikkerhet i det konkursjusterte verdierestimert. Likevel, ser vi gjennom oppside- og nedsidepotensialet, samt minimum- og maksimumsverdien at det ikke er særlig sannsynlig at OLT vil gå konkurs, slik at vi ikke vil ta i betraktning den forventede verdien av aksje i forbindelse med at vi skal utarbeide et endelig verdierestimert. Analysen viser at det er *netto driftsmargin* som har mest innvirkning på verdierestimert vårt, deretter har *risikofri rente etter skatt, onde* og *driftsinntektsveksten*, alle i år T, stor innvirkning på verdierestimert.

12. Komparativ verdivurdering

I kapittel 3 presenterte vi to supplerende metoder for verdivurdering i tillegg til fundamental verdivurdering. Vi kom frem til at komparativ verdivurdering kunne supplere den fundamentale verdivurderingen fra kapittel 11. Det fundamentale verdiestimatet er sensitivt for inputs som vist i det foregående kapittelet. Av den grunn kan et komparativt estimat være med å styrke påliteligheten av verdiestimatet (Kaldestad & Møller, 2016). Damodaran (2012) presenterer komparativ verdivurdering til å være en avledning fra prisen på sammenlignbare eiendeler, standardisert ved bruk av en felles variabel som inntjening, kontantstrømmer, bokført verdi eller inntekter. Det må også foretas en justering for forskjellene mellom selskapene og eiendelene som verdsettes (Kaldestad & Møller, 2016).

Delkapittel 3.1.2 presenterte to sentrale metoder for komparativ verdivurdering; *multiplikatormodellen* og *substansverdimodellen*. Substansverdimodellen anses for å være mest egnet for å verdivurdere eiendomsselskaper på grunnlag av tydelig sammenlignbare verdier (Kaldestad & Møller, 2016). I delkapittel 12.1 skal vi presentere multiplikatormodellen og estimere verdien på egenkapitalen på modellens grunnlag, mens i delkapittel 12.2 skal substansmetoden benyttes. Verdivurderingene blir supplert med litteraturteori fra Damodaran (2012), Kaldestad & Møller (2016) og Penman (2017).

12.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen tar utgangspunkt i et tall i resultatoppstillingen, eller i balansen, eiendeler, sysselsatt kapital eller egenkapitalen, for så multiplisere disse med en faktor. Verdien blir estimert på en indirekte måte, hvor utgangspunktet er prisingen på andre selskaper. Markedet har estimert en verdi på fremtidig kontantstrøm, forholdet mellom verdi og faktor antar vi gjelder for vårt selskap også (Kaldestad & Møller, 2016). Modellen vil typisk gi verdier som er nærmere markedsprisen enn fundamental verdivurdering kan gi oss (Damodaran, 2021).

Modellen kan deles i to hovedmetoder. Den første metoden kalles egenkapitalmetoden og innebærer en direkte verdivurdering av egenkapitalen. Selskapskapitalmetoden verdsetter heller egenkapitalen på en indirekte måte. I denne oppgaven skal vi kun fokusere på SK-metoden da EK-metoden krever justering for ulikheter i kapitalstrukturen (Knivsflå, 2022, F. 23).

For å gjennomføre multiplikatormetoden følger man tre steg i følge Penman (2010). Første steg omhandler å identifisere sammenlignbare selskaper. I andre steg velger man ut multipler basert på resultatoppstillingen og beregner disse. Siste steg omhandler beregning av et gjennomsnitt av multiplene for å multiplisere med målevariablene til selskapet for å finne verdiestimatet.

12.1.1 Valg av komparative selskap

Selskapene som velges ut må være sammenlignbare for å kunne sitte igjen med et godt verdiestimat. Ifølge Kaldestad & Møller (2016) vil sammenlignbare selskaper være selskaper med lik størrelse, vekstmuligheter, avkastningskrav, driftsrentabilitet, skattenivå, fremtidig investeringsbehov og strategi. Damodaran (2012) har valgt å fokusere på sammenlignbare kontantstrømmer, vekstmuligheter og risiko. I Norge er det vanskelig å finne selskaper som er så like som metodikken krever, men vi har likevel funnet selskaper vi mener er sammenlignbare, presentert i kapittel 2.3. Disse er Entra AS, Citycon OYJ og Castellum AB. Castellum er av en mye større størrelse enn resten av bransjen. Likevel inkluderes selskapet da selskapet operer i mange av de samme eiendomssegmentene som også knyttet til OLT. Citycon er aktuelt å inkludere siden selskapet også driver flere kjøpesenter rundt om i både Norge og Sverige. Entra anses som Norges største eier av kontoreiendom og regnes som OLT sin konkurrent i dette segmentet.

12.1.2 Valg og beregning av multipler

Før vi kan beregne multiplene for OLT, må vi avklare hvilke multipler som er relevante. Kaldestad & Møller (2016) deler inn multipler inn i tre kategorier: resultat – og kontantstrømorienterte multipler, balanseorienterte multipler og ikke-finansielle multipler. Det vil variere fra bransje til bransje hvilke multipler som benyttes da det er ulike egenskaper med de forskjellige multiplene. I vårt tilfelle vil vi benytte oss av multipler fra alle de nevnte kategoriene. Følgende multipler tas i bruk: P/B, P/E, P/NAV, EV/EBITDA. Bakgrunnen for valgene av multiplene baserer seg på bransjestandard for verdsettelse av eiendomsselskaper.

Pris/Bok (EV/NDK)

Pris/bok verdien viser forholdet mellom markedsverdien til netto driftskapital og balanseført netto driftskapital (Damodaran, 2012). Forholdet er en indikator på om aksjen er priset billig eller ikke. En P/B under 1 er et tegn på en billig priset aksje. En svakhet ofte trukket frem om

metoden omhandler relevansen dersom selskapet har store immaterielle eiendeler. Svakheten knyttes til undervurdering av bokført egenkapital, men eiendomsselskaper består hovedsakelig av materielle eiendeler så metoden er høyst relevant. En annen form for tolkning av P/B-ratio er markedets forventning om å skape merverdier av selskapets eiendeler. Dersom P/B måles under 1 tolkes det som at selskapet forventes å ødelegge verdier for aksjonærene gjennom en svak lønnsomhet og man kan finne en bedre pengeplassering (Kaldestad & Mølle, 2016).

Formelen for Pris/Bok vil se slik ut ved bruk av selskapskapitalmetoden:

$$\frac{EV}{NDK} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Balanseført netto driftskapital}}$$

Pris/Fortjeneste (EV/NDR)

Pris/Fortjeneste vil gi et forholdstall mellom markedsverdien av netto driftskapital og evnen til å skape inntekter. Denne multippelen er passende til selskaper som har nådd en moden vekstfase slik som OLT har gjort. En høy EV/NDR kan tyde på at selskapet er undervurdert. Ulempen med forholdstallet er at det påvirkes av selskapets finansieringsgrad. To selskaper med samme verdi fra driften kan ha forskjellige verdier for EV/NDR dersom selskapene har ulik gjeldsgrad eller lånebetingelser (Kaldestad & Mølle, 2016). Tar vi utgangspunkt i selskapskapitalmetoden kan vi unngå dette problemet.

$$\frac{EV}{NDR} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

Pris/Substansverdi (EV/NAV)

Denne multippelen viser forholdet mellom netto driftskapital og omsetningsverdien til de enkelte eiendelene til OLT. EV/NAV er også en indikasjon på selskapets evne til verdiskaping i likhet med P/B, men fremtre som mer pålitelig da denne multippelen tar utgangspunkt i markedsprisene på eiendelene mot bokførte. Metoden er spesielt aktuell for eiendomsbransjen siden metoden baserer seg på eiendeler som aktivt omsettes i markedet. På grunnlag av de tydelige markedsverdiene eiendomsbransjen har på eiendelene sine. Tolkning av EV/NAV < 1 er et tegn på eiendeler som ikke benyttes optimalt eller en tro på lavere eiendelsverdi eller underliggende rabatter i aksjemarkedet som ikke tas med i beregningen av NAV (Kaldestad & Møller, 2016). Vi benytter samme teknikk i delkapittel 12.2 her for å beregne substansverdien, men med hensyn på latent skatt og ikke skatterabatt for Castellum.

$$\frac{EV}{NAV} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Salgsverdi av eiendeler} - \text{gjeld}}$$

Enterprise verdi/Driftsresultat før avskrivninger (EV/EBITDA)

Metoden anses som den mest anvendte multiplene ved kjøp og salg av selskaper. Det kommer av at det er mulig å sammenligne den underliggende driften i selskapene uten påvirkning av forskjeller i renter og avskrivninger. En svakhet med metoden knyttes til ekskludering av risiko og fremtidig investeringsbehov. Det er derfor en fordel å kombinere multiplene med andre for å kompensere for mangel på opplysninger angående investeringsbehovet (Kaldestad & Møller, 2016). Under viser vi EV/EBITDA beregnet etter selskapskapitalmetoden:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

12.1.3 Beregning av multipler og verdiestimat

Utgangspunktet for beregningene av multiplene vil være de omgrupperte og justerte tallene fra kapittel 5 og markedsverdien på egenkapitalen hentet fra Nordnet 30.09.2022. Hensikten er å få en konsistens mellom 2. kvartal og aksjekursen. For å hensynta eventuelle *outliers* benytter vi medianen av de komparative selskapene. Vi har også inkludert et vektet snitt basert på markedsverdien, for å regulere for at små selskaper kan få en liten verdsettelsesrabatt i forhold til større selskaper (Pangea Property Research, 2022). Dersom det oppstår et stort avvik mellom medianen og det vektete snittet vil det kunne være nødvendig med en vurdering. Vi baserer oss på markedsverdien av nettodriftskapital, som beregnes på grunnlag av markedsverdien av egenkapitalen til de komparative virksomhetene:

Verdi NDK	Entra	Citycon	Castellum
Aksjekurs 30.09	101,5	6,4	125,2
* Utestående aksjer	182	168	346
= Børsverdi egenkapital	18 486	1 075	43 268
+ Balanseført NFG	29 230	12 840	53 553
+ Balanseført MI	2 064	3	678
= Verdiestimat NDK	49 781	13 918	97 499
/ Bokført NDK	51 885	28 564	104 583
Multiplikator	0,959	0,487	0,932

Tabell 12.1: Beregning av NDK og multiplikator

Fra tabellen over får vi en multiplene på 0,932. Den bruker vi til å finne et estimat på verdien på netto driftskapital i OLT. Netto driftskapitalen beregnes til kr 32 176 millioner og brukes i

telleren ved utregning av de andre multiplene. Siden vi inkluderer OLT i snittet gjør det man at oppnår et mer rimelig og stabilt komparativt verdierestimater. Vi har også lagt til en tabell med oversikt over ulike bokførte verdier som vi benytter til utregningene av de ulike multiplene.

	OLT	Entra	Citycon	Castellum
Netto driftsresultat	2 383	2 446	1 353	5 376
EBITDA	4 663	4 733	1 956	6 264
Egenkapital	20 516	20 590	15 721	50 352
Minoritetsinteresser	284	2 064	3	678
Netto finansiell gjeld	13 713	29 230	12 840	53 553
Netto driftskapital	34 514	51 885	28 564	104 583

Tabell 12.2: Bokførte verdier

EV/NDK-multiplene beregner vi på følgende måte og gir følgende estimat:

EV/NDK	OLT	Entra	Citycon	Castellum
Verdiestimater NDK	32 176	49 781	13 918	97 499
/ Bokført verdi NDK	34 514	51 885	28 564	104 583
= EV/NDK-multiplikator	0,93	0,96	0,49	0,93

Tabell 12.3: EV/NDK

	Median	Snitt
NDK OLT	34 514	34 514
* EV/NDK-multiplikator	0,93	0,83
= Verdi NDK	32 176	28 571
- MI	2 064	2 064
- NFG	13 713	13 713
= Verdiestimater EK	16 399	12 794
/ Utestående aksjer	103,6	103,6
= Verdi per aksjer	158,3	123,5

Tabell 12.4: Verdiestimater etter EV/NDK-multiplene

Av tabellen ser vi at det oppstår en forskjell mellom det vektet snittet og medianen, forskjellen er i midlertidig ikke urimelig og vi velger derfor å holde oss til medianen.

EV/NDR-multiplene beregner vi på følgende måte og gir følgende estimat:

EV/NDR	OLT	Entra	Citycon	Castellum
Verdiestimater NDK	32 176	49 781	13 918	97 499
/ Netto driftsresultat	2 383	2 446	1 353	5 376
= EV/NDR-multiplikator	13,50	20,35	10,28	18,14

Tabell 12.5: EV/NDR

	Median	Snitt
NDR OLT	2 383	2 383
* EV/NDK-multiplikator	15,82	15,57
= Verdi NDK	37 698	37 101
- MI	2 064	2 064
- NFG	13 713	13 713
= Verdiestimat EK	21 920	21 324
/ Utestående aksjer	103,6	103,6
= Verdi per aksjer	211,5	205,8

Tabell 12.6: Verdiestimat etter EV/NDR-multippel

Avviket mellom de to verdiestimatene er minimale, derav velger vi å beholde estimatet beregnet med median. EV/NDR-multippelen blir imidlertid svært høy, men dette kommer av at vi benytter justerte tall for at det skal være lettere å sammenligne selskapene.

EV/NAV-multipelen beregner vi på følgende måte og gir følgende estimat:

EV/NAV	Entra	Citycon	Castellum
Verdiestimat NDK	49 781	13 918	97 499
/ Substansverdi	43 631	28 740	107 161
= EV/NAV-multiplikator	1,14	0,48	0,91

Tabell 12.7: EV/NAV

	Median	Snitt
NAV OLT	42 744	42 744
* EV/NDK-multiplikator	0,91	0,85
= Verdi NDK	38 890	36 119
- MI	2 064	2 064
- NFG	13 713	13 713
= Verdiestimat EK	23 112	20 342
/ Utestående aksjer	103,6	103,6
= Verdi per aksjer	223,0	196,3

Tabell 12.8: Verdiestimat etter EV/NAV -multippel

Av tabellen ser vi at det oppstår en forskjell mellom det vektet snittet og medianen, forskjellen er i midlertidig ikke urimelig og vi velger derfor å holde oss til medianen. Vi ser at EV/NAV ligger under én hos flere av aktørene i bransjen. Dette kan være et resultat av at investorene forventer en fallende pris på næringseiendom i og med at økte renter er i sikte.

EV/EBITDA	OLT	Entra	Citycon	Castellum
Verdiestimat NDK	32 176	49 781	13 918	97 499
/ EBITDA	4 663	4 733	1 956	6 264
= EV/EBITDA-multiplikator	6,90	10,52	7,12	15,56

Tabell 12.9: EV/EBITDA

	<i>Median</i>	<i>Snitt</i>
EBITDA OLT	4 663	4 663
* EV/NDK-multiplikator	8,82	10,02
= Verdi NDK	41 115	46 746
- MI	2 064	2 064
- NFG	13 713	13 713
= Verdiestimat EK	25 337	30 968
/ Utestående aksjer	103,6	103,6
= Verdi per aksjer	244,5	298,9

Tabell 12.10: Verdiestimat etter EV/EBITDA-multippel

	EV/NDK	EV/NDR	EV/NAV	EV/EBITDA	Vekting
Verdiestimat (Median)	158,3	211,5	223,0	244,5	202,4
Verdiestimat (Gjennomsnitt)	123,5	205,8	196,3	298,9	193,2
Vekter	0,35	0,2	0,25	0,2	1

Tabell 12.11: Endelig verdiestimat ved komparativ verdsettelse

De ulike verdiestimatene vektet ulikt som følge av et sprik mellom de estimatene. Vektingen tar utgangspunkt i hvilke som er mest relevante for OLT. Vi vektlegger EV/NDK høyest da estimatet er med på å stabilisere det totale snittet. EV/NAV vektlegges også relativt høyt ettersom det er en mye brukt multiplikator innen eiendomsbransjen. EV/EBITDA og EV/NDR vektet med henholdsvis samme vekting på grunnlag av at disse bør brukes sammen med andre metoder.

Den gitte vektingen av de ulike multiplikatorestimatene gir et verdiestimat på 202,4, som er marginalt lavere enn det fundamentale verdiestimatet. Imidlertid er estimatet relativt nært børsverdien for OLT per 30.09.2022, på NOK 179,5. Noe som tilsvarer en differanse på 13 prosent. Grunnen til at multiplikatormodellen ligger nært den faktiske børsverdien kommer av at multiplene til selskapene som ligger til grunn er en konsekvens av en observert markedsverdi, og baseres på markedsaktørenes verddivurderinger samt andre forhold som måtte påvirke verdien.

12.2 Substansverdimetoden

Prinsippet i substansverdimetoden er at en skal finne verdien på selskapet ved hjelp av å finne ut av verdien dersom man skulle ha solgt alle eiendelene i selskapet. Mer detaljert innebærer substansverdimetoden at en finner verdien på selskapet ved hjelp av å finne markedsverdien på eiendelene i selskapet, og deretter trekker fra den rentebærende gjelden og den latente skatten. Latent skatt er skatt som selskapet måtte betale dersom en selger eiendelene. Ved å finne verdien på et eiendomsselskap gjennom verdien på eiendommene, vil det også være

hensiktsmessig å trekke fra verdien på renteswapene til OLT etter skatt (Kaldestad & Møller, 2016).

Prinsipielt vil en i substansverdimetoden se bort fra eiendelenes nåværende bruk, altså skal en ikke ta i betraktning hva eiendommene benyttes til. Eiendelenes verdi vurderes deretter basert på markedsprisene, ved et anslag på hva en kan selge eiendommene for. Dersom det er mulig, skal en vurdere verdien i henhold til observerbare og sammenlignbare priser på sammenlignbare eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016).

OLT rapporterer om et historisk godt transaksjonsmarked. Vi anser det som representativt også for fremtiden at det vil foreligge et tilsvarende marked på grunn av den store interessen og investeringsmuligheten i eiendomsbransjen. Substansverdimetoden er dermed et godt alternativ til verdivurderingen av OLT. Videre observerer vi også en fordel ved metoden ved at eiendommene til OLT har en verdi som står seg uavhengig av virksomheten til OLT. Altså at en annen virksomhet kan dra nytte av den samme verdien (Kaldestad & Møller, 2016).

I de påfølgende delkapitlene vil vi gjennomgå de ulike komponentene som inngår i substansverdimetoden, *salgsverdi*, *netto rentebærende gjeld* og *latent skatt/skatterabatt*.

12.2.1 Salgsverdi

Det beste alternativet for å finne salgsverdien på eiendelene til OLT under substansverdimetoden er å finne sammenlignbare priser for hver enkelt eiendel som OLT besitter. Derimot anser vi ikke det som hensiktsmessig da det vil være ressurskrevende i forhold til disponert tid. OLT er et selskap som balansefører sine eiendeler i henhold til IFRS, herunder eiendommene, til virkelig verdi. Balanseført verdi av investeringseiendommene til OLT blir beregnet av to uavhengige virksomheter som OLT har leid inn til å vurdere eiendommene (OLT, 2022). Videre har OLT også noen andre eiendeler som rapporteres slik at de kan sammenstilles med de balanseførte verdiene på investeringseiendommene.

Verdivurderingsprosessen er slik at eiendommene i OLT skal verdivurderes hvert år hvor verdivurderingen skjer enten kvartalsvis, halvårlig eller årlig. Hvor ofte en eiendom verdivurderes kommer an på hvor stor eiendommen er (Arne B. Sperre, personlig kommunikasjon, 11.10.2022). Med det anser vi rapporterte verdier som et representativt utgangspunkt for salgsverdien av eiendelene til OLT. Dette selv om vi observerer noen svakheter med at ikke alle eiendelene har et oppdatert verdierestimater som kommer av den

seneste finansielle rapporten. I tillegg observerer vi at verdiene til OLT blir verdivurdert i henhold til estimerte fremtidige leieinntekter, og da fremtidig bruk av OLT. Det er altså etter en verdivurderingsteknikk som ikke er i tråd med det overnevnte prinsippet for substansverdimetoden om at en ikke skal ta forbehold om eiendelens nåværende bruk (Kaldestad & Møller, 2016). I tabellen nedenfor presenterer vi salgsværdien på *investeringseiendommene* til OLT, samt *andre eiendeler* som OLT besitter.

	Q2 2022
Salgsverdi eiendom	58 918
Salgsverdi andre eiendeler	5 171
Salgsverdi eiendeler	64 089

Tabell 12.12: Salgsverdi på eiendeler

12.2.2 Latent skatt - skatterabatt

Latent skatt er relevant i forbindelse med metodens forutsetning som omfatter salg av eiendelene – OLT sine eiendommer. For OLT observerer vi at de har organisert de respektive eiendommene i egne aksjeselskap. Det innebærer at dersom de i praksis skulle solgt eiendommene, ville de ha solgt aksjene til eiendomsselskapene og et indirekte salg av eiendommene. Det medfører at vi fremfor å beregne den latente skatten, må beregne tapet av avskrivninger på selve eiendommen som fremkommer ved aksjesalg, dette gjennom en skatterabatt som kjøperen vil kreve. Verdien som kan allokere til selve tomten vil ikke kunne avskrives. Det skjer når kjøper vil overta skatteposisjonen til eiendommen, noe som vil føre til at kjøpsverdi vil avvike fra den eventuelle taksten på eiendommene (Kaldestad & Møller, 2016). Uttrykket for skatterabatten er gitt nedenfor.

$$\text{Skatterabatt} = \frac{\text{Merverdi} * \text{avskrivningssats} * \text{skattesats}}{\text{Avskrivningssats} + \text{Avkastningskrav etter skatt}}$$

Skattesatsen er som tidligere nevnt 22 prosent. Det kommer av sktl. § 14-43 først ledd, bokstav h, at bygg og anlegg, hoteller og bevertningssteder avskrives med 4 prosent, mens forretningsbygg avskrives med 2 prosent. I og med at kjøpesenterandelen er så stor som den er i OLT i forhold til den totale eiendomsporteføljen, forutsetter vi i de påfølgende beregningene en avskrivningssats på 2 prosent. Avkastningskravet som vi benytter oss av er netto driftskrav som vi har beregnet, og er på 5,86 prosent. Merverdien finner vi ved å trekke den historiske kostverdien fra den balanseførte verdien. I beregningene forutsetter vi at av den totale eiendomsverdien, vil 20 prosent kun tilfalle selve tomten, mens resterende 80 prosent tilfaller byggene som står på tomten.

$$\text{Skatterabatt} = \frac{25\,050 * 2\% * 22\%}{2\% + 5,86\%}$$

I tabellen nedenfor presenterer vi skatterabatten og hva som inngår i beregningen.

Q2 2022	
Salgsverdi eiendom	58 918
Tomteverdi	11 784
Verdi eiendom	47 134
Historisk verdi	22 084
Merverdi	25 050
Avskrivningsssats	2%
Skattesats	22%
Avkastningskrav etter skatt	5,86%
Skatterabatt	1 402

Tabell 12.13: Beregning av skatterabatt

OLT har en post i sin balanse som heter utsatt skatt, som kan defineres som differansen mellom skattemessig og regnskapsmessig verdi, multiplisert med en skattesats. Dette er en post som ikke vil være relevant i forbindelse med å beregne substansverdien til OLT (Kaldestad & Møller, 2016).

12.2.3 Netto rentebærende gjeld

Den siste komponenten som inngår i substansverdimetoden, er netto rentebærende gjeld. Komponentene finner vi ved å summere den rentebærende gjelden som vi har avduket i balanseregnskapet, og deretter trekke fra bankinnskudd (OLT, 2022). Nedenfor presenterer vi netto rentebærende gjeld som vi senere skal trekke fra verdien på eiendelene i OLT.

Q2 2022	
Rentebærende gjeld	20 450
Bankinnskudd	195
Netto rentebærende gjeld	20 255

Tabell 12.14: Netto rentebærende gjeld

12.2.4 Verdiestimater ved bruk av substansverdimetoden

Basert på de overnevnte verdiene, har vi kommet frem til et nytt verdiestimat per aksje. Verdiestimatet etter substansverdien presenterer vi nedenfor. Vi har i tillegg trukket fra renteswapavtalene etter skatt for å sitte igjen med virkelig verdi på egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). Verdien på renteswapavtalene etter skatt er kr 137 ved utgangen av andre kvartal 2022 (OLT, 2022). Basert på denne verdivurderingsmetoden hvor vi tar utgangspunkt i salgsverdien på eiendelene ser vi at vi får et betydelig høyere verdiestimat, kr 408,2 per aksje.

Substansverdimetoden	Q2 2022
Salgsverdi eiendom	58 918
Salgsverdi andre eiendeler	5 171
Salgsverdi eiendeler	64 089
Skatterabatt	1 402
Netto rentebærende gjeld	20 255
Renteswapavtaler etter skatt	137
Substansverdi	42 295
Antall aksjer	104
Verdi per aksje	408,2

Tabell 12.15: Substansverdimetoden

Vi vil videre påpeke at det her foreligger det en god del usikkerhet i verdiestimatet etter substansverdimetoden. Et grunnleggende prinsipp for substansverdimetoden, er at en ikke skal ta bruksverdien i betraktning. Med våre forutsetninger om salgsverdien på eiendelene til OLT, er ikke dette tilfellet da OLT sin yield, og da balanseførte verdier, tar fremtidige kontantstrømmer til eiendommene basert på hvilke eiendommer det er, i betraktning. Videre foreligger det også noe usikkerhet i forbindelse med at verdiestimatet på eiendelene ikke inkluderer oppdaterte verdier på *alle* eiendelene som OLT besitter, noe som betyr at noen av verdiene baserer seg på verdiestimat fra tidligere perioder, enten ved års- eller kvartalsslutt. På grunnlag av endringene i verdensbildet, kan dette tyde på en noe høy verdi per aksje i henhold til substansverdimetoden. Hvilke innvirkninger beregningene av virkelig verdi har på verdiestimatet etter substansverdimetoden, skal vi studere nærmere i kapittel 12.3.

I 2013, overtok Olav Thon Stiftelsen det meste av eierskapet i Olav Thon Gruppen, og da eierskapet i OLT. Det kommer klart av stiftelsens formål at de skal ha et langsiktig eierperspektiv på Olav Thon Gruppen og deres virksomheter, også OLT. Årsaken bak denne strategien, er at Olav Thon selv ønsker at Gruppen skal forvaltes godt også i fremtiden, nettopp for å kunne støtte samfunnet. Stiftelsen kan gi bort opp til 100 millioner kroner til samfunnsnyttige formål. Eksempelvis har de bidratt til å gjenoppbygge fjellstien til Reinebringen i Lofoten, restaurering av norske krigsfly fra andre verdenskrig, samt støtte til forskning på muskel- og skjelettsykdom (Olav Thon Stiftelsen, 2022). Følgelig anser vi det som svært lite sannsynlig at OLT vil selge sine eiendeler, noe som er med på å undergrave substansverdimetodens betydning i vår verdsettelse av egenkapitalen til OLT.

På grunnlag av usikkerheten i verdiestimatet samt eierstrategien til Olav Thon Stiftelsen, ønsker vi å vekte verdiestimatet etter substansverdimetoden med kun 10% i forbindelse med

at vi skal komme frem til et endelig verdiestimat som skal legge grunnlaget for en handlingsstrategi.

12.3 Yield-metoden

En markedsbasert tilnærming på hvordan en kan finne et estimat på aksjeverdi til OLT er blant annet gjennom yield-metoden (Kaldestad & Møller, 2016). I forrige delkapittel presenterte vi at det er to uavhengige parter som verdivurderer eiendommene til OLT. Verdivurderingen blir foretatt i henhold til yield-metoden (Sperre, A. B., personlig kommunikasjon, 11.10.2022). Følgelig er det interessant å presentere yield-metoden, for å illustrere komponentene i metoden, og hvordan de vil slå ut i de balanseførte eiendelene til OLT, samt det som vi har definert som en unormal resultatpost, verdiendringer på investeringseiendom. En utredning av modellen vil også være interessant i forhold til forutsetningene våre for å beregne en aksjeverdi etter substansverdimetoden.

For å beregne verdiene på eiendommene benyttes følgende uttrykk som er netto leieinntekter dividert på den beregnede yielden. Uttrykket underbygges av (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\text{Verdi eiendom} = \frac{\text{Netto Leieinntekter}}{\text{Yield}}$$

OLT gir en detaljert beskrivelse av hva som fremgår av begrepet *netto leieinntekter*. Begrepet omfatter *brutto leieinntekt* fratrukket *normaliserte eierkostnader* (Sperre, A. B., personlig kommunikasjon, 11.10.2022). Brutto leieinntekter vil være inntekter som er tilknyttet eiendommene, altså mesteparten, om ikke all inntekt, som presenteres i finansregnskapene. Derimot presiseres det ikke hva som inngår i begrepet *normaliserte eierkostnader*, men er trolig sammenføyet med driftskostnadene tilknyttet de respektive eiendommene. Hvilke skjønsmessige vurderinger som foretas i forbindelse med å definere inntektene og kostnadene er essensielle for hvilket verdiestimat metoden vil gi. Det gjelder naturligvis også andre eiendomsvirksomheter slik som de komparative virksomhetene til OLT.

12.3.1 Netto leieinntekt

Brutto leieinntekt

Det er nærliggende å tro at brutto leieinntekt er lett å måle i forbindelse med at det er inntekten som eiendomsaktørene mottar på sine eiendommer, og er kontraktsfestet. OLT presenterer at slike leieinntekter blir estimert ved hjelp av den reelle lokasjonen på de respektive eiendommene, type eiendom og hvilken tilstand eiendommen har. Slike estimater forteller OLT blir underbygget av eksisterende leieavtaler, og nylig inngåtte avtaler på sammenlignbare eiendommer (OLT, 2022). Likevel er det nødvendig å presisere at dette er estimater angående den fremtidige utviklingen, noe som kan medføre usikkerhet.

Normaliserte eierkostnader

Kostnadene som trekkes fra brutto leieinntekt er definert som *normaliserte eierkostnader*. Hva som inngår i begrepet, presenterer OLT som et estimat. Slike kostnader blir altså estimert ved å estimere de fremtidige vedlikeholdskostnadene til de ulike eiendommene over den økonomiske levetiden (OLT, 2022). På samme måte som ved estimerte leieinntekter i fremtiden, vil estimerte leiekostnader være preget av en viss grad av usikkerhet. RSM konkretiserer eierkostnader som kostnader knyttet til vedlikehold, forsikring, regnskap og revisjon (RSM, 2020).

12.3.2 Yield

Fra delkapittel 3.2.2 presenteres begrepet *yield* som et avkastningskrav. Komponenten, som vi kan se av uttrykket for verdien av eiendommen, benyttes ved å dividere netto leieinntekter på yilden. Yilden som inngår i verdivurderingen av eiendommene til OLT består av fire ulike komponenter, *10-års swaprente*, *inflasjonsforventninger*, *kredittmargin* og *eiendomsrisiko*. Uttrykket for yilden presenterer vi nedenfor, et uttrykk vi har fått presentert av Arne B. Sperre, Konserndirektør Økonomi og Finans (Sperre, A. B., personlig kommunikasjon, 11.10.2022).

$$\text{Yield} = 10 \text{ års swaprente} - \text{inflasjonsforventninger} + \text{kredittmargin} \\ + \text{eiendomsrisiko}$$

En langsiktig renteswap knyttes ofte opp mot selskaper som har store lån med flytende rente. I uttrykket for yield, representerer 10 års swaprente grunnlaget. Formålet er å sikre seg dersom

renten skulle stige. I og med at renten er låst vil man betale en fast rentesum, som vil generer en merverdi dersom den faste markedsrenten stiger. Ved at denne avtalen er låst i et tiårsperspektiv av gangen fremstår løsningen som forutsigbar og stabil (DNB, 2022).

Inflasjonsforventningene er en standard komponent som presenteres av Norges Bank. Målet for Norges Bank er at inflasjonen skal være nær 2 prosent over tid (Norges Bank, 2020). Forventningen om inflasjon trenger ikke å være det samme som inflasjonsmålet. Norges Bank sin forventningsundersøkelse for tredje kvartal 2022 viser til en forventning om prisvekst, inflasjonen på ulike varer og tjenester, vil være 4,1 prosent om ett år, noe som er 0,4 prosent høyere enn forrige kvartal. Mer detaljert forventer arbeidslivspartene en prisvekst på 4,6 prosent, mens næringslivslederne forventer en vekst på 5,6 prosent (Nilsen, 19. august). Følgelig er det naturlig at yield reduseres i takt med forventningene om økt inflasjonsvekst. Vi observerer at OLT la til grunn en forventet prisstigning på 2 prosent i forbindelse med eiendomsverdiene i både 2020 og 2021 (OLT, 2022). På lang sikt er det nærliggende å tro at inflasjonsforventningene vil tilsvare inflasjonsmålet til Norges Bank.

Kredittmarginen representerer et risikopåslag i forbindelse med at risikoen endrer seg. Kredittmarginen avhenger dermed av risikonivået som kan relateres til de respektive eiendommene. Hvilken risiko en eiendom har, er ofte en ekstern satt faktor. I urolige tider slik som usikkerheten rundt pandemien og krigen i Ukraina, er det naturlig at denne komponenten øker. I perioder hvor fremtidsutsiktene er gode, er det naturlig at kredittmarginen reduseres.

Eiendomsrisiko er den siste komponenten som påvirker yielden. Leddet blir omtalt som en sekkepost som blir påvirket av flere faktorer. Også denne avhenger av hvilken risiko som foreligger. Økende risiko gir økende yield, som vil redusere verdiene. Beliggenhet, type bygg og kunde vil kunne påvirke denne faktoren. Dersom et bygg er plassert i bykjernen vil eiendomsrisiko reduseres, det samme vil gjelde for statlige leietakere med samfunnskritiske oppgaver, bringer med seg en gitt pålitelighet. OLT (2022) presenterer andre faktorer slik som *gjenværende kontraktslengde* og *faktisk ledighet* som brukes i verdsettelsen av eiendommene.

Totalt av uttrykket ser vi at utgangspunktet er den 10-årig swaprenten. Dersom avkastningskravet reduseres, skjer det i takt med størrelsen på inflasjonsforventningene. Det som eventuelt trekker opp yielden er relevant risiko som kan tilegnes den enkelte eiendommen. Oppsummert er det risikoen, kreditt- og eiendomsspesifikk risiko som kan være med på å øke yielden, og da trekke ned eiendomsverdiene.

12.3.3 Yield som komponent i substansverdimetoden

Yield-metoden er altså en metode som ofte benyttes i praksis for å verdivurdere eiendommene. Den periodevise verdivurderingen vil fremkomme som en periodevis inntekt eller kostnad, og slår direkte ut i de balanseførte eiendelene gjennom at eiendelene enten øker eller minker i verdi. Vi har observert at verdiendringene kan påvirke bunnlinjen i betydelig grad, både i positiv og negativ retning. Av tabell 5.6 i kapittel 5.2.2.1 så vi at verdiendringene har variert fra å være -30,69 til 80 prosent av leieinntektene til OLT over analyseperioden.

I delkapittel 12.2.1 beregnet vi substansverdien til OLT og gikk inn på grunnlaget for modellen. Vi baserte oss på at salgsverdien er representert av *virkelig verdi* som fremkommer av finansregnskapet til OLT. På det grunnlaget endte vi opp med et verdiestimat på kr 408 per aksje. Dersom vi tar som forutsetning om at vårt konkursjusterte fundamentale verdiestimat på kr 201,56 er den korrekte verdien på aksjene i OLT, ser vi at verdien på eiendelene er overvurdert i balansen. Av utledningen av komponentene i yield-metoden, ser vi at årsaken kan komme av oppgitt lav risiko, som reduserer yielden. Eventuelt kan det komme av optimistiske utsikter for leieinntektene på de respektive eiendommene, eller eksempelvis normaliserte eierkostnader er undervurderte, ved at verdivurderingen av eiendommene anser mange av kostnadene som unormale. Vi vil påpeke at dette er vage alternative hypoteser, da OLT er pliktig til å verdivurdere investeringseiendommene etter virkelig verdi, og at regnskapene er reviderte, hvor revisjonsberetningen fra BDO for siste regnskapsår hevder at årsregnskapet oppfyller gjeldende lovverk (OLT, 2022). Videre har vi som tidligere beskrevet at ethvert verdiestimat, også vårt eget, ha en mengde usikkerhet med seg, på grunn av estimatene som en må foreta seg. Totalt, vil substansverdimetoden, og derav yielden ikke ha noen særlig innvirkning på grunn av eierstrategien til Olav Thon Stiftelsen.

12.3.4 Illustrasjon av Yield

Formålet med delkapittel 12.3 er å illustrere hvilken grad en beregnet yield kan ha på verdien på investeringseiendommene, egenkapitalen, og derav egenkapitalprosenten og belåningsgraden. Belåningsgraden er beregnet som rentebærende gjeld dividert på sum eiendeler, mens egenkapitalprosenten er egenkapital dividert på sum eiendeler. I 2022 tok OLT utgangspunkt i en yield på 4,9 prosent på den totale eiendomsporteføljen, hvor kjøpesenter og annen næringseiendom har ulik yield. Presenterte eiendomsverdier for første halvår 2022 var 58 919 MNOK (OLT, 2022). Dersom vi tar en forutsetning om en yield på

4,9 prosent for den fullstendige eiendomsporteføljen, kan vi presentere hva som vil skje med ulike balanseførte verdier dersom yielden endrer seg i positiv og negativ retning. Inntektsnivået holder vi konstant gjennom perioden.

	Verdi eiendom	Sum eiendeler	EK	EK-prosent	Rentebærende gjeld	Netto rentebærende gjeld	Belåningsgrad
30.06.2022	58 919	64 090	33 709	52,60 %	20 495	20 300	31,98 %
Yield + 0,5%	53 463	58 635	28 254	48,19 %	20 495	20 300	34,95 %
Yield + 0,75%	51 097	56 269	25 888	46,01 %	20 495	20 300	36,42 %
Yield + 1,0%	48 932	54 104	23 723	43,85 %	20 495	20 300	37,88 %
Yield - 0,5%	65 613	70 785	40 404	57,08 %	20 495	20 300	28,95 %
Yield - 0,75%	69 566	74 738	44 357	59,35 %	20 495	20 300	27,42 %
Yield - 1,0%	74 025	79 197	48 816	61,64 %	20 495	20 300	25,88 %

Tabell 12.16: Konsekvens av endring i yield. Inspirasjon hentet fra Arne B. Sperre, personlig kommunikasjon 11.10.2022

Selv om at dette er en noe forenklet fremstilling av hva som kan skje i OLT, representerer det likevel et bilde for hva som vil skje med investeringseiendommenes verdi, noe som vil påvirke egenkapitalen og egenkapitalen direkte. I kolonnen til venstre presenterer vi endringen i yielden. Dersom yielden øker med 1 prosent, ser vi at egenkapitalandelen vil synke fra 52,6 prosent til 43,85 prosent. I motsatt retning, vil egenkapitalen øke til å være 61,64 prosent dersom yielden er mer optimistisk. En endring på én prosent for yielden vil kunne ses på som en ekstrem situasjon, likevel ser vi hva som er tendensen dersom yielden øker i positiv eller negativ retning. Oppsummert ser vi at lavere yield gir høyere eiendomsverdi, og motsatt, slik som litteraturen beskrev i kapittel 3.2.2.

12.4 Verdiestimat ved bruk av komparativ verdivurdering

I dette kapitlet har vi gjennomført en komparativ verdivurdering ved hjelp av multiplikatormodellen og substansverdimetoden for å supplere den fundamentale verdsettelsen. Vi har også inkludert et delkapittel som omhandler yield-metoden, da OLT baserer seg på denne metoden for å estimere verdien av sine eiendeler, som igjen vil kunne påvirke substansverdimetoden i stor grad.

Av substansverdimetoden har vi funnet et relativt høyt verdiestimat, noe som kan ha sitt utspring fra yield-metoden som benyttes for å estimere verdien på investeringseiendommene. Verdiestimatet etter substansverdimetoden er kr 408,2 per aksje. Hvilke faktorer som inngår i yield-metoden som gjør at verdiestimatet er så høyt, er det forbundet mye usikkerhet til. Grunnet eierstrategien til Olav Thon Stiftelsen ser vi at substansverdimetoden er lite relevant i forbindelse med vår verdsettelse, nettopp fordi eiendelene i OLT mest sannsynlig ikke vil bli solgt. Multiplikatormodellen er den andre modellen i den komparative verdsettelsen. Modellen ga et verdiestimat på kr 202,4 per aksje. Grunnet substansverdiens lave betydning, gir grunnlag for å vekte metoden med kun 10 prosent, hvor så å vekte multiplikatormodellen med 90 prosent for å finne et vektet verdiestimat av den komparative verdivurderingen. Fra den komparative analysen får vi dermed et estimat på kr 222,9 per aksje. Substansverdimetoden verdsetter selskapet for høyt knyttet til at EV/NAV er under 1. Selv om multiplikatormodellen har relativ store variasjoner seg imellom, er det dette estimatet som reflekterer markedets prising.

13. Oppsummering og konklusjon

Masteroppgavens utgangspunkt er å estimere egenkapitalverdien til OLT og derav beregne en aksjepris på selskapet. Formålet har vi nå oppnådd gjennom en estimert verdien på egenkapitalen ved. Bruk av vår hovedmetode, *fundamental verdivurdering*. For å minimere usikkerheten i den fundamentale verdsettelsen har vi valgt å supplere den fundamentale verdivurderingen med andre metoder. Følgelig har vi kommet frem til et endelig verdiestimat som skal gi grunnlag for en handelsstrategi.

13.1 Oppsummering av hovedfunn

Gjennom en kvalitativ analyse av eiendomsbransjen og OLT, har vi funnet at bransjen har en moderat fordel på kort sikt, og en lav fordel på lang sikt. Tilsvarende analyse for OLT la grunnlaget for at vi hevder at OLT har en moderat fordel på kort sikt, mens fordelene reduseres over tid til lav over budsjett horisonten vår. Det at fordelene er moderat, kommer av at den historisk lave fordelene har økt betraktelig de senere årene. Bransjen har en moderat fordel på kort sikt gjennom en høy investeringsinteresse og lav forhandlingsmakt blant kundene og leverandørene. På et lengre perspektiv vil trusselen om nye vedtekter for miljø og bærekraft og økt konkurranse true lønnsomheten i bransjen dersom man ikke står i spissen for en omveltning av industrien. Det er spådd nedgang i eiendomsprisene knyttet til økende renter og høyere yield, som kan være med å redusere den langsiktige fordelene. OLT kan vise til en historisk omløpsfordel som underbygger at konsernet besitter en ledende posisjon i bransjen med en god lokalisering på byggene sine og sterk satsningen på kjøpesentersegmentet. Da de fleste ressurser kan kopieres, spesielt knyttet til kunnskap og kunder vil et konkurransefortrinn være minkende på lang sikt, slik at ressursfordelen vil avta over tid.

Neste steg var å omgruppere og justere både bransjens og konsernets rapporterte regnskap. Alt med hensyn på en investororientert analyse. Vi har valgt å foreta en justering med hensyn på investeringseiendommen knyttet til bransjen og OLT. Ved å fjerne merverdien investeringseiendommene har oppnådd vil man kunne fremheve rentabiliteten, slik at den nå måles etter faktisk investert kapital. Etter å ha foretatt en risikoanalyse og estimert avkastningskravet har man et godt grunnlag til å gjennomføre en kvantitativ strategisk regnskapsanalyse. Analysen bekreftet vår antagelse om en minkende fordel på et langsiktig perspektiv. Den strategiske eierfordelen faller fra 4,16 prosent i 2017 til 1 prosent i *steady*

state. Bransjen har flere usikkerhetsmomenter å forholde seg til. Konsumentenes holdninger kan snu raskt og med en ny taksonomi innført vil kapital kunne bli betydelig mer kostbart. Vi anser det derfor som rimelig å tenke seg at den langsiktige fordel vil være liten.

Fremtidsregnskapet og fremtidskravet er grunnlaget til den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Det konvergente verdiestimatet etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden ble på kr 204. Etter konkursjustering ble verdiestimatet 201,56 per aksje. Rimelighetsvurderingen av verdiestimatet ga oss et pris/bok-forhold på 1,018 og forteller oss at OLT besitter en fremtidig strategisk fordel. Beregnet pris/fortjeneste-forhold ble på 11,57, og er derfor lavere enn det normale forholdet på 16,14 (1/ekk). Et slikt forhold oppstår fordi i budsjettet er den strategiske fordel avtagende fra år 2023 og man får dermed en negativ superprofittvekst. P/E-forholdet er også med på å underbygge at OLT er karakterisert som verdiselskap, altså et modent selskap, samt at det foreligger en strategisk fordel som vil reduseres på sikt.

Usikkerheten i verdiestimat ble analysert gjennom en simulerings- og sensitivitetsanalyse med en tilhørende tornadoanalyse. Av Monte Carlo-simuleringen fikk vi en variasjonskoeffisient på 17,47 prosent. Denne størrelsen beskriver usikkerheten i vårt fundamentale verdiestimat. Av variasjonsanalysen ser vi at verdiestimatet er mest sensitivt for budsjettdriverne i år T. Det inkluderer netto driftsmargin, risikofri rente etter skatt, omløp på netto driftseiendeler, driftsinntektsveksten og driftsinntektsveksten. Verdiestimatet er ikke særlig sensitivt for budsjettdriverne tidlig i budsjettperioden, noe som kommer av at det foreligger lave standardavvik historisk. Av simuleringen ser vi også at det er svært lite sannsynlig at OLT vil gå konkurs.

Til slutt foretok vi en komparativ verdivurdering med utgangspunkt i multiplikator- og substansverdimodellen. Komparativ verdivurdering ga oss et vektet verdiestimat på kr 222,94 per aksje, hvor multiplikatormodellen og substansverdimetoden er vektet med henholdsvis 90 og 10 prosent, noe som kommer av den langsiktige eierstrategien til Olav Thon stiftelsen.

13.2 Endelig verdiestimat

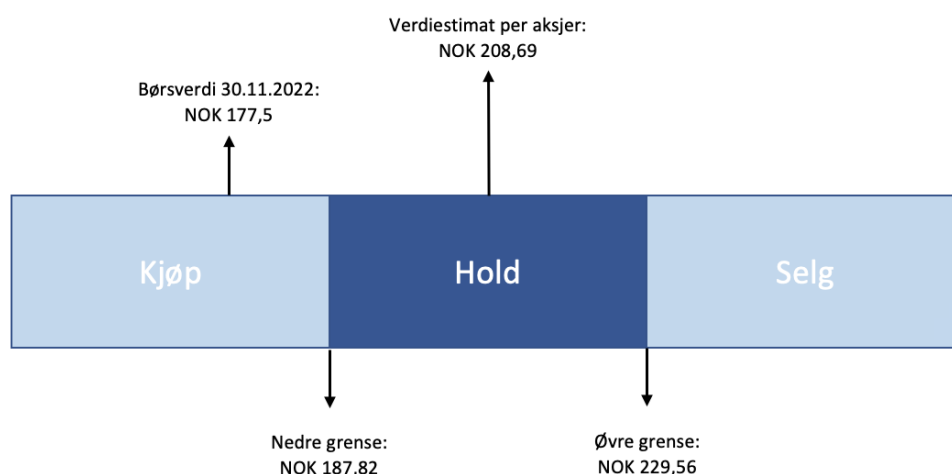
Siden vi nå sitter igjen med to ulike verdiestimat på aksjen til OLT, gjennom fundamental verdsettelse og komparativ verdivurdering på henholdsvis kr 201,56 og kr 222,94 ønsker vi å vekte verdiestimatet. Vi velger å vektlegge den fundamentale analysen høyest på bakgrunn av hvor grundig analysen tar for seg både OLT og bransjen, samt det framoverskuende

perspektivet. En komparativ verdivurdering har også en rekke svakheter som gjør at vi velger å vekte den med 1/3 prosent, mens den fundamentale vektet med 2/3 prosent. Vårt endelige verdiestimat vil bli på:

$$\text{Verdiestimat per aksjer} = \frac{2}{3} * 201,56 + \frac{1}{3} * 222,94 = 208,69$$

13.3 Forslag til handelsstrategi

I det påfølgende vil vi utarbeide en handelsstrategi for aksjen i OLT. Det innebærer at vi vil sammenligne vårt endelige verdiestimat med børskursen til OLT per 30.11.2022. I forbindelse med anbefaling av handelsstrategi, velger vi å legge inn et lite vindu rundt vårt verdiestimat. Dette er en øvre og nedre grense rundt verdiestimatet, som må sammenlignes med den gitte børskursen. Vi velger å sette en grense på +/- 10 prosent rundt verdiestimatet på 208,69 for å finne grunnlaget for kjøpsanbefalingen.



Figur 13.1: Handelsstrategi

På grunnlag av vårt endelige verdiestimat på børskurs per 30.11.2022, på kr 177,5 per aksje, vil vår anmodning angående en handelsstrategi være å **KJØPE**.

Fra DN investor per 30.11.2022 lå konsensusestimatet på NOK 232,5. Estimaten er basert på en median av to analyser fra to forskjellige meglerhus (DNInvestor, 2022). Dette er betraktelig høyere enn børskurs, men støtter opp under vår analyse om en undervurdert pris. Meglerhusene har også trukket samme konklusjon om å kjøpe.

Litteraturliste

Bøker og trykte kilder

Brealey, R.A, Myers, S.C & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance*. (13. utg.). McGraw-Hill Education.

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

Erichsen, M., Solberg, F. & Stiklestad, T. (2018) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter* (2.utg.). Fagbokforlaget

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. (2. utg.). Fagbokforlaget

Keller, G. (2015). *Managerial statistics*. Cengage Learning

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (6.utg.). John Wiley & Sons

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (7.utg.). John Wiley & Sons

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

Lyng, B. V. (2012, juni). *Suksessfaktorer med kjøpesenter. Hva skal til for å lykkes med kjøpesenter?* NTNU

Palepu, K. G., Healy, P. M. & Peek. E. (2019). *Business Analysis and Valuation*. (5. utg.). Cengage Learning EMEA

Palepu, K. G., Healy, P. M. & Peek. E. (2022). *Business Analysis and Valuation*. (6. utg.). Cengage Learning EMEA

Pangea Property Research. (November 2022). *Negative sector returns for the first time in ten years*. Pengea Listed Overview

-
- Penman, S.H. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (4. utg.).
McGraw-Hill
- Plenborg, T., Kinserdal, F. (2021). *Financial Statement Analysis* (2. utg.).
Fagbokforlaget
- Riise, M. & Valde, M. (2017). *Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Rema 1000*.
Norges Handelshøyskole
- Rosendahl, F. & Finholdt, J. S. (2021). *Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Entra ASA*. Norges Handelshøyskole
- Sunde, E.G. & Sunde, L.G. (2019). *Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Europris ASA*. Norges Handelshøyskole
- Teigen, C. (2022, 28. september). DNB har fem ganger mer utlån til næringseiendom enn til oljebransjen. *Finansavisen*, s. 4.

Forelesninger

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.1. *Verdivurdering*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 1.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.2. *Strategi, rekneskap og verdi*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 2.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.3. *Rekneskapsanalyse ramme og «trailing»*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 3.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.4. *Omgruppering for analyse*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 4.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.5. *Omgruppering balanse og kontantstrøm*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 5.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.7. *Målefeil*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 7.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.8. *Justering av målefeil*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 8.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.9. *Kredittvurdering: Syntetisk rating*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 9.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.10. *Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 10.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.11. *Syntetisk rentabilitetsanalyse*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 11.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.12. *Strategisk driftsanalyse*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 12.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.13. *Framtidsrekneskap: Ramme og vekstanalyse*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 13.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.14. *Framtidsrekneskap drift og finans*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 14.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.15. *Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 15.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.16. *Fundamental verdivurdering: Praksis, metodar og modellar*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 16.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.17. *SK-metoden og verdikonvergens*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 17.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F.18. *Uvisse i verdiestimatet*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 18.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F. 19. *Handling og emne i fundamental verdivurdering*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 19.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F. 23. *Komparativ verdivurdering*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 23.

Knivsflå, Kjell Henry. 2022. F. 24. *Opsjonsbasert verdivurdering*. Norges Handelshøyskole BUS440A, forelesning 24.

Års og kvartalsrapporter

Castellum AB. 2017. *Castellum Annual Report 2016*.

Castellum AB. 2018. *Castellum Annual Report 2017*.

Castellum AB. 2019. *Castellum Annual Report 2018*.

Castellum AB. 2020. *Castellum Annual Report 2019*.

Castellum AB. 2021. *Castellum Annual Report 2020*.

Castellum AB. 2022. *Castellum Annual and Sustainability Report 2021*.

Castellum AB. 2021. *Castellum Interim report Q1/2021*.

Castellum AB. 2021. *Castellum Half-year report January-June 2021*.

Castellum AB. 2022. *Castellum half-year report January-June 2022*.

Castellum AB. 2022. *Castellum interim report January-March 2022*.

Citycon OYJ. 2017. *Financial review 2016*.

Citycon OYJ. 2018. *Financial review 2017*.

Citycon OYJ. 2019. *Financial review 2018*.

Citycon OYJ. 2020. *Financial review 2019*.

Citycon OYJ. 2021. *Financial review 2020*.

Citycon OYJ. 2022. *Financial review 2021*.

Citycon OYJ. 2022. *Interim Report Q1/2021*.

Citycon OYJ. 2022. *Citycon Half-Yearly report H1/2021*.

Citycon OYJ. 2022. *Interim Report Q1/2022*.

Citycon OYJ. 2022. *Interim Report Q2/2022*.

Entra ASA. 2017. *Årsrapport 2016*.

Entra ASA. 2018. *Årsrapport 2017*.

Entra ASA. 2019. *Annual Report 2018*.

Entra ASA. 2020. *Annual Report 2019*.

Entra ASA. 2021. *Annual Report 2020*.

Entra ASA. 2022. *Annual Report 2021*.

Entra ASA. 2022. *Q1 Quarterly Report 2022*.

Entra ASA. 2022. *Q2 Quarterly Report 2022*.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. 2015. *Årsrapport 2014*.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. 2017. *Årsrapport 2016*.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. 2018. *Årsrapport 2017*.

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

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

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

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

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. 2021. *Rapport 2. kvartal og 1. halvår 2021*.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. 2022. *Rapport 2. kvartal og 1. halvår 2022*.

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

Olav Thon Gruppen. 2021. *Bærekraftsrapport 2020*.

Internettbaserte kilder

Aarnes, F., J. Forhold. Store Norske Leksikon. (2021, 12. oktober). Hentet fra <https://snl.no/forhold>

Bolig og Fritid. (2020, 27. august). Investere i eiendom: 5 alternative metoder (2020). Hentet fra <https://boligogfritid.no/okonomi/investere-i-eiendom/>

Bøhren, L. (2021, 12. oktober). Balder varsler pliktig bud på Entra – blir på minst 36,9 mrd. E24. Hentet fra <https://e24.no/boers-og-finans/i/0G3pn0/balder-varsler-pliktig-bud-paa-entra-blir-paa-minst-369-mrd>

Castellum. (2022, 19. september). About Castellum. Hentet fra <https://www.castellum.se/en/about-castellum/>

Castellum. (2022, 19. september). Investor relations. Hentet fra <https://www.castellum.se/en/Investorrelations/>

Chen, J. (2021, 18. august). Mean Reversion. *Investopedia*. Hentet fra <https://www.investopedia.com/terms/m/meanreversion.asp>

Citycon. (2022, 19. september). Dette er Citycon. Hentet fra <https://www.citycon.com/no/om-oss/dette-er-citycon>

Damodaran. (2022, 5. januar). *Levered and unlevered betas by industry*. Damodaran Online. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

DigitalNorway. (2021, 20. januar). Hvilke eksterne drivkrefter påvirker bedriften? Slik gjør dere en PESTEL-analyse. Hentet fra <https://digitalnorway.com/pestel-analyse/>

DigitalNorway (2021, 21.oktober). Porters fem krefter: Slik gjør du en konkurrentanalyse. Hentet fra <https://digitalnorway.com/porters-fem-krefter-slik-gjor-du-en-konkurrentanalyse/>

DigitalNorway (2019, 9. desember). Slik endrer teknologi hele eiendomsbransjen. Hentet fra <https://digitalnorway.com/slik-endrer-teknologi-hele-eiendomsbransjen/>

DigitalNorway. (2022). *Metodekort PESTEL 1/2*. Hentet fra <https://digitalnorway.com/content/uploads/2020/06/PESTEL.pdf>

-
- DNB. (2022, 26. september). Renteswap (rentebytte). Hentet fra <https://www.dnb.no/markets/valuta-og-renter/rentesikring/renteswap>
- DNinvestor. (2022, 02. desember). Olav Thon Eiendomsselskap OLT (Oslo Børs). Hentet fra <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S110/OLT/OLAVTHONEIENDOMSSELSKAP>
- Entra ASA (2022, 21. september). Om Entra. Hentet fra <https://entra.no/about>
- FN-Sambandet. (2021, 24. mars). FNs Global Compact. Hentet fra <https://www.fn.no/om-fn/fns-organisasjoner-fond-og-programmer/un-global-compact>
- Frøberg, A. & Toraman, M. (2022 25. august). Mindre netthandel av varer, men mye kjøp av tjenester på nettet. Hentet fra <https://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/varehandel/artikler/mindre-netthandel-av-varer-men-mye-kjop-av-tjenester-pa-nettet>
- Grønn Byggallianse. (2022, 28. september). Hvorfor sertifisere? Hentet fra <https://byggalliansen.no/sertifisering/hvorfor-sertifisering/>
- Investopedia. (2022, 03. mars). What Is Considered a Good net Debt-to-Equity Ratio? Hentet fra <https://www.investopedia.com/ask/answers/040915/what-considered-good-net-debttoequity-ratio.asp>
- Investopedia. (2022, 01. august). Porter's Five Forces Explained and How to Use the Model. Hentet fra <https://www.investopedia.com/terms/p/porter.asp>
- Hagen, M. (2016). *Aktuell kommentar: Næringseiendom i Norge* (Nr. 6, 2016). Hentet fra https://www.norges-bank.no/contentassets/093fda53ce45407aba78d88a97243e10/aktuell_kommentar_6_2016.pdf?v=03/09/2017123525&ft=.pdf
- Hågøy, T. (2018, 28. Mars). Høy verdi i kort gangavstand. Estate Nyheter. Hentet fra <https://www.estatenyheter.no/aktuelt/hoy-verdi-i-kort-gangavstand/233488>
- Larsen, J. H. (2021, 16. august). Hvordan vil renteøkninger påvirke eiendomsbransjen? *Formue*. Hentet fra <https://formue.no/innsikt/eiendomsmarkedets-pavirkning-av-renteoppgang/>

Moody's (2022). *Moody's Rating Scale and Definitions*. Hentet fra

https://www.moodys.com/sites/products/productattachments/ap075378_1_1408_ki.pdf

Nestaas, K. (2021, 16. februar). Spår nedgang i transaksjonsmarkedet. *Kapital*. Hentet fra

https://www.kapital.no/rapportasje/naeringsliv/2022/02/16/7809666/naeringseiendom-hvis-det-smeller-na-smeller-det-mer?zeph_sso_ott=OPNqid

NHO. (2021, 19. mai). NHOs posisjon for fremtidig bruk av hjemmekontor. Hentet fra

<https://www.nho.no/tema/arbeidsliv/artikler/nhos-posisjon-for-fremtidig-bruk-av-hjemmekontor/>

Nilsen, A. A. (2022, 19. august). Norges Bank.undersøkelse: Øker inflasjonsforventningene.

E24. Hentet fra <https://e24.no/boers-og-finans/i/oWdl6g/norges-bank-undersokelse-oeker-inflasjonsforventningene>

Nordea. (2021, 18. mai). Klimavennlig eiendomsutvikling: - Det er lønnsomt å fokusere på

bærekraft. Hentet fra <https://www.nordea.com/no/nyheter/klimavennlig-eiendomsutvikling-det-er-lonnsomt-a-fokusere-pa-baerekraft>

Norges Bank. (2020, 2. april). Inflasjon. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>

Norges Bank (2022, 26. juli). Statsrenter. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/>

Norges Bank (2021, 02. september). I-44, Importveid kursindeks. Hentet fra

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/i44/>

Norges Bank. (2022, 22. september). Endringer i styringsrenten. Hentet fra

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>

NTB. (2020, 15. august). Kraftig omsetningsvekst for norske kjøpesentre i juli. *E24*. Hentet

fra <https://e24.no/naeringsliv/i/na5grQ/kraftig-omsetningsvekst-for-norske-koepesentre-i-juli>

Næringseiendom (2022, 21. september). CBD - det sentrale businessdistriktet. Hentet fra

<https://ne.no/guide/cbd-det-sentrale-businessdistriktet/>

Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO). (2022, 26. september). EUs taksonomi og handlingsplan for bærekraftig finans. Hentet fra <https://www.nho.no/tema/energi-miljo-og-klima/artikler/eus-taksonomi-og-handlingsplan-for-barekraftig-finans/>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2022, 21. september). Kjøpesenter Norge. Hentet fra <https://www.olt.no/Virksomheten/Kjopesenter/>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA (2022, 24. november). Note 23: Kapitalstruktur og egenkapital. Hentet fra <https://www.olt.no/investor/Rapporter/2016/Regnskap/Noter/Note-23-Kapitalstruktur-og-egenkapital/>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA (2022, 21. september). Næringseiendom. Hentet fra <https://www.olt.no/Virksomheten/Naringseiendom/>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA (2022, 21. september). Samfunnsansvar. Hentet fra <https://www.olt.no/foretaksstyring/Samfunnsansvar/>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2022, 27.september). Eiendomsvirksomheten. Hentet fra <https://www.olt.no/Virksomheten/>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2022, 27.september). Om. Hentet fra <https://www.olt.no/Om-oss/>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2022, 27. september). Utbytte. Hentet fra <https://www.olt.no/investor/Utbytte/>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2022, 03. oktober). Kalender. Hentet fra <https://www.olt.no/investor/kalender/>

Olav Thon Stiftelsen. (2022, 14. Desember). Om Olav Thon Stiftelsen. Hentet fra <https://olavthonstiftelsen.no/om-stiftelsen/>

Oracle (2022). *Limitations of The Tornado Analysis Tool*. Hentet fra https://docs.oracle.com/cd/E57185_01/CYBUG/ch09s03s03.html

Oslo Kommune (2022, 1. januar). Folkemengde og endringer. Hentet fra <https://www.oslo.kommune.no/statistikk/befolkning/folkemengde-og-endringer/#gref>

Oslo Kommune (2022, 21. september). Hva er en reguleringsplan? Hentet fra <https://www.oslo.kommune.no/plan-bygg-og-eiendom/planforslag-og-planendring/hva-er-en-reguleringsplan/#gref>

Oslo Kommune, (23. september). Hvor mye skal du betale i eiendomsskatt? Hentet fra <https://www.oslo.kommune.no/skatt-og-naring/skatt-og-avgift/eiendomsskatt/hvor-mye-skal-du-betale-i-eiendomsskatt/#gref>

Prognosesenteret. (2019, 22. oktober). Kjøpesenter i sosiale medier - og noen spådommer om netthandel. Hentet fra <https://blogg.prognosesenteret.no/kjoepesentre-i-sosiale-medier--og-noen-spaadommer-om-netthandel>

PwC. (2021). *Risikopremien i det norske markedet*. Norske Finansanalytikere Forening. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>

Revfem, J. (2017, 08. januar). Den store yieldguiden. *Estate Nyheter*. Hentet fra <https://www.estatenyheter.no/aktuelt/den-store-yieldguiden/177181>

RSM. (2020, 1. april). Eierkostnader for næringsseiendom. Hentet fra <https://www.rsm.global/norway/nb/news/eierkostnader-naeringseiendom>

Skatteetaten. (2022, 23. september). Dokumentavgift. Hentet fra <https://www.skatteetaten.no/person/avgifter/dokumentavgift/>

Skatteetaten, (2022, 23. september). Skatteregler - utleie av næringsseiendom. Hentet fra <https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/bolig-og-eiendeler/bolig-eiendom-tomt/utleie/naringseiendom/skatteeregler---utleie-av-naringseiendom/>

Store Norske Leksikon. (2022, 31. august). SWOT-analyse. Hentet fra <https://snl.no/SWOT-analyse>

Statistisk sentralbyrå. (2022, 09. september). Konsumprisindeksen. Hentet fra <https://www.ssb.no/statbank/table/08981/>

Statistisk sentralbyrå. (2022, 25. mai). Lavest ledighet på 14 år. Hentet fra <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/sysselsetting/statistikk/arbeidskraftundersokelsen/artikler/laveste-ledighet-pa-14-ar>

Strategic CFO. (2013, 24. juli). Threat of Substitutes (one of Porter's Five Forces). Hentet fra <https://strategiccfo.com/articles/financial-leadership/threat-of-substitutes-one-of-porters-five-forces/>

Thon Hotels. (2020, 26. juni). Thon Hotels er kåret til hotellbransjens mest bærekraftige merkevare i Norge. *NTB Kommunikasjon*. Hentet fra <https://kommunikasjon.ntb.no/pressemelding/thon-hotels-er-karet-til-hotellbransjens-mest-baerekraftige-merkevare-i-norge?publisherId=1726413&releaseId=17887129>

Wikipedia. (2022, 12. september). Liste over norske kjøpesentre. Hentet fra https://no.wikipedia.org/wiki/Liste_over_norske_kjoesentre

Zimmermann, L. (2021, 14. desember). Innlegg: Klimakrav til bygge- og eiendomsbransjen. *Byggeindustrien*. Hentet fra <https://www.bygg.no/innlegg-klimakrav-til-bygge-og-eiendomsbransjen/1485678!/>

Tabelloversikt

Tabell 2.1: Oversikt over de største aksjonærene i OLT

Tabell 2.2: Oversikt over aktørene i den gjennomsnittlige bransjevirkksomheten. Data hentet ut 30. september 2022. Omregning iht. valutakurs 30. september.

Tabell 4.1: Tabellen viser en oppsummering av SVIMA-analysen

Tabell 4.2: Oppsummering av strategisk fordel gjennom bransje- og ressursfordel på kort og lang sikt

Tabell 4.3: Oppsummering av eiendomsbransjen og OLT - SWOT

Tabell 5.1: Resultatregnskap for OLT

Tabell 5.2: Endring i egenkapital for OLT

Tabell 5.3: Balanseregnskap for OLT

Tabell 5.4: Oversikt over avsetning til tap på kundefordringer

Tabell 5.5: Oversikt over leiereduksjon

Tabell 5.6: Common size-analyse for verdiendring

Tabell 5.7: Traillet resultatregnskap

Tabell 5.8: Traillet balanseregnskap

Tabell 5.9: Endring i egenkapital i trailing året

Tabell 5.10: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen

Tabell 5.11: Fullstendig driftsresultat før skatt

Tabell 5.12: Fullstendig finansregnskap før skatt

Tabell 5.13: Fordeling av unormalt driftsresultat før skatt

Tabell 5.14: Fordeling av unormalt driftsresultat før skatt

Tabell 5.15: Fordeling av skattesats på drift: normalisert og unormalt sats

Tabell 5.16: Netto driftsresultat for OLT

Tabell 5.17: Fullstendig unormalt driftsresultat etter skatt

Tabell 5.18: Netto finansinntekter etter skatt

Tabell 5.19: Netto finanskostnader etter skatt

Tabell 5.20: Fullstendig unormalt resultat etter skatt

Tabell 5.21: Fordeling av rapportert skattekostnad

Tabell 5.22: Normalisert resultat OLT

Tabell 5.23: Omgruppert balanse for eiendeler splittet opp i driftsrelatert og finansielle poster

Tabell 5.24: Omgruppert balanse for egenkapital, minoritetsinteresser og gjeld splittet opp i driftsrelatert og finansielle poster

Tabell 5.25: Omgruppert balanse splittet opp i drifts- og finansrelaterte poster forenklet

Tabell 5.26: Omgruppert balanse inndelt i sysselsatt eiendeler og sysselsatt kapital

Tabell 5.27: Netto finansiell gjeld

Tabell 5.28: Netto driftseiendeler og netto driftskapital

Tabell 5.29: Omgruppert og justert resultatoppstilling for OLT

Tabell 5.30: Omgruppert og justert balanse splittet opp i drifts- og finansrelaterte poster

Tabell 5.31: Omgruppert balanse inndelt i sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital

Tabell 5.32: Netto driftseiendeler og netto driftskapital

Tabell 5.33: Omgruppert og justert kontantstrøm

Tabell 5.34: Omgruppert og justert resultatoppstilling for bransjen

Tabell 5.35: Omgruppert og justert balanse splittet opp i drifts- og finansrelatert forenklet

Tabell 5.36: Omgruppert og justerte balanse, inndelt i sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital

Tabell 5.37: Netto driftseiendeler og netto driftskapital

Tabell 5.38: Omgruppert og justert kontantstrøm for bransjen

Tabell 6.1: Likviditetsgrad 1 – OLT og eiendomsbransjen

Tabell 6.2: Likviditetsgrad 2 – OLT og eiendomsbransjen

Tabell 6.3: Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad – OLT og eiendomsbransjen

Tabell 6.4: Rentedekningsgrad – OLT og eiendomsbransjen

Tabell 6.5: Endring i likvide midler

Tabell 6.6: Historisk egenkapitalandel – OLT og eiendomsbransjen

Tabell 6.7: Netto driftsrentabilitet – OLT og eiendomsbransjen

Tabell 6.8: Kapitalstruktur for OLT – absolutt og prosentvis fremstilling

Tabell 6.9: Kapitalstruktur for eiendomsbransjen – absolutt og prosentvis fremstilling

Tabell 6.10: Oversikt over forslag til forholdstall angående rating av virksomhet

Tabell 6.11: Syntetisk rating for OLT

Tabell 6.12: Syntetisk rating for bransjen

Tabell 7.1: Risikofri rente

Tabell 7.2: Markedets risikopremie, periode 2017 – 2022

Tabell 7.3: Estimert egenkapitalbeta ved hjelp av regresjon

Tabell 7.4: Finansiell gjeldsbeta

Tabell 7.5: Finansiell eiendelsbeta

Tabell 7.6: Netto finansiell gjeldsbeta

Tabell 7.7: Netto driftskapitalbeta

Tabell 7.8: Egenkapitalbeta

Tabell 7.9: Egenkapitalkrav

Tabell 7.10: Minoritetskrav

Tabell 7.11: Finansielt gjeldskrav

Tabell 7.12: Finansielt eiendelskrav

Tabell 7.13: Netto finansielt gjeldskrav

Tabell 7.14: Netto driftskrav

Tabell 7.15: Sysselsatt kapitalkrav

Tabell 7.16: Oversikt kapitalkrav

Tabell 8.1: Strategisk eierfordel

Tabell 8.2: Strategisk driftsfordel – netto driftsrentabilitet & netto driftskrav

Tabell 8.3: Bransjefordel – Netto driftsrentabilitet & netto driftskrav

Tabell 8.4: Ressursfordel

Tabell 8.5: Marginfordel

Tabell 8.6: Common size analyse av OLT

Tabell 8.7: Common size analyse av bransjen

Tabell 8.8: Omløpsfordel

Tabell 8.9: Dekomponert ressursfordel

Tabell 8.10: Gearingfordel – Strategisk driftsfordel, netto finansiell gjeldsgrad & minoritetsgrad

Tabell 8.11: Driftsfordel – Oppsummert

Tabell 8.12: Finansieringsfordel finansiell gjeld

Tabell 8.13: Finansieringsfordel finansielle eiendeler – Finansiell eiendelsrentabilitet, eiendelskrav & eiendelsgrad

Tabell 8.14: Finansieringsfordel netto finansiell gjeldsgrad

Tabell 8.15: Finansieringsfordel minoritet – Minoritetskrav, minoritetsrentabilitet & minoritetsgrad

Tabell 8.16: Finansieringsfordel – Oppsummert

Tabell 8.17: Strategisk eierfordel – Oppsummert

Tabell 9.1: Driftsinntektsvekst

Tabell 9.2: Netto driftsvekst

Tabell 9.3: Budsjettert driftsinntektsvekst

Tabell 9.4: Budsjetterte driftsinntekter

Tabell 9.5: Budsjetterte netto driftseiendeler gjennom budsjettperioden

Tabell 9.6: Budsjettert netto driftsresultat gjennom budsjettperioden

Tabell 9.7: Budsjettert finansiell gjeld gjennom budsjettperioden

Tabell 9.8: Budsjetterte finansielle eiendeler gjennom budsjettperioden

Tabell 9.9: Budsjetterte netto rentekostnader gjennom budsjettperioden

Tabell 9.10: Budsjettert netto finansinntekt gjennom budsjettperioden

Tabell 9.11: Budsjetterte minoritetsinteresser gjennom budsjettperioden

Tabell 9.12: Budsjettert netto minoritetsresultat gjennom budsjettperioden

Tabell 9.13: Budsjettert fremtidig resultatregnskap

Tabell 9.14: Budsjettert balanse på sysselsatt kapital

Tabell 9.15: Budsjettert balanse med fokus på netto driftskapital

Tabell 9.16: Budsjettert fri kontantstrøm

Tabell 10.1: Risikofri rente etter skatt

Tabell 10.2: Fremskrevet egenkapitalbeta

Tabell 10.3: Fremskrevet avkastningskrav til egenkaptialen

Tabell 10.4: Fremskrevet avkastningskrav til minoritet

Tabell 10.5: Syntetisk fremtidsrating

Tabell 10.6: Finansielt gjeldskrav

Tabell 10.7: Finansiell gjeldsbeta

Tabell 10.8: Finansielt eiendelskrav

Tabell 10.9: Finansiell eiendelsbeta

Tabell 10.10: Netto finansielt gjeldskrav

Tabell 10.11: Netto finansiell gjeldsbeta

Tabell 10.12: Fremskrevet avkastningskrav til sysselsatt kapital

Tabell 10.13: Fremskrevet netto driftskapital

Tabell 10.14: Oversikt over fremtidskraven

Tabell 10.15: Oversikt over fremtidskravene

Tabell 11.1: Verdiestimater i henhold til FKE-metoden i Ek-modellen

Tabell 11.2: Verdiestimater i henhold til SPE-metoden i EK-modellen

Tabell 11.3: Verdiestimater i henhold til Δ SPE-metoden i EK-modellen

Tabell 11.4: Verdiestimater i henhold til FKD-metoden i SK-modellen

Tabell 11.5: Verdiestimat i henhold til SPD-metoden i SK-modellen

Tabell 11.6: Verdiestimat i henhold til Δ SPE-metoden i SK-modellen

Tabell 11.7: Oppsummering av verdiestimat på egenkapitalen & aksjeverdi i henhold til EK- og SK-modellen

Tabell 11.8: Konvergering av verdiesimat gjennom 10 sted

Tabell 11.9: Driftsrelaterte drivere og tilhørende standardavvik

Tabell 11.10: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsvekst

Tabell 11.11: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for netto driftsmargin

Tabell 11.12: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for netto driftseiendeler

Tabell 11.13: Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for usikre faktorer i avkastningskravet

Tabell 12.1: Beregning av NDK og multiplikator

Tabell 12.2: Bokførte verdier

Tabell 12.3: EV/NDK

Tabell 12.4: Verdiestimat etter EV/NDK-multippel

Tabell 12.5: EV/NDR

Tabell 12.6: Verdiestimat etter EV/NDR-multippel

Tabell 12.7: EV/NAV

Tabell 12.8: Verdiestimat etter EV/NAV-multippel

Tabell 12.9: EV/EBITDA

Tabell 12.10: Verdiestimat etter EV/NDA-multippel

Tabell 12.11: Endelig verdiestimat ved komparativ verdsettelse

Tabell 12.12: Salgsverdi på eiendeler

Tabell 12.13: Beregning av skatterabatt

Tabell 12.14: Netto rentebærende gjeld

Tabell 12.15: Substansverdimetoden

Tabell 12.16: Konsekvens av endring i yield

Figuroversikt

Figur 2.1: Geografisk fordeling av den totale eiendomsbransjen

Figur 2.2: Fordeling av kjøpesenterlokalisert i Norge. Fordelingen er gjort etter oppmålt markedsleie

Figur 2.3: Fordeling av kjøpesentereieendom lokalisert i Sverige. Fordelingen er gjort etter oppmålt markedsleie

Figur 2.4: Fordeling av næringseiendom lokalisert i Norge. Fordelingen er gjort etter oppmålt markedsleie

Figur 2.5: Egenkapitalandelen I OLT gjennom perioden 2013 til 2022 – Andre kvartal

Figur 2.6: Kapitalens utvikling I OLT gjennom perioden 2013 til 2022 – Andre kvartal

Figur 2.7: Utbytte fra OLT gjennom perioden 2014 til 2021

Figur 2.8: Historisk utvikling av OLT sin aksjekurs gjennom perioden 2000 til 2022

Figur 2.9: Gjeldsandel – median og gjennomsnitt i bransjevirkomheten, samt OLT spesifikt

Figur 2.10: Historisk utleiegrad – OLT 2016 til 2022 ved utgangen av 2. Kvartal

Figur 2.11: Utleiegrad – OLT og komparative virksomheter pr. 2. Kvartal 2022

Figur 2.12: Importveid kronekurs I perioden 1993 til 2021, Frekvens: Årlig

Figur 2.13: Årlig endring I KPI, august 2000 til 2022

Figur 2.14: Innenlandsk flytting etter region 1994 - 2021

Figur 4.1: Porters modell for de fem konkurransekraftene

Figur 4.2: Totale nyetableringer I perioden 2002 til 2022. Frekvens: september til august

Figur 5.1: Fordeling av rapportert skattekostnad på normal skattekostnad og unormal skattekostnad hentet fra Knivsflå F.4

Figur 5.2: Illustrasjon av omgruppering av balansen i steg 3 hentet fra Knivsflå F.5

Figur 5.3: Illustrasjon av omgruppering i steg 4

Figur 5.4: Illustrasjon av rammeverk for forholdstallsanalyse fra Knivsflå F. 9

Figur 6.1: Historisk utvikling i likviditetsgrad 1 OLT og bransjen

Figur 6.2: Historisk utvikling I likviditetsgrad 2 – OLT og eiendomsbransjen

Figur 6.3: Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad – OLT og eiendomsbransjen

Figur 6.4: Rentedekningsgrad – OLT og eiendomsbransjen

Figur 6.5: Historisk egenkapitalandel – OLT og eiendomsbransjen

Figur 6.6: Netto driftsrentabilitet – OLT og eiendomsbransjen

Figur 7.1: Regresjonsligning

Figur 8.1: Strategisk driftsfordel

Figur 8.2: Bransjefordel

Figur 8.3: Ressursfordel gjennom netto driftsrentabilitet for OLT og eiendomsbransjen

Figur 9.1: Illustrasjon av rammeverk for fremtidsregnskap hentet fra Knivsflå, 2022, F. 13

Figur 9.2: Illustrasjon av rammeverk for fullstendig budsjettering. Hentet fra Knivsflå, 2022, F. 13

Figur 9.3: Realvekst I verdensøkonomien 1980 – 2026(Hentet fra imf.org), inkludert trendlinje basert på gjennomsnitt

Figur 10.1: Utvikling av strategisk fordel under budsjettperioden

Figur 11.1: Konvergering av verdiestimat i henhold til EK- & SK-metoden

Figur 11.2: Monte Carlo-simulering

Figur 11.3: Monte Carlo-simulering med oppsidepotensial

Figur 11.4: Monte Carlo-simulering med nedsidepotensial

Figur 11.5: Sensitivitetsanalyse

Figur 11.6: Tornadoanalyse

Figur 13.1: Handelsstrategi