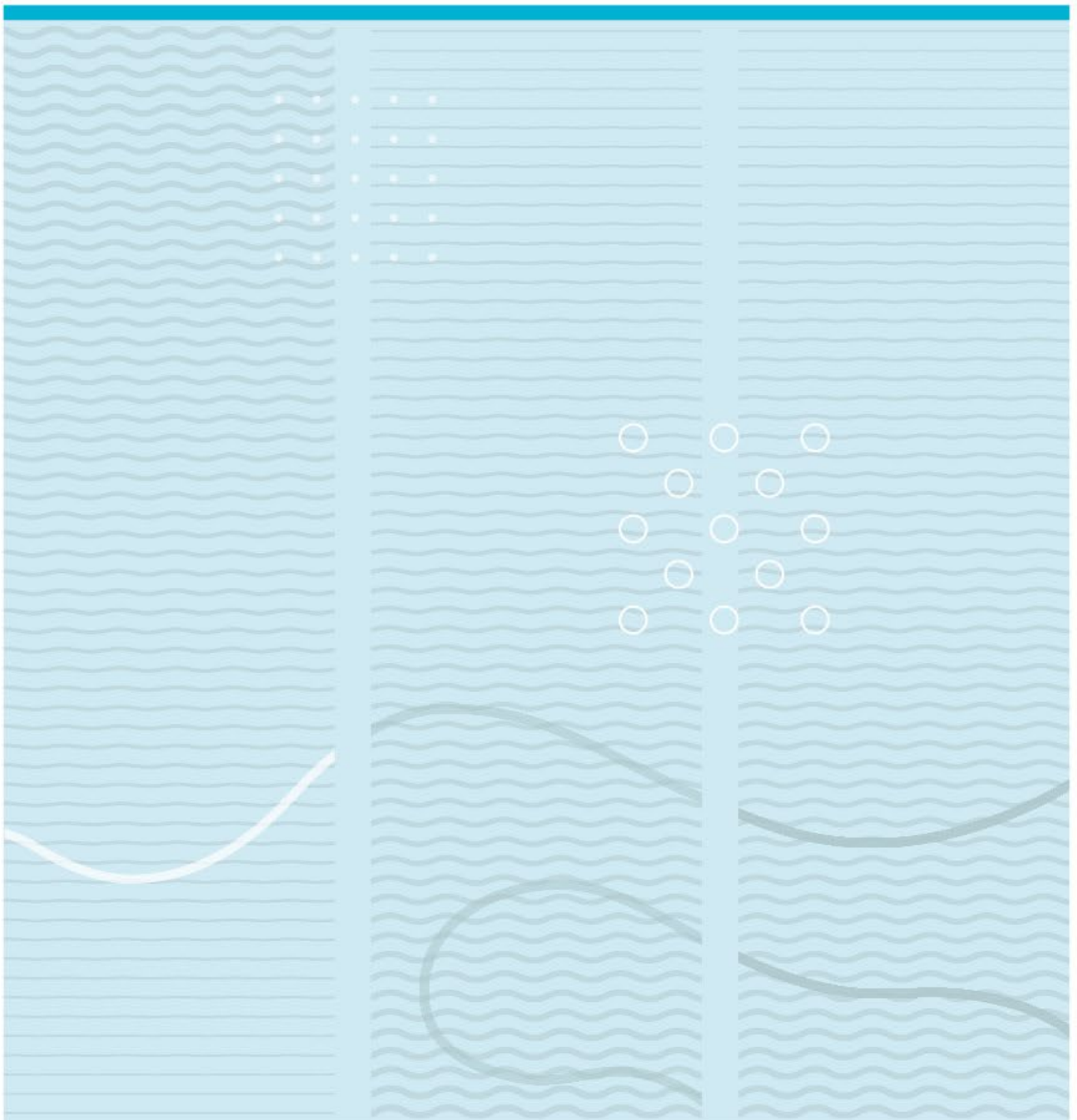


Anders Ballestad

Fundamental verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA



Universitetet i Sørøst-Norge
Fakultet for USN Handelshøgskolen
Institutt for økonomi, historie og samfunnsvitenskap
Postboks 235
3603 Kongsberg

<http://www.usn.no>

© 2022 Anders Ballestad

Denne avhandlingen representerer 30 studiepoeng

Sammendrag

Formålet med denne masterutredningen var å gjennomføre en fundamental analyse og verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA pr. 30.10.2022 for å kunne komme frem til en handelsstrategi til eksisterende og potensielle investorer utifra hvorvidt aksjekursen (på Oslo børs) var over- eller undervurdert sammenlignet med estimert egenkapitalverdi for selskapet.

Oppgaven følger rammeverket for fundamental verdivurdering av professor Henry Knivsflå. Innledningsvis gis en presentasjon av selskap og eiendomsbransjen, samt fordeler og risikoer forbundet med eiendomsinvesteringer. Videre presenteres ulike verdsettelsesteknikker for verdsettelse av selskap og eiendom samt begrunnelse og valg av hvilken verdsettelsesteknikk som ble benyttet videre i oppgaven.

I kapittel 4 ble det gjennomført en strategisk analyse av interne og eksterne faktorer med utgangspunkt i anerkjente modeller som VRIO, Porters fem krefter og PESTEL. Resultatet herunder styrker, svakheter, muligheter og trusler oppsummeres i en SWOT-analyse. Ved analyse av de interne faktorene ble det blant annet avdekket at selskapet ikke har noen varige konkurransefortrinn, de fysiske- og finansielle ble identifisert til å være selskapets styrker. I analysen av de eksterne faktorene ble det avdekket lav trussel fra nyetableringer og konkurranse, men moderat trussel fra substitutter (for eksempel netthandel/modent marked) og påvirkning av makroøkonomiske forhold (primært renteøkning/lavere kjøpekraft blant forbrukerne). Oppsummert er selskapet i en stabil driftsfase og det ble ikke identifisert forhold som tilsier en forventning om at selskapet har strategiske evigvarende driftsfordeler.

I kapittel 5 og 6 ble det gjennomført en regnskapsanalyse for å identifisere historisk normalisert inntjening og analyse av utvalgte nøkkeltall for å se på hvordan selskapet presenterer relativt til bransjen. Oppsummert viser analysen at selskapet ikke presenterer vesentlig bedre enn bransjegjennomsnittet, med unntak av at selskapet har en høyere egenkapitalandel enn bransjegjennomsnittet.

Basert på resultatet av strategisk- og regnskapsanalysene ble det utarbeidet prognoser for fremtidsregnskapet og fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen i kapittel 7. Kontantstrømmene ble diskontert med et estimert et avkastningskrav (WACC) i kapittel 8. Basert på beregnede kontantstrømmer og avkastningskrav ble egenkapitalverdien til selskapet beregnet til kr 204 pr. aksje i kapittel 9.

Det ble videre gjennomført en komparativ verdsettelse basert på utvalgte multipler i kapittel 10, resultatet av den komparative verdsettelsen viste en gjennomsnittlig aksjeverdi på kr 253 pr. aksje.

I kapittel 11 ble det gjennomført en sensitivitetsanalyse for å se på hvor følsom aksjeverdien er for endringer i enkelte, sentrale forutsetninger i verdsettelse. Der det særlig kommer til synet at aksjeverdien er følsom for endringer i risikofri rente.

Endelig verdiestimat ble fastsatt til kr 219 pr. aksje, noe som er høyere enn aksjekursen på Oslo Børs pr. 31.10.2022 på kr 174 pr. aksje, dette gir en kjøpsanbefaling på aksjen fordi verdiestimatet overstiger aksjekursen.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	3
Innholdsfortegnelse	5
Forord	8
1 Introduksjon	12
1.1 Motivasjon.....	12
1.2 Formål	12
1.3 Problemstilling.....	13
1.4 Avgrensning.....	13
1.5 Oppgavens struktur	13
2 Presentasjon av selskapet og bransjen	15
2.1 Presentasjon av selskapet – Olav Thon Eiendomsselskap ASA.....	15
2.1.1 Kort om morselskapet – Olav Thon Gruppen AS	17
2.2 Eiendomsbransjen – hvorfor investere i eiendom ?.....	19
2.2.1 Eiendomsnæringen i Norge.....	19
2.2.2 Hvorfor investere i eiendom ?.....	20
2.2.3 Risikoer forbundet med eiendomsinvesteringer	23
3 Verdsettelsesteknikker	27
3.1 Ulike verdsettelsesteknikker.....	27
3.1.1 Inntjeningsbasert tilnærming (fundamental verdsettelse).....	27
3.1.2 Markedsbasert tilnærming (Komparativ verdsettelse).....	30
3.1.3 Balanseorientert tilnærming (substansbasert metode)	31
3.1.4 Kostbasert tilnærming	31
3.1.5 Opsjonsbasert tilnærming	32
3.1.6 Valg av verdsettelsesmetode	32
3.2 Spesielt om verdsettelse av eiendom.....	35
3.2.1 Verdidrivere i eiendomsbransjen	35
3.2.2 Ulike tilnærminger for å estimere eiendomsverdi	37
3.3 Rammeverket for fundamental verdsettelse	42
4 Strategisk analyse	44
4.1 Ekstern analyse.....	44

4.1.1	Porters fem krefter	44
4.1.2	PESTEL analyse	59
4.2	Intern analyse	70
4.2.1	Ressurskartlegging.....	70
4.2.2	VRIO (SVIMA) analyse	70
4.3	Oppsummering av strategisk analyse - SWOT	77
5	Regnskapsanalyse	78
5.1	Rammeverk for regnskapsanalyse.....	78
5.1.1	Valg av analysenivå.....	79
5.1.2	Valg av analyseperiode	79
5.1.3	Valg av komparative selskaper	79
5.2	Presentasjon av rapporterte tall og «trailing» (Steg 1)	80
5.2.1	Trailing.....	83
5.3	Omgruppering (Steg 2).....	87
5.3.1	Omgruppering av resultatregnskapet	88
5.3.2	Omgruppering av balansen	97
5.3.3	Analyse og justering av målefeil (Steg 3).....	101
6	Forholdstallsanalyse (Steg 4)	103
6.1	Analyse av risiko	103
6.1.1	Analyse av likviditet (kortsiktig risiko)	103
6.1.2	Analyse av soliditet (langsiktig risiko)	104
6.1.3	Syntetisk rating (oppsummering)	106
6.2	Analyse av lønnsomhet	108
6.2.1	Totalkapitalrentabilitet	109
6.2.2	Egenkapitalrentabilitet	110
7	Fremtidsregnskap.....	112
7.1	Driftsinntekter	112
7.1.1	Leieinntekter	112
7.1.2	Andre driftsinntekter.....	118
7.1.3	Resultat fra tilknyttet virksomhet.....	119
7.2	Driftskostnader.....	120
7.2.1	Avskrivninger	120

7.2.2	Driftskostnader.....	120
7.3	Investeringer	121
7.4	Arbeidskapital.....	123
7.5	Skatt.....	123
7.6	Fremtidsregnskap.....	124
8	Avkastningskrav.....	125
8.1	Egenkapitalkostnad (R_e).....	125
8.1.1	Risikofri rente (R_f)	126
8.1.2	Beta (β).....	126
8.1.3	Markedets risikopremie ($R_m - R_f$)	128
8.1.4	Justering for andre premier.....	129
8.2	Gjeldskostnad (R_d).....	130
8.3	Vekting av egenkapitalkostnad og gjeldskostnad	131
8.4	Beregning av WACC.....	132
9	Fundamental verdsettelse.....	134
10	Komparativ verdsettelse	137
10.1	Multipelverdsettelse	137
10.2	Yield-verdsettelse	141
10.3	Oppsummering.....	142
11	Sensitivitetsanalyse	143
11.1	Risikofri rente	143
11.2	Beta	143
11.3	Langsiktig vekstrate	144
12	Konklusjon og handelsstrategi.....	146
	Referanser/litteraturliste	148
	Oversikt over tabeller og figurer	158

Forord

Denne masterutredningen har et omfang på 30 studiepoeng og er skrevet som det avsluttende del av masterstudiet i regnskap og revisjon ved Universitetet i Sørøst-Norge høsten 2022.

Jeg har valgt å skrive en masteroppgave om verdsettelse av det børsnoterte selskapet Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Valg av tema verdsettelse er tatt på bakgrunn av personlig interesse for fagområdet etter å ha gjennomført emnet BED4060 Verdsetting og analyse og at jeg under min yrkesutøvelse som revisor ofte kommer borti problemstillinger knyttet til verdsettelse av regnskapsposter. Dels som følge av økt anvendelse av virkelig verdi bokføring etter IFRS (International Financial Reporting Standards) i regnskapsrapporteringen og dels som følge av økt omfang revisjon av verdifalltesting av regnskapsposter, grunnet de siste års uroligheter i verdensøkonomien.

Børsnoterte foretak må avlegge sitt konsernregnskap etter den internasjonale regnskapsstandarden IFRS, for øvrige foretak er anvendelse av IFRS valgfritt. IFRS er et balanseorientert og investorrettet regnskapsspråk som fokuserer på verdsettingsformålet og fremad skuende informasjon i større grad enn regnskaper avlagt etter regnskapslovens bestemmelser, som er transaksjonsorientert med hovedvekt på kontrollformålet herunder tilbakeskuende informasjon. Virkelig verdi bokføring er den foretrukne målemetoden i IFRS, mange standarder tillater eller krever at man måler regnskapsstørrelser til virkelig verdi for eiendeler, forpliktelser eller egenkapitalinstrumenter (eller gir noteopplysning om det). Regnskaper avlagt etter reglene i regnskapsloven benytter derimot historisk kost (anskaffelseskost) som hovedprinsipp, med noen unntak. Virkelig verdi bokføring kompliserer regnskapet ved at det krever større grad av skjønn da det er behov for å utarbeide estimater i mangel på direkte observerbare markedspriser, i motsetning til historisk kost prinsippet som er noe mer «håndfast».

De siste års uroligheter som Covid-19 pandemien og Ukraina-krigen, og de konsekvenser dette har medført verdensøkonomien eks. arbeidsledighet, inflasjon,

råvaremangel, økt rentenivå og energipriser har medført at revisor oftere enn tidligere møter på nedskrivningstester av regnskapsposter i revisjonen fordi det foreligger indikasjoner på verdifall. Regnskapsstandardene plikter foretakene å gjennomføre verdifallstesting av regnskapsposter ved indikasjoner på verdifall jf. IAS 36 Verdifall på eiendeler, pkt 9 (International Accounting Standards 36) og NRS (F) Nedskrivning av anleggsmidler pkt. 3 (Foreløpig Norsk Regnskaps Standard, Nedskrivning av anleggsmidler). Foretak som avlegger sine årsregnskaper etter IFRS må også teste immaterielle eiendeler (typisk goodwill) for verdifall årlig, enten det er indikasjoner på verdifall eller ikke.

Uavhengig av om formålet med verdsettelsen er bokføring eller tilleggsopplysning av en regnskapspost til virkelig verdi eller testing av en regnskapspost for verdifall bygger som oftest verdsettelsen på et estimat, som oftest beregnet som nåverdien av estimerte fremtidige kontantstrømmer, neddiskontert med et estimert avkastningskrav. Et regnskapsestimat er definert som en beløpsmessig verdi der målingen er gjenstand for estimeringsusikkerhet jf. ISA 540R pkt. 12.a (International Standards on Auditing 540R). Det er omfattende krav til revisor ved revisjon av regnskapsestimater, disse ble ytterligere skjerpet ved ikrafttredelsen (fra og med regnskapsåret 2020) av den reviderte revisjonsstandard ISA 540R Revisjon av regnskapsestimater. Revisor skal ved revisjon av estimater utøve profesjonelt skjønn og profesjonell skepsis, dette innebærer å gjennomføre faglige vurderinger ift. hvorvidt estimatet er beregnet etter beste verdsettelsespraksis og allment anerkjent finansteori (Mamelund, 2021) samt utfordre metoden for utarbeidelse av estimatet, data benyttet og andre vesentlige forutsetninger jf. ISA 540R.

For å gjennomføre revisjonen av regnskapsestimater på en tilfredsstillende måte kreves det derfor at revisor har god forståelse innenfor fagområdet verdsettelse. Ofte må revisor benytte egen verdsettelsesekspert for å bistå revisjonsteamet.

Økt omfang revisjonstilfeller knyttet til verdsettelse og økte krav i revisjonsstandardene har medført at jeg har avdekket et behov for å øke eget kunnskapsnivå innenfor fagfeltet. Motivasjon for valg av tema verdsettelse er derfor å øke eget kunnskapsnivå innenfor verdsettelse for å bli en bedre revisor og rådgiver, både for egen del, men også

for arbeidsgiver og klienter.

Når det gjelder valg av eiendom som bransje er dette tatt på bakgrunn av sammensetning i egen klientportefølje, samt at mange eiendomsselskaper velger å avlegge årsregnskapet frivillig etter IFRS som følge av at dette åpner opp for å bokføre investeringseiendommer til virkelig verdi i balansen med verdijustering over resultatet (IAS 40 pkt. 30 (International Accounting Standards 40, Investment Property)). Dette til forskjell fra regnskaper avlagt etter de Norske reglene i regnskapsloven, der investeringseiendommene må bokføres til anskaffelseskost og avskrives over økonomisk levetid (Regnskapsloven, 1998, §5-3). Bokføring til virkelig verdi bidrar til å øke informasjonsverdien for flere regnskapsbrukere som aksjonærer, investorer og finansieringsinstitusjoner i finansregnskapet.

Ved valg av selskap var det en forutsetning at selskapet er børsnotert fordi tilgangen på informasjon er større for børsnotert selskaper. Rene eiendomsselskaper notert på Oslo Børs begrenser seg til Entra, Olav Thon Eiendomsselskap, KMC Properties, Salon Eiendom og Selvaag Bolig. Olav Thon Eiendomsselskap utmerker seg som interessant selskap da det er privateid og har en eiendomsportefølje primært bestående av investeringseiendommer (kjøpesentre/næringseiendommer) og har hatt eventyrlig vekst siden oppstarten. Selskapet er grunnlagt av Olav Thon som er en beundringsverdig og fasinerende forretningsmann som har bygd seg opp fra å drive med kjøp og salg av skinn, til å være en av de største navnene innen eiendom i Norge og blant Norges rikeste personer. Olav Thon er fortsatt styreleder i en alder av 99 år og sto i jobben som konserndirektør i 80 år frem til han gikk av våren 2022, 98 år gammel, trolig verdens eldste konserndirektør. Videre er det meg bekjent ikke skrevet noen nylige masteroppgaver hvor det er gjennomført fundamental verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap siden 2010. Verdensøkonomien og markedsutsettene siden 2010 har endret seg betydelig som følge av de ettervirkninger Covid-19 pandemien og den pågående Ukraina-krigen har medført med høyinflasjon, økte renter, økende arbeidsledighet, lavere kjøpekraft blant forbrukerne og energikrise som eksempler. 2010 var også preget av usikkerhet etter å ha vært gjennom en global finanskris (2008/2009), utfordringene har endret seg siden den gang. Det anses derfor som nyttig

å gjennomføre en ny verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA under dagens omstendigheter. Verdsettelsen vil kunne være nyttig for analytikere, samt eksisterende og potensielle investorer.

Jeg har opplevd arbeidet med oppgaven som utfordrerne og tidkrevende, men også lærerikt og interessant fordi kunnskapen som opparbeides oppleves som svært relevant i arbeidslivet. Avslutningsvis vil jeg takke min veileder Tonny Stenheim for samarbeidsviljen og nyttige innspill.

Skien, 15.05.2023

Anders Ballestad

1 Introduksjon

1.1 Motivasjon

Eiendomsbransjen har opplevd en sterk vekst de siste 10-årene med høyt volum og høye priser i transaksjonsmarkedet. I 2021 opplevde norsk næringseiendom den beste avkastningen på 14 år (Union,2022) og leiemarkedet har vært preget av sterk og stabil vekst i mange år (Union, 2022). Markedsverdien til Olav Thon Eiendomsselskap ASA har gjennomgått en betydelig vekst siden oppstarten der markedsverdien har økt fra 200 mNOK til 20 mrd. NOK, mens leieinntektene har økt fra 27 mNOK til 3,27 mrd. NOK pr. inngangen til 2022. Olav Thon Eiendomsselskap ASA har vært gjenstand for fundamentalanalyse og verdsettelse i materavhandlinger tidligere, men dette er flere år siden og sist i 2010. Fundamentalanalyser og verdsettelse er ferskvare og må oppdateres kontinuerlig, sett i lys av de siste års uroligheter i verdensøkonomien som følge av Covid-19 og Ukraina-krigen anses det derfor som nyttig å gjennomføre en ny fundamentalanalyse og verdsettelse av selskapet for se på hvorvidt dette har påvirket den underliggende aksjeverdien til Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

1.2 Formål

Formålet med denne masterutredningen er å gjennomføre en fundamental analyse, estimere prognoser for fremtidsregnskapet og gjennomføre en verdsettelse av egenkapitalen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA pr. 30.10.2022. Med det foreligger en presumpsjon om at alle underliggende økonomiske forhold ikke er tilstrekkelig priset i aksjen og at det således foreligger et potensiale for gevinst. Verdiestimatet sammenlignes så med aksjekursen (selskapets markedsverdi) på samme tidspunkt for å komme med en anbefalt handelsstrategi til eksisterende og potensielle investorer utifra hvorvidt aksjen er over- eller underpriset sammenlignet med beregnet fundamentalverdi.

1.3 Problemstilling

Basert på formålet gir dette følgende problemstilling:

«Hva er verdien av egenkapitalen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA pr. 31.10.2022?»

1.4 Avgrensning

Utredningen er i all hovedsak utarbeidet på bakgrunn av offentlig tilgjengelig informasjon publisert på selskapets hjemmeside i års- og kvartalsrapporter, samt medieomtale og markedsrapporter om selskapet og bransjen. Jeg har ikke vært i kontakt med interne kilder i selskapet og besitter ingen informasjon om selskapet utover det som er offentlig tilgjengelig. Verdsettelsen er derfor utarbeidet med utgangspunkt i et eksternt investorperspektiv uten førstehåndskunnskap.

Oppgaven er skrevet i høstsemesteret 2022 med fem måneder til disposisjon. Av praktiske formål er det ikke tatt hensyn til informasjon publisert om selskapet eller bransjen etter 04.11.2022.

1.5 Oppgavens struktur

Oppgavens struktur bygger i all hovedsak på Professor Knivsflås rammeverk for fundamental verdsettelse i emnet ACC421A ved Norges Handelshøyskole (Knivsflå, 2022, 01, s. 29) og Verdivurdering, Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 46).

I kapittel 2 vil jeg gi en presentasjon av selskapet og bransjen. Jeg vil gå nærmere inn hvilke fordeler og risikoer det er forbundet med å investere i eiendomsbransjen.

I kapittel 3 vil jeg gi en presentasjon av ulike verdsettelsesteknikker for å beregne egenkapitalverdien for selskapet før jeg går inn på begrunnelse av hvilken metode jeg har valgt i denne masteravhandlingen. Videre vil jeg gå nærmere inn hvordan man verdsetter forretningsseiendommer.

For å opparbeide meg et godt utgangspunkt for å estimere fremtidsregnskap og avkastningskrav i hhv. kapittel 7 og 8 vil jeg i kapittel 4 vil jeg gjennomføre en strategisk analyse av selskapet med utgangspunkt i VRIO-modellen, samt av bransjen med utgangspunkt i Porters fem krefter og PESTEL modellene. Oppsummering vil bli presentert i en SWOT modell. I kapittel 5 og 6 vil jeg gjennomføre en trendanalyse og analyse av utvalgte nøkkeltall. Ved å fastsette en normalisert inntjening for selskapet over tid, justert for forstyrrende engangshendelser gir dette et godt utgangspunkt for fastsettelse av fremtidsregnskapet.

I kapittel 7 vil jeg basert på de kunnskaper jeg har tilegnet meg om bransjen og selskapet i kapittel 4, 5 og 6 estimere et utarbeide prognoser for de neste årene (eksplisitte perioden) og for inngangen til terminalåret (implisitt periode).

Fremtidsregnskapet må diskonteres med et avkastningskrav for å hensynta tidsverdien av penger og risiko som estimeres i kapittel 8. Dette gjør oss i stand til å beregne en egenkapitalverdi for selskapet basert på valgt verdsettelsesmetode og teknikk i kapittel 9.

For å øke påliteligheten til beregnet egenkapitalverdi i kapittel 9 vil jeg gjennomføre en forenklet alternativ verdsettelse basert på utvalgte multipler i kapittel 10 og en sensitivitetsanalyse i kapittel 11. Basert på resultatet og beregnet egenkapitalverdi sammenlignes verdien med aksjekursen for å se på om aksjen er lavt eller høyt priset. I kapittel 10 vil jeg derfor komme med en handlingsstrategi for hvorvidt jeg anbefaler kjøp, salg eller hold av aksjen.

2 Presentasjon av selskapet og bransjen

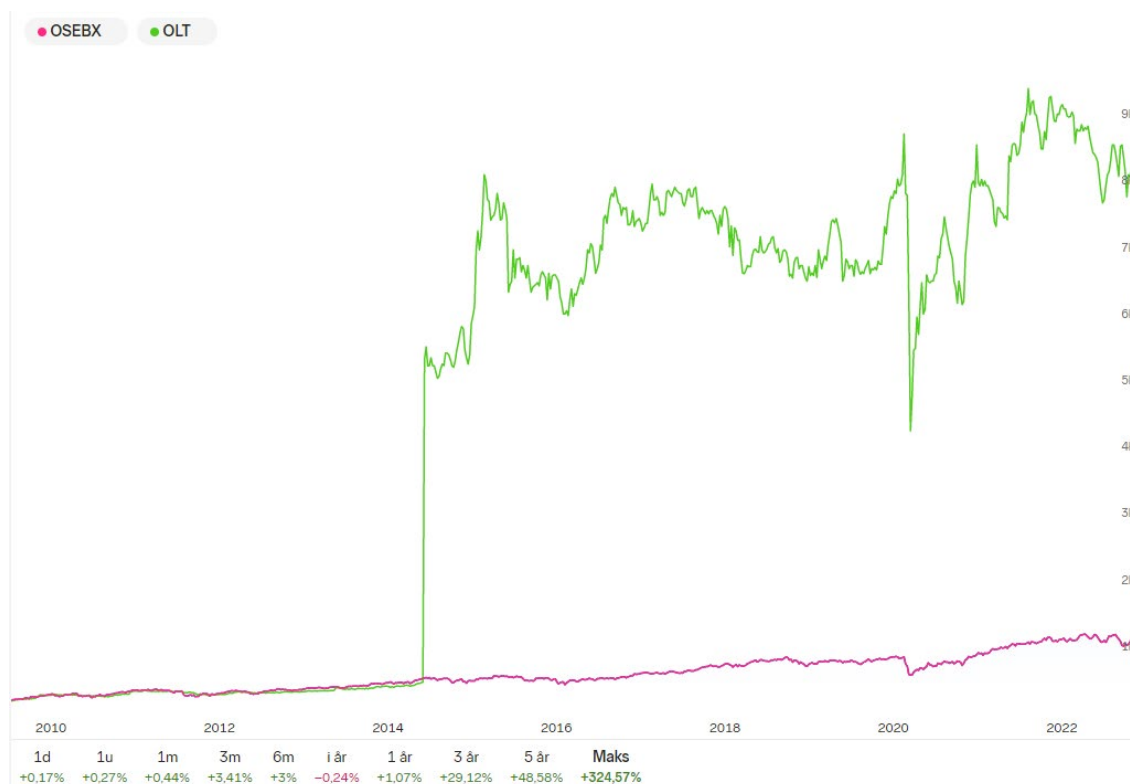
2.1 Presentasjon av selskapet – Olav Thon Eiendomsselskap ASA

Olav Thon Eiendomsselskap ASA (OLT) ble stiftet i 1982 og børsnotert i 1983. Selskapet har sin opprinnelse etter at en betydelig del av Olav Thon Gruppen ASs eierskap i eiendom ble skilt ut og overført til selskapet. Olav Thon er grunnlegger og er fortsatt styrets leder i en alder på 99 år (i skrivende stund), noe han har vært siden etableringen av selskapet. (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, årsrapport 2021, s. 4) og (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2022)

Selskapets viktigste satsningsområde har siden 1990-tallet vært kjøpesentereieendom og selskapet er i dag Norges ledende kjøpesenteraktør med hovedtyngdepunkt på de aller største sentrene. Totalt eide selskapet 56 kjøpesenter i Norge pr. 31.12.2021. I selskapets kjøpesenterportefølje inngår Norges største kjøpesenter (målt etter omsetning), Lagunen Storsenter, samt 7 av landets 10 største kjøpesentre blant annet Sandvika Storsenter, Storo Storsenter og Amfi Moa. Selskapet er også en betydelig aktør innenfor næringseiendom i Oslo-regionen der de eier sentrale kontor, bolig og hotelleiendommer, blant annet i Munkedamsveien og Karl Johansgate. I tillegg til utleie driver de også med eiendomsutvikling. Eiendomsporteføljen fordeler seg med 77% kjøpesenter og 23% næringseiendom, målt etter leieinntekter. (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, årsrapport 2021, s. 4) og (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2022)

Siden oppstarten har selskapet vokst betydelig, fra årlige leieinntekter på 27 mill til 3,27 mrd ved inngangen til 2022. Selskapets børsverdi har i samme periode økt fra 200 mill til 20 mrd (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, årsrapport 2021, s. 4) og (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2022).

Illustrasjonen nedenfor viser utvikling i aksjekursen siden 2010 samt utvikling sammenlignet med hovedindeksen («OSEBX»).



Figur 2-1 Historisk kursutvikling fra 2010-2022 (Kilde: Nordnet, 2022)

Strategi

Selskapets strategi er å investere i eiendommer med utviklingspotensial innenfor ulike eiendomssegmenter, «Erverve – Utvikle – Eie» (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2022). Eiendomsmassens utviklingspotensiale vil utnyttets gjennom aktiv videreutvikling, effektiv forvaltning og høy leietakertilfredshet (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, årsrapport 2021, s. 4).

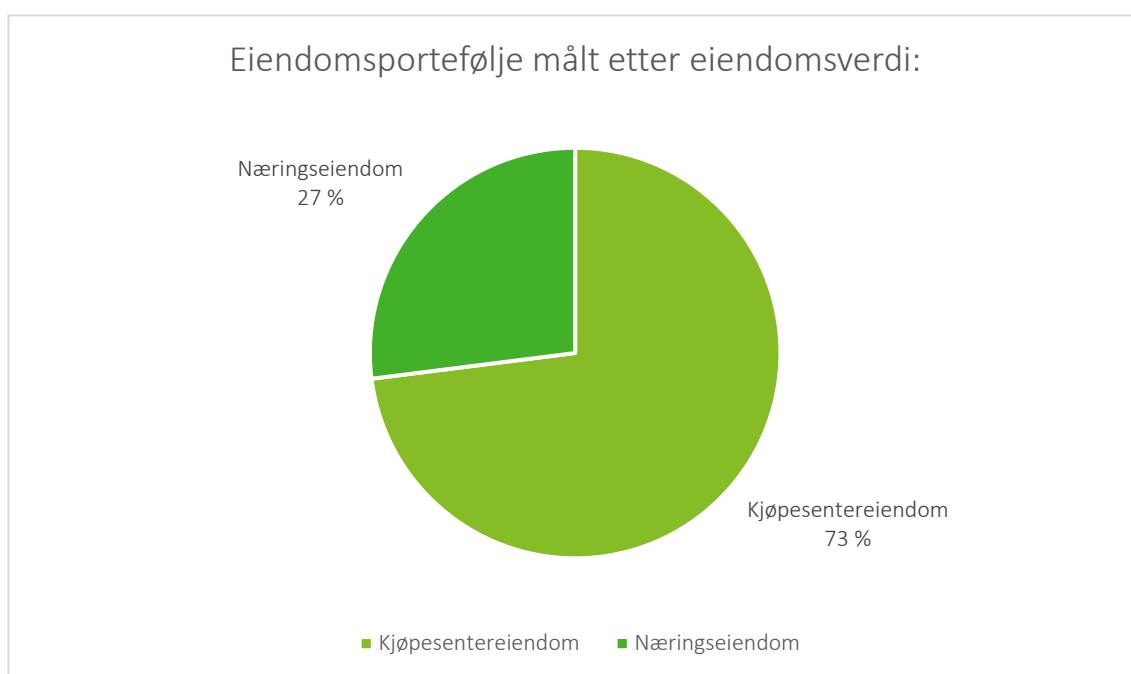
Det vektlegges å ha ubetinget sterk finansiell posisjon i en kapitalintensiv bransje. Høy løpende avkastning på eiendomsporteføljen og verdiskapning gjennom aktiv eiendomsutvikling forventes å gi maksimal verdistigning både på kort- og lang sikt (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, årsrapport 2021, s. 4).

Selskapets mål er å oppnå maksimal vekst i egenkapitalen slik at aksjonærene i et langsiktig perspektiv skal oppnå en avkastning som er konkurransedyktig i forhold til

sammenlignbare investeringsalternativer. (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, årsrapport 2021, s. 4)

Eiendomsportefølje

OTS har en variert eiendomsportefølje som består av de to hovedsegmentene kjøpesentereieendom og næringsseiendom. Selskapet besitter 60 hel- og deleide kjøpesentere, hvorav 4 er i Sverige. Selskapet forvalter også 16 sentre for eksterne eiere. Segment næringsseiendom består av handels, kontor, logistikk, 4 hotelleiendommer og rundt 400 utleieboliger primært i Oslo området.

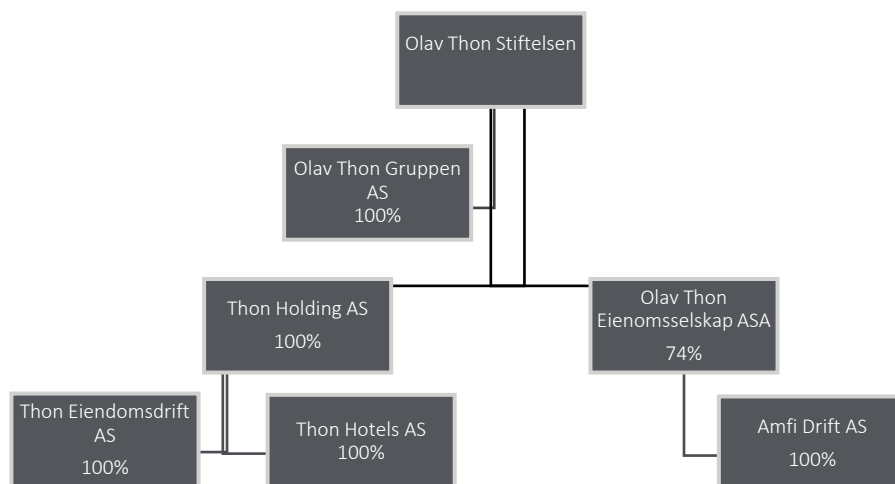


Figur 2-2 Fordeling eiendomsportefølje

2.1.1 Kort om morselskapet – Olav Thon Gruppen AS

Olav Thon gruppen AS (OTG) omfatter en rekke virksomheter med kjernevirksomhetene Thon Eiendom og Thon Hotels. OLT er et underkonsern av OTG og utgjør sammen med andre selskaper i OTG-konsernet eiendomssegment («Thon Eiendom»).

Konsernstruktur – Olav Thon Gruppen AS



Figur 2-3 Konsernstruktur OTG (Olav Thon Gruppen AS, årsrapport 2021, s. 3)

Thon Eiendom

Eiendomssegmentet til konsernet driver virksomhet innenfor kjøpesenter, boligsalg, boligutleie, næringseiendom, logistikkbygg og hotelleiendom. OTG er Norges største kjøpesenteraktør og konsernet eier og forvalter kjøpesenter over hele Norge. I porteføljen inngår 8 av Norges 10 største kjøpesenter målt etter omsetning. Segmentet driver også virksomhet innen boligsalg, boligutleie, næringseiendom og hotelleiendommer. (Thon Eiendom, 2022). Handelseiendom utgjør største del av eiendomsporteføljen målt etter omsetning 59%, kontor 15%, hotell 14% og øvrig eiendom 12% (Olav Thon Gruppen AS, årsrapport 2021, s. 7).

Thon Hotels

Thon Hotels er en av Norges største hotellkjeder med 78 hoteller i Norge, i tillegg til 7 hoteller i Belgia og ett i Nederland. Totalt har konsernet 11 610 hotellrom og Thon

Hotels er en betydelig markedsandel i storbyregionene Oslo og Bergen med hovedvekt på forretningsmarkedet (Thon Hotels, 2022).

Øvrige virksomheter

Konsernet har også øvrig virksomhet, disse utgjør kun en mindre del av OTGs samlede inntekter og kostnader. Den største enheten er industrivirksomheten Under Fabrikker i Fredrikstad (Thon Hotels, 2022).

Olav Thon Stiftelsen

Olav Thon Gruppen AS er 100% eid av Olav Thon Stiftelsen. Stiftelsen ble opprettet i desember 2013 der Olav Thon overførte samtlige aksjer i Olav Thon Gruppen AS til stiftelsen. Stiftelsens formål er å utøve et stabilt og langsiktig eierskap i Olav Thon Gruppen og underliggende virksomheter. I tillegg kan stiftelsen dele ut midler til allmennyttige formål (Olav Thon Stiftelsen, 2022).

2.2 Eiendomsbransjen – hvorfor investere i eiendom ?

2.2.1 Eiendomsnæringen i Norge

Eiendomsnæringen i Norge kan i all hovedsak deles inn i tre underbransjer med ulike karakteristika, næringseiendom, boligbygging og formålsbygg (Gundersen, Koteng og Selvaag, 2021, s. 28).

- *Næringseiendom* utgjør kontorbygg, hotell, logistikkbygg, leilighetsbygg, handelseiendom mfl. fortrinnsvis for utleie.
- *Boligbygging* utgjør investering i tomter med etterfølgende boligutviklingsprosjekter, fortrinnsvis for salg til sluttbruker.
- *Formålsbygg* utgjør investering i barnehager, skoler, sykehjem, idrettsbygg, kulturbygg mfl.

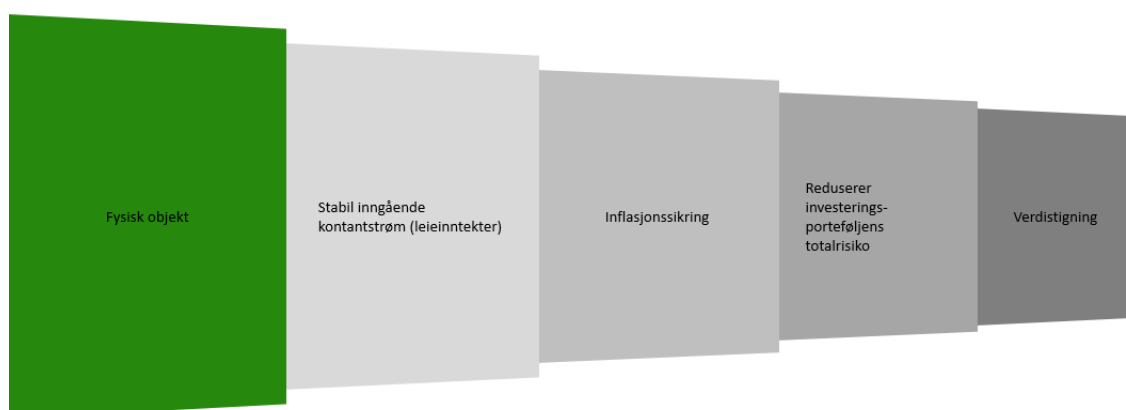
Investorer innen næringseiendom har gjerne et mer langsiktig perspektiv enn investorer innenfor boligutviklingsprosjekter. Investorer i næringseiendom vil som oftest ha som mål å sitte på eiendommen for å motta inngående kontantstrømmer (leieinntekter) fra leietakerne, alternativt selge eiendommen med gevinst med overføring av eksisterende leietakere til ny investor med samme strategi.

Investorer innenfor boligutviklingsprosjekter har normalt som formål å utvikle boliger med etterfølgende salg til sluttbruker med gevinst, der kundeforholdet opphører ved kontraktsinngåelse (og endelig etter endt reklamasjonstid).

Når det gjelder offentlige bygg er gjerne langsiktig eierskap det primære, inkl. forutsigbarhet i bruks- og vedlikeholdskostnader. Avkastning er sekundært, eiendomsinvesteringene har til formål å tjene et større tjenestespekter for brukerne. Investorer består både av private, med utleie til offentlige virksomheter og offentlige aktører (Ringen-Vatnedalen, Øystein, 2021, s. 28).

2.2.2 Hvorfor investere i eiendom ?

Eiendomsmarkedet har etablert seg som den fjerde aktivaklassen globalt, etter aksje-, obligasjons og pengemarkedet markedet og mange investorer søker seg til eiendomsbransjen (Ringen-Vatnedalen, Øystein, 2021, s. 117).



Figur 2-4 Fordeler med å investere i eiendomsbransjen

Fysisk objekt

En av fordelene med å investere i eiendom er at den underliggende verdien er et fysisk objekt i form av tomt, bygning og-/eller leilighet. Dette bidrar til lavere risiko for verdifall sammenlignet med mange andre typer investeringer, særlig dersom eiendommen har en attraktiv beliggenhet eller ligger i et område med arealknapphet. Finansinstitusjonene oppnår gjerne tilstrekkelig sikkerhet gjennom pant i eiendommen, noe som muliggjør høy belåningsgrad og lavere egenkapitalbehov (Eiendomshuset Malling & Co, s. 2020, s. 6).

Inngående kontantstrømmer

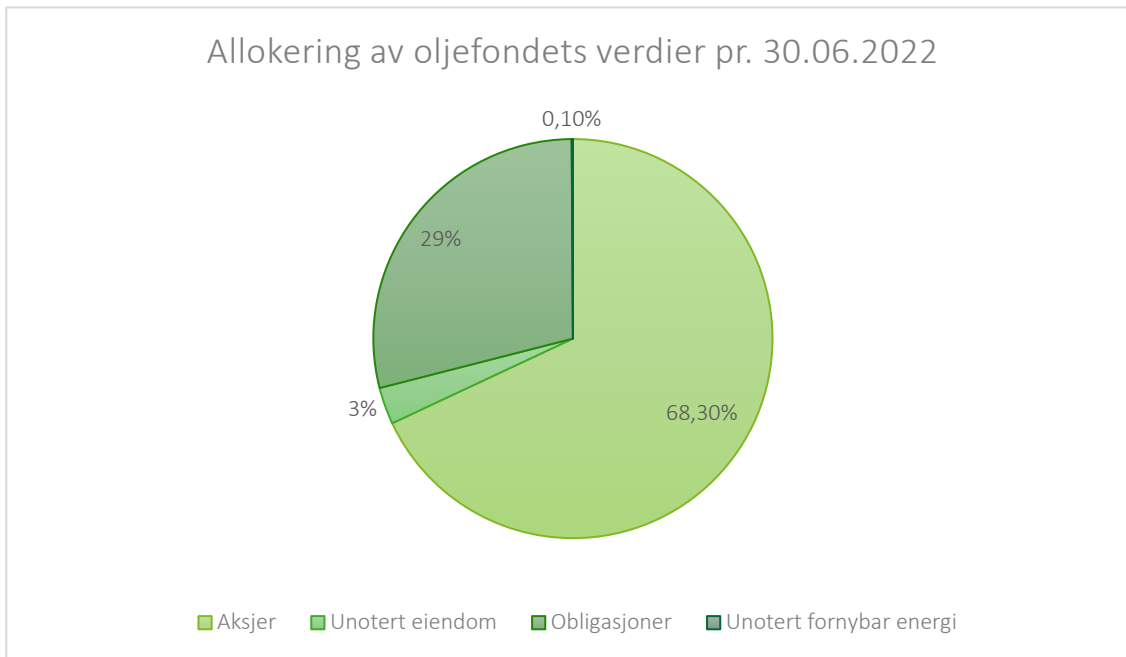
Løpende leieinntekter bidrar til forutsigbarhet i form av faste inngående kontantstrømmer som kan betjene banklånet. Ved kjøp av eksisterende næringseiendom følger som oftest de eksisterende leieavtalene med, mens ved utvikling av nye næringseiendommer har man ofte inngått leieavtaler eller intensjonsavtaler i forkant (Eiendomshuset Malling & Co, s. 2020, s. 6).

Inflasjonssikring

Leieavtalene inkluderer som oftest en bestemmelse om årlig indeksregulering, dette sikrer de inngående kontantstrømmene mot *inflasjon* samt at eiendommens verdi stiger minst i takt med inflasjonsnivået (som følge av inflasjonsjusterte leieinntekter). Dersom eiendommen er lånefinansiert bidrar inflasjonen til å redusere verdien på lånet fordi pengeverdien av lånet i nominelt beløp ligger fast, mens kontantstrømmene og eiendomsverdiene følger inflasjonsnivået (Eiendomshuset Malling & Co, 2020, s. 6).

Risikoredusering av investeringsportefølje

Eiendom som aktiva benyttes av investorer for å redusere en investeringsporteføljens totalrisiko, eiendom korrelerer negativt med obligasjoner og lavt med aksjer og bidrar til å en bedre diversifisert investeringsportefølje. Eiendomsinvesteringer benyttes derfor også som en investeringsstrategi for å diversifisere bort risiko, da ulike investeringer kan utligne hverandre (Eiendomshuset Malling & Co, 2020, s. 6) og (Norges Bank, 2021). Oljefondet har investert i eiendom i Europa siden 2010 og fra 2013 også i velutviklede europeiske land utenfor Europa. Formålet er å redusere risikoen i Oljefondet ved å diversifisere fondet, fordi ulike typer eiendelers verdi ikke stiger og faller i verdi på likt. Dersom eksempelvis aksjemarkedet skulle falle, vil fortsatt Oljefondet motta leieinntekter fra sine eiendomsinvesteringer (Norges Bank, 2021).



Figur 2-5 Allokering Oljefondet (Norges Bank, 2022)

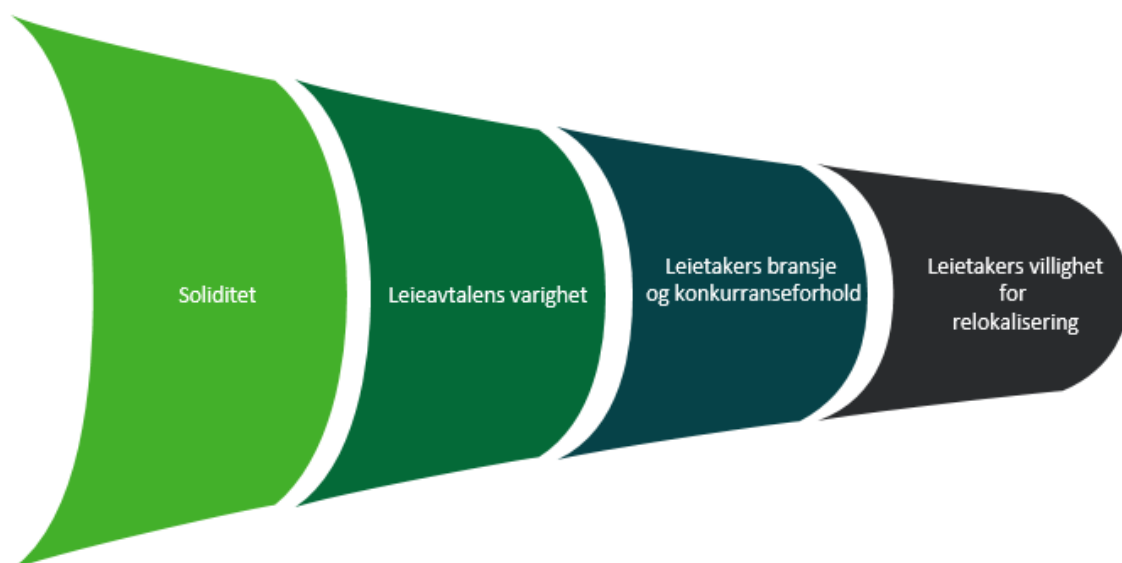
Eiendom er derimot en lite likvid investering sammenligner med aksjer og obligasjoner, salgsprosessen kan være lang sammenlignet med andre aktiva. Eiendom krever også aktivt eierskap, enten det er drift og forvaltning eller et utviklingsprosjekt (Eiendomshuset Malling & Co, 2020, s. 7).

Verdistigning

Endring av leieavtaler og bedre arealutnyttelse vil påvirke eiendomsverdien. Videre vil naturlignok også endringer i markedssituasjonen (og transaksjonsmarkedet) fra anskaffelsestidspunktet til eiendommens sluttverdi svinge og potensielt utløse gevinst (eller tap). Utviklingsprosjekter har høyere risiko, men kan potensielt gi store gevinster (Eiendomshuset Malling & Co, 2020, s. 7).

2.2.3 Risikoer forbundet med eiendomsinvesteringer

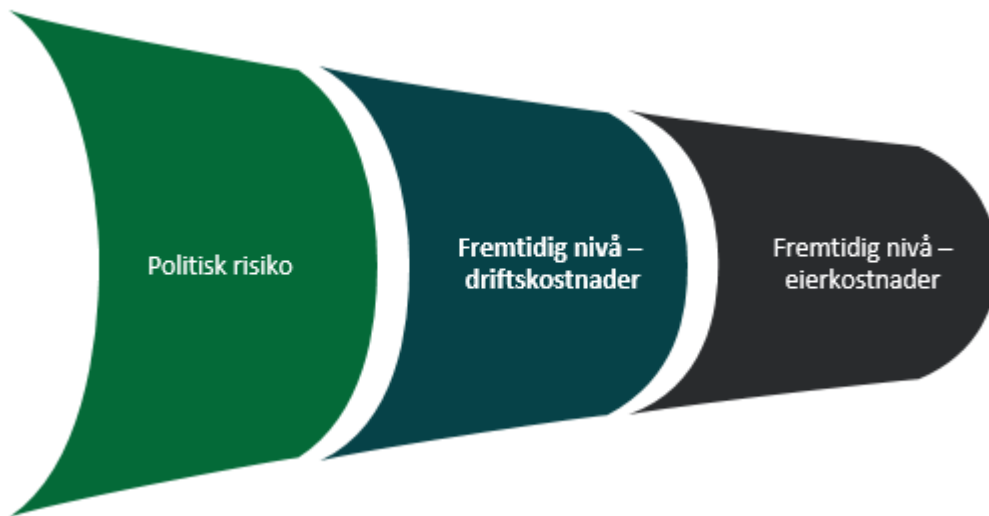
Leietakerrisiko



Figur 2-6 Leietakerrisiko

Leieinntekter er fundamentalt både for å opprettholde driften og eiendomsverdien. Leietakerrisikoen påvirkes av leietakermiksen, herunder *soliditet*, *leieperiode*, *bransje og konkurransesituasjon* og risiko for *relokalisering* blant leietakerne. Offentlige leietakere er attraktive fordi de er sikre betalere og inngår gjerne langsiktige leieavtaler, slike leietakere bidrar til å redusere risikoen i motsetning til nyetablerte virksomheter eller bransjer med høyere risiko. Dersom eiendommen kun huser ett leieforhold, er det av stor betydning hvilken bransje, soliditet og fremtidsutsikter denne leietakeren har. Ledighet i bygget utgjør også en potensiell risiko, men det kan også være positivt i områder med arealknapphet da dette kan gi handlingsrom for å oppnå høyere leie som dernest øker eiendomsverdien (Eiendomshuset Malling & Co, 2020, s. 9).

Eiendomsrisiko



Figur 2-7 Eiendomsrisiko

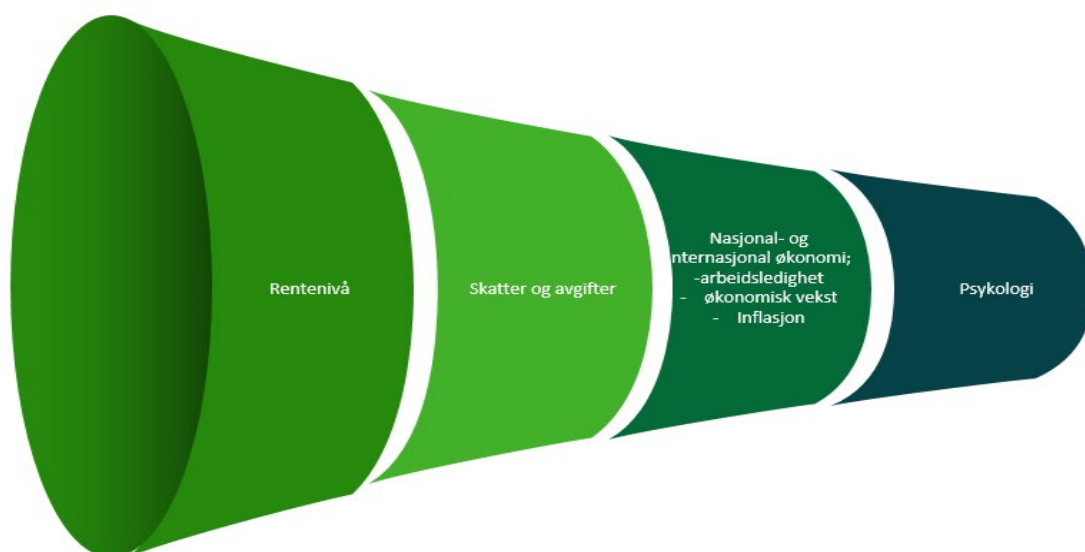
I tillegg til leietakerrisikoen omtalt over utgjør også egenskaper ved selve eiendommen en risiko, kalt eiendomsrisiko. Risikoene knytter seg til politisk risiko, nivå på driftskostnader og fremtidig vedlikeholdsbehov og risiko knyttet til økte eierkostnader.

Når det gjelder politisk risiko vil eiendommens potensial kunne begrenses av hvilken regulering eiendommen og eventuelle byplaner området har, samt hvilke tillatelser og fleksibilitet lokale myndighetene gir. Det samme gjelder endringer i lokalområdet ift. andre konkurrerende aktører, infrastruktur og kommunikasjon.

Nivået på fremtidige driftskostnader og vedlikeholdskostnader sett opp mot leieinntektene påvirker naturlig nok risikobildet ift. eiendomsavkastningen.

Fremtidig nivå på eierkostnader som eksempelvis større utskiftninger, vedlikehold, leietakertilpasninger og eiendomsskatt påvirker tilsvarende (Eiendomshuset Malling & Co, 2020, s. 10).

Makrorisiko



Figur 2-8 Makrorisiko

Eiendomsverdien og leiepris utvikling er risikoutsatte for endringer i makroøkonomien. Endringer i rentenivået påvirker eiendomsverdien. Eiendommens yield (avkastningskrav) inkluderer renteelementet og høyere rentekostnad medfører lavere eiendomsverdi, og motsatt. Endringer i avkastningskravet på de eiendommene som omsettes i markedet påvirker således eiendomsverdien direkte. Bankenes utlåsvillighet i markedet påvirker også, lav utlåsvillighet medfører lavere etterspørsel etter eiendom og således lavere eiendomsverdi. Olav Thon Eiendomsselskap driver stort innenfor kjøpesentervirksomhet, leietakernes omsetning og lønnsomhet (typisk detaljhandel) påvirkes av forbrukernes privatøkonomi. Dersom forbrukerne uteblir, påvirker det leienivået og dernest eiendomsverdien på sikt.

Skatt og avgift påvirker også eiendomsverdien. Endringer i skattenivå og formuesbeskatning av eiendommer (nivå på ligningsverdien av eiendommene) på aksjonærens hånd, samt innføring av eiendomsskatt (Eiendomshuset Malling & Co, 2020, s. 10-11).

Sluttverdirisiko

Eiendomsinvesteringer er utsatt for en sluttverdirisiko. Nivået på denne risikoen påvirkes derimot av tidshorisonten av investeringen. Et utviklingsprosjekt har gjerne kortere tidshorisont, eksempelvis boligutvikling med salg av leiligheter eller utleid næringseiendom der man utvikler en rå tomt til en fullt utleid næringseiendom med etterfølgende salg. I slike tilfeller vil sluttverdirisikoen være betydelig høyere, enn for langsiktige eiendomsinvesteringer hvor intensjonen er å besitte eiendommen og motta inngående kontantstrømmer på ubestemt tid (Eiendomshuset Malling & Co, 2020, s. 11-12).

3 Verdssettelsesteknikker

3.1 Ulike verdsettelsesteknikker

Det finnes ulike modeller for å verdsette et selskap eller eiendel, disse kan klassifiseres i 5 ulike metoder som det igjen finnes ulike varianter av (Kaldestad & Møller, 2021 s. 28). Jeg vil nedenfor kort redegjøre for de ulike modellene, i hovedtrekk før jeg går inn på valg av modell for denne masterutredningen med begrunnelse.

Metode	Fundamental	Komparativ			Opsjonsbasert
	Inntjeningsbasert tilnærming	Markedsbasert tilnærming	Balansebasert tilnærming	Kostbasert tilnærming	Opsjonsbasert tilnærming
Definisjon av verdi	Verdi er lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (DCF)	Verdi basert på prising av sammenlignbare selskaper	Verdien er lik det eiendelene kan selges for minus gjeld	Verdien er lik kostnaden ved å anskaffe eiendeler	Fundamentalverdi (DCF verdi) + verdi av særlig fleksibilitet
Varianter	Fri kontantstrøm til Enterprise Value	EV/Salg EV/EBITDA EB/EBIT P/B P/E EV/Produsert tonn EV/Reserver			
	Dividende modell				
	Residualinntekt/Superprofitt				
	Normalresultatmetoden				

Figur 3-1 Verdssettelsesteknikker (Kaldestad & Møller, 2021 s. 28)

3.1.1 Inntjeningsbasert tilnærming (fundamental verdsettelse)

Inntjeningsbaserte verdsettelsesmodeller beregner verdien av egenkapitalen (evt. eiendelen) med utgangspunkt i hvilke inngående kontantstrømmer selskapet (eller eiendeler) forventes å generere i fremtiden. Kontantstrømmene neddiskonteres med et avkastningskrav for å hensynta tidsverdien av penger og risiko, summen utgjør nåverdien av kontantstrømmene og verdien av selskapet eller eiendelen.

Sentrale trinn i en inntjeningsbasert tilnærming blir derfor:

- 1) Estimere prognoser for fremtidige kontantstrømmer
 - a. For eksplisitt periode (Normalt 5 år frem i tid)
 - b. For implisitt periode (Perioden etter 5 år og inn i evigheten)
- 2) Estimere et avkastningskrav

3) Diskontere de fremtidige kontantstrømmene med avkastningskravet

To metoder:

Egenkapitalverdien til et selskap kan beregnes etter to metoder:

- Metode 1) Egenkapitalmetoden: Egenkapitalen verdsettes direkte som nåverdien av kontanter til eierne (utbytte)
- Metode 2) Enterprise Value (Selskapsverdimetoden): Ved denne metoden verdsetter man først verdien av selskapet som helhet basert på nåverdien av inngående kontantstrømmer som selskapet (de operasjonelle eiendelene) genererer, for dernest legge til verdien av ikke operasjonelle eiendeler (typisk finansielle eiendeler) og trekke fra gjelden. Nettoverdien man sitter igjen med utgjør egenkapitalverdien til selskapet, metode 1 og 2 vil gi samme resultat ved konsistent bruk (Knivsflå, u.å, 01, s. 44-48,)

Ulike modeller:

Innenfor hver metode (hhv. egenkapitalmetoden og enterprise value metoden finnes det ulike modeller av den inntjeningsbaserte tilnærmingen (se figur 3.2-1). Noen beregner verdi direkte med utgangspunkt i kontantstrømmene (eks. DCF), mens andre fokuserer på avkastning på investert kapital (rentabilitet).

- Fri kontantstrømmodell (DCF)
- Normalresultatmetoden
- Dividendemodellen
- Residualinntektsmodell (Superprofittmodellen / Superprofittvekstmodell)

Vi skal se nærmere på noen av modellene nedenfor.

Inntjeningsbasert tilnærminger egner seg best for selskaper der det er god tilgang på fundamental informasjon om selskapet og bransjen, typisk modne selskaper og bransjer og børsnoterte selskaper dersom man ikke har tilstrekkelig tilgang til informasjon.

Videre forutsetter modellen fortsatt drift uten overhengene fare for avvikling. Metoden vil også undervurdere verdien av eventuelle særskilte fleksibiliteter av stor verdi (for eksempel en rett, men ikke plikt til å kunne ekspandere, utsette eller avvikle) (Knivsflå, u.å, 01, s. 50 og 57).

3.1.1.1 *Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital (DCF)*

Fri kontantstrøm beregner verdien av egenkapitalen (eller eiendelen) som summen av de fremtidige neddiskonterte kontantstrømmene. Verdien som fremkommer utgjør den totale fremtidige inntjeningen en investor får tilgang til gjennom eierskapet, altså forventet avkastning justert for effekten av tidsverdien av penger og risiko. Det er den positive kontantstrømmen (beregnes normalt med utgangspunkt i driftsresultat etter skatt) i kroner og øre som utgjør avkastningen og som påvirker verdien, dette i motsetning til residualmodeller der man fokuserer på rentabiliteten (se mer om dette nedenfor). Man kan beregne enten 1) egenkapitalverdien direkte eller en 2) totalkapitalen («enterprise value»), der egenkapitalverdien fremkommer som nettoverdien etter at finansielle eiendeler er lagt til og finansiell gjeld er trukket fra (Kaldestad & Møller, 2021, s. 35-37 og s. 39).

3.1.1.2 *Normalresultatmetoden*

Metoden er en forenklet variant av DCF modellen nevnt i avsnitt 3.2.1.1.

Utgangspunktet er at selskapet som verdsettes er i en steady state (uten superprofitt) med stabil inntjening og kontant vekst, «resultatet i morgen blir som resultatet i dag» i evig tid (Kaldestad & Møller, 2021, s. 36).

I denne tilnærmingen beregner man ikke kontantstrømmer for en eksplisitt periode. Inntjeningen diskonteres direkte ved bruk av Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2021, s. 36)

Gordons vekstformel:

$$verdi_0 = \frac{\textit{kontantstrøm}}{\textit{avkastningskrav} - \textit{vekstfaktor}}$$

Formel 3-1 Gordons vekstformel

3.1.1.3 Dividendmodellen

Dividendmodellen beregner verdien av egenkapitalen som summen av neddiskonterte fremtidige utbytter. Det må lages prognoser på fremtidige utbytter som dernest neddiskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen. Ofte legger man til grunn en forutsetning om at hele kontantoverskuddet utbetales til eierne hvert år. Modellen skiller seg fra DCF-modellen ved at den inkluderer finansinntekter- og kostnader, samt opptak og nedbetaling av gjeld inn i analysen (Kaldestad & Møller, 2021, s. 37-38).

3.1.1.4 Residualinntekt/Superprofitt

Residualinntektsmetoden verdsetter selskapet med utgangspunkt i investert kapital justert for nåverdien av mer- eller mindre avkastningen (superprofitt) kapitalen forventes å generere i fremtiden. Meravkastning («superprofitt») er definert som resultat fratrukket alternativkostnaden på den investerte kapitalen (Kaldestad & Møller, 2021, s. 42). Metodens utgangspunkt er at selv om et selskap genererer et regnskapsmessig overskudd, er ikke investeringen lønnsom dersom alternativkostnaden (avkastningskravet) overstiger avkastningen.

3.1.2 Markedsbasert tilnærming (Komparativ verdsettelse)

Ved en markedsbasert tilnærming tas det utgangspunkt i hvilken verdi andre sammenlignbare selskaper (eller eiendeler) omsettes for i markedet (eks. på børs) ved bruk av «multipler». Eksempelvis;

- EV/Salg: Selskapsverdi delt på salgsinntekter
- EV/EBITDA: Selskapsverdi delt på EBITDA (driftsresultat før skatt og avskrivninger)
- EV/EBIT: Selskapsverdi delt på EBIT (driftsresultat før skatt)
- Egenkapital-multiplikatorer:
- Price/Earnings: Markedsverdi av egenkapital delt på netto resultat etter skat
- Price/Book value: Markedsverdi av egenkapital delt på bokført verdi av egenkapitalen.

Metoden forutsetter at det foreligger observerbare markedspriser for tilsvarende selskaper eller eiendeler i et aktivt marked (eks. Oslo Børs for børsnoterte selskaper). Videre er det en forutsetning at det eksisterer sammenlignbare selskaper (eller

eiendeler). Fordelen med denne tilnærmingen er først og fremst at det er en enkel metode som er langt mindre ressurskrevende enn å utarbeide en inntjeningsbasert modell. Videre ligger verdiestimatet nærmere en antatt salgsverdi enn hva en inntjeningsbasert tilnærming beregner som er mer teoretisk («bruksverdi»). Ulemper kan være mangel på tilstrekkelig sammenlignbare selskaper (eller eiendeler), særlig dersom selskapet ikke er børsnotert. Forskjellene må søkes justert for (Kaldestad & Møller, 2021, s. 30-31).

Verdsettelsesteknikken er nok den mest brukte i praksis som følge av at den er lite ressurskrevende og enkel i bruk. Teknikken benyttes ofte i kombinasjon med en inntjeningsbasert teknikk for å rimelighetsvurdere resultatet. En forutsetning for at teknikken bør benyttes som hovedteknikk er at det ikke foreligger tilstrekkelig informasjonsgrunnlag for å gjennomføre en fundamental verdsettelse og at det eksisterer tilstrekkelig med sammenlignbare selskaper (eller eiendeler) der markedspriser er observerbare i et aktivt marked. Dersom selskapet har spesielle selskapsfordeler (eks. konkurransefortrinn, rettigheter) av stor verdi er metoden mindre egnet (Knivsflå, u.å.,01 s. 59).

3.1.3 Balanseorientert tilnærming (substansbasert metode)

Ved en balanseorientert tilnærming verdsettes selskapet med utgangspunkt i selskapets balanseoppstilling i regnskapet. Bokført verdi av eiendeler og gjeld erstattes med forventet salgsverdi (eks. eiendom, aksjer, varelager) og latente skatteforpliktelser. Metoden er enkel, men forutsetter at markedsverdier kan innhentes fra et aktivt marked eller fra en sakkyndig (takst). Metoden kan være egnet ved verdsettelse av mindre selskaper uten drift og selskaper i en likvidasjonsprosess, metoden er mindre egnet for driftsselskaper da verdien ikke representerer verdien av fremtidig inntjening (Kaldestad & Møller, 2021, s. 31).

3.1.4 Kostbasert tilnærming

En kostbasert tilnærming verdsetter en eiendel basert på hva de vil koste å erstatte eller gjenanskaffelse tilsvarende eiendel med tilsvarende egenskaper, med fratrukk for elde, verdiforringelse og teknisk utvikling. Metoden er enkel i bruk, men har flere svakheter

som bla. endringer i kostnadsnivå, samt at det ikke nødvendigvis er noen sammenheng mellom byggekostnader og fremtidig avkastning (Kaldestad & Møller, 2021, s. 32).

3.1.5 Opsjonsbasert tilnærming

En opsjonsbasert tilnærming verdsetter selskapet basert på verdien av rettighetene (eks. fleksibilitet og opsjoner) for et selskap å gjøre bestemte typer tiltak (Kaldestad & Møller, 2021, s. 32). Med fleksibilitet menes eksempelvis retten, men ikke plikten til å kunne ekspandere, utsette eller avvikle, noe som vil bli undervurdert i de andre teknikkene dersom denne opsjonen har stor verdi (Knivsflå, u.å., 01, s. 50).

3.1.6 Valg av verdsettelsesmetode

3.1.6.1 *Markedseffisiens*

Før jeg velger verdsettelsesmetode vil jeg gå litt nærmere inn på hvorvidt det er hensiktsmessig å gjennomføre en verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap. For at det skal være formålstjenlig å gjennomføre en verdsettelse av et børsnotert selskap må det foreligge en presumpsjon om at aksjemarkedet aksjen omsettes i ikke er tilstrekkelig effisient. Dersom aksjemarkedet er sterkt effisient vil det være vanskelig eller umulig å identifisere underprisede aksjer fordi underliggende økonomiske forhold allerede er priset inn i aksjekursen.

Markedseffisiens handler om hvor raskt og nøyaktig ny kunnskap om selskapet og makroøkonomiske forhold blir reflektert i aksjekursen. I sterkt effisiente aksjemarkeder vil det ikke være feilprisede aksjer, følgelig vil det ikke være formålstjenlig å gjennomføre en fundamental verdsettelse fordi alle underliggende forhold allerede er reflektert i aksjeprisen og gevinstmulighetene begrenset (Bøhren, Michalsen og Nordli, 2017, s. 127).

Det skilles mellom følgende typer effisiens (Bøhren, Michalsen og Nordli, 2017, s. 129):

- Svak effisiens: Ved svak effisiens er aksjekursen et resultat av tidligere prisutvikling og ny informasjon, både offentlig eller innsideinformasjon er

ikke, eller blir tregere reflektert i aksjen.

- Halvsterk effisiens: Ved halvsterk effisiens er all offentlig tilgjengelig informasjon reflektert i aksjekursen. Med offentlig tilgjengelig informasjon menes eksempelvis interne kilder som pressemeldinger, kvartals og årsrapporter, samt makroøkonomiske forhold som eksempelvis markedsutvikling, rente- og valutautvikling.
- Sterk effisiens: Ved sterk effisiens er all informasjon reflektert i aksjekursen, både offentlig informasjon og innsideinformasjon.

Markedseffisiens skapes av konkurranse mellom investorene i markedet. For at aksjen skal være effisient må det til enhver tid være en høy etterspørsel mellom investorene om å identifisere feilprisede aksjer, med troen på at aksjemarkedet er ineffisient. Dersom aktiviteten i aksjemarkedet går ned, går prisen ned og markedet mindre effisient (Bøhren, Michalsen og Nordli, 2017, s. 127).

Når det gjelder Olav Thon Eiendomsselskap har selskapet en spesiell aksjonærstruktur til å være et børsnotert selskap da det eies 73,9% av Olav Thon Gruppen AS (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022, 3. kvartalsrapport 2022). Dette bidrar til lite likviditet i aksjen. De mest handlede aksjene på Oslo Børs har flere tusen daglige handler, mens Olav Thon Eiendomsselskap bare har noen titalls. Investorer med aksjer med lav omsetning og en eierstruktur med få langsiktige aksjonærer har en risiko for innlåsning fordi aksjene er illikvide. Dette betyr at om store aksjonærer ønsker å selge seg ut, kan det påvirke aksjekursen negativt fordi kjøperne uteblir og det kan være behov for å gå ned i pris for å få solgt. Siden aksjen handles lite, er det grunn til å kunne anta at aksjen er ineffisient som følge av lav etterspørsel mellom investorene. Med denne begrunnelse mener jeg da er nyttig å gjennomføre en verdsettelse av selskapet.

3.1.6.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Hvilken metode som egner seg best avhenger av flere faktorer, bla. fase i livssyklusen, bransje, tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet (formålet med

verdsettelsen) (Kaldestad & Møller, 2021, s. 33).

OLT er et veletablert eiendomsselskap notert på Oslo Børs, selskapet leverer stabile regnskapstall uten større fluktuasjoner og selskapets regnskaper viser positivt årsresultat hvert år de siste 10 årene (2021-2012) iflg. offentlig tilgjengelige regnskapstall innsendt til Brønnøysundregistrene. Selskapet må derfor kunne sies å være i en stabil driftsfase «steady state». Bransje er også av betydning, i eiendomsbransjen er balansebaserte tilnærmingen (substansverdi) en mye anvendt verdsettelsesmetode.

Inntjeningsbaserte tilnærming er den mest robuste og er anbefalt å være hovedmetoden i enhver verdivurdering dersom forutsetninger for å gjennomføre en slik verdsettelse er tilstede (Kaldestad & Møller, 2021, s. 34). En inntjeningsbasert verdsettelse bygger på prognoser for fremtidig forventet inntjening. En forutsetning for å utarbeide gode prognoser er tilgang på informasjon. Olav Thon Eiendomsselskap ASA børsnotert og tilgang på informasjon er dermed større enn for selskaper som ikke er notert på børsen. Med mindre man sitter på innsideinformasjon, er derfor børsnoterte selskaper mer egnet for verdsettelse basert på inntjeningsbaserte modeller som følge av større informasjonsgrunnlag gjennom offentlig informasjon (for eksempel medieomtale og presentasjoner av selskapet) og årsrapporter som publiseres på selskapets hjemmeside. Skulle man utarbeidet en så presis verdivurdering som mulig, måtte man derimot hatt tilgang til bla. leieavtaler (med spesifisering av leibeløp, periode, leietakersammensetning) for alle eiendommer og fremtidige prognoser på fortjeneste fra fremtidige utviklingsprosjekter, viser til kapittel «2.2.1 Spesielt om verdsettelse av eiendom». Dette forutsetter et datagrunnlag som ikke er offentlig tilgjengelig, med unntak av det som opplyses på mer overordnet nivå i noteopplysningene i selskapets årsrapport.

Videre påvirker kost-nytte vurderingen hvilken verdsettelsesmetode som skal benyttes. En inntjeningsbasert tilnærming (fundamental verdsettelse) er eksempelvis betydelig mer tidkrevende å gjennomføre enn en markedsbasert tilnærming (basert på utvalgte

multipler). Tid til disposisjon i denne masterutredningen utgjør høstsemesteret 2022 (5 måneder), dermed vektlegges ikke tid til disposisjon tungt i avgjørelsen.

Formålet med verdsettelsen er å utarbeide et verdiestimat per aksje for OLT for hele konsernet samlet sett, for dernest gi en handelsanbefaling utifra aksjeprisen ift. hvorvidt aksjen er høyt eller lavt priset sammenlignet med underliggende beregnede verdier. Ved valg av metode vil jeg derfor legge vekt på den metoden som gir et godt nok verdiestimat ift. formålet. For å optimalisere verdsettelsen bør flere tilnærminger kombineres. Det er de inntjeningsbaserte og markedsbaserte tilnærmingene som gir de mest pålitelige verdiestimatene og det anbefales å kombinere varianter av disse i en verdivurderingsprosess (Kaldestad & Møller, 2021, s. 33).

Jeg velger derfor å bygge denne masteravhandlingen med hovedvekt på en inntjeningsbasert tilnærming (fundamental verdsettelse) og rammeverket for en slik verdsettelse, for dernest supportere denne med en komparativ verdsettelse.

3.2 Spesielt om verdsettelse av eiendom

«Eiendomsmarkedet kjennetegnes ofte av mer likviditet og større tilgang på informasjon enn i de fleste andre verdivurderingssituasjoner» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 320). Verdsettelsene er ofte basert på neddiskonterte kontantstrømmodeller, disse suppleres gjerne med en sammenlignende analyse. Det er derimot viktig å forstå hvilke faktorer som skaper prisforskjeller mellom ulike eiendommer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 320).

3.2.1 Verdidrivere i eiendomsbransjen

Verdien på næringseiendommer er preget av store lokale forskjeller, mens det i storbyene gjerne er tomten (og beliggenheten av denne) som er den største verdidriveren er ofte bygge kostnaden og kostnader i forbindelse med opparbeidelse av infrastruktur den største verdidriveren på mindre attraktive områder. Utenfor byområdene er gjerne bygge kostnaden en øvre grense for eiendomsverdien ettersom alternativet til å kjøpe eiendommen er å sette opp et nytt og moderne bygg (Kaldestad

& Møller, 2016, s. 320-321).

Verdidrivere på lang sikt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 320-321)

- Områder uten arealknapphet:
 - Normalt vil ikke eiendomsverdiene stige ytterligere enn i takt med endringer i byggekostnadsindeksen.
 - Avkastningskravet vil ikke påvirke eiendomsverdien når eiendomsverdien konvergerer mot byggekostnaden, byggekostnaden vil reflektere avkastningskravet.

- Områder med arealknapphet: I områder med arealknapphet påvirkes eiendomsverdien i stor grad av betalingsvilligheten for sentral beliggenhet, denne er gjerne høy (Feks. Karl Johannsgt. i Oslo). De mest attraktive lokasjonene vil gjerne overtas av stadig nye aktører med konkurransefortrinn til å utnytte lokalene på best mulig måte, dersom de ikke lykkes står en ny aktør i kø for å komme til. Dette bidrar til å presse prisen opp.

På den annen side vil sakte men sikkert utvidelser av bysentrum og etablering av nye bydeler og næringsområder bidra til at leietakerne finner alternative lokaler som er vel så gode, dette bidrar til å sette et tak på leieprisene og naturlig nok til å dempe prisnivået.

Verdidrivere på mellomlang og kort sikt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 321)

- Tilbud og etterspørsel:
 - Tilbudet: På kort sikt er tilbudet ganske fast og de økonomiske konjunktorene får større betydning for prisutviklingen.
 - Økt etterspørsel: Høy etterspørsel medfører høyere leiepriser og at nye prosjekter vurderes.
 - Lav etterspørsel: Lav etterspørsel medfører ledighet og lavere leiepriser/eiendomsverdi.

- Realrenten: Leiekontraktene inneholder gjerne årlig indeksregulering ihht. endring i KPI-indeks, dette gir en ganske god inflasjonsbeskyttelse og sikrer at eiendomsverdiene øker med inflasjonen. Eiendomsverdiene er derimot på kort og mellomlang sikt følsom for endringer i realrenten, altså nominell lånerente fratrukket inflasjon.

- Tilgang på finansiering: Tilgang på finansiering påvirker eiendomsverdien, og dette påvirkes av bankenes utlånsvilje for finansiering av næringseiendom.

Bankenes utlånsvilje påvirkes igjen av myndighetenes kapital- og likviditetskrav. Finansiering av næringseiendom binder opp mye kapital for bankene enn øvrige lån.

- Markedssentiment: Psykologi og trender bidrar også på eiendomsprisene.

3.2.2 Ulike tilnæringer for å estimere eiendomsverdi

Det benyttes primært tre ulike tilnæringer for å estimere eiendomsverdier.

1) *Inntjeningsbasert tilnærming (også kalt fundamental verdsettelse)*

En inntjeningsbasert tilnærming verdsetter en eiendom med utgangspunkt i summen av de neddiskonterte kontantstrømmene eiendommen er forventet å generere i prognoseperioden, kontantstrømmene neddiskonteres til nåverdi med et avkastningskrav (for å hensynta tidsverdien av penger og risiko). Det må utarbeides prognoser for fremtidige kontantstrømmer og estimeres et avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2021, s. 29). Ulemper med denne modellen isolert sett er at den ikke nødvendigvis representerer det beløp eiendommen kan selges for i markedet, verdien som estimeres kan betraktes som en teoretisk verdi eller en såkalt «bruksverdi». Metoden er mye mer tidkrevende enn øvrige modeller. (Kaldestad & Møller, 2021, s. 30).

2) *Markedsbasert tilnærming*

En markedsbasert tilnærming legger til grunn at man sammenligner eiendommen med hva andre tilsvarende eiendommer selges for i markedet. Pris per kvadratmeter eller yield (netto leieinntekter / verdi) benyttes gjerne som utgangspunkt («multipler»). Fordeler ved denne tilnærmingen er at den gir et estimat som ligger nærmere en «salgsverdi», enn en inntjeningsbasert tilnærming (Kaldestad & Møller, 2021, s. 30). Ulemper er at tilnærmingen ikke hensyntas teknisk standard på bygningsmassen, gjenværende varighet på eksisterende leieavtaler og hvorvidt leienivå avviker fra markedsleie (Kaldestad & Møller, 2021, s. 322).

3) *Kostnadsbasert tilnærming*

Tilnærmingen tar utgangspunkt i at man beregner en teknisk verdi på bygget, dvs. hva det vil koste med dagens byggekostnad å bygge et tilsvarende bygg i dag på en tilsvarende tomt. Videre gjør man fratrukk for slitasje og elde.

Tilnærmingen er mer relevant i områder uten arealknapphet, dvs. områder med

lav tomteverdi. I områder med arealknapphet har gjerne bygningsmassen sekundær verdi og metoden mindre egnet. Den kan derimot være nyttig for en rimelighetsvurdering / sammenligning mot estimatet fra en inntjeningsbasert tilnærming (Kaldestad & Møller, 2021, s. 322).

3.2.2.1 Mer om inntjeningsbasert tilnærming

Det fleste eiendomstakster baserer seg på en inntjeningsbasert tilnærming, kombinert med en sammenlignende analyse basert på en annen modell (Kaldestad & Møller, 2021, s. 320). Nedenfor vil jeg utdype ulike momenter det må tas stilling til i en slik modell.

Kontraktsleie

Startpunktet i modellen er gjerne kontraktsfestede leieinntekter, det legges inn en årlig indeksregulering i den eksplisitte perioden og i terminalverdien (Kaldestad & Møller, 2021, s. 323).

Markedsleie

Markedsleie er et alternativ til kontraktsfestede leieinntekter dersom dette gir et mer rettviseende bilde. Markedsleie er det leienivået som sammenlignbare lokaler inngås. Tilsvarende som over, legges det inn årlig indeksregulering for inflasjon i modellen. Bruk av markedsleie kan være hensiktsmessig dersom en eiendom har lokaler som kan utnyttes bedre når eksisterende leieavtaler går ut, samt utviklingsprosjekter eller ledige lokaler (Kaldestad & Møller, 2021, s. 323).

Ledighet

Det legges vanligvis inn en prosentvis reduksjon i inntektene for ledighet. Størrelsen på dette fratrukket påvirkes av eiendommens attraktivitet og historikk for ledighet (Kaldestad & Møller, 2021, s. 324).

Løpende vedlikehold

Løpende vedlikeholdskostnader inkluderes også i modellen, normalt som en kostnad per kvadratmeter eller prosentandel av leien. Størrelsen på kostnaden påvirkes av type

bygg og standard/alder. Det er vanlig å benytte en sjablongsats, ikke det konkrete vedlikeholdsbehovet for bygningen (Kaldestad & Møller, 2021, s. 324).

Periodisk vedlikehold

Modellen må hensyntas med fremtidige planlagte vedlikeholdsbehov de nærmeste årene. Det påløper typisk vedlikeholdskostnader når leietakere flytter ut, det er derfor vanlig å hensynta et vedlikeholdsbehov ved utløpet av kontraktsfestede leieperiodene. Det er derfor vanlig å hensynta sannsynlighet for skifte eller forlengelse av eksisterende leietakere i modellen (Kaldestad & Møller, 2021, s. 324).

Avkastningskrav

I eiendomstakster benyttes ofte en noe forenklet metode for oppbygging av avkastningskravet «takstmannmetoden» sammenlignet med teoretisk metode, kapitalverdimodellen (CAPM) hadde vært lagt til grunn (Kaldestad & Møller, 2021, s. 324).

Det tas utgangspunkt i at eiendommen har lav risiko, dvs. at den ligger i et område med arealknapphet og høy etterspørsel. Man begynner gjerne med risikofrirente som utgangspunkt (typisk 10 åring statsobligasjon) og legger til bankmargin. Videre legges det til en generell risiko for eiendomsbransjen som skal representere hvilken meravkastning en eiendom med lav risiko bør ha over tid. Man har så beregnet et såkalt «prime» avkastningskrav å bygge videre på.

Dernest justeres avkastningskravet for prosjektspesifikke risikoer som beliggenhet (vekstpotensial, ledighetsrisiko, kontraktsfornyelse), type eiendom, teknisk standard (vedlikehold, risiko for å bli utkonkurrert av nye moderne bygg), kontraktsforhold (kredittrisiko, langsiktig/kortsiktig leieavtale, offentlig aktør) og andre forhold ikke reflektert.

Komponent		Kommentar
Risikofri rente	1,60 %	Settes ofte lik 10-årig statsobligasjon
Bankmargin	1,90 %	Bankens påslag
Generell eiendomsrisiko	3,50 %	Hvilken meravkastning bør eiendom led lav risiko gi over tid?
"Prime" avkastningskrav	7,00 %	
Beliggenhet (by)	0,00 %	Settes til null hvis det er i Oslo
Beliggenhet (mikro)	0,25 %	Økes hvis bygg er lokalisert utenfor CBD
Type eiendom	0,25 %	Økes hvir det ikke er kontorbygg
Teknisk standard	0,25 %	Økes hvis det er et eldre bygg
Kontraktsforhold	0,25 %	Økes hvis det ikke er langsiktig leieavtale med statlig aktør
Andre forhold	0,00 %	Andre risikoelementer
Prosjektspesifikt tillegg	1,00 %	
Avkastningskrav før skatt	8,00 %	

Figur 3-2 Oppbygging av avkastningskrav etter «takstmannmetoden» (Kaldestad & Møller, 2021, s. 325)

En av svakhetene ved denne tilnærmingen til oppbygging av avkastningskravet er; 1) at justeringene heller burde vært hensyntatt i kontantstrømoppstillingen. 2) Betafastsettelsen er også vanskelig å gjøre generisk, det er stort spenn mellom Beta-nivået i områder med arealknapphet (for eksempel «Central Business Distric»t i Oslo og mer grisgrendte strøk). 3) Fastsettelsen er gjort før skatt, effekten av skattemessige avskrivninger og investeringer gjør at det er vanskelig å justere for skatteeffekten. 4) Diversifiseringseffekter ift. systematisk og usystematisk risiko blir ikke hensyntatt i modellen, noe den gjør i kapitalverdimodellen (CAPM). En investor kan derfor risikere å få et for høyt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2021, s. 326).

Kontantstrøm etter skatt

For å hensynta skatteeffekter må man beregne en kontantstrøm etter skatt. Dette gjøres i praksis ved å beregne 1) skattemessige avskrivninger (saldometoden), 2) en skattekostnad og 3) en kontantstrøm etter skatt.

I beregningen av skattemessige avskrivninger må eiendomsverdien (avskrivningsgrunnlaget) dekomponeres ihht. de ulike bestanddeler består av da det er ulike skattemessige avskrivningssatser etter saldoreglene.

Avskrivningsgrunnlaget settes enten til skattemessig verdi benyttet i skattemeldingen, alternativt estimert verdi av eiendommen (mest brukt).

Avkastningskrav etter skatt

Når kontantstrømmen beregnes etter skatt må avkastningskravet også være etter skatt slik at skatt hensyntas både i teller og nevner. I utgangspunktet blir det å trekke fra gjeldende skattesats, men de skattemessige avskrivningene og diskonteringseffekten gjør at dette ikke blir bare å trekke fra 22% skatt (gjeldende skattesats pt.).

3.2.2.2 Skatterabatt

En eiendomsoverdragelse utløser dokumentavgift på 2,5%, for å unngå denne avgiften selges som oftest næringseiendommer som aksjer i et aksjeselskap (som eier eiendommen som overdras). Enten som enkeltstående aksjeselskap pr. eiendom, eller at eiendommen fisjoneres ut i et nystiftet aksjeselskap før salgstransaksjonen finner sted. Fordelen er som nevnt innledningsvis, spart dokumentavgift på 2,5%. Ulempen er at kjøper overtar den skattemessige verdien av eiendommen selger hadde forut salget, dette medfører lavere skattemessige avskrivninger som igjen medfører høyere skattemessig resultat og høyere betalbar skatt i fremtiden. Den skattemessig verdien er normalt mye lavere enn hva kjøper betalte for eiendommen. Dette i motsetning til om man kun kjøper eiendommen, da vil kjøpesummen bli eiendommens nye skattemessig verdi. Det er derfor vanlig å beregne en «skatterabatt» som trekkes fra kjøpesummen som skal utligne effekten av for lave skattemessige avskrivninger (som da medfører høyere betalbar skatt i fremtiden) som følge av forskjellen mellom kjøpesummen og skattemessig verdi i skattemeldingen (Kaldestad & Møller, 2021, s. 338).

3.2.2.3 «Yield»

Begrepet «Yield» benyttes mye innenfor eiendomsinvesteringer og kan forklares som den avkastningen en eiendomsinvestering kan forventes å gi. «Yield» beregnes som forholdet mellom netto leieinntekter (leieinntekter-driftskostnader) og eiendommens verdi.

En forenklet metode for å beregne en eiendomsverdi er å ta utgangspunkt i oppnådd «yield» på sammenlignbare eiendommer (ift. type eiendom og beliggenhet) i transaksjonsmarkedet. Gjeldende «yield» publiseres i bransjens markedsrapporter.

Metoden er en «markedsbasert tilnærming» der man beregner en eiendomsverdi med utgangspunkt i «yield» som multipl. Selv om metoden er forenklet, er den derimot markedsbasert og dersom det nylig har vært gjennomført sammenlignbare transaksjoner i markedet kan metoden gi et verdiestimat som er nærmere en reell salgspris enn en inntjeningsbasert diskontert kontantstrøm metode (Kaldestad & Møller, 2021, s. 328).

3.3 Rammeverket for fundamental verdsettelse

Med utgangspunkt i valg av fundamental verdsettelse («inntjeningsbasert tilnærming») som verdsettelsesmetode vil jeg ta utgangspunkt i følgende rammeverk hentet fra Kjell Henry Knivsflås forelesningsmaterieell i emnet BUS440 ved Norges Handelshøyskole (Knivsflå, u.å., 01, s. 64).

Trinn 1) Strategisk analyse:

Første trinn består av å gjennomføre en strategisk analyse av selskap og bransje for å avdekke styrker og svakheter innad i selskapet, og muligheter og trusler i bransjen. Som verktøy vil jeg ta utgangspunkt i anerkjente modeller (Kaldestad & Møller, 2021, s. 47-49).

Trinn 2) Regnskapsanalyse:

I neste trinn vil jeg omgruppere regnskapet for analyseformål, gjennomføre trendanalyser, analysere utvalgte nøkkeltall samt justere for historiske engangseffekter. Med utgangspunkt i normalisert inntjening for selskapet over tid, vil vi ha et bedre utgangspunkt utregning av fremtidsregnskapet i trinn 3 (Kaldestad & Møller, 2021, s. 46-47).

Trinn 3) Fastsettelse av fremtidsregnskap

Basert på resultatet etter strategisk- og regnskapsmessig analyse vil jeg i dette kapitlet utarbeide prognoser for den eksplisitte og den implisitte perioden. Videre blir det nødvendig å estimere et avkastningskrav kontantstrømmene skal diskonteres med. I denne fasen hensyntar man også eventuelle risikojusteringer av kontantstrømmene (Kaldestad & Møller, 2021, s. 49-51).

Trinn 4) Verdsettelse

Basert på utarbeidede prognoser og avkastningskrav i hhv. trinn 2 og 3 estimeres verdien av selskapets egenkapitalverdi basert på valgt verdsettelsesmodell. Jeg har valgt å benytte modellen «fri kontantstrøm til sysselsatt kapital» modell. Siden modellen beregner kontantstrøm til total kapitalen, må det justeres for netto finansiell gjeld og eventuelle finansielle eiendeler i balansen for å beregne en egenkapitalverdi (Kaldestad & Møller, 2021, s. 53-56).

For å øke påliteligheten av verdiestimatet vil vi i denne delen også gjennomføre en rimelighetsvurdering av verdien ved å gjennomføre en komparativ verdsettelse basert på utvalgte multipler (Kaldestad & Møller, 2021, s. 57-59).

Trinn 5) Handlingsstrategi

Basert på resultatet i trinn 4) vil jeg komme med et investeringsråd om hvorvidt jeg anbefaler kjøp, hold eller salg av aksjen «OLT» (Knivsflå, u.å., 01, s. 98-99).

4 Strategisk analyse

For å danne et godt utgangspunkt for å utarbeide prognoser på fremtidige kontantstrømmer (i kapittel 7) vil jeg i dette kapitlet gjennomføre en strategisk analyse av bransjen og selskapet.

Den strategiske analysen deles inn i en ekstern og en intern analyse. Den eksterne analysen vil bli gjennomført med utgangspunkt i Porter's fem krefter og PESTEL-modellen. Den interne analysen vil bli gjennomført med utgangspunkt i VRIO-analyse. Oppsummeringen vil bli presentert med utgangspunkt i en SWOT-modell.

Formålet med den eksterne analysen er å forstå lønnsomhetspotensialet til bransjen, mens formålet med den interne analyse er å identifisere egenskaper ved selskapet som tilsier hvorvidt selskapet har et bedre lønnsomhetspotensiale enn gjennomsnittet i bransjen.

4.1 Ekstern analyse

Ved å kartlegge bransjen og verdikjeden setter dette oss i bedre stand til å forstå lønnsomhetspotensialet til bransjen som helhet.

4.1.1 Porter's fem krefter

Porter-modellen er et verktøy for å få en dypere forståelse for bransjen virksomheten opererer i. Bransjer som opplever høy lønnsomhet vil oppleve press fra både eksisterende og nye konkurrenter samt leverandører og kunder med forhandlingsmakt. Aktørene vil kontinuerlig tilpasse seg markedet ved å øke og forhandle ned priser (Kaldestad & Møller, s. 100).

1) Fare for nyetableringer

Trussel fra nyetableringer påvirkes av hvor enkelt det er for nye aktører å etablere seg i bransjen. Lav inngangsbarriere tilsier økt trussel, mens høy inngangsbarriere tilsier lavere trussel for nyetableringer. Stordriftsfordeler, kapitalbehov,

produkt differensiering, merkeloyalitet, myndigheter og reguleringer, lokalisering og tilgang til distribusjonskanaler er eksempel på inngangsbarrierer som påvirker trusselnivået (Porter, 1985, s. 22).

Eiendomsbransjen, og særlig kjøpesentereieendom og næringseiendom er en svært kapitalintensiv bransje. Det krever et vesentlig kapitalbehov for å etablere seg, enten det dreier seg om anskaffelser eller utvikling av eiendommer. Dersom nyetableringer skal utgjøre en stor trussel for OLT må det betydelig mer til enn å være konkurrent til en eller noen enkelte eiendommer.

Det kreves en viss kapital for å kunne utgjøre en trussel for selskapet som helhet. Tilgangen på kapital, herunder bankenes utlånsvilje påvirker derfor trusselnivået. Bankenes utlån til «omsetning og drift av fast eiendom» utgjorde 43% av all utlån til næring pr. april 2022. Norges Bank har i skrivende stund satt opp renten i flere omganger, og har varslet ytterligere renteøkninger. Økte finansieringskostnader, strammere tilgang på fremmedkapital og økte avkastningskrav har bidratt til å bremse aktiviteten i transaksjonsmarkedet (Newsec, Basalrapporten utgave 2 2022). Likevel har det norske eiendomsmarkedet hatt en betydelig vekst de siste årene med høyt volum i transaksjonsmarkedet og høye priser. Mange næringseiendomsselskaper har derfor opparbeidet seg en solid økonomi og således bedre rustet for prisfall og økte renter nå enn under finanskrisen i 2008. Bankene vil trolig bli noe mer selektive og risikoavers ved utlån enn tidligere, men det forventes likevel at bankene fortsatt vil forbli villig til å yte lån til eiendomsbransjen iflg. markedsutsikter publisert av Newsec (Newsec, Property Outlook, høst 2022) Det store kapitalbehovet for å etablere seg må sies å være den største inngangsbarrieren i bransjen.

Selskapet har eiendommer på attraktive lokasjoner, næringseiendommene er i all hovedsak lokalisert i Oslo-området og flere av dem i «Central Business District», et område med arealknapphet, noe som i seg selv øker inngangsbarrieren som følge av at eiendommene gjerne allerede er eiet av etablerte aktører og mangel på tilsvarende eiendommer tilgjengelig for salg gir en førstetrekksfordel. Nyetablere må derfor ta seg til takke med eiendommer med mindre attraktiv beliggenhet, noe som kan muliggjøre

superprofitt på det mest attraktive eiendommene.

OLT har kjøpesentre i hele landet, selskapet har sikret seg gode lokasjoner for kjøpesentre i tilknytning til flere av de største byene i Norge som eksempelvis Sandvika Storsenter i Bærum og Lagunen Storsenter i Bergen. Dette i seg selv utgjør et konkurransefortrinn, da man kan anta at terskelen øker for andre aktører å etablere seg på de lokasjoner OLT allerede er etablert fordi markedet for ytterligere aktører trolig vil være begrenset og nyetableringer vil medføre en overetablering i markedet. Norge har tross alt en svært høy kjøpesentertetthet sammenlignet med andre land i Europa, noe som bidrar til å mette markedet. Skal nyetablerere få komme til, må de ta sikte på å utkonkurrere allerede etablerte kjøpesentre, somoftest vil dette være svært risikabelt. For at et nyetablering skal utgjøre en stor trussel for OLT må nok dette inkludere en større sammenslåing blant eksisterende konkurrenter enn enkeltstående nyetablerere.

Det må videre kunne antas OLT har stordriftsfordeler og en viss forhandlingsmakt i markedet som Norges største kjøpesenteraktør, det er nærliggende å kunne anta at terskelen for fornyelse og etablering av nye leieavtaler med nasjonale og internasjonale butikkjeder på eksempelvis nye kjøpesentre er lavere når man allerede har eksisterende leieforhold på andre eiendommer/kjøpesentre. Samt at kontraktsforhandlinger gjøres felles for hele eiendomsporteføljen.

Trusselen fra nyetableringer anses å være lav for selskapet som helhet som følge av høy inngangsbarriere ift. at bransjen er svært kapitalintensiv og som følge av førstetrekksfordel siden selskapet har en svært stor markedsandel på kontorlokaler i Oslo og kjøpesentervirksomhet i hele landet, samt gode lokasjoner på eiendommene.

Fare for nyetableringer	Lav	Moderat	Høy
Kontoreiendom	X		
Kjøpesentereiendom	X		
Hotelleiendom	X		
Samlet	X		

Tabell 4-1 Fare for nyetableringer

2) Trussel fra substitutter

Substitutter defineres som produkter eller tjenester som erstatter eksisterende varer

eller tjenester. Substitutter er andre typer produkter eller tjenester, men dekker det samme behovet hos konsumenten. Dette kan utgjøre en trussel for bransjen, fordi de kan utkonkurrere nåværende produkter eller tjenester (Porter, 1985). Enten ved prispress, eller at konsumentens behov endres såpass mye at det ikke lenger vil være behov for varen eller tjenesten som tilbys i dag.

Kjøpesentervirksomheten - handelseiendom

Når det gjelder kjøpesentervirksomheten er det nærliggende å betrakte netthandel som det største alternativet til å dra på kjøpesenteret å handle. Kjøpesenterdød og butikkdød har vært et fenomen i USA, der store butikkjeder har gått konkurs og kjøpesentre står tomme. Norge har vært spådd til å være neste land i køen som følge av at Norge har svært høy kjøpesentertetthet sammenlignet med andre europeiske land og at netthandelen vokser raskere i Norge enn resten av Europa (Madsen, Tefers & Stefanovis, 2017) og (Magnus & Løland, 2018).

Det er en økende trend å handle på nett, netthandel står for omtrent 13% av omsetningen innen forbrukermarkedet i Norden og Baltikum. De siste årene har netthandel hatt en årlig vekst på omtrent 20%, noe som tilsier en andel på 30% innen år 2030, gitt tilsvarende vekst de neste årene (Newsec, 2022, s. 16).

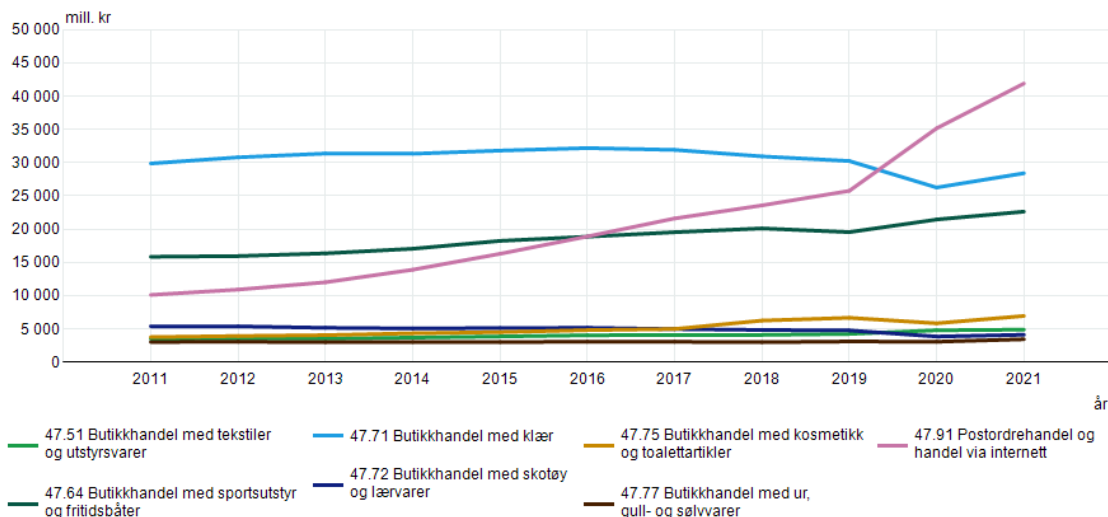
Under Covid-19 pandemien opplevde varehandelen en eksplosiv vekst i netthandel med hele 70% fra 2019 til 2022 (Vist, 2022). Forklaringen på dette er derimot endret handlemønsteret under pandemien som følge av smittevernstiltak og restriksjoner fra myndighetene både fordi man måtte handle på nett grunnet nedstengte butikker, men også fordi forbruket endret seg fra reiser og restaurantbesøk til varekjøp.

Handelsmønsteret for varehandel er nå i større grad som før pandemien startet, med mindre kjøp på nett (sammenlignet med nivået under pandemien) og flere kjøp i fysisk butikk. Netthandelen som helhet har derimot økt som følge av endret forbruksmønsteret fra pandemien der forbruket har dreid mer over på tjenester (reiser, overnattinger, transport) enn varehandel (Frøberg & Toraman, 2021).

Figuren nedenfor viser typiske varegrupper man finner på et kjøpesenter, de fleste

varegrupper har relativt flat utvikling de siste 10 årene. Mens kurven for netthandel (inneholder all netthandel med varesalg) skiller seg ut med en betydelig vekst.

07313: Omsetning for varehandel (mill. kr), etter næring (SN2007) og år. Omsetning.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4-1 Statistisk Sentralbyrå, statistikktabell 07313 Omsetning i varehandel

Professor Tor W. Andreassen ved Norges Handelshøyskole har tidligere uttalt til E24 at kjøpesentrene må satse på opplevelser for å overleve, med dette trekker han frem kino, badeland og skøytehall som eksempler. Førsteamanuensis Peder Inge Furuseth ved BI står bak uttalelsene og legger til viktigheten av at butikkene revitaliserer seg ved å ta i bruk innovative, brukervennlige og nyttige digitale løsninger (apper, nettsider) for å smelte sammen den fysiske og digitale butikken (Bach, 2018) og (Ingvaldsen, 2019).

En annen substitutt til kjøpesenter er butikker som ikke ligger på kjøpesenter, typisk bysentrum og handelsparker utenfor sentrum. Trusselen fra disse anses derimot som lav sammenlignet med netthandel, jeg velger derfor ikke å kommentere dette substituttet ytterligere.

Når det gjelder virksomheten for næringseiendom, inkluderer denne både butikker, hoteller og kontorer. Kommentarene over ift. butikkdød gjelder tilsvarende for disse butikkene og omtales derfor ikke ytterligere.

Hotellvirksomheten

Når det gjelder hotellvirksomheten har Thon Hotels hovedfokus på forretningsmarkedet. Bransjen ble betydelig berørt av reiserestriksjoner under pandemien og forretningsmarkedet har i stor grad vendt seg til å avholde møter og konferanser digitalt med eksempelvis Microsoft Teams og Zoom som eksempler. Digitale møter har også en miljøgevinst som gjør at dette kan foretrekkes til fordel for å gjennomføre reiser og fysiske møter. Digitale møter og konferanser med verktøyene Microsoft Teams / Zoom betraktes derfor som substitutter til hotellovernatting.

Kontorlokaler

Når det gjelder kontorlokaler er hjemmekontor et alternativt til å være på kontoret og derfor en substitutt. Under pandemien utviklet det seg en ny arbeidssituasjon som følge av strenge restriksjoner og pålegg fra myndighetene. Dette gjorde at bruken av digitale verktøy økte, noe som er en videreført praksis i de fleste virksomheter og mange er mindre avhengig av fysisk tilstedeværelse på arbeidsplassen. Undersøkelser viser at mange arbeidstakere ønsker å jobbe delvis hjemmefra (Newsec, 2022, s. 24-25). Dette medfører nok ikke at behovet for kontorlokaler vil opphøre, men det vil være et endret behov. Økt bruk av hjemmekontor vil medføre et mindre behov for kontorarealer, «free seating» kontorlandskap uten at det nødvendigvis er plass til alle ansatte vil nok ikke være uvanlig. Utleie av kontor vil nok derimot fortsatt være et relativt «trygt» virksomhetsområde.

Trusselen fra substitutter når det gjelder næringseiendommer isolert sett vurderes som lav fordi det er begrenset med substitutter til kontorlokaler. Nye arbeidsvaner etter covid-19 pandemien har derimot tilrettelagt for mer bruk av hjemmekontor slik at arealbehovet for kontorlokaler kan være mindre enn tidligere. Risikoen anses likevel som lav da det alltid vil være behov for kontorlokaler.

Når det gjelder kjøpesentervirksomhet anses risikoen som moderat på kort til mellomlangt sikt fordi det fortsatt er god vekst i omsetning på kjøpesenter totalt sett, fortsatt drift på lang sikt vil trolig kreve revitalisering av kjøpesentrene fra ren handel til butikk. Netthandelen er uansett økende og det er en trussel for at antall butikker og

kjøpesentre må nedskaleres, da det i Norge en høyere kjøpesentertetthet sett relativt til antall innbyggere enn i resten av Europa. Trussel settes derfor som høy på lang sikt.

Trussel fra substitutter	Lav	Moderat	Høy
Kontoreiendom	X		
Kjøpesentereiendom			X
Hotelleiendom		X	
Samlet		X	

Tabell 4-2 Trussel fra substitutter

3) Kunders forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt er en trussel for selskapet og bransjen fordi de kan påvirke prisene og krav til kvalitet, med den konsekvens at konkurransen innad i bransjen øker og bransjelønnsomheten blir lavere. Byttekostnad for leietakerne ved å bytte til en annen leverandør, hvorvidt man har mange små eller store kunder, hvorvidt produktet er standardisert, krav til kvalitet. hvor stor makt kundene har på prisnivået og total størrelse på markedet er faktorer som påvirker hvor stor forhandlingsmakt kundene har (Porter, 1985).

Kundenes forhandlingsmakt avhenger i stor grad av tilbud og etterspørsel i leiemarkedet, noe som varierer med lokalenes beliggenhet. I områder med arealknapphet vil kundene ha mindre forhandlingsmakt (eks. Karl Johansgate) enn på kjøpesentrene. På de største kjøpesentrene vil trolig kundene ha mindre forhandlingsmakt enn på mindre kjøpesenter, som følge av et ønske om tilstedeværelse på de største kjøpesentrene. Mens det på mindre kjøpesenter gjerne er motsatt der attraktive kjedebutikker fungerer som et trekkplaster for kjøpesenteret som helhet, i slike tilfeller vil kunden ofte har større forhandlingsmakt. Kundens forhandlingsmakt påvirkes også av merkevaren kunden har, store internasjonale kjeder som Mc Donalds, Zara og H&M vil ha større forhandlingsmakt enn mindre lokale aktører.

Et kjøpesenter består ofte av en rekke kunder i form av ulike butikker, dette er forhold som trekker kundens forhandlingsmakt ned. For næringseiendommer er det ofte færre kunder pr. eiendom enn for et kjøpesenter for enkelteiendommene, men for eiendomsporteføljen samlet sett er et snakk om en rekke mindre kunder.

Trender gjør også at enkelte leietakerne stiller krav til kvalitet, muligheter for leietakertilpasninger i kombinasjon med pris som oftest viktig når det gjelder kontorlokaler, men det er stort fokus på bærekraft om dagen og enkelte leietakere kan også stille krav om miljøsertifisering og energieffektivitet ved valg av lokaler. Offentlig sektor er en attraktiv leietaker siden de er trygge betalere og somoftest har langsiktig perspektiv på leieforholdet. Dersom offentlig sektor stiller høyere krav til bærekraftige løsninger ved valg lokaler, vil dette kunne medføre at gårdeierne må gjøre nødvendige tilpasninger for å tiltrekke seg de mest attraktive leietakerne.

Selskapet har samlet sett mange kunder og er ikke avhengig av et fåtall større. Selskapet har også attraktive lokaler, enten det er i Stor-Oslo eller på kjøpesenter. Det er grunn til å anta at på noen lokasjoner har kundene høy forhandlingsmakt, mens på andre mindre. Samlet sett anses trusselnivået som moderat.

Trussel fra kundenes forhandlingsmakt	Lav	Moderat	Høy
Kontoreiendom		X	
Kjøpesentereiendom		X	
Hotelleiendom	X		
Samlet		x	

Tabell 4-3 Trussel fra kundenes forhandlingsmakt

4) Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørers forhandlingsmakt i bransjen kan utgjøre en trussel. Leverandørens størrelse, antall, byttekostnader, produktdifferensiering og muligheter for vertikal integrasjon er eksempler på faktorer som påvirker leverandørers forhandlingsmakt i bransjen (Porter, 1985).

Målt etter kostnadsnivå er banken eiendomsbransjens største leverandør på lang sikt som tilbyder av finansiering mot rentebetaling. Bransjens lønnsomhet påvirkes derfor i stor grad av bankenes utlånsvilje, fordi det påvirker hvorvidt investeringer blir noe av samt rentenivå, som påvirker lønnsomheten og indirekte leienivået som må dekkes inn gjennom leieinntekter fra leietakerne. OLT er et solid selskap, med lav belåningsgrad, god kredittverdighet, balansegjeldsportefølje og betydelig med likviditetsreserver, dette er forhold som bidrar til å redusere leverandørenes forhandlingsmakt. Selskapet fikk i

2021 tildelt en høyere kredittrating, «BAA2», noe som har bidratt til å øke konsernets tilgang på finansiering samt redusere leverandørenes forhandlingsmakt. I tillegg har de en stor andel obligasjonslån som også reduserer avhengigheten av banken. Stor konkurranse innen bankbransjen og som oftest lave byttekostnader ved bytte av bank bidrar til å redusere trusselen (Olav Thon Eiendomsselskap, Årsrapport 2021, side 17). Entreprenørbransjen er en stor leverandør ved eiendomsutvikling og større renoveringsprosjekter. De kan påvirke hvorvidt utviklingsprosjektene faktisk blir noe av.

Andre leverandører er underleverandører knyttet til forvaltning og drift. OLT har ikke egen administrasjon, selskapet forvaltes av Olav Thon Gruppens sentrale administrasjonsselskap Thon Eiendomsdrift AS. Dette er derimot selskap som OLT inngår i konsernet til.

Selskapets bransje er ikke avhengig av enkeltleverandører med stor makt, byttekostnaden anses lav og trussel vurderes lav.

Trussel fra leverandørenes forhandlingsmakt	Lav	Moderat	Høy
Kontoreiendom	X		
Kjøpesentereiendom	X		
Hotelleiendom	X		
Samlet	X		

Tabell 4-4 Trussel fra leverandørenes forhandlingsmakt

5) Konkurransen i bransjen

Bransjens lønnsomhet påvirkes av antallet konkurrenter. Konkurransen intensiveres blant annet av markedsstruktur, utgangsbarrierer, produktdifferensiering, produksjonskapasitet og bransjevekst (Porter, 1985).

Kjøpesentervirksomheten:

Selskapets største virksomhetsområde er eierskap og forvaltning av kjøpesentre, jeg kommer derfor til å egge mest vekst på dette segmentet. OLT isolert sett har en solid markedsposisjon med eierskap i 60 hel- og deleide kjøpesentre i Norge og Sverige, dette inkluderer 6 av landets 10 største kjøpesentre målt etter omsetning. Selskapets

kjøpesentre i Norge omsatte for 51,4 mrd. nok i 2021 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022).

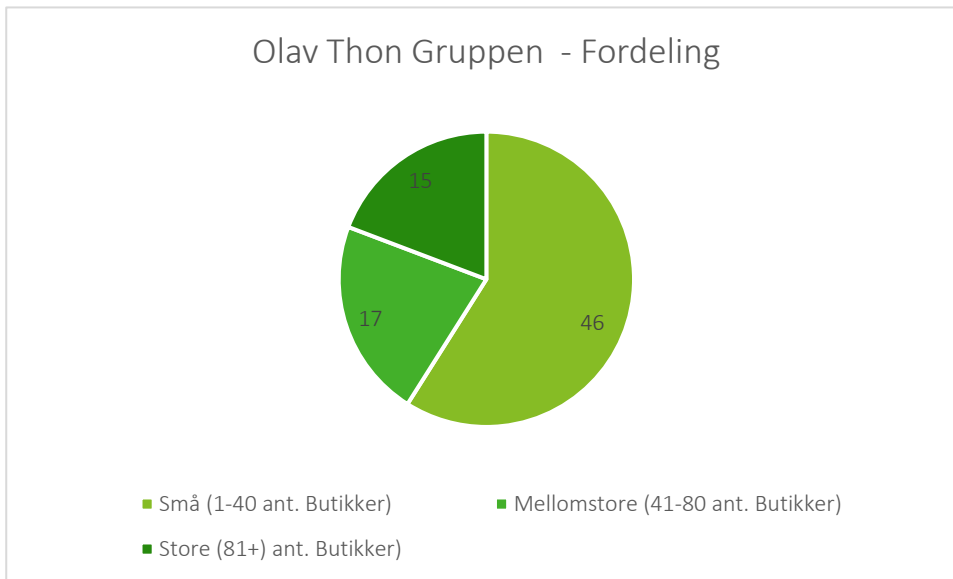
Olav Thon Gruppen AS

OLT inngår i Olav Thon Gruppen AS som også driver kjøpesentre som eies og forvaltes av andre selskaper i konsernet. Olav Thon Gruppen samlet sett utgjør Norges desidert største kjøpesenterkjede med 83 sentre, 11 sentre i Sveige og eier/forvalter av 8 av Norges 10 største kjøpesentre målt etter omsetning (Thon Eiendom, 2021, s.2).

Gruppens norske kjøpesentre hadde totalt en omsetning på 72 mrd nok, der ca 20 mrd nok stammer fra selskaper utenfor underkonsernet OLT (Thon Eiendom, 2022).

OLT og Olav Thon Gruppen har samlet sett en betydelig markedsandel innenfor større kjøpesentre, typisk lokalisert i Norges største byer, dette i tillegg til å ha en rekke små og mellomstore kjøpesentre spredt rundt i hele Norge.

Minoritetsaksjonærene i OLT får derimot ikke dra nytte av kjøpesentre som eies av andre selskaper i Olav Thon Gruppen konsernet enn de som er underlagt OLT, for disse blir derfor også øvrige kjøpesentre i Olav Thon Gruppen å anse som konkurrenter.

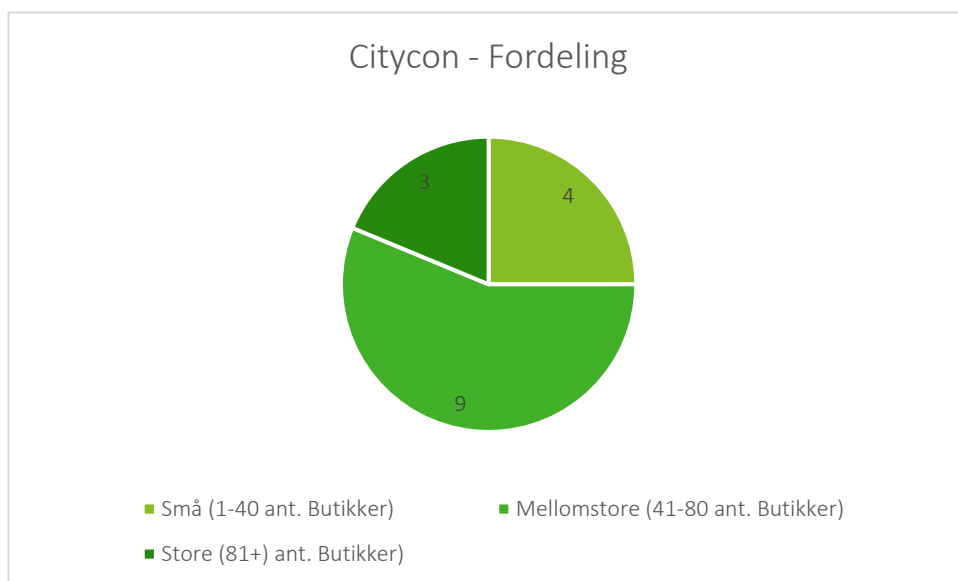


Figur 4-2 Fordeling størrelse på kjøpesentre Olav Thon Gruppen

Norge er et spredt land med stor andel kjøpesentre sett i forhold til antall innbyggere. Bransjen inkluderer noen større aktører som har stor markedsandel når det gjelder de store kjøpesentrene, samt en rekke mindre aktører som ikke er tilknyttet kjeder. Således har selskapet en rekke lokale konkurrenter der kjøpesentrene er lokalisert, velger for praktiske formål ikke å nærme inn på disse da disse kun blir konkurrenter til enkelte kjøpesentre. Nedenfor vil jeg jeg derimot omtale de største kjøpesenteraktørene i Norge som anses som konkurrenter for selskapet som helhet.

Citycon

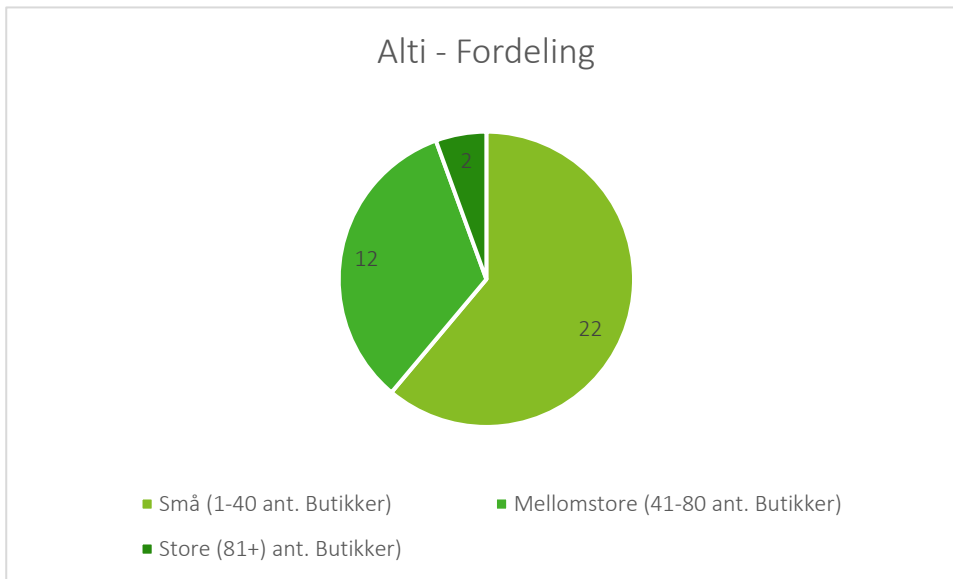
Citycon er ledende kjøpesenteraktør i Norge med en samlet butikkomsättning på 12,6 mrd nok og eier 16 stk av kjøpesentre i Norge. Selskapet er Finsk og notert på børsen i Finland. Kjeden har sterk tilstedeværelse i Oslo-området, men har sentre i hele landet med fokus på større byer (Citycon, u.å). Kjeden har i Norge sin opprinnelse i forbindelse med oppkjøp av Sektor Gruppen som var eiet av en norsk gruppering, blant annet Petter Stordalen. Kjøpesenterporteføljen består av for det meste mellomstore (40-70 ant. butikker) og noen få større (70+ ant. butikker).



Figur 4-3 Fordeling størrelse på kjøpesentre Citycon

Alti

Alti er en ledende kjøpesentergruppering med totalt 36 stk kjøpesentre og en samlet butikkomsetning på 22,9 mrd nok i 2021 (inkl. butikkomsetning fra eksternt eide kjøpesentre). Selskapet eier og forvalter kjøpesentre, både på vegne av egne og eksterne eiere over hele landet. Mange av sentrene er eiet av LL Holding AS (6 stk), LL Sørco AS (5 stk) eller Aurora Eiendom AS (9 stk) som er aksjonærer i Alti Forvaltning AS, men flere er også eksternt eid (18 stk). Flere av kjøpesentrene var tidligere forvaltet av Olav Thon under Amfi, man brøt ut av dette og startet en ny kjøpesenterkjede, Alti. Selskapet er norskeid eid av flere kjente investorer, blant annet Løvseth-familien, dagligvarefamilien Johannson, Petter Stordalen, Christian Ringnes, mfl.. (Alti, u.å). De fleste kjøpesentrene er lokalisert i distriktene.

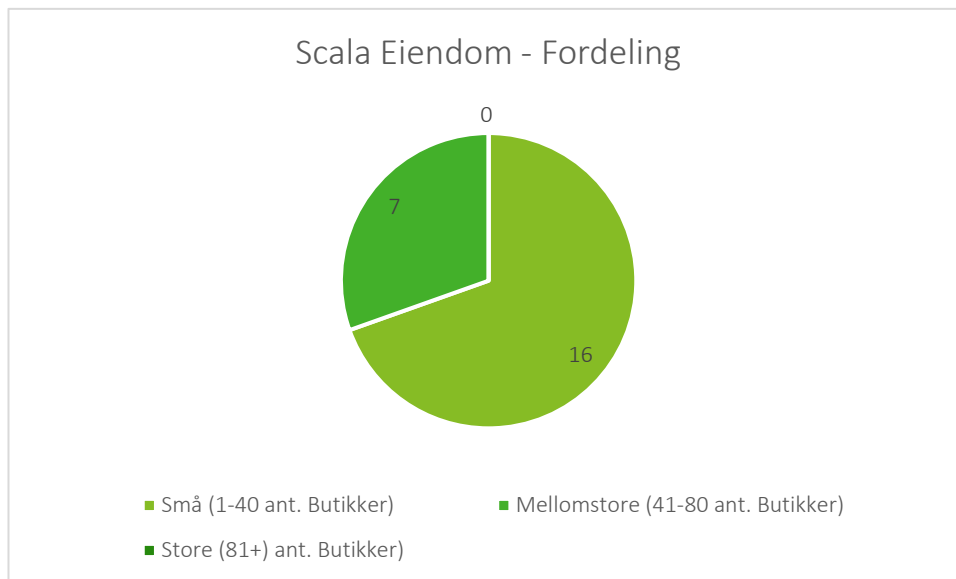


Figur 4-4 Fordeling størrelse på kjøpesentre Alti

Scala Eiendom

Scala eiendom er en norsk kjøpesenterkjede med 22 kjøpesentre spredt rundt i Norge og en butikkomsætning på 12,5 mrd kr i 2021 (Scala Eiendom, u.å.).

Kjøpesenterporteføljen består i all hovedsak av mindre (10-40 ant. butikker) og mellomstore (40-70 ant. butikker) lokalsentre. Scala Eiendom er Norges fjerde største kjøpesentergruppering med norsk eierstruktur, med blant annet Norgesgruppen og Fredriksborg på eiersiden. Selskapet har styrket sin markedsposisjon over tid gjennom flere sammenslåinger og oppkjøp (Scala Eiendom, u.å.).



Figur 4-5 Fordeling størrelse på kjøpesentre Scala Eiendom

Bransjen bærer preg av relativt stor konkurranse blant de små og mellomstore kjøpesentrene, men kun et fåtall direkte konkurrenter. Når det gjelder de største kjøpesentrene har både OLT både alene, og sammen med Olav Thon Gruppen en såpass betydelig markedsandel at det nok vil være vanskelig for nye aktører å komme til, da OLT allerede er etablert på attraktive lokasjoner. Trusselen fra konkurrenter anses å være moderat.

Næringseiendom i Oslo-området:

I Oslo-området er det mange aktører på næringseiendom. Konkurrenter vil utgjøre alle som driver med næringseiendom på attraktive lokasjoner i Oslo-regionen og de er det mange av, jeg velger å trekke frem noen av de større og mest kjente som Entra ASA og Norwegian Property ASA.

Entra ASA

Entra ASA er børsnotert og et av Norges ledende eiendomsselskaper med Oslo som et av største nedslagsfelt. Ved utgangen av 2021 utgjorde eiendommer i Stor-Oslo regionen omtrent 71% av selskapets totale eiendomsportefølje målt etter eiendomsverdi. Selskapets eiendomsportefølje hadde en virkelig verdi på 67,5 milliarder kroner pr. 31.12.2021 (Entra, årsrapport 2021, s. 88), til sammenligning hadde OLTs

næringseiendommer en virkelig verdi på 16,5 mrd nok (Olav Thon Eiendomsselskap, årsrapport 2021, s. 34). Selskapets leieinntekter utgjorde 2 508 mill i 2021, OLT hadde til sammenligning 772 mill. Eiendommene har svært attraktiv beliggenhet, eksempelvis i CBD og rundt sentralstasjon området (Entra, årsrapport 2021, s. 27). Entra ble etablert i år 2000 som en utskillelse av kontorbyggvirksomheten i Statsbygg. Selskapet har gått fra å være 100% statseid til å ha solgt seg helt ut av selskapet. Kundeporteføljen er solid med en høy ande offentlige leietakere. Selskapets strategi er «...å være ledende på kundeopplevd kvalitet, levere lønnsom vekst og være miljøledende i bransjen» (Entra, u.d.)

Norwegian Property ASA

Norwegian Property er et næringseiendomsselskap med eiendommer hovedsakelig lokalisert i Oslo-området. Selskapet besitter en eiendomsportefølje med en markedsverdi på ca. 25,8 mrd nok og leieinntekter i 2021 på 920 mnok. Selskapets strategi er «...å skape verdi gjennom å forvalte, utvikle og investere i sentralt beliggende eiendommer, og vekstområder» (Norwegian Property, u.d.).

OLT har en solid markedsandel i bransjen når det gjelder næringseiendom i Oslo. Basert på dette vurderes trusselen fra konkurrenter som lav fordi næringseiendommene allerede ligger i områder med arealknapphet og høy etterspørsel, det er ikke mulig for nye aktører å komme til med mindre eksisterende _eiendommer legges ut for salg. Dette bidrar til å begrense trusselnivået.

Trussel fra konkurranse	Lav	Moderat	Høy
Kontoreiendom	X		
Kjøpesentereieendom		X	
Hotelleiendom	X		
Samlet	X		

Tabell 4-5 Trussel fra konkurranse

Oppsummering av Porters fem krefter:

Konkurransekrefter	Lav	Moderat	Høy
Trussel for nyetableringer	X		
Trussel fra substitutter		X	
Trussel fra kundens forhandlingsmakt		X	
Trussel fra leverandørenes forhandlingsmakt	X		
Trussel fra konkurranse	X		

Tabell 4-6 Oppsummering av Porters fem krefter

4.1.2 PESTEL analyse

1. Politiske forhold

Offentlige myndigheters beslutninger kan påvirke bransjens lønnsomhet både positivt og negativt. Subsidiert og tilskuddsordninger (for eksempel kompensasjonsordningen under pandemien og strømstøtte under energikrisen) og tollavgifter er eksempler på forhold som kan beskytte bransjens lønnsomhet, mens lover og reguleringer, skattenivå (for eksempel grunnrentebeskatning) og miljøkrav kan bidra til lavere lønnsomhet i bransjen. Norge har derimot historie for å ha en stabil politikk.

Når det gjelder eiendomsbransjen er det flere politiske forhold som kan påvirke bransjens lønnsomhet. Utviklingsprosjekter, enten det er boligprosjekter eller næringsbygg krever gjerne rive- og byggetillatelse og velvilje fra lokale politikere for å kunne realiseres. Dette er forhold som kan være tid- og ressurskrevende å avklare og utgjør en risiko for at prosjekter kan bli skrinlagt etter å ha gjennomført både eiendomskjøp og påløp av prosjekteringskostnader. Det kan også pålegges miljøkrav, eller være regler ift. verneverdige bygg eller bydeler, arkeologiske eller geologiske funn som gjør at prosjekter enten blir vesentlig mer kostbart enn forutsatt eller må skrinlegges. I Danmark har det blitt innført utslippskrav fra bygg, noe som gir begrensninger ift. valg ved riving, materialvalg og teknologi (Newsec, 2022, s. 12).

Når det gjelder etablerte eiendommer, som næringsbygg og kjøpesenter er

innføring av eiendomsskatt eller endringer grunnlaget for formuesskatt eller skattesatser for formuesskatt forhold som kan medføre noe lavere lønnsomhet i bransjen. Eiendomsskatt belastes selskapet direkte og betraktes som en eierkostnad, mens formuesskatt påvirker indirekte fordi dette er en skatt som kun belastes personlige aksjonærer, men som kan være avhengige av utbytte fra eiendomsselskapene for å kunne betale sin formuesskatt.

Under pandemien innførte myndighetene strenge smittevernstiltak og restriksjoner, herunder «lock-down» og pålagt hjemmekontor. Dette var forhold som rammet eiendomsbransjen hardt fordi butikkene ble pålagt nedstengning. I noen land (Eks. Polen) ble det også vedtatt en lov om at utleiende ikke hadde anledning til å kreve leieinntekt fra leietakere som var pålagt nedstengt av polske myndigheter, det ble ikke etablert noe tilsvarende i Norge.

Støtteordninger til næringslivet kan også bidra til at selskaper unngår konkurs eller nedleggelse, eksempler på dette er kompensasjonsordningen som ble innført under pandemien og støtteordningen som er etablert ift. strømstøtte nå under energikrisen. Eiendomsbransjen er derimot ikke vesentlig berørt av energikrisen så lenge leietakerne har evne til å betale strømregningen, dette fordi energiforbruket som oftest inngår i en felleskostnad som belastes leietakerne.

Norge er derimot et politisk stabilt land og trussel fra politiske forhold vurderes som lav og forutsigbar for eiendomsbransjen, sammenlignet med andre bransjer. Unntaket er trusselen for byggetillatelse for utviklingsprosjekter, disse er avhengig av politiske støtte for å kunne realiseres. Trusselen på enkeltstående prosjekter kan derfor være høy, men for bransjen for øvrig anses trusselen som lav. Trusselen fra politiske forhold som påvirker miljø drøftes i pkt. 4.

2. Økonomiske forhold

Økonomiske forhold er makroøkonomiske forhold som kan påvirke bransjens lønnsomhet, som eiendomspriser, husleie og kostnadsnivåer. Eiendomsbransjen

er en svært kapitalintensiv næring og påvirkes i stor grad av rentenivåer. Videre påvirkes leienivåene av nivået på økonomisk aktivitet herunder sysselsetting og inflasjon.

Det er usikre tider i verdensøkonomien, uttrykk som «Det blåser nordavind fra alle kanter i dag» og «perfekt storm» benyttes som beskrivelser av situasjonen.

Inflasjon og stigende renter

Vi har vært gjennom en global pandemi som har rammet verdensøkonomien hardt. Myndighetene rundt om i verden har benyttet kraftfulle virkemidler for å motvirke de negative økonomiske konsekvensene av pandemien og smittevernstiltakene, med formål å sikre arbeidstakere og bedrifter som ble økonomisk rammet. Sentralbankene har ført en pengepolitikk med svært lave renter og massiv pengetrykking, dette har bidratt til å unngå unødige konkurser men også løfte finansmarkedene til ekstreme høyder. Særlig i USA, der mengden dollar har økt med 40% de siste to årene, noe som er 4 ganger mer enn normalt og høyeste inflasjon og lønnsvekst på 40 år (DnB Invest, u.d.) I Norge satte Norges Bank ned styringsrenten til et historisk lavt nivå under pandemien på 0%, det ble svært billig å låne penger noe som bidro til økt forbruk/kjøpekraft og økte investeringer i selskapene. Økt forbruk medfører økt etterspørsel etter varer som bidrar til å presse opp prisene. I tillegg medførte pandemien problemer med produksjon og levering av varer og tjenester i forsyningskjedene, Kinas strenge null-smitte regime med en rekke «lock-downs» og stengte havner har heller ikke bidratt positivt på situasjonen. I Norge benyttet Norske myndigheter mer oljepenger enn noen gang og enorme redningspakker ble satt inn, noe som medførte at mengden penger i Norge økte med 387 milliarder kroner siden før pandemien (Blaker, 2021). Baksiden av medaljen ved disse tiltakene er skyhøy inflasjon, økonomisk teori viser seg i praksis; stimulanser fra det offentlige ikke gir høyere økonomisk vekst enn det kapasitetsgrensene i økonomien tillater (DnB Invest, u.å).

Oppå dette har Russlands invasjon av Ukraina den 24. februar 2022 medført

ytterligere forstyrrelser i økonomien og de globale verdikjedene. Russland var før krigen Europas største leverandør av gass, dette har blitt vesentlig redusert som følge av sanksjoner og at flere land har stanset import av gass fra Russland. Russerne har også selv stoppet levering av gass til Tyskland gjennom gassrøret Nordstream 1 som følge av konflikten, som for øvrig også er satt ut av drift etter en antatt sabotasje høsten 2022. Samtidig har det vært lite nedbør og vind i Europa. Denne knappheten på energi og ekstreme prisveksten har ført Europa inn i en energikrise. Ukraina er også en stor matvareprodusent og knapphet på matvarer har bidratt til å presse matvareprisene, i tillegg til hva effektene av inflasjonen for øvrig ville gjort.

Vi står i en situasjon med kraftig prisstigning på alle varer og særlig på primærvarer, i tillegg er det mangel på arbeidskraft med laveste arbeidsledighet siden før finanskrisen, noe som bidrar til å presse lønningene opp. Disse forholdene har gitt utslag i høy inflasjon i Norge (pr. 10/10/2022 på 6,9% iflg. SSB.no) sammenlignet med Norges Banks mål om å ha en stabil årlig inflasjon over tid på 2% (Norgesbank, 2019). For høy inflasjon bidrar til å skape uforutsigbarhet og store svingninger i økonomien ved at husholdninger og bedrifter blir usikre på framtidige inntekter og utgifter. Sentralbanken har derfor hevet styringsrenten gjennom flere runder med unormalt store steg fra 0% under pandemien til 2,25% den 5. oktober 2022, prognosene i skrivende stund er at styringsrenten skal ytterligere opp til rundt 3% i løpet av vinteren 2023 (Norges Bank, 2022).

Konsekvenser for næringseiendom generelt

Eiendom blir ansett som en trygg havn for investorer sammenlignet med aksjer fordi eiendom beskyttes mot inflasjon gjennom årlig indeksregulering av husleien. Inflasjon medfører vekst i leieinntekter tilsvarende endring i KPI, noe som medfører høyere leieinntekter for gårdeierne som igjen påvirker og påvirker at eiendomsverdien opprettholdes. En forutsetning for dette er at leietakerne tåler den høye justeringen av leien og at de usikre tidene i økonomien ikke utløser konkursbølger som medfører bortfall av leietakere og

økt ledighet.

Likevel er motvekten at avkastningskravene vil øke som følge av økte finansieringskostnader, dette gir reduksjon i markedsverdien på eiendommene. Økte finansieringskostnader, strammere lånevilkår både i bank og obligasjonsmarkedet og lavere tilgang på fremmedkapital har bidratt til å dempe aktiviteten i transaksjonsmarkedet høsten 2022 og det har oppstått et gap mellom hva selgerne vil selge for og hva kjøperne vil kjøpe for. Særlig får det konsekvenser for eiendomsaktører med høy belåning fordi disse har bidratt til å presse nivået i transaksjonsmarkedet de siste årene som følge av lave renter (Sjø, 2022). Foreløpig ligger avkastningskravet («yield») på de gjennomførte transaksjoner for kontorlokaler i Oslo-området på samme nivå høsten 2022 som første kvartal i 2021 på 3,3%. Det er derimot spådd fremtidige nivåer på 4,5%. Det er ikke usannsynlig at markedsverdien på flere eiendommer vil falle med opptil 25% (Midtgaard, 2022).

På den annen side har verdien av norsk næringseiendom steget betydelig mye mer enn inflasjonen de siste 20 årene, eksempelvis har leieprisene i Oslo steget med 65% siden 2010 mens inflasjonen i samme periode har steget med 36%. 2021 var et rekordår i transaksjonsmarkedet for næringseiendommer, både både målt i verdi og volum (Sjø, 2022). De fleste eiendomsaktører bør derfor være godt rustet til en periode med verdifall på eiendommene.

Når det gjelder de økte energikostnadene energikrisen har medført påvirkes eiendomsbransjen i mindre grad av dette siden mesteparten av kostnadene blir viderefakturert som felleskostnad til leietakerne etter prinsippet «*den som bruker energien, må også betale*». Trusselen er dermed lav sammenlignet med mer energiintensive næringer (Newsec, 2022, s. 22).

Konsekvenser for leiemarkedet - handelseiendom

Kombinasjonen av økte renter samtidig som alle andre kostnader (særlig energi og matvarer) øker, vil medføre at husholdningene får redusert kjøpekraft i tiden

fremover. Dette smitter også over på boligmarkedet og markedet for forretningseiendom, særlig innenfor segmentene handelseiendom og hotell. Forbruk vil trolig dreie over fra sekundærvarer til primærvarer, dette kan medføre en trussel for restauranter og varehandel (Midtgaard, 2022). Kjøpesentre vil trolig påvirkes av lavere omsetning og lavere leienivåer i tiden fremover (Newsec, 2022, s. 12). Lav arbeidsledighet bidrar derimot til å redusere trusselen noe.

Konsekvenser for leiemarkedet - kontoreiendom

Etterspørselen etter kontorlokaler, særlig i Oslo-området er meget god grunnet lav kontorledighet og lav tilførsel av nye kontorer. Kontorledigheten i Norges største byer er fallende. Det er derimot en potensiell trussel for økt kontorledighet som følge av konkurser blant leietakerne grunnet urolighetene i økonomien. Trusselnivået påvirkes derimot av leietakermiksen, offentlige leietakere vil være fordelaktig.

Urolighetene i økonomien har medført en brems i nybyggingen og rehabilitering av eldre bygg de siste to årene grunnet økte byggekostnader. Prognoser viser at frem mot 2025 vil tilførsel av nye kontorlokaler kun vil utgjøre halvparten av hva det har utgjorde før pandemien (Due-Andresen, 2022). Trusselen fra hjemmekontor ser også ut til å være lavere enn først fryktet og sysselsettingsveksten har vært særlig sterk for kontorbaserte yrker og behovet for kontorlokaler er økende (Sjø, 2022).

Kombinasjonen av dette har gjort at kontorleieprisene presses opp. Eksisterende leieforhold er låst av inngåtte leiekontrakter med årlig indeksregulering, mens inngåelse av nye leieavtaler blir priset til markedsleie som er forventes å stige høyere enn KPI også for 2022. Kombinasjonen av den høye inflasjon og lav ledighet bidrar til å dempe verdifallet på kontoreiendommene som økte avkastningskrav grunnet de økte rentene medfører (Newsec, 2022, s. 12).

Konsekvenser for leiemarkedet - hotell

Hotellmarkedet har tatt seg opp igjen etter pandemien med hurtigere og sterke vekst enn ventet. Bransjen har hatt sterkt belegg og høyere priser. Tallene viser derimot at det er nordmenn som står for mesteparten hotellovernattingene, de internasjonale gjestene er ikke tilbake på de nivået man hadde før pandemien. Redusert kjøpekraft blant forbrukerne vil trolig også kunne smitte over på hotellbransjen, motvekten er derimot at majoriteten av Thon Hotels gjenstår er forretningsreisende (Newsec, 2022, s. 12). Man må nok likevel belage seg på lavere vekst i bransjen i tiden fremover.

Oppsummert

OLT har en solid egenkapitalandel på 51% i 2021 (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å) og god likviditetsreserve, mange eiendomsaktører er preget av høy gjeldsgrad og i større grad preget av endringer i rentenivåer. Selskapets strategi er å holde en solid finansiell posisjon med høy egenkapitalandel og betydelige likviditetsreserver (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å). Således er selskapet selv mindre påvirket av endringer i styringsrenten direkte enn andre eiendomsaktører med høyere gjeldsgrad. Endringer i styringsrenten påvirker avkastningskravet, noe som isolert sett reduserer virkelig verdi av eiendommene (forutsatt alt annet likt). Således vil regnskapene til OLT vise lavere virkelig verdi på eiendommene når renten øker, dersom ikke leieinntektene øker nok for å veie opp dette. Verdiendring av eiendommene påvirker resultatet og dernest bokført egenkapital. OLTs strategi om å erverve, utvikle og eie eiendommer (over tid) begrenser derimot også denne risikoen på lang sikt. Dette fordi selskapet sjelden selger eiendommer (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å) og (Byberg, 2022). Trusselen ift. økonomiske forhold anses derfor å være større relatert til hvordan usikkerheten i økonomien påvirker selskapets kunder, da fortrinnsvis leietakerne og leietakernes kunder.

Samlet sett anses trusselen på nåværende tidspunkt fra økonomiske forhold å være lav for kontormarkedet, den største risikoen for kontormarkedet må være om det kommer konkursbølger. Denne risikoen er derimot lavere om man har

høy andel offentlig leietakere og solide leietakere.

For handels- og hotelleiendom anses trusselnivået som moderat som følge av at lavere kjøpekraft (grunnet høy inflasjon og høy styringsrente), vil gi utslag på topplinjen i form av lavere aktivitet og omsetning til forbrukerne.

3. Sosiologiske forhold

Sosiologiske forhold er i hvilken grad demografiske og sosiale trender påvirker bransjen.

OLT har majoriteten av sine eiendommer i Norge. Befolkningsveksten i Norge vært høy de siste årene, særlig siden 2010-tallet, men dette skyldes først og fremst innvandring og ikke et stort fødselsoverskudd.

På kort og mellomlang sikt ligger det fortsatt en forventning om netto befolkningsvekst frem til ca år 2050.

På lengre sikte forventes en lavere befolkningsvekst enn vi har hatt de siste årene. Befolkningsveksten har i stor grad vært drevet av innvandring. Det forventes lavere innvandring i fremtiden. Samtidig er gjennomsnittsalderen til innvandrerne lav, noe som medfører at mange av disse blir eldre samtidig. Videre er det fallende fødselsrater, fra 2,23 på 70-tallet til 1,55 i 2021. Fra år 2050 forventes det et fødselsunderskudd, med flere dødsfall enn fødsler i Norge. Samtidig som andelen eldre øker, antallet personer som er over 70 år forventes å være doblet innen 2060 og 25% av befolkningen vil være eldre enn 70 år i 2100 basert på prognoser for framskriving av befolkningsvekst fra SSB (Tømmerås & Thomas, 2022).

Når andel eldre i befolkningen øker, vil sysselsettingen og verdiskapningen i samfunnet gå ned. Lavere kjøpekraft vil kunne påvirke leieinntektene og behovet for antallet handelseiendommer. Lavere sysselsetting vil også medføre lavere behov for kontorlokaler og dernest lavere leie.

OLTs kjøpesentre er lokalisert rundt i hele landet, mens næringseiendommene i all hovedsak er lokalisert i Oslo. Trender ift. tilflytting eller utflytting av Oslo-området påvirker derfor eiendomsmarkedet. Helt siden 80-tallet har Oslo hatt en årlig vekst i netto innflytting, med unntak av 2020 og 2021 der netto innflytting var negativ (Oslo kommune, u.å.). Trolig var det høyere aksept hjemmekontor i kombinasjon med bedre boforhold for mindre penger som gjorde at mange flyttet ut av byen. Dette i tillegg til lavere innvandring under pandemien enn ellers (Høydal, 2022). Om dette skyldes midlertidig trend under pandemien eller permanent trend er vanskelig å si. Trolig var dette bare en trend under pandemien, prognoser fra SSB tilsier at Oslo vil vokse med 140 000 innbyggere fram mot år 2040 (Solli, u.å.).

Oppsummert anses trusselen som lav ift. befolkningsvekst i Norge eller Oslo-området på kort og mellomlang sikt, på lang sikt kan derimot trusselen være moderat.

4. Teknologiske- og miljømessige forhold

Teknologiske og miljømessige forhold drøftes under et som følge av at disse henger sammen fordi eiendomsbransjen er avhengig av teknologiske løsninger for å redusere de miljømessige påvirkningene. Miljømessige forhold vil påvirke lønnsomheten i de aller fleste bransjer på sikt fordi miljøkrav krever investeringer. Norge har gjennom Parisavtalen forpliktet seg til å begrense klimaendringene, avtalen gjelder for alle land i verden og krever at landene etablerer planer for kutt i klimagassutslippene sine. Norges måltall er å begrense minst 50% av utslippene innen år 2030, sammenlignet med utslippsnivået i 1990. Mens innen 2050 skal Norge begrense utslippene med 80%. For å sette dette litt i perspektiv, så har utslippene fra 1990 til 2021 bare blitt redusert med 4,2% iflg. tall fra Miljødirektoratet. Det forventes at det vil komme en betydelig innstramning med lovkrav i tiden fremover som presser bedriftene til å redusere miljøfotavtrykket, krav om rapportering kommer i første omgang i tillegg til de eksisterende kravene i tekniske byggeforskrifter. Videre er det forventet at det kan komme krav om karbonskatt fra EU.

Bygg og anleggsbransjen stod i 2021 for 36% av verdens energiforbruk og 37% av verdens CO₂-utslipp iflg. FNs «2021 Global status report for Buildings and Constuction». Det er derfor bade forventet og en nødvendighet med en

bærekraftig omstilling av bransjen, både når det gjelder utslipp under byggefasen og drift gjennom byggets livsløp. Mesteparten av klimagassutslippet forekommer i byggets driftsfase. I Danmark er det innført utslippskrav til bygninger i et livsløpsperspektiv på 50 år, dette setter begrensninger på adgangen til blant annet riving, ombruk, materialvalg og teknologi (Newsec, 2022, s. 7).

Nye rapporteringskrav i åpenhetsloven, lov om opplysninger om bærekraft samt innføring av EUs taksonomi kan utgjøre både muligheter og trusler for bransjen. Bærekraft vil på sikt påvirke eiendomsbransjen vesentlig. De nye rapporteringskravene treffer de børsnoterte selskapene først og OLT er således av de selskapene som tidlig blir omfattet. Selskaper som har en bærekraftig profil kan medføre økonomiske fordeler i form av økt omdømme og gunstigere finansiering gjennom såkalte grønne lån fra finansieringsinstitusjonene, noe som kan gi konkurransefordeler og lavere avkastningskrav. Andre potensielle gevinster er attraktivitet for nåværende og fremtidige arbeidstakere, reduserte energikostnader, reduserte vann- og avfallskostnader, adgang til støtteordninger fra Enova og bedre inn klima. Særlig reduserte energikostnader kan bidra til å bli en mer foretrukket og attraktiv utleier, som følge av dagens ekstremt høye energikostnader.

Etterhvert som stadig flere virksomheter blir omfattet av reglene for bærekrafts rapportering vil det trolig oppstå en etterspørsel etter energimerkede eller sertifiserte bygg (For eksempel BREEAM In-Use eller BREEAM-NOR). Det ville ikke verst usannsynlig om offentlig sektor stiller krav til energimerking og sertifisering av bygg som forutsetning for å inngå leieavtaler.

Å ta bærekraftige valg kan på kort sikt være kostnadskrevene for utleier uten at etterspørselen fra leietakerne for å betale ekstra for dette ikke nødvendigvis er til stede på kort sikt. Etterspørsel vil nok først og fremst komme etter hvert som flere og flere virksomheter må forholde seg til nye lovkrav og strengere miljørapportering.

I London er det høy etterspørsel etter næringsbygg med grønn sertifisering, disse oppnår 12% høyere leie enn for øvrige «brune» bygg. Det er nok ikke usannsynlig at man også vil se dette i Norge etter hvert og fortrinnsvis i Oslo siden mange av de største virksomhetene har tilholdssted der. Dette vil kunne utløse, en økt attraktivitet for bygg, både i leiemarkedet og transaksjonsmarkedet som har grønne sertifiseringer. Trolig er trusselen høyere ved å la være, enn å være i front (Newec, 2022 s. 10-31 og s. 6-12).

Trusselen fra miljømessige forhold anses basert på ovenstående å være lav på lang sikt, dette fordi trusselen på sikt omfatter alle aktører i bransjen og man vil alltid være avhengig av eiendom. Det er videre fullt mulig å tilpasse bygningene for å drifte eiendommene med bærekraftig. Ny teknologi vil gjøre det både fysisk mulig og økonomisk rasjonalt gjennom sparte driftskostnader og tilskudd fra det offentlige (Eks. Enova) å drifte eiendommene bærekraftig i fremtiden.

5. Legale forhold

Legale forhold kan påvirke bransjens lønnsomhet gjennom lovgivning ift. begrensninger i utlån for finansering av næringseiendom, plan og bygningslov, tekniske byggeforskrifter og miljølovgivning.

Bankenes utlånsvilje kan påvirkes gjennom regulering (Eks. Basel 3 og MREL-kravet) og bidrar til å dempe aktiviteten og salgsprisene i transaksjonsmarkedet, samt fremtidig eiendomsutvikling når det gjelder nye prosjekter. På den annen side kan slike bestemmelser beskytte allerede etablerte aktører med strategi om å besitte eiendommene over tid uten planer om fremtidig salg.

Nye krav i tekniske forskrifter påvirker også prisen for nybygg og renoveringer, ofte har dette nær relasjon med miljøkrav, viser derfor til pkt. 4.

Når det gjelder miljøkrav så forventes det en innskjerping på dette området i tiden som kommer fremover, ref. pkt 4. På den annen side kan subsidier og

grønn finansiering ved miljøtiltak (eks fra Enova) gjøre at slike prosjekter faktisk lar seg gjennomføre. Samlet sett anses risikoen ift. legale forhold å være lav.

4.2 Intern analyse

I dette delkapittelet vil jeg gjennomføre en intern analyse av selskapet for å forstå hvorvidt selskapet har konkurransefortrinn som tilsier bedre lønnsomhetspotensial enn bransjen forøvrig (Kaldestad & Møller, 2021, s. 103).

4.2.1 Ressurskartlegging

Basert på forståelsen av selskapet i kapittel 2 har jeg identifisert følgende som de viktigste ressursene i selskapet:

- Fysiske ressurser – eiendommene
- Finansielle ressurser – tilgang på kapital
- Organisatoriske ressurser
- Kunnskaps ressurser - humankapital

4.2.2 VRIO (SVIMA) analyse

For å vurdere de interne ressursene i selskapet vil jeg først kartlegge de viktigste interne ressursene i selskapet for dernest analysere disse ved hjelp av en VRIO-analyse (SVIMA på Norsk). VRIO benyttes som verktøy for å analysere hvorvidt selskapet har ressurser som kan gi et varig konkurransefortrinn i bransjen i forhold til konkurrentene (Knivsflå, u.å., FM01, s. 26) og (Lien, Knudsen og Baardsen, 2001, s. 99). For å ha en ressursfordel, må selskapet ha en ressurs som bidrar til at selskapet har en høyere rentabilitet enn gjennomsnittet i bransjen (Knivsflå, u.å., FM01 s. 24).

For å opprettholde et *varig konkurransefortrinn* må ressursene i selskapet oppfylle fire betingelser herunder *verdifull*, *sjelden*, *ikke-imiterbar* og *organisert* (Lien, Knudsen og Baardsen, 2001, s. 99).

De interne ressursene kan deles opp i finansielle, fysiske, organisatoriske, kunnskap og relasjonsressurser (Lien, Knudsen & Baardsen 2001, s. 90).

- Verdifull (Valuable): For at en ressurs skal være *verdifull* må den bidra til økt lønnsomhet, eksempelvis gjennom at kundene har en høyere betalingsvillighet for selskapets tjenester enn konkurrentene eller at

selskapet klarer å holde et lavere kostnadsnivå enn sine konkurrenter.

- Sjelden (**Rare**): For at en ressurs skal være sjelden må den kun være tilgjengelig for få eller ingen andre aktører. Dersom alle aktørene i bransjen har tilgang til den samme ressursen vil ikke ressursen være et varig konkurransefortrinn for selskapet sammenlignet med resten av bransjen. Det er også en forutsetning om økonomisk verdi for selskapet.
- Ikke-imiterbar (**Imitable**): Ressursen må ikke være enkel å imitere (kopiere) eller erstatte med en tilsvarende ressurs av konkurrenter eller inntrengere. Dersom ressursen er enkel å imitere vil lønnsomheten forvitres over tid fordi nye aktører vil komme til å ta markedsandeler.
- Organisert (**Organized**): Selskapet må ha organisert ressursen på en måte som skaper et konkurransefortrinn.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Utfall
Nei				Ingen konkurransefortrinn
Ja	Nei			Konkurranseparitet
Ja	Ja	Nei		Midlertidig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ubenyttet konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 4-7 Utfallsmatrise VRIO-analyse (Lien, Knudsen & Baardsen 2001, s. 99)

4.2.2.1 Fysiske ressurser – eiendommene

Eiendommene er selskapets viktigste ressurs. Når det gjelder kjøpesentervirksomheten har selskapet en solid markedsposisjon som Norges ledende kjøpesenteraktør, med eierskap i 56 kjøpesenter i Norge og 4 i Sverige herunder 7 av landets 10 største kjøpesentre. Kjøpesentrene har en lokalisering i hele landet, både storbyregioner som Oslo, Bergen, Stavanger og Stockholm og øvrige byregioner i Norge og Sverige.

Når det gjelder næringsseiendom er selskapet en betydelig eiendomsaktør i Oslo-regionen med 60 sentrale handels, kontor, logistikk og hotelleiendommer samt 400 utleieboliger lokalisert i Oslo-området. Mange av næringsseiendommene har en attraktiv lokalisering i områder med arealknapphet.

Eiendommens lokalisering anses som den viktigste ressursen, når det gjelder

næringseiendommene fordi de ligger i Oslo området der mange av eiendommene befinner seg i områder med arealknapphet. Når det gjelder kjøpesentrene er lokalisering en viktig ressurs fordi de allerede er etablert på de områdene kjøpesentrene ligger, altså fordelen med å være først. Det vil derimot være en vesentlig forskjell om man betrakter eiendomsmassen samlet sett eller enkelt eiendommer isolert. Flere av eiendommene vil isolert sett være mulig å imitere/erstatte, særlig de som ligger utenfor Oslo.

Verdifull

Eiendommene må kunne sies å være en *verdifull* ressurs fordi de bidrar til økt lønnsomhet og verdiskapning for selskapet. Selskapet besitter eiendommer i hovedstaden på attraktive beliggenheter, samt eier majoriteten av de største og mest attraktive kjøpesentrene i landet i tillegg til å ha en stor portefølje med kjøpesentre.

Sjelden

Eiendomsmassen som helhet vil kunne sies å være *sjelden* fordi OLT allerede har sikret seg en rekke eiendommer som derfor er utilgjengelig for konkurrenter og inntrengere og har sålede en fordel ved å være først på lokasjoner med god beliggenhet (for eksempel på de største kjøpesentrene og sentral beliggenhet i Oslo).

Imiterbar

Bygningsmassen er derimot imiterbar, det kan på sikt bygges nye mer attraktive kjøpesentre som erstatter OLT sine kjøpesentre. Videre kan konkurrenter gjøre oppkjøp av andre konkurrenter eller inntrengere kjøpe næringseiendommer i Oslo, eller på sikt bygge ut nye bydeler som gjør dagens attraktive næringseiendommer mindre attraktive. Det store kapitalbehovet for å gjøre dette har derimot en beskyttende effekt sett i sammenheng med at det kan være vanskelig for nye aktører å etablere seg på de lokasjoner selskapet har kjøpesentre, fordi dette vil medføre en overkapasitet og dårlig lønnsomhet både for OLT og de nye aktørene, særlig kjøpesentrene i storsenter kategorien. Eiendommene som ligger på de meste populære lokasjonene som eks. CBD i Oslo vil derimot vanskelig la seg imitere.

På kort og mellomlang sikt derimot anses ressursen ikke å være imiterbar, OLT har sin fordel ved å være først, de eier allerede sentrale næringsseidommer i Oslo, de er allerede etablert med små og store kjøpesentre rundt om i landet noe som gir en «first mover advantage», på lengre sikt er derimot eiendommene imiterbare.

Organisert

Eiendommene anses tilfredsstillende *organisert* all den tid eiendommene genererer økonomiske gevinster som tilflyter selskapet.

Oppsummert

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

Tabell 4-8 Fysiske ressurser oppsummert

Samlet sett gir ressursen et midlertidig konkurransefortrinn på lang sikt, noe sterkere konkurransefortrinn kort og mellomlang sikt fordi det tar tid å opparbeide en tilsvarende eiendomsmasse med lønnsom økonomi som Olav Thon har benyttet et livsverk på å opparbeide.

4.2.2.2 Finansielle ressurser – tilgang på kapital

Selskapet har en sterk finansiell stilling med lav belåningsgrad, høy egenkapitalandel (51% pr. 31.12.2021) og solide likviditetsreserver (8,2 mrd nok pr. 31.12.2021), noe som er en viktig ressurs i en kapitalintensiv bransje. Selskapet har god kredittrating og ble i 2021 tildelt «Investment Grade Rating Baa2» fra Moodys med «Stable Outlook».

Selskapet har god tilgang til finansiering gjennom ulike kilder som obligasjonslån, banklån og sertifikatlån. Eiendomsbransjen er svært kapitalintensiv, høy egenkapital og god tilgang til finansiering er en svært viktig ressurs, særlig når det gjelder evnen til å realisere nye prosjekter.

Verdifull

Tilgang til kapital er en verdifull ressurs fordi dette er en forutsetning for å anskaffe seg og utvikle eiendommer som er en forutsetning for å generere lønnsomhet.

Sjelden

Finansielle muskler og tilgang til finansiering er det derimot flere av inntrengerne og konkurrentene som også har, men dette bidrar til øke inngangsbarrieren for inntrengere da det er begrenset hvor mange inntrengere som kan hoste opp nærmere 59 mrd for å investere i eiendom. Det kan derimot ikke påstås at ressursen er sjelden på lang sikt, men delvis på kort og mellomlang sikt.

Imiterbar

Ressursen er også imiterbar, særlig på lang sikt, andre kapitalsterke aktører kan komme til å ta markedsandeler – typisk gjennom oppkjøp/sammenslåinger blant konkurrerende virksomheter eller at andre kapitalsterke aktører (eks. utenlandske) ønsker å slå seg opp på eiendom i Norge.

Organisert

Ressursen er også å betrakte som organisert, med samme begrunnelse som i avsnittet over. Samlet sett gir dette utfallet et midlertidig fortrinn.

Oppsummert

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Utfall
Finansielle ressurser	Ja	Nei			Konkurrenseparitet

Tabell 4-9 Finansielle ressurser oppsummert

Samlet sett gir ressursen en *konkurrenseparitet* på lang sikt, på kortere sikt *et midlertidig konkurransefortrinn*.

4.2.2.3 Organisasjonelle ressurser

Selskapet har ikke egen administrasjon ansatt i OLT, men forvaltes av Olav Thon Gruppens sentrale administrasjonsselskap, Thon Eiendomsdrift AS (et søsterselskap av OLT). Felles administrasjon for selskapene som inngår i Olav Thon Gruppen gir skalafordeler i form av lavere kostnader, samt at man samler kunnskapen og sikrer enhetlig forvaltning av alle selskapene i konsernet i større grad.

Verdifull

Ressursen bidrar til lavere kostnader ved å ha en felles sentral administrasjon for alle selskapene som inngår i konsernet noe som har bidratt til å generere økonomisk lønnsomhet over tid. Organiseringen anses derfor som verdifull.

Sjelden

Når det gjelder organisering kan denne sies å være *sjelden* fordi ressursen ikke er tilgjengelig for andre aktører i bransjen.

Imiterbar

Organiseringen er imiterbar og modellen kan kopieres av konkurrerende virksomheter.

Oppsummert

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

Tabell 4-10 Organisatoriske ressurser oppsummert

4.2.2.4 Kunnskaps ressurser - Humankapital

Sentralisert administrasjon bidrar til å samle kunnskapen på tvers av konsernet, noe som sikrer enhetlig forvaltning av selskapene som inngår i Olav Thon Gruppen. Konsernet samlet sett (inkludert OLT) utgjør Norges største private eiendomsaktør, gruppen som en betydelig aktør har lang erfaring fra eiendomsbransjen og det er rimelig å kunne anta at de personene som jobber her besitter kunnskaper og innsikt om eiendomsbransjen som er svært verdifull, både når det gjelder eiendomsforvaltning og utvikling av prosjekter. Det er derimot en risiko for at nøkkelpersoner slutter og tar med seg kunnskapen til en konkurrerende virksomhet. På den annen side er selskapet et stort konsern med mange ansatte, selskapet er derfor trolig ikke så sårbart for tap av nøkkelpersonell som mindre virksomheter.

Verdifull

Ledelsen besitter kunnskaper som har bidratt til å generere økonomisk lønnsomhet over tid. Humankapitalen anses derfor som verdifull.

Sjelden

Kunnskapen ledelsen besitter er *sjelden* fordi ressursen ikke er tilgjengelig for andre aktører i bransjen.

Imiterbar

Ressursen er ikke *imiterbar* på kort og mellomlang sikt, men kan på lang sikt være delvis imiterbar ved at nøkkelpersoner i ledelsen i OLT slutter og begynner hos konkurrerende virksomhet. På kort og mellomlang sikt antar jeg at ressursen ikke er *imiterbar*, men delvis på lengre sikt.

Organisert

Ressursen vurderes å være tilfredsstillende organisert da ledelsen bidrar til å skape økonomisk som tilfaller selskapet.

Oppsummert

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Utfall
Humankapital	Ja	Ja	Delvis		Midlertidig konkurransefortrinn

Tabell 4-11 Humankapital oppsummert

Samlet sett gir ressursen et midlertidig konkurransefortrinn på lang sikt, noe sterkere på kort og mellomlang sikt.

4.2.2.5 Oppsummering av den interne analysen:

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

Tabell 4-12 Oppsummering av den interne analyse

Oppsummert ser vi at selskapet ikke har noen klare varige konkurransefortrinn som gjør at de nødvendigvis vil klare å generere superprofitt (høyere rentabilitet enn eiendomsbransjen for øvrig) på lang sikt.

4.3 Oppsummering av strategisk analyse - SWOT

Resultatet av den eksterne analysen (delkapittel 4.1.1 og 4.1.2) og den interne analysen (delkapittel 4.2.1) oppsummeres i en SWOT analyse nedenfor.

	Styrker (S)	Svakheter (W)
INTERNT VRIO	<ul style="list-style-type: none"> • Fysiske ressurser - Eiendommene/lokalisering/fordel ved å være først / etablert • Finansielle ressurser - Finansielt solid; lav gjeldsgrad / høy egenkapitalandel, gode likviditetsreserver • Organisering – Sentralisert felles eiendomsdivisjon for hele Olav Thon Gruppen konsernet, gir kostnadsfordeler og kunnskapsfordeler • Ledelse – lang erfaring i bransjen som Norges største privateide eiendomsaktør 	<ul style="list-style-type: none"> • Ingen varige konkurransefortrinn
	Muligheter (O)	Trusler (T)
EKSTERNT PORTER	<ul style="list-style-type: none"> • Lav trussel fra nyetableringer som følge av høy inngangsbarriere og «fordel ved å være først» • Lav trussel fra leverandørenes forhandlingsmakt • Lav trussel fra konkurranse når det gjelder næringsseiendom pga. <u>førstetrekksfordel</u> på attraktive lokasjoner 	<ul style="list-style-type: none"> • Moderat trussel fra substitutter (netthandel / modent marked kjøpesentervirksomhet) • Moderat trussel fra kundenes forhandlingsmakt • Moderat trussel fra konkurranse når det gjelder kjøpesentervirksomhet pga. overetablering av kjøpesentre i det norske markedet

EKSTERNT PESTEL	<ul style="list-style-type: none"> • Lav risiko ift. politiske forhold • Lav risiko ift. økonomiske forhold når det gjelder kontorlokaler (ift. leieinntekter isolert sett) gitt at konkurser unngås og leietakerne tåler indeksregulering iht. inflasjon • Lav risiko ift. teknologiske og miljømessige forhold, nye krav og lovgivning innenfor miljø og bærekraft gir muligheter til å bli en foretrukket eiendomsaktør for virksomheter som plikter å rapportere på bærekraft, samt virksomheter i offentlig sektor • Lav risiko ift. legale forhold 	<ul style="list-style-type: none"> • Moderat risiko ift. økonomiske forhold: <ul style="list-style-type: none"> ○ Handels- og hotelleiendom; • Styringsrente og inflasjon → Lavere kjøpekraft ○ Høyere styringsrente gir økt avkastningskrav → Lavere eiendomsverdier ○ Høyere styringsrente gir økte finansieringskostnader → Lavere lønnsomhet • Moderat risiko ift. sosiologiske forhold på lang sikt pga. lav befolkningsvekst i Norge på lang sikt og utflytting fra Oslo
--------------------	--	--

Tabell 4-13 Oppsummering av strategisk analyse - SWOT

5 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet vil jeg gjennomføre en regnskapsanalyse for å få et bedre grunnlag for å utarbeide prognoser for fremtidsregnskapet i kapittel 7. Analyse av historisk informasjon er relevant fordi historiske regnskapstall viser hvilke resultater selskapet har klart å oppnå i fortiden. Ved å justere disse tallene for engangshendelser og forhold som ikke vil gjenta seg, vil man komme frem til en normalisert inntjening for selskapet som blir et fundament for prognoseperioden.

Dernest vil jeg gjennomføre trendanalyser av utvalgte nøkkeltall for å se på hvorvidt selskapets inntjeningen i dag er unormalt høy eller lav relativt til bransjen.

Regnskapsanalysen i dette kapitlet sammen med den strategiske analysen i kapittel 4 vil gi oss et godt utgangspunkt for å mene noe om hvorvidt den underliggende inntjeningen vil bli sterkere eller svakere i fremtiden sammenlignet med dagens situasjon.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Jeg benytter Henry Knivsflå sitt rammeverk for regnskapsanalysen, han deler inn regnskapsanalysen i 4 steg herunder 1) Trailing av årsregnskap der man lager en prognose for inneværende regnskapsår basert på publiserte kvartalsregnskaper, Steg 2) Omgruppering for analyse der regnskapstallene omgrupperes for investororientert analyse, Steg 3) Analyse og justering av målefeil der regnskapstallene analyseres for målefeil og eventuelt justeres og Steg 4) Analyse av forholdstall for å få innsikt om risiko og rentabilitet (Knivsflå, u.å., FM01, s. 42).



Figur 5-1 Rammeverk for regnskapsanalyse

5.1.1 Valg av analysenivå

OLT driver kun virksomhet innen eiendomsbransjen fordelt på kjøpesentereendom (77%) og næringseiendom (23%), dette inkluderer også eiendomsutvikling og boligutleie. Selv om selskapet driver virksomhet innenfor ulike typer eiendom, er alle virksomhetsområder innen eiendomsbransjen. Man kan argumentere for å analysere hhv. kjøpesentereendom og næringseiendom separat, på den annen side kompliserer dette analysen unødig da begge er innenfor virksomhetsområde eiendom med uniforme regnskaps- og vurderingsprinsipper. Selskaper som driver innenfor ett virksomhetsområde bør analyseres samlet med basis i et konsernregnskap (Kaldestad & Møller, 2016, s. 85). Jeg har derfor valgt å analysere Olav Thon Eiendomsselskap på konsernregnskapsnivå.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Valg av lengden på analyseperioden avhenger av hvor stabile regnskapstall selskapet har levert over tid, selskap med stabile regnskapstall bør ha lang analyseperiode mens selskaper med mer volatile regnskapstall bør velge en kortere tidshorisont – særlig om virksomheten har vært gjenstand for omstruktureringer (oppkjøp o.l). Virksomheter i sykliske bransjer bør derimot benytte lang analyseperiode for å inkludere både opp- og nedgangskonjunkturer (Knivsflå, u.å. 03, s. 24). Jeg har valgt å benytte en analyseperiode på 6 år og mener dette er tilstrekkelig for å få et godt bilde av virksomhetens posisjon og stilling.

5.1.3 Valg av komparative selskaper

Regnskapstallene til OLT sammenlignes med bransjetall. Det mest optimale ville vært å inkludere alle selskaper i bransjen som driver med kjøpesenter og næringseiendom i Norge. Dette blir derimot så vidt tidkrevende arbeid og vurderes ikke hensiktsmessig for en masteravhandling som følge av begrenset tid til disposisjon, jeg har derfor plukket ut noen utvalgte sammenlignbare selskaper (med henvisning til kapittel 4.1.1).

Jeg har ikke funnet noen enkeltstående selskaper som driver både med kjøpesenter og næringseiendom. Kjøpesentervirksomhet er selskapet desidert største forretningsområde, det er derfor en nødvendighet å inkludere andre selskaper som driver med kjøpesenter. I Norge er OLT sammen med Olav Thon Gruppen Norges desidert største aktør og det er litt vanskelig å finne sammenligningsselskap. Jeg velger å inkludere det Citycon Oyj som er et børsnotert Finsk selskap med flere kjøpesentre i Norge. I tillegg velger jeg å inkludere Olav Thon Gruppen AS, som både isolert sett er en konkurrerende virksomhet samt at Olav Thon Eiendomsselskap ASA inngår i dette konsernregnskapet, noe som blir riktig da selskapet som analyseres også skal inngå i bransjetallene. Videre inkluderer jeg Alti selskapene Aurora Eiendom AS og LL Holding AS samt Scala Eiendom AS som alle eier og forvalter kjøpesentre i Norge.

Videre velger jeg også å inkludere Norwegian Property AS og Entra ASA som er store aktører innen næringseiendom i Oslo-området.

De komparative selskapene inkluderer både børsnoterte og ikke børs-noterte selskaper, dette skaper begrensninger ift. informasjonsgrunnlaget og for disse selskapene begrenser det seg offentlige årsregnskaper.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall og «trailing» (Steg 1)

Nedenfor fremkommer konsernresultatet for Olav Thon Eiendomsselskap ASA (i TNOK) for de siste 6 regnskapsår. Tallene er hentet direkte ut fra Bisnode hvor offentlige regnskapstall basert på innleverte årsregnskaper til Brønnøysundregistrene ligger tilgjengelig.

RESULTAT	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12	2016-12
Totalinntekt	6 179 000	3 968 000	4 482 000	4 844 000	6 200 000	6 544 000
Salgsinntekter	0	0	0	0	0	0
Annen driftsinntekt	6 179 000	3 968 000	4 482 000	4 844 000	6 200 000	6 544 000
Avskrivninger	31 000	35 000	24 000	20 000	27 000	28 000
Nedskrivninger	0	0	0	0	0	0
Annen driftskostnad	1 517 000	2 395 000	1 560 000	1 565 000	1 456 000	1 455 000
Driftsresultat	4 631 000	1 538 000	2 898 000	3 259 000	4 717 000	5 061 000
Annen renteinntekt	5 000	10 000	11 000	6 000	5 000	7 000
Annen finansinntekt	113 000	0	0	2 000	1 000	1 000
Verdiendring av markedsbaserte finansielle omløpsmidler	716 000	-407 000	164 000	273 000	165 000	119 000
Annen rentekostnad	477 000	512 000	710 000	633 000	666 000	687 000
Annen finanskostnad	222 000	291 000	27 000	27 000	29 000	17 000
Ordinært resultat før skattekostnad	4 766 000	338 000	2 336 000	2 880 000	4 193 000	4 484 000
Skattekostnad på ordinært resultat	944 000	81 000	498 000	364 000	711 000	868 000
Ordinært resultat	3 822 000	257 000	1 838 000	2 516 000	3 482 000	3 616 000
Sum skatter	944 000	81 000	498 000	364 000	711 000	868 000
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0
Årsresultat	3 822 000	257 000	1 838 000	2 516 000	3 482 000	3 616 000

Tabell 5-1 Konsernresultat Olav Thon Eiendomsselskap ASA

Ved å betrakte utvikling i årsresultatet nedenfor viser historiske regnskapstall at selskapet har levert solide regnskapstall de siste 6 årene, volatiliteten i 2020 skyldes negativ verdiendring av investeringseiendommene som bokføres til virkelig verdi med verdijustering over resultatet (ihht. IAS 40 Investeringseiendommern), dette forklarer også den store økningen i topplinjen fra 2020 til 2021. Dette tydeliggjør behovet for å justere regnskapstallene for engangseffekter og hendelser som ikke vil gjenta seg, noe som jeg vil gjennomføre i neste kapittel (kapittel 5.3).

EIENDELER	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12	2016-12
ANLEGGSMIDLER	60 560 000	58 570 000	58 482 000	57 225 000	55 078 000	51 187 000
Immaterielle eiendeler	337 000	332 000	301 000	335 000	420 000	557 000
--Forskning og utvikling	0	0	0	0	0	0
--Konsesjoner, patenter, lisenser	337 000	6 000	7 000	7 000	8 000	7 000
--Utsatt skattefordel	0	326 000	294 000	328 000	412 000	550 000
--Goodwill	0	0	0	0	0	0
Varige driftsmidler	56 775 000	55 057 000	54 675 000	53 442 000	51 526 000	47 786 000
--Tomter bygninger og annen fast eiendom	56 717 000	54 990 000	54 593 000	53 367 000	51 435 000	47 695 000
--Maskiner og anlegg	0	0	0	0	0	0
--Skip, rigger, fly og lignende	0	0	0	0	0	0
--Driftsløsøre, inventar, verktøy etc	58 000	67 000	82 000	75 000	91 000	91 000
Finansielle anleggsmidler	3 448 000	3 181 000	3 506 000	3 448 000	3 132 000	2 844 000
--Investeringer i datterselskap	0	0	0	0	0	0
--Investeringer i annet foretak i samme konsern	0	0	0	0	0	0
--Lån til foretak i samme konsern	0	0	0	0	0	0
--Investeringer i tilknyttet selskap	0	0	0	0	0	0
--Lån til tilknyttet selskap	0	0	0	0	0	0
--Investeringer i aksjer og andeler	3 004 000	2 741 000	2 914 000	2 854 000	2 838 000	2 646 000
--Obligasjoner og andre fordringer	444 000	440 000	592 000	594 000	294 000	198 000
--Pensjonsmidler	0	0	0	0	0	0
Andre anleggsmidler	0	0	0	0	0	0
OMLØPSMIDLER	1 440 000	1 388 000	1 387 000	1 348 000	1 416 000	1 342 000
Varer	0	0	2 000	1 000	92 000	3 000
--Lager råvarer	0	0	0	0	0	0
--Lager tilvirkede varer	0	0	0	0	0	0
--Lager ferdige varer	0	0	2 000	1 000	92 000	3 000
Fordringer	992 000	905 000	999 000	1 042 000	958 000	1 014 000
--Kundefordringer	864 000	795 000	814 000	801 000	739 000	763 000
--Andre fordringer	128 000	110 000	185 000	241 000	219 000	251 000
--Konsernfordringer	0	0	0	0	0	0
--Krav på innbetaling av selskapskapital	0	0	0	0	0	0
Investeringer	0	0	0	0	0	0
--Aksjer og andeler i foretak i samme konsern	0	0	0	0	0	0
--Markedsbaserte aksjer	0	0	0	0	0	0
--Markedsbaserte obligasjoner	0	0	0	0	0	0
--Andre markedsbaserte finansielle investeringer	0	0	0	0	0	0
--Andre finansielle instrumenter	0	0	0	0	0	0
Bankinnskudd, kontanter og lignende	448 000	483 000	386 000	305 000	366 000	325 000
Andre omløpsmidler	0	0	0	0	0	0
SUM EIENDELER	62 000 000	59 958 000	59 869 000	58 573 000	56 494 000	52 529 000

GJELD & EGENKAPITAL	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12	2016-12
EGENKAPITAL	31 342 000	28 136 000	27 819 000	26 826 000	24 579 000	21 397 000
Innskutt egenkapital	422 000	421 000	424 000	106 000	106 000	106 000
--Selskapskapital	104 000	104 000	106 000	106 000	106 000	106 000
--Egne aksjer	0	0	0	0	0	0
--Overkursfond	318 000	317 000	318 000	0	0	0
--Annen innskutt egenkapital	0	0	0	0	0	0
Opptjent egenkapital	30 484 000	27 330 000	26 943 000	26 224 000	23 955 000	20 844 000
--Fond for vurderingsforskjeller	0	0	0	0	0	0
--Annen egenkapital	30 484 000	27 330 000	26 943 000	26 224 000	23 955 000	20 844 000
--Minoritetsinteresser	436 000	385 000	452 000	496 000	518 000	447 000
GJELD	30 658 000	31 822 000	32 050 000	31 747 000	31 915 000	31 132 000
Langsiktig gjeld	25 325 000	24 365 000	25 430 000	23 864 000	22 646 000	25 010 000
--Avsetninger for forpliktelser	7 834 000	7 485 000	7 610 000	7 020 000	6 945 000	6 494 000
----Pensjonsforpliktelser	0	0	0	0	0	0
----Utsatt skatt	7 493 000	7 138 000	7 250 000	7 020 000	6 945 000	6 494 000
----Andre avsetninger og forpliktelser	341 000	347 000	360 000	0	0	0
--Annen langsiktig gjeld	17 491 000	16 880 000	17 820 000	16 844 000	15 701 000	18 516 000
----Konvertible lån	0	0	0	0	0	0
----Obligasjonslån	10 215 000	6 008 000	7 538 000	5 771 000	6 384 000	6 680 000
----Gjeld til kredittinstitusjoner (langsiktig)	6 565 000	9 466 000	9 030 000	9 688 000	7 751 000	9 903 000
----Konserngjeld (langsiktig)	0	0	0	0	0	0
----Ansvarlig lånekapital	0	0	0	0	0	0
----Øvrig langsiktig gjeld	711 000	1 406 000	1 252 000	1 385 000	1 566 000	1 933 000
Kortsiktig gjeld	5 333 000	7 457 000	6 620 000	7 883 000	9 269 000	6 122 000
--Konvertible lån	0	0	0	0	0	0
--Sertifikatlån	1 725 000	926 000	2 258 000	3 118 000	4 399 000	2 377 000
--Gjeld til kredittinstitusjoner (kortsiktig)	1 610 000	4 602 000	1 214 000	2 960 000	2 375 000	855 000
----Kassekreditt	0	0	0	0	0	0
--Leverandørgjeld	137 000	122 000	117 000	152 000	203 000	237 000
--Betalbar skatt	208 000	170 000	240 000	219 000	116 000	19 000
--Skyldig offentlige avgifter	115 000	83 000	70 000	107 000	104 000	109 000
--Konserngjeld (kortsiktig)	0	0	0	0	0	0
--Utbytte	0	0	0	0	0	0
--Annen kortsiktig gjeld	1 538 000	1 554 000	2 721 000	1 327 000	2 072 000	2 525 000
GJELD OG EGENKAPITAL	62 000 000	59 958 000	59 869 000	58 573 000	56 494 000	52 529 000

Tabell 5-2 Konsernbalanse Olav Thon Eiendomsselskap ASA

5.2.1 Trailing

For å få et så ajour utgangspunkt som mulig inkluderer vi også siste de kvartalstallene for 2022 som er tilgjengelig på nåværende tidspunkt i regnskapsanalysen, seneste tilgjengelig kvartalstall er 1. og 2. kvartal 2022 for å få et hensiktsmessig sammenligningsgrunnlag for regnskapsanalysen må vi da estimere tall for 3. og 4. kvartal 2022, det er dette som kalles «trailing».

RESULTAT (i tNOK)	2022-06A	2022-12 (T)
Totalinntekt	4 224 000	6 608 000
Salgsinntekter		
Annen driftsinntekt	4 224 000	6 608 000 1)
Avskrivninger	16 000	32 000
Nedskrivninger	0	0
Annen driftskostnad	803 000	1 606 000
Driftsresultat	3 405 000	4 970 000
Annen renteinntekt		
Annen finansinntekt	21 000	42 000
Verdiendring av markedsbaserte finansielle omløpsmidler	812 000	812 000 2)
Annen rentekostnad		
Annen finanskostnad	353 000	706 000
Ordinært resultat før skattekostnad	3 885 000	5 118 000
Skattekostnad på ordinært resultat	815 000	954 000 3)
Ordinært resultat	3 070 000	4 164 000
Sum skatter	815 000	954 000
Minoritetsinteresser	0	
Årsresultat	3 070 000	3 210 000

Tabell 5-3 Trailing resultat Olav Thon Eiendomsselskap ASA

Prinsipper og forutsetninger lagt til grunn i trailing:

Utgangspunktet for trailingen er at andre halvår vil bli tilsvarende som første halvår, begrunnelsen for dette er en antakelse om relativt faste og forutsigbare kostnader som fordeler seg lineært gjennom året. Unntaket er spesielle poster, se notehenvising og kommentar nedenfor.

1) Salgsinntekter: Regnskapslinjen består av leieinntekter 1 590 MNOK, eiendomsrelaterte inntekter med 495 MNOK, andre driftsinntekter med 124 MNOK, resultat fra felles kontrollert og tilknyttet virksomhet 175 MNOK og verdiendring av investeringseiendommer med 1 840 MNOK.

Leieinntekter og eiendomsrelaterte inntekter består av minimumsleie og/eller omsetningsbasert leie, samt viderefakturering av felleskostnader og inntektsføres over tid i takt med overføring av kontroll iht. IFRS 16 (OLT, 2021, Årsrapport s. 28). Det anses derfor som relevant å kunne legge til grunn en lineær opptjening av leieinntektene og de eiendomsrelaterte inntektene, slik at disse i all vesentlig vil utgjøre tilsvarende beløp som for første halvår 2022, omregnet til hele året utgjør dette 4 768 MNOK $(1\,590 + 495 + 124 + 175) \cdot 2$.

Når det gjelder verdiendringen av investeringseiendommene er dette en

engangshendelse som ikke vil gjenta seg med samme beløp, denne videreføres derfor fra første halvår uten ytterligere justering med 1 840 MNOK fordi dette er en «engangspost».

Dette gir samlede salgsinntekter på 6 608 MNOK (4 768 + 1 840).

2) *Verdiendring av markedsbaserte finansielle eiendeler*: Posten relaterer seg til verdiendring av finansielle instrumenter, denne videreføres fra første halvår som den er uten ytterligere justering fordi det er en «engangspost» (dvs. at den ikke er en del av et normalisert resultat).

3) *Skattekostnad*: Består av endring utsatt skatt med 678 MNOK og betalbar skatt med 138 MNOK. Utsatt skatt beregnes på bakgrunn av midlertidige forskjeller og endres ikke, videreføres med tilsvarende beløp som første halvår. Betalbar skatt er resultatavhengig og grossess opp med x2 fra første halvår til 276 MNOK(138 MNOKx2).

Dette gir et skattekostnad på 954 MNOK (678+276)

4) Endret resultat siden første halvår: Årsresultatet har økt med 140 MNOK i andre halvår, dette legges til annen egenkapital med bankbeholdning som residual.

EIENDELER (i tNOK)	2022-06A	2021-12
ANLEGGSMIDLER	62 891 000	60 560 000
Immaterielle eiendeler	203 000	337 000
--Forskning og utvikling	0	0
--Konsesjoner, patenter, lisenser	203 000	337 000
--Utsatt skattefordel	0	0
--Goodwill	0	0
Værlige driftsmidler	59 156 000	56 775 000
--Tomter bygninger og annen fast eiendom	59 104 000	56 717 000
--Maskiner og anlegg	0	0
--Skip, rigger, fly og lignende	0	0
--Driftsløsøre, inventar, verktøy etc	52 000	58 000
Finansielle anleggsmidler	3 532 000	3 448 000
--Investeringer i datterselskap	0	0
--Investeringer i annet foretak i samme konsern	0	0
--Lån til foretak i samme konsern	0	0
--Investeringer i tilknyttet selskap	0	0
--Lån til tilknyttet selskap	0	0
--Investeringer i aksjer og andeler	3 126 000	3 004 000
--Obligasjoner og andre fordringer	406 000	444 000
--Pensjonsmidler	0	0
Andre anleggsmidler	0	0
OMLØPSMIDLER	1 338 000	1 440 000
Varer	0	0
--Lager råvarer	0	0
--Lager tilvirkede varer	0	0
--Lager ferdige varer	0	0
Fordringer	1 003 000	992 000
--Kundefordringer	1 003 000	864 000
--Andre fordringer	0	128 000
--Konsernfordringer	0	0
--Krav på innbetaling av selskapskapital	0	0
Investeringer	0	0
--Aksjer og andeler i foretak i samme konsern	0	0
--Markedsbaserte aksjer	0	0
--Markedsbaserte obligasjoner	0	0
--Andre markedsbaserte finansielle investeringer	0	0
--Andre finansielle instrumenter	0	0
Bankinnskudd, kontanter og lignende	335 000	448 000
Andre omløpsmidler	0	0
SUM EIENDELER	64 230 000	62 000 000

GJELD & EGENKAPITAL (i tNOK)	2022-06A	2021-12
EGENKAPITAL	33 849 000	31 342 000
Innskutt egenkapital		422 000
--Selskapskapital	104 000	104 000
--Egne aksjer		0
--Overkursfond	318 000	318 000
--Annen innskutt egenkapital		0
Opptjent egenkapital		30 484 000
--Fond for vurderingsforskjeller		0
--Annen egenkapital	32 967 000	30 484 000
--Minoritetsinteresser	461 000	436 000
GJELD		30 658 000
Langsiktig gjeld	26 488 000	25 325 000
--Avsetninger for forpliktelser		7 834 000
----Pensjonsforpliktelser		0
----Utsatt skatt	8 175 000	7 493 000
----Andre avsetninger og forpliktelser	209 000	341 000
--Annen langsiktig gjeld	18 104 000	17 491 000
----Konvertible lån		0
----Obligasjonslån		10 215 000
----Gjeld til kredittinstitusjoner (langsiktig)		6 565 000
----Konserngjeld (langsiktig)		0
----Ansvarlig lånekapital		0
----Øvrig langsiktig gjeld		711 000
Kortsiktig gjeld	3 893 000	5 333 000
--Konvertible lån		0
--Sertifikatlån		1 725 000
--Gjeld til kredittinstitusjoner (kortsiktig)	2 445 000	1 610 000
----Kassekreditt		0
--Leverandørgjeld		137 000
--Betalt skatt	143 000	208 000
--Skyldig offentlige avgifter		115 000
--Konserngjeld (kortsiktig)		0
--Utbytte		0
--Annen kortsiktig gjeld	1 305 000	1 538 000
GJELD OG EGENKAPITAL	64 230 000	62 000 000

Tabell 5-4 Trailing balanse Olav Thon Eiendomsselskap ASA

5.3 Omgruppering (Steg 2)

OLT avlegger sitt konsernregnskap etter IFRS noe som i balansen innebærer at regnskapet klassifiseres utifra et kreditorientert perspektiv. Eiendelene i balansen klassifiseres etter likviditet, hhv. omløps og anleggsmidler mens gjeld klassifiseres etter forfallstidspunkt som hhv. kortsiktig eller langsiktig gjeld. I resultatoppstillingen. Når det gjelder resultatregnskapet er det fokus på hvorvidt verdiskapningen er positiv etter at finansieringskostnader er fratrukket. Formålet med omgrupperingen er å gjøre oppstillingene mer investororienterte (Knvsflå, 2022 F4, s. 6).

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

I dette delkapittelet vil jeg benytte Henry Knivsflås rammeverk for omgruppering av resultatregnskapet som foregår i fire steg:

Steg 1): Identifiser fullstendig nettoresultat (FNR)

Det fullstendige nettoresultatet utgjør: Årsresultat + Andre inntekter og kostnader + «Dirty surplus»

Med andre inntekter og kostnader («Other comparative income») menes kostnader som er ført over utvidet resultat for selskaper som avlegger sitt konsernregnskap etter IFRS (som OLT). Eksempler på slike poster er estimatavvik på pensjoner, valuta ved omregning i konsolidering og verdiendring av finansielle instrumenter (sikring).

«Dirty surplus» er poster som er ført direkte over egenkapitalen, noe som er et brudd med kongruensprinsippet i regnskapsloven §4-3 om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Eksempler på slike kostnader er emisjonskostnader og andre justeringer/prinsippendringer (Knivsflå, u.å, f4, s. 24).

Formålet med oppstillingen nedenfor er å hensynta slike poster. Gjennomgang av årsrapportene til OLT for perioden 2016-2021 har ikke avdekket «dirty surplus». Andre resultatelementer er overført fra OLTs oppstilling over andre inntekter og kostnader.

FULLSTENDIG NETTO DRIFTSRESULTAT (i TNOK)		2022-12T	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A	
-	Årsresultat	ÅRE	4 164 000	3 822 000	257 000	1 838 000	2 516 000	3 482 000	3 616 000
+	Andre resultatелеmenter	AFR	-28 000	-103 000	65 000	-15 000	-10 000	21 000	-60 000
=	Rapportert totalresultat	FNR	4 136 000	3 719 000	322 000	1 823 000	2 506 000	3 503 000	3 556 000
+	"Dirty surplus"	DSP	0	0	0	0	0	0	0
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	FNR	4 136 000	3 719 000	322 000	1 823 000	2 506 000	3 503 000	3 556 000

Tabell 5-5 Fullstendig netto driftsresultat

Steg 2): Fordeling av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultatet fordeles på hhv. drift- og finansresultat for å vise tydeligere hvilke kilder som bidrar til å skape avkastning på egenkapitalen (Knivsflå, u.å., f4, s. 30).

DRIFT (i TNOK)		2022-12T	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A
	Driftsinntekter	6 258 000	5 896 000	3 990 000	4 269 000	4 748 000	6 001 000	6 229 000
-	Driftskostnader	1 638 000	1 548 000	2 430 000	1 584 000	1 585 000	1 483 000	1 483 000
=	Driftsresultat fra egen virksomhet	4 620 000	4 348 000	1 560 000	2 685 000	3 163 000	4 518 000	4 746 000
+	Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	350 000	283 000	-22 000	213 000	96 000	199 000	315 000
+	Driftsrelatert annet fullstendig resultat (AFR)	0	0	0	0	0	0	0
+	Driftsrelatert Dirty Surplus (DSP)	0	0	0	0	0	0	0
=	Fullstendig driftsresultat før skatt	4 970 000	4 631 000	1 538 000	2 898 000	3 259 000	4 717 000	5 061 000

Tabell 5-6 Fullstendig nettoresultat

Resultat fra driftstilknyttet virksomhet utgjør investeringer (med eierandel 20%-50%) OLT har i selskaper som ikke konsolideres i konsernregnskapet (oppfyller ikke definisjonen til kontroll, krever eierandel på mer enn 50%). For disse investeringene bokføres selskapets prosentandel av resultatet etter egenkapitalmetoden der bokført beløp utgjør nettoresultatet fra disse virksomhetene (i all hovedsak leieinntekter, verdiendring investeringseiendom og driftskostnader). Posten klassifiseres derfor innunder driftsresultatet.

FINANS (i TNOK)		2022-12T	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A
	Finansinntekter	854 000	834 000	-397 000	175 000	281 000	171 000	127 000
-	Finanskostnader	706 000	699 000	803 000	737 000	660 000	695 000	704 000
+	Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
+	Finansielt annet fullstendig resultat (AFR)	-28 000	-103 000	65 000	-15 000	-10 000	21 000	-60 000
+	Finansielt Dirty Surplus (DSP)	0	0	0	0	0	0	0
=	Fullstendig finansresultat før skatt	120 000	32 000	-1 135 000	-577 000	-389 000	-503 000	-637 000

Tabell 5-7 Fullstendig finansresultat

AFR utgjør i all hovedsak valutaeffekt ved omregning av utenlandske datterselskaper i konsernregnskapet og endring i finansielle instrumenter (renteswap), disse postene klassifiseres derfor innunder finansresultatet.

Gjennomgang av årsrapporter har ikke identifisert nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet, dvs. virksomhet som skal selges eller avvikles.

Steg 3): Identifiser normale og unormale poster i resultatregnskapet

I dette steget identifiseres normale og unormale poster med formål å komme frem til et normalisert resultat, dette for å gjøre regnskapet bedre tilpasset en investororientert analyse samt et bedre utgangspunkt for prediksjon av fremtidsregnskapet i kapittel 7 (Knivsflå, u.å., f4, s. 38).

Normale poster er regnskapsposter som gjentar seg periode etter periode og således relevante også for prediksjon av fremtidsregnskapet. Eksempler på «vanlige poster» i regnskapet er salgsinntekter, varekostnad, lønn, andre driftskostnader, avskrivninger, rentekostnader, renteinntekter/kostnader, minoritetsresultat og skattekostnad.

Unormale poster er regnskapsposter som ikke egner seg for framskriving og budsjettering fordi disse ikke forventes å gjenta seg regelmessig med tilsvarende beløp. Det betyr ikke at det ikke forventes at slike poster ikke vil komme i fremtiden, men de er ikke en del av et normalisert resultat. Eksempler på typiske unormale poster er engangsposter (eks. forsikringsutbetaling), nedskrivning og verdiendring av eiendeler/utsatt skattefordel, gevinst eller tap ved salg av eiendeler, restruktureringskostnader, verdiendring av finansielle instrumenter (eks. sikringskontrakter), valutatap-/gevinst og gevinst eller tap ved avgang av minoritet (Knivsflå, u.å., f4, s.40).

Unormale regnskapsposter er identifisert ved å gjennomgå regnskap, noteopplysninger og årsberetning i offentlige tilgjengelige årsrapporter.

UNORMALE DRIFTSPOSTER (i TNOK)	2022-12T	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A
Verdiendring investeringseiendommer	1 840 000	1 802 000	-909 000	218 000	867 000	2 216 000	2 651 000
Verdiendring rett til bruk eiendeler	-6 000	-12 000	-12 000	-14 000	0	0	0
Tap ved avgang anleggsmidler	0	0	0	0	0	0	0 1)
Gevinst ved avgang anleggsmidler	0	1	0	0	0	0	0 1)
= Sum unormale driftsposter	1 834 000	1 790 001	-921 000	204 000	867 000	2 216 000	2 651 000

Tabell 5-8 Unormale driftsposter

Verdiendring Investeringseiendommer

Selskapet avlegger som tidligere nevnt sitt konsernregnskap etter IFRS og har valgt regnskapsprinsipp med innregning av investeringseiendommene til virkelig verdi med verdiendring over resultat, i samsvar med IAS 40. Den årlige endringen i virkelig verdi fremkommer på egen linje i resultatoppstillingen og påvirker driftsresultatet. Regnskapsposten fremkomme hvert år, men den er vanskelig å predikere og den bør derfor ikke inngå i det normaliserte resultatet som danner utgangspunkt for fremtidsregnskapet. Videre har verdiendring av investeringseiendommene ingen kontanteffekt før eiendommene eventuelt realiseres, ved å betrakte tabellen over ser vi at størrelsen på regnskapsposten svinger fra -909 mnok til 2,6 mrd nok. Posten trekkes derfor ut.

Verdiendring rett til bruk eiendel

Tilsvarende for verdiendring rett til bruk eiendel med samme argumentasjon som over, dette er endringer i balanseførte rett til bruk eiendeler og tilhørende leieforpliktelse bokført i samsvar med IFRS 16 og må betraktes å være av «regnskapsteknisk art» og bør ikke inngå i det normaliserte resultatet.

Gevinst og tap anleggsmidler/datterselskaper/investeringer:

Selskapet har solgt to eiendommer i 2018, mest sannsynlig behandlet som et salg av datterselskap der hhv. gevinsten eller tapet tas under hhv. salgsinntekt eller annen driftskostnad i resultatregnskapet. Jeg har ikke klart å identifisere hvilke regnskapsmessige konsekvenser dette salget har hatt på konsernregnskapet i 2018, det forutsettes marginale effekter knyttet til dette og det forholdet ikke påvirker verdivurderingen i vesentlig grad.

UNORMALE FINANSPOSTER (i TNOK)	2022-12T	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A
Verdiendring finansielle instrumenter	812 000	716 000	-407 000	164 000	273 000	165 000	119 000
Finansielt annet fullstendig resultat (AFR)	-28 000	-103 000	65 000	-15 000	-10 000	21 000	-60 000 1)
= Sum unormale finansposter	784 000	613 000	-342 000	149 000	263 000	186 000	59 000

1) AFR i finansresultatet inneholder valutadifferanser ved omregning til presentasjonsvaluta og sikring av nettoinvestering i utenlandsk virksomhet.

Tabell 5-9 Unormale finansposter

Verdiendring av finansielle instrumenter inkluderer i all hovedsak endring i virkelig verdi av konsernets rentebytteavtaler («renteswap»), dette er en typisk post som må justeres ut fordi nivået på fremtidige endringer vanskelig lar seg predikere.

AFR knytter seg i all hovedsak til valutadifferanser ved omregning av presentasjonsvaluta i konsernregnskapet, samt effekten av sikringsbokføring av nettoinvestering i utenlandsk virksomhet.

Steg 4): Fordel skattekostnaden på alle resultatene

I dette steget fordeles skattekostnaden mellom normalt- og unormalt drifts- og finansresultat. Skattekostnaden er fordelt ved at vi først fordeler skattekostnaden etter fastsatt skattesats på 1) nettofinanskostnad (NFK), 2) nettofinansinntekt (NFI) og 3) unormalt netto finansresultat (UNFR). Derneft beregner vi en normalisert driftsskattesats (ndss) som vi benytter til å beregne skattekostnad og netto driftsresultat (NDR) i steg 4). Residualen for å få fordelt skattekostnad til å stemme overens med rapportert skattekostnad i årsregnskapene legges i unormalt netto driftsresultat (UNDR) i steg 5.

Gjeldene selskapsskattesats (sss) i skrivende stund er 22%.

Steg 1) Beregne nettofinanskostnad (NFK):

Rapporterte finanskostnader i OLT består i all vesentlighet av rentekostnader som er fradragsberettiget. Jeg har derfor lagt til grunn en forutsetning om at konsernet får full fradrag for sine rentekostnader etter hovedregelen i Skatteloven §6-40 og at konsernet ikke får avskåret fradragsrett for rentekostnader etter skatteloven §6-41.

Basert på en forutsetning om fullt fradrag kan vi beregne netto finanskostnad som:

$$NFK = (1 - sss) * FK$$

Formel 5-1 Netto finanskostnad

NFK = Netto finanskostnad

FK = Finanskostnad

sss = selskapsskattesats (22%)

NETTOFINANSKOSTNAD (i TNOK)		2022-12 (T)	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A
-	Finanskostnader	RK	706 000	699 000	803 000	737 000	660 000	704 000
+	Skatt 22%	sss*RK	155 320	153 780	176 660	162 140	145 200	154 880
=	Netto finanskostnad (etter skatt)	NFK	550 680	545 220	626 340	574 860	514 800	549 120

Tabell 5-10 Netto finanskostnad

Steg 2) Beregne nettofinansinntekt (NFI)

Nettofinansinntekt beregnes som:

$$NFI = (1 - f\text{iss}) * FI$$

Formel 5-2 Netto finansinntekt

NFI = Netto finansinntekt

fiss = finans inntekts skatte sats

FI = Finansinntekt

Effektiv skattesats for finansinntekten (fiss) er ofte forskjellig fra selskapsskattesatsen (sss) fordi finansinntekter ofte inneholder utbytte på aksjer, verdiendring av aksjer og gevinster ved realisasjon av aksjer som er unntatt for full beskatning på selskapsnivå som følge av fritaksmetoden jf. Skatteloven §2-38.

Den effektive skattesatsen kan enten beregnes, alternativt kan det benyttes en forenklet «tommefingregel» på 2/3 av selskapsskattesatsen (Knvisflå, 2022, f4 s. 63). Jeg er derimot ikke helt enig i at denne «tommefingerregelen» er representativt for det jevne konsernregnskap, dette fordi alle det ofte er begrenset med finansinntekter fra aksjer i et konsernregnskap. Dette fordi alle datterselskaper konsolideres, samt investeringer i tilknyttede og felleskontrollerte virksomheter bokføres etter

egenkapitalmetoden. Det er derfor kun i tilfeller konsern har aksjer med eierandel under 20% som denne «tommelfingerregelen» er relevant for.

Etter å ha gjennomgått noteopplysningene i OLTs årsrapporter har jeg ikke identifisert noen aksjer blant de finansielle eiendelene, noteopplysningene viser også at finansinntekter i all hovedsak består av renteinntekter og valutagevinster som er fullt ut skattepliktige inntekter. Jeg har derfor lagt til grunn at $fiss = sss$, altså at finansinntektsskattesatsen er lik selskapsskattesatsen på 22%.

NETTO FINANSINNTÉKT (i TNOK)		2022-12 (T)	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A
+ Finansinntekt	FI	42 000	118 000	10 000	11 000	8 000	6 000	8 000
- Skatt 22%	$fiss \cdot FI$	-9 240	-25 960	-2 200	-2 420	-1 760	-1 320	-1 760
= Netto finansinntekt (etter skatt)	NFI	32 760	92 040	7 800	8 580	6 240	4 680	6 240

Tabell 5-11 Netto finansinntekt

Steg 3) Beregne unormalt netto finansresultat (UNFR)

$$UNFR = ((1 - fiss) * UFR) + URFD + FAFR + FDSP$$

Formel 5-3 Unormalt netto finansresultat

UNFR = Unormalt netto finansresultat

URFD = Unormalt resultat fra diskontinuerlig virksomhet

FAFR = Finansielt annet fullstendig resultat

FDSP = Finansielt «dirty surplus»

Unormalt finansresultat (UFR) består av renteswapavtaler målt til virkelig verdi med verdiendring over resultat. Dette er relatert til gevinster eller tap på finansielle instrumenter knyttet til rentekostnader som er skattepliktig eller skattemessig fradragsberettigede når de realiseres, det legges derfor til grunn vanlig selskapsskattesats (sss) på 22%.

FAFR består av inntekter og kostnader ført over utvidet resultat (OCI), disse presenteres etter skatt i utvidet resultat og har derfor ikke behov for særskilt allokering av skatt.

UNORMALE FINANSPOSTER (i TNOK)		2022-12T	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A	
+	Unormalt finansresultat (UFI-UFK)	UFR	812 000	716 000	-407 000	164 000	273 000	165 000	119 000
-	Skatt 22%	fiss*UFR	-178 640	-157 520	89 540	-36 080	-60 060	-36 300	-26 180
+/-	Finansielt annet fullstendig resultat (FAFR)	FAFR	-28 000	-103 000	65 000	-15 000	-10 000	21 000	-60 000
=	Unormal netto finansresultat	UNFR	605 360	455 480	-252 460	112 920	202 940	149 700	32 820

Tabell 5-12 Unormale finansposter

Steg 4) Beregne netto driftsresultat (NDR)

$$NDR = ((1 - ndss) * DR) + RTS$$

Formel 5-4 Netto driftsresultat

NDR = Netto driftsresultat (etter skatt)

ndss = normalisert driftsskattesats

DR = Driftsresultat

RTS = Nettoresultat tilknyttet virksomhet

Først må årlig effektiv driftsskattesats (dss) beregnes, denne beregnes etter formelen:

$$dss = \frac{\text{normal skattekostnad} - \text{fordelt finansskatt}}{\text{driftsresultat før skatt}}$$

Formel 5-5 Effektiv driftsskattesats

Beregning av normalisert driftsskattesats: (ndss)							
	2022-12 (T)	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A
DSS:	33,07 %	35,74 %	13,91 %	25,06 %	19,49 %	35,89 %	47,49 %
Skatteeffekt vv investeringseiendom	-404 800	-396 440	199 980	-47 960	-190 740	-487 520	-583 220
Fordelt skattekostnad finans og investieendor	-437 360	-426 140	463 980	75 680	-107 360	-372 240	-456 280
Rest skattekostnad	516 640	517 860	544 980	573 680	256 640	338 760	411 720
DSS korrigeret for skatteeffekt vv investeringsei	18,5 %	20,2 %	22,0 %	23,1 %	11,2 %	14,7 %	19,7 %
Median	19,7 %						
Average	18,5 %						

Tabell 5-13 Normalisert driftsskattesats

I tabellen over har jeg beregnet effektiv driftsskattesats (dss) basert på formelen over, det gir en gjennomsnittlig normalisert drifts skattesats (ndss) på 30,09%. Dette synes derimot ulogisk sett opp mot selskapsskattesatser på 22% i 2022-2019, 23% i 2018, 24% i 2017 og 25 i 2016 samt en selskapsskattesats på 21,4% i Sverige. Forklaringen skyldes derimot effekt på endring i utsatt skatt som følge av verdiendring av

investeringseiendommene til virkelig verdi. Jeg har derfor korrigert for denne effekten på egen linje over, da denne skatteffekten hører hjemme i unormalt driftsresultat. Jeg har således kommet frem til en normalisert driftsskattesats (ndss) på 19% (midt mellom median og gjennomsnitt, og denne benyttes til beregning av den driftsrelaterte skattekostnaden nedenfor.

NETTO DRIFTSRESULTAT (i TNOK)		2022-12 (T)	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A
Driftsinntekter		4 418 000	4 094 000	3 990 000	4 051 000	3 881 000	3 785 000	3 578 000
- Avskrivninger		-32 000	-31 000	-35 000	-24 000	-20 000	-27 000	-28 000
- Nedskrivninger		0	0	0	0	0	0	0
- Annen driftskostnad		-1 600 000	-1 505 000	-1 474 000	-1 546 000	-1 565 000	-1 456 000	-1 455 000
= Driftsresultat egen virksomhet	DR	2 786 000	2 558 000	2 481 000	2 481 000	2 296 000	2 302 000	2 095 000
- Driftsrelatert skattekostnad (19%)	DSK	-529 340	-486 020	-471 390	-471 390	-436 240	-437 380	-398 050
= Netto driftsresultat egen virksomhet	NDRE	2 256 660	2 071 980	2 009 610	2 009 610	1 859 760	1 864 620	1 696 950
+ Resultat fra tilknyttet virksomhet	NDRT	350 000	283 000	-22 000	213 000	96 000	199 000	315 000
= Netto driftsresultat (etter skatt)	NDR	2 606 660	2 354 980	1 987 610	2 222 610	1 955 760	2 063 620	2 011 950

Tabell 5-14 Netto driftsresultat

Steg 5) Beregne unormalt netto driftsresultat (UNDR)

NETTO UNORMALT DRIFTSRESULTAT (i TNOK)		2022-12 (T)	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A
+ Unormalt driftsresultat	UDR	1 834 000	1 790 001	-921 000	204 000	867 000	2 216 000	2 651 000
- Skatt på unormalt driftsresultat (residual)		-392 100	-428 280	126 390	-150 250	-11 140	-388 900	-596 890
= Netto unormalt driftsresultat (etter skatt)	UNDR	1 441 900	1 361 721	-794 610	53 750	855 860	1 827 100	2 054 110

Tabell 5-15 Unormalt netto driftsresultat

Omgruppert resultatregnskap:

Etter å ha gjennomført stegene ovenfor har jeg klart et omgruppert resultatregnskap, det er de normale driftsrelaterte postene jeg først og fremst vil fokusere på i oppgaven.

NETTO DRIFTSRESULTAT (i TNOK)		2022-12 (T)	2021-12A	2020-12A	2019-12A	2018-12A	2017-12A	2016-12A
	Driftsinntekter	4 418 000	4 094 000	3 990 000	4 051 000	3 881 000	3 785 000	3 578 000
-	Avskrivninger	-32 000	-31 000	-35 000	-24 000	-20 000	-27 000	-28 000
-	Nedskrivninger	0	0	0	0	0	0	0
-	Annen driftskostnad	-1 600 000	-1 505 000	-1 474 000	-1 546 000	-1 565 000	-1 456 000	-1 455 000
=	Driftsresultat egen virksomhet	DR	2 786 000	2 558 000	2 481 000	2 296 000	2 302 000	2 095 000
-	Driftsrelatert skattekostnad (19%)	DSK	-529 340	-486 020	-471 390	-436 240	-437 380	-398 050
=	Netto driftsresultat egen virksomhet	NDRE	2 256 660	2 071 980	2 009 610	1 859 760	1 864 620	1 696 950
+	Resultat fra tilknyttet virksomhet	NDRT	350 000	283 000	-22 000	213 000	96 000	315 000
=	Netto driftsresultat (etter skatt)	NDR	2 606 660	2 354 980	1 987 610	2 222 610	1 955 760	2 011 950
+	Finansinntekt	FI	42 000	118 000	10 000	11 000	8 000	8 000
-	Skatt 22%	fiss*FI	-9 240	-25 980	-2 200	-2 420	-1 760	-1 320
=	Netto finansinntekt (etter skatt)	NFI	32 760	92 040	7 800	8 580	6 240	6 240
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital		2 639 420	2 447 020	1 995 410	2 231 190	1 962 000	2 018 190
-	Finanskostnader	RK	-706 000	-699 000	-803 000	-737 000	-660 000	-704 000
+	Skatt 22%	sss*RK	155 320	153 780	176 660	162 140	145 200	152 900
=	Netto finanskostnad (etter skatt)	NFK	-550 680	-545 220	-626 340	-574 860	-514 800	-542 100
-	Minoritetsresultat		-84 000	-53 000	57 000	20 000	1 000	-34 000
=	Nettoresultat til egenkapital		2 004 740	1 848 800	1 426 070	1 676 330	1 448 200	1 435 070
+	Unormalt driftsresultat	UDR	1 834 000	1 790 001	-921 000	204 000	867 000	2 216 000
-	Skatt på unormalt driftsresultat (residual)		-392 100	-428 280	126 390	-150 250	-11 140	-388 900
=	Netto unormalt driftsresultat (etter skatt)	UNDR	1 441 900	1 361 721	-794 610	53 750	855 860	1 827 100
+	Unormalt finansresultat	UFR	784 000	613 000	-342 000	149 000	283 000	186 000
-	Skatt på unormalt finansresultat	fiss*UFR	-178 640	-157 520	89 540	-36 080	-60 060	-36 300
=	Netto unormalt finansresultat (etter skatt)		605 360	455 480	-252 460	112 920	202 940	32 820
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital		4 052 000	3 666 001	379 000	1 843 000	2 507 000	3 427 000
-	Netto utbetalt utbytte		279 000	520 000	13 000	481 000	256 000	190 000
=	Endring i egenkapital		3 773 000	3 146 001	366 000	1 362 000	2 251 000	3 232 000

Tabell 5-16 Omgruppert resultatregnskap

5.3.2 Omgruppering av balansen

Omgruppering av balanse gjøres etter 4 steg (Knivsflå, u.å., f5, s. 3). Formålet med omgrupperingen er tilsvarende som i resultatregnskapet, gjøre balansen med investororientert ved å skille mellom eiendeler knyttet til drift og kapital som finansierer driftseiendelene. (Knivsflå, u.å., f5, s. 5).

Steg 1) Reklassifisering av avsatt utbytte til egenkapital fra gjeld

I en investortrettet regnskapsanalyse er ikke avsatt utbytte å betrakte som gjeld, dette er egenkapital som skal utbetales til aksjonærene, derfor omklassifiseres utbytte fra gjeld til egenkapital (Knivsflå, u.å., f5, s. 10).

Olav Thon Eiendomsselskap avlegger sitt konsernregnskap etter IFRS. Etter IFRS tilfredsstillers ikke utbytte definisjonen av en forpliktelse fordi det ikke foreligger en «...eksisterende plikt» til å utbetale utbyttet (IAS 37.10), et eventuelt foreslått utbytte på balansedagen er betinget av vedtak på generalforsamlingen som først blir avholdt etter balansedagen. Betingede forpliktelser skal ikke innregnes ihht. IAS 37.27.

Det er derfor ikke nødvendig å gjennomføre noen omgruppering av utbytte med mindre det eksisterer restutbytte fra tidligere som ikke er utbetalt, noe jeg ikke har identifisert

ved gjennomgang av regnskapene.

Steg 2) Skille balanseposter mellom drift og finansiering

Balanseoppstillingene etter IFRS og NGAAP er klassifisert etter forfallstidspunkt som hhv. omløpsmidler og anleggsmidler på eiendelssiden og kortsiktig og langsiktig gjeld på gjeldssiden. Dette er en kreditororientert oppstilling.

Med formål å tilrettelegge for en investororientert regnskapsanalyse omgrupperes derfor balansen til et investorrettet balanseregnskap der vi skiller mellom driftsrelatert anleggsmidler og omløpsmidler, langsiktig og kortsiktig driftsrelatert gjeld samt langsiktig og kortsiktig finansiell gjeld.

Regnskapsposter som inngår i balansen er vurdert post for post etter følgende prinsipper (Knivsflå, u.å., f5, s. 24 flg.):

For eiendeler er det vurdert hvorvidt disse inngår i driftssyklusen eller representerer infrastruktur til denne (driftsrelaterte eiendeler) eller hvorvidt de er pengeplasseringer og andre driftsfremmede eiendeler (finansielle eiendeler). Vurdering omløpsmiddel vs. anleggsmiddel er videreført med utgangspunkt i hvilken klassifisering regnskapsposten hadde i rapport balanse.

For gjeldsposter er låneopptak i banken eller kapitalmarkedet, typisk rentebærende gjeld vurdert som finansiell gjeld mens driftsrelatert gjeld er som er pådratt som følge en del av driftssyklusen og drift av infrastruktur som det typisk belastes renter på.

Klassifisering langsiktig vs. kortsiktig er videreført med utgangspunkt i hvilken klassifisering regnskapsposten hadde i rapport balanse.

Nedenfor presenteres det omgrupperte balansen:

EIEDELER (i tNOK)		2022-06A	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12	2016-12
DRIFTSRELATERTE EIEDELER								
Konsesjoner, patenter, lisenser	IME	203 000	337 000	6 000	7 000	7 000	8 000	7 000
+ Utsatt skattefordel	IME	0	0	326 000	294 000	328 000	412 000	550 000
+ Tomter bygninger og annen fast eiendom	VDM	59 104 000	56 717 000	54 990 000	54 593 000	53 367 000	51 435 000	47 695 000
+ Driftsløsøre, inventar, verktøy etc	VDM	52 000	58 000	67 000	82 000	75 000	91 000	91 000
= Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	59 359 000	57 112 000	55 389 000	54 976 000	53 777 000	51 946 000	48 343 000
+ Lager ferdige varer	VAR	0	0	0	2 000	1 000	92 000	3 000
+ Kundefordringer	KFOR	1 003 000	864 000	795 000	814 000	801 000	739 000	763 000
+ Andre fordringer	KFOR	0	128 000	110 000	185 000	241 000	219 000	251 000
= Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	1 003 000	992 000	905 000	1 001 000	1 043 000	1 050 000	1 017 000
= Driftseiendeler	DE	60 362 000	58 104 000	56 294 000	55 977 000	54 820 000	52 996 000	49 360 000
FINANSIELLE EIEDELER								
+ Investeringer i aksjer og andeler	LFI	3 126 000	3 004 000	2 741 000	2 914 000	2 854 000	2 838 000	2 646 000
+ Obligasjoner og andre fordringer	LFF	406 000	444 000	440 000	592 000	594 000	294 000	198 000
= Finansielle anleggsmidler	FAM	3 532 000	3 448 000	3 181 000	3 506 000	3 448 000	3 132 000	2 844 000
+ Bankinnskudd, kontanter og lignende	KON	335 000	448 000	483 000	386 000	305 000	366 000	325 000
= Finansielle omløpsmidler	FOM	335 000	448 000	483 000	386 000	305 000	366 000	325 000
= Finansielle eiendeler	FE	3 867 000	3 896 000	3 664 000	3 892 000	3 753 000	3 498 000	3 169 000
= Totale eiendeler	TE	64 231 000	62 000 000	59 958 000	59 869 000	58 573 000	56 494 000	52 529 000
EGENKAPITAL OG GJELD (i tNOK)								
Kontrollerende interesser - majoritet	EK	33 389 000	30 906 000	27 751 000	27 367 000	26 330 000	24 061 000	20 950 000
+ Ikke-kontrollerende interesser - minoritet	MI	461 000	436 000	385 000	452 000	496 000	518 000	447 000
= Egenkapital i konsernet	EKK	33 850 000	31 342 000	28 136 000	27 819 000	26 826 000	24 579 000	21 397 000
Andre avsetninger og forpliktelser	LAVS	209 000	341 000	347 000	360 000	0	0	0
+ Utsatt skatt	ALG	8 175 000	7 493 000	7 138 000	7 250 000	7 020 000	6 945 000	6 494 000
+ Annen langsiktig gjeld	ALG	54 000	711 000	1 406 000	1 252 000	1 385 000	1 566 000	1 933 000
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	8 438 000	8 545 000	8 891 000	8 862 000	8 405 000	8 511 000	8 427 000
Leverandørgjeld		0	137 000	122 000	117 000	152 000	203 000	237 000
+ Betalbar skatt		143 000	208 000	170 000	240 000	219 000	116 000	19 000
+ Skyldig offentlige avgifter		0	115 000	83 000	70 000	107 000	104 000	109 000
+ Annen kortsiktig gjeld		1 305 000	1 538 000	1 554 000	2 721 000	1 327 000	2 072 000	2 525 000
= Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	1 448 000	1 998 000	1 929 000	3 148 000	1 805 000	2 495 000	2 890 000
= Driftsrelatert gjeld	DG	9 886 000	10 543 000	10 820 000	12 010 000	10 210 000	11 006 000	11 317 000
Obligasjonslån	LFG	10 479 000	10 215 000	6 008 000	7 538 000	5 771 000	6 384 000	6 680 000
Gjeld til kredittinstitusjoner (langs.)		7 571 000	6 565 000	9 466 000	9 030 000	9 688 000	7 751 000	9 903 000
= Langsiktig finansiell gjeld	LFG	18 050 000	16 780 000	15 474 000	16 568 000	15 459 000	14 135 000	16 583 000
Sertifikatlån		0	1 725 000	926 000	2 258 000	3 118 000	4 399 000	2 377 000
Gjeld til kredittinstitusjoner (korts.)		2 445 000	1 610 000	4 602 000	1 214 000	2 960 000	2 375 000	855 000
= Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	2 445 000	3 335 000	5 528 000	3 472 000	6 078 000	6 774 000	3 232 000
= Finansiell gjeld	FG	20 495 000	20 115 000	21 002 000	20 040 000	21 537 000	20 909 000	19 815 000
= Totalkapital		64 231 000	62 000 000	59 958 000	59 869 000	58 573 000	56 494 000	52 529 000

Tabell 5-17 Omgruppert balanse

Steg 3) Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er innskutt kapital og dermed sysselsatt av aksjonærene og av finansielle långivere (Knivsflå, u.å., f5, s. 10), mens totalkapital inneholder driftsrelatert gjeld som ikke betraktes som sysselsatt kapital plassert aktivt gjennom kapitalmarkedet. For videre analyseformål er det derfor nødvendig å beregne sysselsatt kapital ved å trekke ut den driftsrelaterede gjelden fordi den er en del av driften og ikke er aktivt plassert gjennom et kapitalmarked.

Sysselsatt kapital (SSK) kan beregnes som: Egenkapital (EK) + Minoritetsinteresse + Finansiell gjeld (FJ)

Nedenfor presenteres den omgrupperte balansen for sysselsatt kapital:

SSK-BALANSE (i tNOK)		2022.06A	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12	2016-12	
-	Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	59 359 000	57 112 000	55 389 000	54 976 000	53 777 000	51 946 000	48 343 000
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	-8 438 000	-8 545 000	-8 891 000	-8 862 000	-8 405 000	-8 511 000	-8 427 000
=	Netto anleggsmidler	NAM	50 921 000	48 567 000	46 498 000	46 114 000	45 372 000	43 435 000	39 916 000
-	Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	1 003 000	992 000	905 000	1 001 000	1 043 000	1 050 000	1 017 000
-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	-1 448 000	-1 998 000	-1 929 000	-3 148 000	-1 805 000	-2 495 000	-2 890 000
=	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-445 000	-1 006 000	-1 024 000	-2 147 000	-762 000	-1 445 000	-1 873 000
=	Netto driftseiendeler	NDE	50 476 000	47 561 000	45 474 000	43 967 000	44 610 000	41 990 000	38 043 000
-	Kontanter - Betalingsmidler	KON	335 000	448 000	483 000	386 000	305 000	366 000	325 000
+	Finansielle fordringer	FFOR	406 000	444 000	440 000	592 000	594 000	294 000	198 000
+	Finansielle investeringer, inkl. disk	FINV	3 126 000	3 004 000	2 741 000	2 914 000	2 854 000	2 838 000	2 646 000
=	Finansielle eiendeler	FE	3 867 000	3 896 000	3 664 000	3 892 000	3 753 000	3 498 000	3 169 000
=	Sysselsatte eiendeler	SSE	54 343 000	51 457 000	49 138 000	47 859 000	48 363 000	45 488 000	41 212 000
SYSSELSATT KAPITAL (i tNOK)			2022.06A	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12	2016-12
	Egenkapital (EK)	EK	33 389 000	30 906 000	27 751 000	27 367 000	26 330 000	24 061 000	20 950 000
+	Minoritet	MI	461 000,00	436 000,00	385 000,00	452 000,00	496 000,00	518 000,00	447 000,00
+	Langsiktig finansiell gjeld	FG	18 050 000	16 780 000	15 474 000	16 568 000	15 459 000	14 135 000	16 583 000
+	Kortsiktig finansiell gjeld	KG	2 445 000	3 335 000	5 528 000	3 472 000	6 078 000	6 774 000	3 232 000
=	Finansiell gjeld	FG	20 495 000	20 115 000	21 002 000	20 040 000	21 537 000	20 909 000	19 815 000
=	Sysselsatt kapital	SSK	54 345 000	51 457 000	49 138 000	47 859 000	48 363 000	45 488 000	41 212 000

Tabell 5-18 Omgruppert balanse for sysselsatt kapital

Steg 4) Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i drift og ikke i finansielle eiendeler (Knivsflå, u.å., f5, s. 60). Vi ønsker å analysere den investerte kapitalen i driften og justerer derfor for netto finansiell gjeld.

Finansielle eiendeler er eiendeler som ikke er direkte knyttet til driften for å drive virksomheten, midlene er likvide og kan brukes til å betale ned på finansiell gjeld. Vi betrakter derfor netto finansiell gjeld (Knivsflå, u.å., f5, s. 60-65).

Netto driftskapital (NDK) kan beregnes som: Egenkapital (EK) + Minoritetsinteresse (MI) + Netto finansiell gjeld (NFG)

NDK-BALANSEN (i tNOK)		2022.06A	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12	2016-12	
	Netto anleggsmidler	NAM	50 921 000	48 567 000	46 498 000	46 114 000	45 372 000	43 435 000	39 916 000
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-445 000	-1 006 000	-1 024 000	-2 147 000	-762 000	-1 445 000	-1 873 000
=	Netto driftseiendeler	NDE	50 478 000	47 561 000	45 474 000	43 967 000	44 610 000	41 990 000	38 043 000
	Egenkapital	EK	33 389 000	30 906 000	27 751 000	27 367 000	26 330 000	24 061 000	20 950 000
+	Minoritet	MI	461 000	436 000	385 000	452 000	496 000	518 000	447 000
+	Netto finansiell gjeld	NFG	16 628 000	16 219 000	17 338 000	16 148 000	17 784 000	17 411 000	16 646 000
=	Netto driftskapital	NDK	50 478 000	47 561 000	45 474 000	43 967 000	44 610 000	41 990 000	38 043 000

Tabell 5-19 Netto driftskapital

5.3.3 Analyse og justering av målefeil (Steg 3)

I tillegg til forholdene jeg har hensyntatt for i avsnittene over kan det forkomme «målefeil» i de rapporterte regnskapstallene, altså at selskapets regnskapsrapportering ikke gjenspeiler reelle verdier og resultater.

Knivsfå skiller mellom 3 typer målefeil:

- 1) Målefeil av type 1: Målefeil som følge av bokføring til historisk kost (Knivsfå, u.å., fm2, s. 25).
- 2) Målefeil av type 2: Målefeil som følge av at regnskapsreglene tillater «dårlig» måling (for eksempel tillatt manglende innregning, feil målemodell eller feilmåling) (Knivsfå, u.å., fm2, s. 35 og f7 s. 43).
- 3) Målefeil av type 3: Målefeil som følge av regnskapsmanipulering (resultatstyring) eller ubevisste bokføringsfeil (Knivsfå, u.å., fm2, s. 42).

Det kan være aktuelt å justere for mange målefeil, men i praksis er det vanlig å kun justere for vesentlige forhold for å komme frem til normaliserte tall (Knivsfå, u.å., f8, s. 30). Det kan være vanskelig å identifisere årlige behov og størrelsen for justering av målefeil, praktiske metoder er da å benytte seg av gjennomsnittsbetraktninger eller gruppere resultatpostene som unormale (Knivsfå, u.å., f8, s. 43).

Det er derimot ulike syn på behovet for å foreta justering for målefeil i det hele tatt, hvertfall målefeil med hensyn på type 1 og type 2 utifra en vesentlighetsbetraktning. Videre må det gjøres en kost-nytte vurdering og hvorvidt justeringen faktisk tilfører tallene ytterligere støy/målefeil. (Penman, 2013) er ikke tilhenger av å justere for målefeil, mens (Palepu, Healy og Peek (2016)) mener man bør justere for målefeil (Knivsfå, u.å., f8, s. 8-9).

Olav Thon Eiendomsselskap driver innenfor eiendomsbransjen og har derfor ikke vesentlige regnskapsposter som anses ekstra risikoutsatte med hensyn på vesentlige målefeil type 1 og 2, dette kan være mer relevant for andre typer selskaper som eksempelvis legemiddelbransjen og selskaper et utviklingsstadiet som kan sitte på

skjulte verdier som ikke fremkommer i regnskapet grunnet manglende innregning av forskning og utviklingskostnader. Når det gjelder type 3 feil (regnskapsmanipulering) så kan potensielt investeringseiendommene være overvurdert, disse postene inngår derimot ikke i valgt verdsettelsesmetode og er allerede justert for.

Oppsummert vurderes det ikke nødvendig å justere for målefeil, både utifra en kost-nytte betraktning samt utifra en risikovurdering utifra sammensetning av regnskapsposter i regnskapet og bransje.

6 Forholdstallsanalyse (Steg 4)

6.1 Analyse av risiko

6.1.1 Analyse av likviditet (kortsiktig risiko)

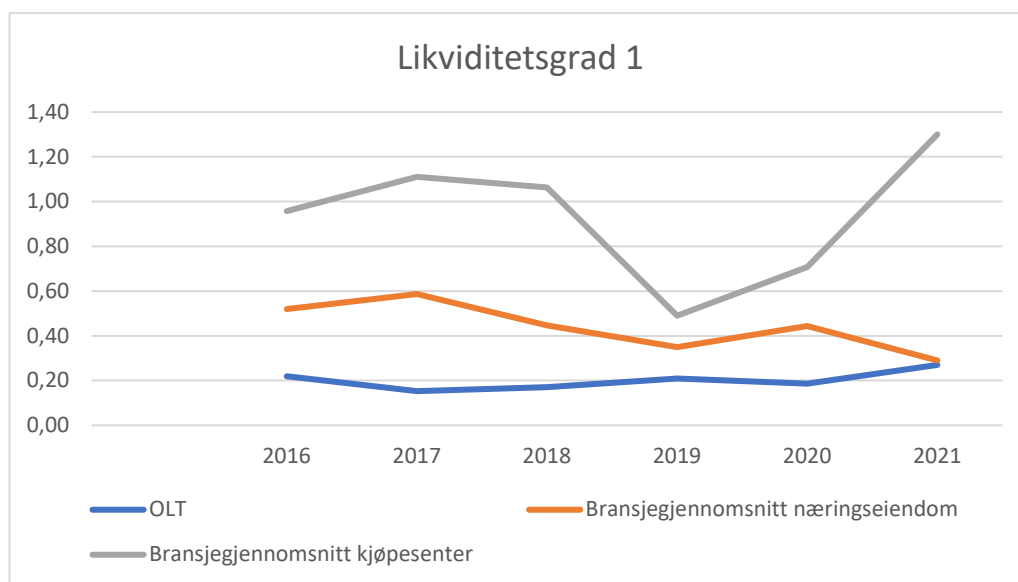
Formålet med en likviditetsanalyse er å kartlegge hvorvidt selskapet har likviditet til å dekke krav etter hvert som de forfaller. Eller i motsatt fall, sannsynligheten for illikviditet og konkurs (Knivsflå, u.å., f5, s. 16),

6.1.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et relevant forholdstall for å måle likviditeten til selskapet, samt sammenligne med nivået i bransjen.

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

Formel 6-1 Likviditetsgrad 1



Figur 6-1 Likviditetsgrad 1

Oversikten over viser at OLT har en lavere likviditetsgrad enn bransjen både når det gjelder næringsseiendom og kjøpesenter. En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1

bør være større enn 2 (Knivsflå, u.å., f9, s. 23). En likviditetsgrad er for øvrig god dersom den er større en gjennomsnittet i bransjen, noe den ikke er.

Likvidetsgrad 1 viser derimot forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld og hensyntar ikke tilgjengelig kreditt. OLT har pr. tredjekvartal 2022 en likviditetsreserve på 5,4 mrd nok (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022, Kvartalsrapport Q3) som ikke gjenspeiles i beregning av likviditetsgrad 1, de har derfor en god likviditet til å betale sine forpliktelser til forfall som følge av trekkfasiliteter på kassekreditten, til tross for svak LG1.

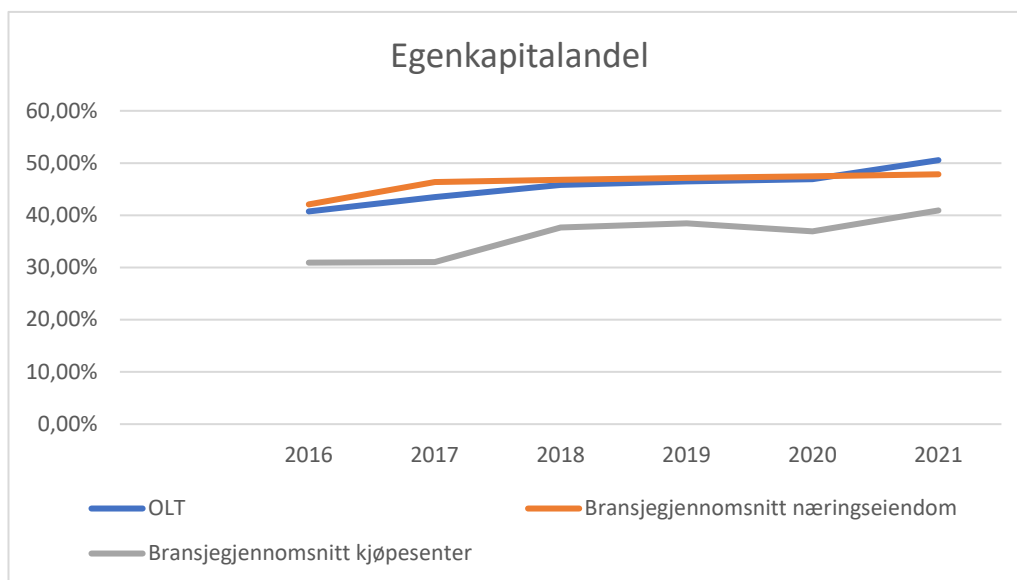
6.1.2 Analyse av soliditet (langsiktig risiko)

Formålet med soliditetsanalysen er å kartlegge hvorvidt selskapet har finansiering og egenkapital til å til å ta fremtidige tap. Et relevant forholdstall er å analysere egenkapitalprosenten da denne gir et godt inntrykk for selskapets soliditet.

6.1.2.1 Egenkapitalprosent

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

Formel 6-2 Egenkapitalprosent



Figur 6-2 Egenkapitalandel

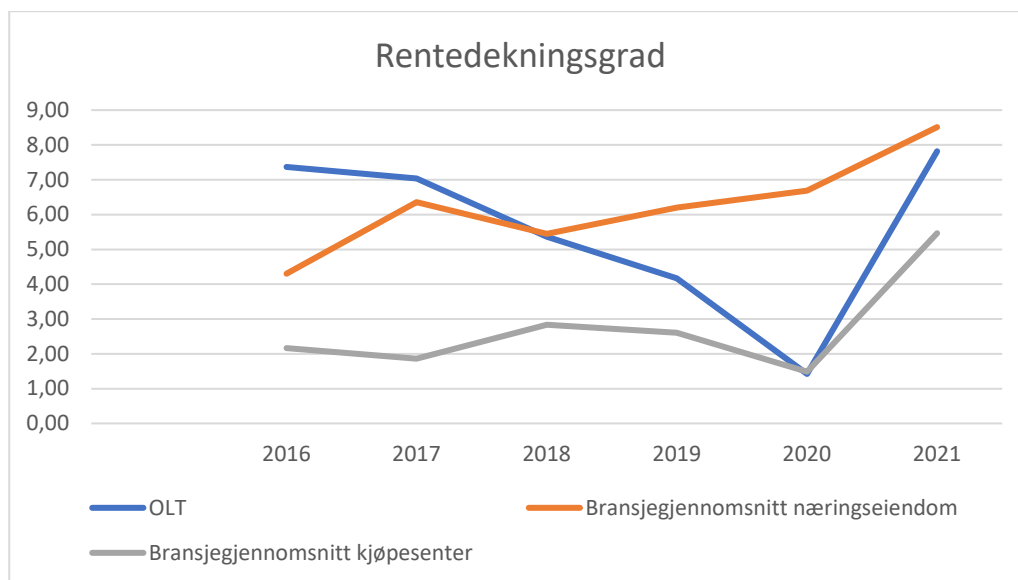
Ved å betrakte kurvene i figuren over ser vi at OLT har en god egenkapitalandel sammenlignet med bransjegjennomsnittet, trendanalysen viser at egenkapitalandelen har vært jevnt økende over tid. Når det gjelder bransjegjennomsnittet for kjøpesenter er de overlegne, mens når det gjelder bransjegjennomsnittet for næringsseiendom så ligger de litt bedre an i 2021 og omtrent på samme nivå i perioden 2018-2020. Jo høyere egenkapitalen er i forhold til totalkapitalen, jo mer robuste er de for å håndtere tap i fremtiden. Her er de bedre en bransjegjennomsnittet for kjøpesentereieendom, som er selskapets viktigste forretningsområde.

6.1.2.2 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgrad viser oss hvor stor del av resultatet før skatt og rentekostnader som dekker rentekostnadene er således et relevant mål likviditet og soliditet.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt + finanskostnader}}{\text{finanskostnader}}$$

Formel 6-3 Rentedeckningsgrad



Figur 6-3 Rentedeckningsgrad

Figuren over viser at OLT har en solid rentedeckningsgrad sammenlignet med bransjegjennomsnittet for kjøpesenter, mens endel svakere rentedeckningsgrad sammenlignet med bransjegjennomsnittet for næringseiendom i perioden 2018-2021. Kurven viser tydelig at koronaåret 2020 påvirket nøkkeltallet i stor grad som følge av bla. nedskrivninger av bokført verdi på investeringseiendommer, samt en negativ fallende trend sammenlignet med unntak av 2021. Ved å se på grunnlagene til analysen har derimot OLT betydelig bedre nøkkeltall enn (antatt) hovedkonkurrent Citycon Oyj. Nøkkeltallet må være på minimum 1 for å dekke opp rentene for å ikke gå med underskudd, mens det anbefales nærmere minst 3. OLT er godt over med unntak av 2020 som var et spesielt år.

6.1.3 Syntetisk rating (oppsummering)

På bakgrunn av beregnede nøkkeltall for selskapet og bransjen i delkapittel 6.1.1 og 6.1.2 oppsummerer jeg resultatet av dette nedenfor der jeg har gjennomført en syntetisk kredittrating med utgangspunkt i likviditetsgrad 1, rentedeckningsgrad og

egenkapitalprosent. Ratingen er satt på bakgrunn av Standard & Poor tabell for kredittrating der man på bakgrunn av historiske nøkkeltall får en rating (Knivsflå, u.å., fm3, s. 12). Formålet er å gi selskapet en kredittrating i en skala på 10 nivåer, der AAA er best og D er lavest for dernest sammenligne dette med bransjen for å undersøke hvorvidt selskapet har en fordel eller ulempe sett hen til bransjen. Bransje i oppsummeringen inkluderer både næringseiendom og kjøpesenter.

Synetisk rating OLT	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gj. snitt
Likviditetsgrad 1 Rating:	0,22 C	0,15 C	0,17 C	0,21 C	0,19 D	0,27 CC	0,20 C
Rentedekningsgrad Rating:	7,37 AA	7,03 AA	5,36 AA	4,17 A	1,42 BB	7,82 AA	5,53 AA
EK-prosent Rating:	41% BBB	44% BBB	46% BBB	46% BBB	47% BBB	51% BBB	45,8% BBB
Gjennomsnittlig rating	BB	BB	BB	BB	B	BB	BB

Tabell 6-1 Syntetisk rating – OLT

Synetisk rating kjøpesenterbransje	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gj. snitt
Likviditetsgrad 1 Rating:	0,96 BB	1,11 BB	1,06 BB	0,49 CCC	0,71 B	1,30 BBB	0,94 BB
Rentedekningsgrad Rating:	2,16 BBB	1,86 BBB	2,83 A	2,61 BBB	1,49 BB	5,46 AA	2,74 BBB
EK-prosent Rating:	31% BB	31% BB	38% BBB	38% BBB	37% BBB	41% BBB	36% BBB
Gjennomsnittlig rating	BB	BB	BBB	BB	BB	A	BBB

Tabell 6-2 Syntetisk rating – Kjøpesenterbransje

Synetisk rating næringseiendom bransje	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gj. snitt
Likviditetsgrad 1 Rating:	0,52 CCC	0,59 B	0,45 CCC	0,35 CC	0,44 CCC	0,29 CC	0,44 CCC
Rentedekningsgrad Rating:	4,30 A	6,36 AA	5,45 AA	6,20 AA	6,69 AA	8,51 AA	6,25 AA
EK-prosent Rating:	42% BBB	46% BBB	47% BBB	47% BBB	47% BBB	48% BBB	46% BBB
Gjennomsnittlig rating	BB	BBB	BBB	BB	BBB	BB	BBB

Tabell 6-3 Syntetisk rating – Næringseiendom bransje

Oppsummert ser vi at OLT får en noe svakere kredittrating (BB) enn både bransjegjennomsnittet for kjøpesenter (BBB) og næringseiendom (BBB) beregnet utifra gjennomsnittlige nøkkeltall de siste 6 årene.

OLT har lavere rating basert på likviditetsgrad 1 (C) sammenlignet mot både kjøpesenterbransjen (BB) og næringseiendomsbransjen (CCC).

Når det gjelder kredittrating beregnet på bakgrunn av rentedekningsgraden får OLT bedre score (AA) enn bransjegjennomsnittet for kjøpesenter (BBB), og lik bransjegjennomsnittet for næringseiendom.

Kredittrating på bakgrunn av egenkapitalprosenten er lik for OLT som begge bransjene (BBB), noe som betyr at det er gjengs i bransjen både for kjøpesenter og næringseiendom å ha en høy egenkapitalandel.

I henhold til Standard & Poors ratingstabell klassifiseres da OLT som «Speculative & junk», mens bransjegjennomsnittet for både kjøpesenter og næringseiendom er høyere og kommer ut med «Investment grade» klassifisering (høyere rating, lavere konkursrisiko). OLT har dog den høyeste ratingen innenfor sin kategori og ligger kun rett under bransjen når det kommer til kredittscore. Den vanligste karakteren er BBB. OLT har derfor en liten strategisk ulempe sammenlignet med bransjegjennomsnittet (Knivsflå, u.å., fm3, s. 11).

6.2 Analyse av lønnsomhet

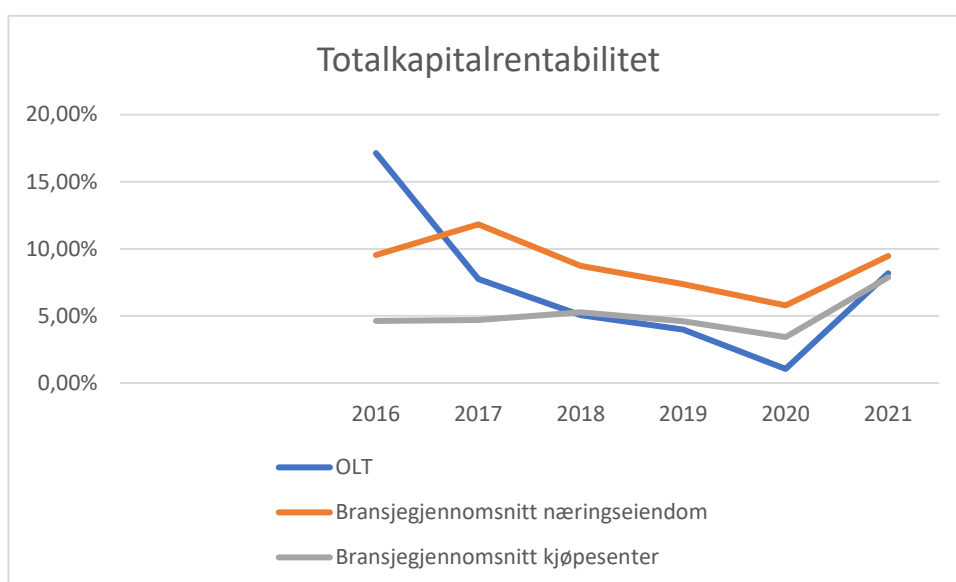
Lønnsomheten til en virksomhet er viktig for investorene fordi det sier noe om hvorvidt virksomheten skaper verdier for eierne. For å måle selskapets lønnsomhet relativt til bransjegjennomsnittet har jeg valgt å fokusere på egenkapitalrentabiliteten og totalkapitalrentabilitet.

6.2.1 Totalkapitalrentabilitet

$$\text{totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{gjennomsnittlig total kapital}}$$

Formel 6-4 Totalkapitalrentabilitet

Totalrentabilitet er et relevant nøkkeltall for å måle lønnsomhet ved at den måler virksomhetens avkastning på gjennomsnittlig total kapital. En tommelfingerregel er at avkastningen bør være minst lånerenten og helst høyere.



Figur 6-4 Totalkapitalrentabilitet

Figuren viser at OLT har lavere total kapitalrentabilitet enn bransjegjennomsnittet for både næringseiendom i alle år med unntak av 2016 og således en strategisk ulempe. Når det gjelder kjøpesenterbransjen ligger OLT over gjennomsnittet for bransjen i 2016, 2017, under i 2018, 2019 og 2020 og marginalt over i 2021 (8,18% for OLT mot bransjegjennomsnitt på 7,88%). Figuren viser at for kjøpesentervirksomheten ligger de omtrent på nivå med bransjen, mens for næringseiendom ligger de lavere. Selskapet hadde videre en total kapitalrentabilitet på 7,88% i 2021, sammenlignet med gjennomsnittlig lånerentesats på 3,16% i samme periode og at OLT i vesentlig grad

holder følge med bransjegjennomsnittet for selskapets største virksomhet, kjøpesenter så må total kapitalrentabiliteten sies å være god.

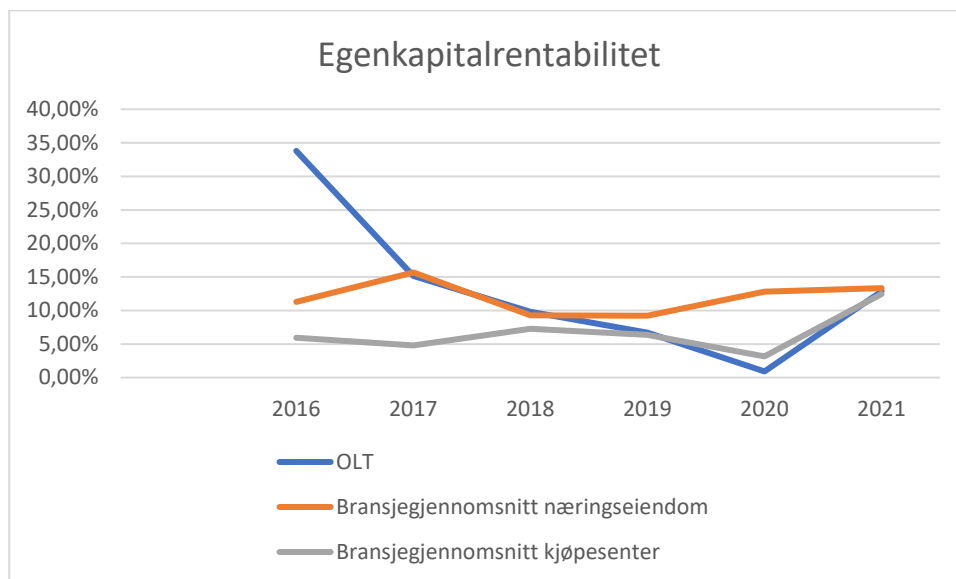
6.2.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er et relevant nøkkeltall for å måle eiernes avkastning på investert kapital. Høy rentabilitet tilsier at virksomheten er lønnsom.

Egenkapitalrentabiliteten bør være høyere enn hva en investor kunne oppnådd ved en alternativ investering med samme risiko, en tommelfingerregel er at avkastningen bør være høyere enn total kapitalrentabiliteten.

$$\text{egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{ordinært resultat}}{\text{gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Formel 6-5 Egenkapitalrentabilitet



Figur 6-5 Egenkapitalrentabilitet

Figuren viser at selskapet kommer fra en ekstremt god egenkapitalrentabilitet i 2016 og fallende frem til 2020. Egenkapitalrentabiliteten ligger høyere enn total kapitalrentabiliteten alle år, med unntak av Covid-19 året 2020. Figuren viser også

at OLT for de fleste perioder ligger over ligger over bransjegjennomsnittet for kjøpesenter, med unntak av 2019 og 2020. I 2021 lå de omtrent på bransjesnittet, 12,85% for OLT mot 12,46% for bransjen. Når det gjelder næringseiendom ligger OLT stort sett under fra 2017.

7 Fremtidsregnskap

I dette kapitlet utarbeides prognoser for fremtidsregnskapet basert på den innsikten om selskap og bransje som er opparbeidet i den strategiske analysen i kapittel 5, regnskapsanalysen i kapittel 6 og nøkkeltallsanalysen i kapittel 7.

Jeg har lagt til grunn en eksplisitt prognoseperiode på 5 år, dette fordi det er vanskelig å predikere fremtidsregnskapet for en lengre periode enn dette og mye benyttet i praksis. 5 år er videre den maksimalt tillatte prognoseperioden i regnskapsstandardene (NRS (F) Nedskrivning av anleggsmidler pkt. 5.3.2 og IAS 36.33b ved nedskrivningstesting av regnskapsposter i regnskapet. Prognoseperioden på 5 år estimeres i detalj, i delkapittel 7.1-7.5 forklarer jeg hvilke forutsetninger som er lagt til grunn og hvordan prognosen er beregnet.

Prognosene er utarbeidet etter en kombinasjon av «naive modeller» og en «top-down-modell» på et overordnet nivå. Naive modeller tar utgangspunkt i at historiske regnskapstall også er representative for hvilket nivå fremtidsregnskapet vil ligge på, jeg har også sett på utvalgte nøkkeltall/vekstrater. For et eiendomsselskap med faste leieinntekter og stor grad av faste kostnader anses dette som et godt utgangspunkt for å estimere hvordan fremtidsregnskapet vil bli, forventet kontanteffekt av kjente fremtidige hendelser er hensyntatt. Videre er det beregnet prognoser på fremtidige investeringer og endring i arbeidskapital. Valg av prognosemodell er primært tatt på bakgrunn av at det er vanskelig for en ekstern verdsetter uten tilgang til innsideinformasjon å kunne gjennomføre en mer detaljert «bottom-up-modell».

7.1 Driftsinntekter

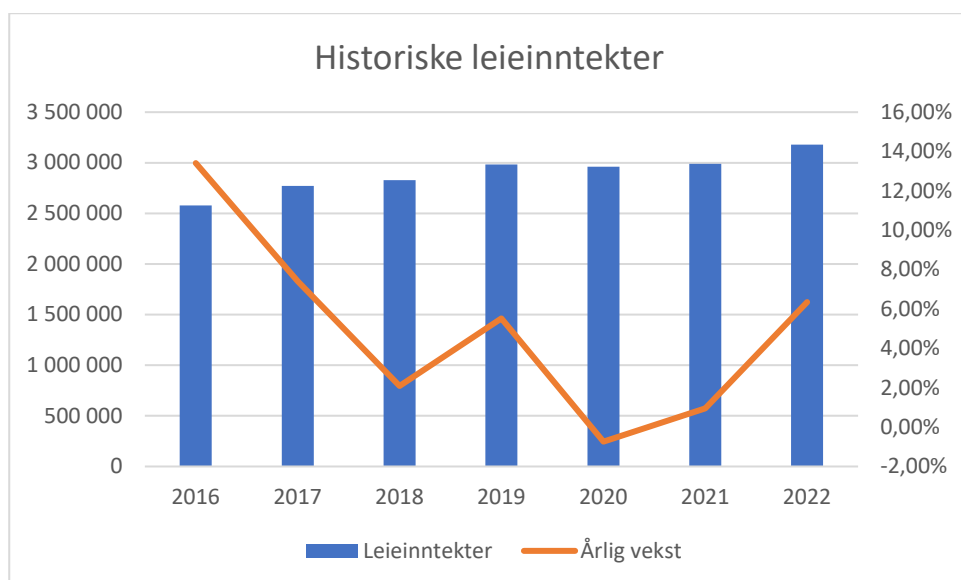
7.1.1 Leieinntekter

Historisk oppnådd leienivå og årlig vekst i leieinntektene er et godt utgangspunkt for å predikere fremtidige leieinntekter. Leieinntektene til OLT består i all hovedsak av faste kontraktsfestede leieinntekter fra butikker, kontorlokaler og utleieboliger, somoftest inngås avtalene over en mellomlang til lang periode (gjennomsnittlig gjenværende leieperiode var 5,5 år ved utgangen av 2021 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022,

Årsrapporten 2021, note 29) med klausul om årlig indeksregulering ihht. endring i KPI. Faste avtaler bidrar til større grad av forutsigbarhet under leieperioden, årlig indeksregulering inflasjonssikrer inntektene. Dog. under forutsetning at leietakerne ikke går konkurs, misligholder avtalen eller at ledigheten øker som følge av at utgåtte leieavtaler ikke blir fornyet. Gjennomgang av kvartalsrapportene for 2022 viser en ledighet på 3,3% pr. andre kvartal 2022 mot en ledighet på 3,7% ved utgangen av 2021, det vurderes derfor ikke nødvendig i skrivende stund å justere for økt ledighet i neste år leieinntekter.

Dette gjør at man i all vesentlighet kan forvente at neste års leieinntekter, blir som forgående år – justert for årlig inflasjon og eventuelle ekstraordinære forhold som tilsier økte eller reduserte leieinntekter.

Ved å betrakte figuren nedenfor ser vi at leieinntekter ligger på et relativt stabilt nivå, den prosentvise årlige veksten er noe mer volatil som følge av urolighetene i økonomien som konsekvens av Covid-19 pandemien og Ukraina-krigen. Under Covid-19 pandemien måtte flere av selskapets leietakere få redusert leie som følge av pålagt nedstengning fra myndighetene, videre har summen av både Covid-19 og Ukrainakrigen medført at inflasjonen har skutt i været i 2022. Gjennomsnittlig årlig vekst er beregnet til 5,95%, siden 2020 var et ekstraordinær år som ikke er representativt for fremtiden har jeg valgt å se bortifra 2020 i gjennomsnittsberegningen.



Figur 7-1 Historiske leieinntekter

Ved å betrakte tabellen nedenfor ser vi at realveksten er lav i enkelte perioder og til og med negativ i 2020, 2021 og 2022. De tre siste årene inneholder alle ekstraordinære hendelser som er årsak til dette (ref. forrige avsnitt), trendanalysen viser at selskapet er i en relativt «steady state» fase, dvs. at leieinntektene ligger på et normalisert nivå uten nødvendigvis å generere «superprofitt». Min oppfatning er at selskapets kilde til høyere inntekter i perioder blir gjennom utviklingsprosjekter og eventuell avhendelse av eiendom.

Historiske leieinntekter	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average *)
Leieinntekter	2 579 000	2 770 000	2 828 000	2 984 000	2 962 000	2 990 000	3 180 000	
Årlig vekst	13,41 %	7,41 %	2,09 %	5,52 %	-0,74 %	0,95 %	6,35 %	5,95 %
Inflasjon	3,50 %	1,80 %	2,70 %	2,20 %	1,30 %	3,50 %	7,00 %	
Realvekst	9,91 %	5,61 %	-0,61 %	3,32 %	-2,04 %	-2,55 %	-0,65 %	2,50 %

Tabell 7-1 Historiske leieinntekter

Selskapet har primært to ulike typer leieinntekter, fra kjøpesentervirksomheten og næringseiendom. Siden utsiktene er litt ulike for de ulike type bransjene vil jeg lage separate prognoser for disse to virksomheten.

På kort sikt som følge av lavere kjøpekraft blant forbrukerne grunnet økt styringsrente og høy inflasjon (særlig økte energikostnader og matvarepriser). Og på mellomlang sikt trussel fra substitutter som netthandel og endret handlemønster, samt at Norge har en høy kjøpesentertetthet – noe som på sikt kan medføre at antall kjøpesentre vil bli

reduisert. Forholdene over gjør at jeg legger meg på et noe mindre optimistisk nivå når det gjelder kjøpesenter enn næringseiendom.

Forutsetninger i prognose for fremtidige leieinntekter:

Inflasjon:

I 2023, 2024 og 2025 legger jeg til grunn inflasjonsmålene til SSB på hhv. 7%, 3,5%, 1% og 2% fra og med 2025 (justering i leieavtalene skjer ett år etter) (Statistisk Sentralbyrå, 2022). I 2023 gjør jeg et fratrekk på 2% fordi alle leietakerne trolig ikke tåler justering av leiebeløpene ihht. inflasjonen, 5% synes derfor mer realistisk.

Realvekst:

Selskapet har hatt en gjennomsnittlig realvekst i perioden 2016-2022 (eks. 2020) på 2,5%, jeg legger derfor dette til grunn i den eksplisitte perioden. Jeg tror derimot ikke at selskapet klarer å oppnå en realvekst i 2023, dette basert på historisk negativ realvekst i vanskelig år (både 2020, 2021 og 2022).

Ekstraordinære forhold:

Selskapet har minimumsleie + omsetningsbasert leie fra mange av leietakerne, i 2021 utgjorde denne omtrent 4% av totale leieinntekter (127mnok/2990mnok) (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022, årsrapport 2021, note 29). Redusert kjøpekraft blant forbrukerne gjør at jeg forventer at den omsetningsbaserte leien vil reduseres med 2% i 2023, før den er tilbake på 4% i 2024.

Jeg har ikke identifisert andre ekstraordinære forhold som tilsier vesentlige økte leieinntekter for kjøpesentervirksomheten. Selskapet har pusset opp og gjort en mindre utbygging av AMFI Vågen, dette vurderes ikke å øke inntektene vesentlig og betraktes mer som en nødvendighet for å videreføre allerede etablerte inntekter.

Dette gir følgende vekstrater for prognoseperioden for leieinntekter fra

kjøpesentervirksomheten:

Beregning forventet vekstrate		2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
+	Inflasjon	7,00 %	3,50 %	1,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
+	Realvekst	0,00 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	0,00 %
+/-	Skjønnsmessige justeringer	-5,00 %	2,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
=	Vekstrate	2,00 %	8,00 %	3,50 %	4,50 %	4,50 %	2,00 %

Tabell 7-2 Beregning forventet vekstrate - Kjøpesentervirksomheten

Dette gjør meg i stand til å beregne følgende prognoser for leieinntektene for kjøpesentervirksomheten. Selskapet opplyser i årsrapporten for 2021 at 77% av leieinntekter kommer fra kjøpesentervirksomheten, leieinntekter er derfor estimert med basis av 77% av totale leieinntekter for 2022 til 2497MNOK (3 180 MNOK x 0,77X1,02).

Prognose leieinntekter kjøpesenter	2022-12 (T)	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
Leieinntekt	3 180 000	2 497 572	2 697 378	2 791 786	2 917 416	3 048 700	3 109 674
Vekstrate		2 %	8 %	4 %	5 %	5 %	2 %

Tabell 7-3 Vekstrater leieinntekter kjøpesentervirksomheten

7.1.1.1 Leieinntekter fra næringseiendom

Inflasjon:

Tilsvarende forutsetninger er lagt til grunn som for kjøpesentervirksomheten.

Realvekst:

For 2023 forventes det ingen realvekst, fra 2024 til 2027 har jeg derimot lagt inn en forventning om en realvekst lik gjennomsnittlig historisk realvekst. Fra terminalåret har jeg lagt inn en realvekst på 1% fordi jeg mener det er utviklingsprosjekter typisk innen næringseiendomssegmentet (for eksempel logistikk og bolig) samt leieinntekter fra sentrale eiendommer i Oslo-området vil ha en sterkere profitt enn kjøpesentervirksomheten basert på kunnskaper og innsikt tilegnet gjennom den strategiske analysen.

Ekstraordinære forhold:

Selskapet har ferdigstilt et utviklingsprosjekt med 46 stk utleieboliger pr. andre kvartal 2022, disse har en utleieverdi på mellom 12 500 – 25 000 pr mnd (Thon Eiendom, u.å),

noe som gir en gjennomsnittspris på 10,35 MNOK pr år $((12\ 500 + 25\ 000)/2)*12\text{mnd}*46\ \text{stk}$

Videre har de ferdigstilt et logistikkbygg på Gardermoen på 22 000 kvm, på hjemmesidene til OLT finner jeg at gjennomsnittspris for utleie av lager på Gardermoen ligger på 1 103,5 pr kvm i året, dvs 24,2 MNOK.

I 2023 forventes det ferdigstilt et utviklingsprosjekt med 22 stk utleieboliger på Oslo øst, legger til grunn samme pris som for, dersom en legger til grunn samme snittpris som over utgjør dette en årlig utleieverdi på 4,95 MNOK (22 leiligheterx225 000) (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022, kvartalsrapport Q2).

Ingen av disse leieinntektene er innregnet i trailingregnskapet for 2022 som prognosene beregnes på basis av.

Dette gir følgende vekstrater for prognoseperioden for leieinntekter fra næringseiendom:

Beregning forventet vekstrate	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
+ Inflasjon	7,00 %	3,50 %	1,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
+ Realvekst	0,00 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	1,00 %
+/- Skjønsmessige justeringer	-2,00 %	2,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= Vekstrate	5,00 %	8,00 %	3,50 %	4,50 %	4,50 %	3,00 %

Tabell 7-4 Vekstrater næringseiendom

Dette gjør meg i stand til å beregne følgende prognoser for leieinntektene for kjøpesentervirkosomheten.

Prognose leieinntekter næringseiendom	2022-12 (T)	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
Leieinntekt	3 180 000	807 547	872 151	902 676	943 296	985 745	1 015 317
Vekstrate		5 %	8 %	4 %	5 %	5 %	3 %
Justering av 2023:							
46 nye utleieboliger ferdigstilt q2 2022 x 225 000 =		10 350					
Nytt lagerbygg på Gardermoen 22 000 kvm * 1 103,5		24 277					
22 ny utleieboliger ferdigstilles i 2023 (225 000)		4 950					
Oppjustering i 2023		39 577					

Tabell 7-5 Prognose leieinntekter kjøpesentervirksomheten

23% av leieinntektene på 3 180 MNOK tilhørte næringseiendomsvirksomheten for årsrapporten i 2021, har lagt til grunn tilsvarende fordeling i 2023.

Oppsummert gir dette følgende prognose på leieinntekter:

Prognose leieinntekter	2021-12(A)	2022-12 (T)	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
Leieinntekter kjøpesentervirksomhet	2 188 000	2 448 600	2 497 572	2 697 378	2 791 786	2 917 416	3 048 700	3 109 674
+ Leieinntekter næringseiendomsvirksomhet	801 000	731 400	807 547	872 151	902 676	943 296	985 745	1 015 317
= Sum leieinntekt	2 990 000	3 180 000	3 305 119	3 569 529	3 694 462	3 860 713	4 034 445	4 124 991
Vekstrate		6 %	4 %	8 %	3 %	5 %	4 %	2 %

Tabell 7-6 Prognose leieinntekter

7.1.2 Andre driftsinntekter

Når det gjelder andre driftsinntekter består dette i vesentlig grad av viderefakturering av felleskostnader, samt forvaltningshonorarer ifbm. forvaltning av kjøpesentre drevet for eksterne eiere.

Av tabellen nedenfor ser vi at gjennomsnittlig har veksten ligget på 5,24% i årene 2017-2019, samt 2021-2022. Gjennomsnittlig realvekst har ligget på 1,80%. Jeg legger til grunn inflasjon basert på målene fra SSB (ref. avsnittene over), med påslag for gjennomsnittlig realvekst på 1,8%. Jeg har ikke lagt på realvekst i inngangen til terminalåret.

Historisk utvikling andre driftsinntekter:

Historiske andre driftsinntekter	2016-12A	2017-12A	2018-12A	2019-12A	2020-12A	2021-12A	2022-12 (T)	Average *)
Andre driftsinntekter	999 000	1 015 000	1 053 000	1 067 000	1 028 000	1 104 000	1 238 000	
Årlig vekst		1,60 %	3,74 %	1,33 %	-3,66 %	7,39 %	12,14 %	5,24 %
Inflasjon		1,80 %	2,70 %	2,20 %	1,30 %	3,50 %	7,00 %	
Realvekst		-0,20 %	1,04 %	-0,87 %	-4,96 %	3,89 %	5,14 %	1,80 %

Tabell 7-7 Historisk utvikling andre driftsinntekter

Prognoser for andre driftsinntekter:

Andre driftsinntekter	2021-12(A)	2022-12 (T)	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
Andre driftsinntekter	1 104 000	1 238 000	1 346 944	1 418 332	1 458 045	1 513 451	1 570 962	1 602 381
+ Årlig vekst		12 %	9 %	5 %	3 %	4 %	4 %	2 %
+ Inflasjon		7,00 %	7,00 %	3,50 %	1,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
+ Realvekst		1,80 %	1,80 %	1,80 %	1,80 %	1,80 %	1,80 %	0 %

Driftsinntekter	2021-12(A)	2022-12 (T)	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
Sum driftsinntekter	4 094 000	4 418 000	4 652 063	4 987 861	5 152 507	5 374 164	5 605 407	5 727 373
Vekstrate		8 %	5 %	7 %	3 %	4 %	4 %	2 %

Tabell 7-8 Prognose andre driftsinntekter

7.1.3 Resultat fra tilknyttet virksomhet

Resultat fra tilknyttet virksomhet er noe volatil, jeg har derfor lagt til grunn gjennomsnittet for årene 2016-2022 i 2023 og kun inflasjonsjustert veksten for etterfølgende perioder.

Historisk utvikling resultat fra tilknyttet virksomhet:

Resultat fra tilknyttet virksomhet (i TNOK)	2016-12A	2017-12A	2018-12A	2019-12A	2020-12A	2021-12A	2022-12 (T)	Average *)
Resultat fra tilknyttet virksomhet	315 000	199 000	96 000	213 000	-22 000	283 000	350 000	204 857
Årlig vekst		-36,83 %	-51,76 %	121,88 %	-110,33 %	-1386,36 %	23,67 %	-239,95 %
Inflasjon		1,80 %	2,70 %	2,20 %	1,30 %	3,50 %	7,00 %	
Realvekst		-38,63 %	-54,46 %	119,68 %	-111,63 %	-1389,86 %	16,67 %	-243,04 %

Tabell 7-9 Historisk utvikling resultat fra tilknyttet virksomhet

Prognoser på resultat fra tilknyttet virksomhet:

Resultat fra tilknyttet virksomhet	2021-12(A)	2022-12 (T)	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
Andre driftsinntekter	283 000	350 000	204 857	212 027	214 147	218 430	222 799	227 255
+ Årlig vekst			7 %	4 %	1 %	2 %	2 %	2 %
+ Inflasjon			7,00 %	3,50 %	1,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
+ Realvekst			0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0 %

Tabell 7-10 Prognose resultat fra tilknyttet virksomhet

7.2 Driftskostnader

7.2.1 Avskrivninger

Selskapets driftsmidler er i all hovedsak investeringseiendommer målt til virkelig verdi med verdijustering over resultatet i samsvar med IAS 40 Investeringseiendommer.

Dette betyr at disse ikke avskrives i resultatregnskapet. Avskrivninger relaterer seg til andre driftsmidler som ikke er klassifisert som investeringseiendom, eksempelvis egenbenyttede eiendommer. Avskrivninger fastsettes derfor som basert på gjennomsnittlig vekst de siste 6 år og vurderes ikke ha noen direkte sammenheng med utvikling i topplinjen.

Historisk utvikling avskrivninger:

Avskrivninger	2021-12(A)	2022-12 (T)	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
Avskrivninger	31 000	32 000	33 500,44	35 071,23	36 715,67	38 437,22	40 239,49	42 251,47
Årlig vekst	-11 %	3 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %

Tabell 7-11 Historisk utvikling avskrivninger

Prognoser på fremtidige avskrivninger:

Driftskostnader	2021-12(A)	2022-12 (T)	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
Avskrivninger	31 000	32 000	33 500,44	35 071,23	36 715,67	38 437,22	40 239,49	41 044,28
Årlig vekst	-11 %	3 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	2 %

Tabell 7-12 Prognose fremtidige avskrivninger

7.2.2 Driftskostnader

Driftskostnader består av eiendomsrelaterte kostnader, som i vesentlig grad viderefaktureres som felleskostnader samt administrasjonskostnader inkl. lønnskostnader og andre driftskostnader (inkl. eierkostnader som eks. eiendomsskatt).

Andre driftskostnader i prosent av omsetning anses som er hensiktsmessig metode for prediksjon av driftskostnadene. Fordi nivået på disse kostnadene har en direkte sammenheng med nivå på driftsinntektene.

Historisk utvikling driftskostnader:

Annen driftskostnad	2016-12A	2017-12A	2018-12A	2019-12A	2020-12A	2021-12A	2022-12 (T)	Average *)
Annen driftskostnad	1 455 000	1 456 000	1 565 000	1 546 000	1 474 000	1 505 000	1 600 000	
Årlig endring		0,07 %	7,49 %	-1,21 %	-4,66 %	2,10 %	6,31 %	1,68 %
!% av omsetning	-41 %	-38 %	-40 %	-38 %	-37 %	-37 %	-36 %	-37,81 %

Tabell 7-13 Historisk utvikling driftskostnader

Prognoser på fremtidige driftskostnader:

Driftskostnader	2021-12(A)	2022-12 (T)	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
Driftskostnader	1 505 000	1 600 000	1 758 945,02	1 885 910,07	1 948 163,03	2 031 971,36	2 119 404,42	2 165 519,61
Årlig vekst	2 %	6 %	10 %	7 %	3 %	4 %	4 %	2 %
!% av omsetning			37,81 %	37,81 %	37,81 %	37,81 %	37,81 %	37,81 %

Tabell 7-14 Prognose fremtidige driftskostnader

7.3 Investeringer

Historiske vedlikeholdskostnader (i TNOK)	2016-12A	2017-12A	2018-12A	2019-12A	2020-12A	2021-12A	2022-12 (T)	Average *)
Historiske vedlikeholdskostnader	77 000	121 000	87 000	96 000	132 000	111 000	60000	97 714

Tabell 7-15 Historiske vedlikeholdskostnader

Vedlikeholdskostnader er inkludert i regnskapslinjen andre driftskostnader, dette følger av prinsippnoten i årsregnskapet til OLT for 2021 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022, årsrapport 2021, s. 29). Disse kostnadene er derfor hensyntatt i prognosen for driftskostnader i avsnitt 7.2.1 der andre driftskostnader er estimert i % av omsetning. Jeg har sett på gjennomsnittlige historiske vedlikeholdskostnader for å se på hva som er normalisert nivå. Som viser av tabellen over ligger nivået på vedlikeholdskostnader relativt jevnt med et gj. snitt på 97,7 MNOK. Det antas derfor ikke nødvendig å justere ytterligere for dette.

Historiske investeringer	2016-12A	2017-12A	2018-12A	2019-12A	2020-12A	2021-12A	2022-12 (T)	Average *)
Nettoinvestering	4 259 000	1 734 000	1 304 000	548 000	914 000	559 000	650 000	951 500

*) 2017 - 2022 er med i gjennomsnittsberegningen. I 2016 var investeringsnivået uforholdsmessig høyt, vi er ute etter normalisert inntjening.

Tabell 7-16 Historiske nettoinvesteringer

Tabellen over viser årlig historisk nivå på nettoinvesteringer, noe som inkluderer påkostninger/kjøp av investeringseiendommene og utviklingseiendommer, med fratrukk for salg. Gjennomgang av kvartalsrapporter viser også at selskapet har hatt investeringer de siste årene på ca 1 mrd i året (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022, s. 28). Det fremkommer av prinsippnoten i årsrapporten at utgifter i forbindelse med videreutvikling av eksisterende investeringseiendommer aktiveres hvis påkostningen tilfredsstiller krav for balanseføring, mens løpende vedlikehold/reparasjoner kostnadsføres.

Selskapets strategi er «erhverve, utvikle og eie», det ligger i strategien at selskapets forretningsmodell ikke er å selge eiendommer, men primært å besitte disse. Dette kommer også til syne i nivået på nettoinvesteringer.

Historiske nettoinvesteringer	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
Nettoinvesteringer	951 500	984 803	994 651	1 014 544	1 034 834	1 055 531
Årlig endring	46,38 %	3,50 %	1,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %

Tabell 7-17 Prognose nettoinvesteringer

Prognose for fremtidig investeringer er estimert på bakgrunn av gjennomsnittlig årlig investeringsnivå i perioden 2017-2022 med vekst ihht. årlig inflasjon. Jeg er forutsetter at selskapet på sikt er avhengig av å gjøre investeringer hvert år, som følge av leietakertilpasninger, ombygginger/påkostninger, forbedringer/fornyelse av bygningsmassene.

Min forutsetning er derfor at selskapet må ha investeringer på rundt 1 mrd nok i året for å kunne opprettholde leienivået også fremover. Investeringsnivå fra 2023 er justert ihht. forventet fremtidig inflasjon.

7.4 Arbeidskapital

Den driftsrelatert arbeidskapitalen ble beregnet i forbindelse med omgruppering av balansen i kapittel 5.3.2. Arbeidskapital vil følge utvikling på driftsinntektene, økt inntekt gir økt arbeidskapital (og motsatt). Fremtidig arbeidskapital beregnes derfor basert på gjennomsnittlig nivå på arbeidskapital i forhold til driftsinntektene.

Historisk utvikling arbeidskapital	2016-12A	2017-12A	2018-12A	2019-12A	2020-12A	2021-12A	2022-12 (T)	Average
Driftsrelatert arbeidskapital	-1 873 000	-1 445 000	-762 000	-2 147 000	-1 024 000	-1 006 000	-445 000	-1 243 143
Driftsinntekter	3 578 000	3 785 000	3 881 000	4 051 000	3 990 000	4 094 000	4 418 000	0
Arbeidskapital i % av driftsinntekter	-52 %	-38 %	-20 %	-53 %	-26 %	-25 %	-10 %	-32 %

Tabell 7-18 Historisk utvikling arbeidskapital

Prognose arbeidskapital	2021-12A	2022-12 (T)	2023-12 (E)	2024-12 (E)	2025-12 (E)	2026-12 (E)	2027-12 (E)	Terminal
Driftsrelatert netto arbeidskapital	-1 006 000	-445 000	-1 485 119	-1 592 319	-1 644 881	-1 715 642	-1 789 464	-1 828 400
Driftsinntekter	4 094 000	4 418 000	4 652 063	4 987 861	5 152 507	5 374 164	5 605 407	5 727 373
Arbeidskapital i % av driftsinntekter	-25 %	-10 %	-32 %	-32 %	-32 %	-32 %	-32 %	-32 %

Tabell 7-19 Prognose arbeidskapital

7.5 Skatt

I kapittel 5.3.1 har vi beregnet historisk normalisert driftsskattesats for perioden 2016-2022 til et gjennomsnitt på 19,7%, jeg avrunder denne til 20% og velger derfor denne som en sjablonmessig skatt som trekkes fra regnskapsmessig resultat. Årsaken til lavere effektiv skattesats enn selskapsskattesatsen på 22% skyldes forskjellen mellom regnskapsmessige og skattemessige avskrivninger. De fleste eiendommene til OLT er klassifisert som investeringseiendommer som er innregnet til virkelig verdi med verdiendringer til virkelig verdi (enten nedskrivning eller oppskrivning) over resultat. Disse eiendommene blir ikke regnskapsmessig avskrevet, selskapet får derimot fradrag for skattemessige avskrivninger på basis av skattemessig verdier på eiendommene. Dette medfører at skattefradraget er høyere i skatteregnskapet enn i finansregnskapet.

7.6 Fremtidsregnskap

Oppsummert fremkommer prognosene for fremtidsregnskapet til Olav Thon

Eiendomsselskap ASA i tabellen nedenfor.

Fri kontantstrøm(FCF)	2021A	2022T	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
+ Driftsinntekter	4 094 000	4 418 000	4 652 063	4 987 861	5 152 507	5 374 164	5 605 407	5 727 373
- Driftskostnader	-1 505 000	-1 600 000	-1 758 945	-1 885 910	-1 948 163	-2 031 971	-2 119 404	-2 165 520
- Avskrivninger	-31 000	-32 000	-33 500	-35 071	-36 716	-38 437	-40 239	-42 251
+ Resultat tilknyttede selskaper (u/ skatt)	283 000	350 000	204 857	212 027	214 147	218 430	222 799	227 255
= EBIT	2 841 000	3 136 000	3 064 475	3 278 906	3 381 776	3 522 186	3 668 562	3 746 857
- Skatt	-486 020,00	-529 340,00	-571 923,51	-613 375,85	-633 525,73	-660 751,06	-689 152,63	-703 920,32
= NOPLAT	2 354 980	2 606 660	2 492 551	2 665 531	2 748 250	2 861 435	2 979 410	3 042 936
+ Avskrivninger	31 000	32 000	33 500	35 071	36 716	38 437	40 239	42 251
- Investeringer	-559 000	-650 000	-951 500	-984 803	-994 651	-1 014 544	-1 034 834	-1 055 531
+/- Endring arbeidskapital	18 000	561 000	-1 040 119	-107 200	-52 562	-70 761	-73 822	-38 936
= Fri kontantstrøm (FCF)	1 844 980	2 549 660	534 432	1 608 600	1 737 754	1 814 567	1 910 993	1 990 720

Tabell 7-20 Fremtidsregnskapet

8 Avkastningskrav

En investor vil kreve en avkastning på den kapitalen som er skutt inn i en virksomhet, dette skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko forbundet med investeringen. Utgangspunktet for beregning av et avkastningskrav er at en investor vil foretrekke det plasseringsalternativet som gir den høyeste forventede avkastningen med samme risiko. Avkastningskravet skal derfor representere hva en investor kunne tjent på en alternativ investering med tilsvarende risiko (Schjølberg, 2022, f2, s. 4-6) og (Kaldestad & Møller, 2016, s. 8).

Avkastningskravet kan beregnes til hhv. egenkapitalen og til totalkapitalen, avhengig av hvilken verdsettelsesmodell som benyttes. Verdsettelsesmodellen jeg benytter («fri kontantstrøm til enterprise value») beregner selskapsverdien basert på fri kontantstrøm til totalkapitalen, det må derfor benyttes et avkastningskrav til totalkapitalen. Derneft må netto rentebærende gjeld trekkes fra selskapsverdien for å komme frem til egenkapitalverdi (som vi er ute etter), eventuelle ikke-operative eiendeler må også justeres for. Fri kontantstrøm til totalkapitalen benyttes til å betjene alle de ulike finansieringskildene (avkastning til både kreditorer og aksjonærer) – det er derfor benyttes også et avkastningskrav til totalkapitalen.

Weighted Average Cost of Capital («WACC») er det mest benyttede avkastningskravet til totalkapitalen og tar hensyn til hvordan virksomheten er finansiert og de ulike risikoer forbundet med de ulike finansieringskildene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152-153).

8.1 Egenkapitalkostnad (R^e)

Det finnes flere modeller for å beregne egenkapitalkostnaden, kapitalverdimodellen (CAPM) er den mest brukte. Egenkapitalkostnaden bygges opp med utgangspunkt at investering i en aksje har en generell markedsrisiko og en selskapsspesifikk risiko. Markedsrisikoen hensyntar risikoer som påvirker alle selskaper som eksempelvis konjunkturutvikling, renter, arbeidsledighet og inflasjon. Den bedriftsspesifikke risikoen hensyntar selskapsspesifikke risikoer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 153-154).

Egenkapitalkostnaden kan estimeres med følgende formel (etter CAPM):

$$R^e = R^f + \beta (R^m - R^f)$$

Formel 8-1 Egenkapitalkostnad

R^f = risikofri rente

R^m = avkastning på en markedsportefølje eller indeks

$R^m - R^f$ = forventet meravkastning ved å investere på børsen; markedets risikopremie

β = selskapets egenkapitalbeta; et mål på hvordan selskapet blir påvirket av generell markedsrisiko

8.1.1 Risikofri rente (R^f)

Egenkapitalkostnaden beregnes med utgangspunkt i den risikofri rente før det gjøres påslag for risiko. Dette fordi den risikofrie renten representerer den avkastningen en investor vil få dersom kapitalen plasseres i en risikofri plassering, dvs. uten misligholds eller konkursrisiko. Rente på 10-årig statsobligasjon er den mest brukte risikofrie renten (PWC, 2021 s. 5). Pr. utgangen av oktober 2022 utgjorde rentenivået på 10-årig statsobligasjon (NGB 05/2032) **3,5%**, jeg benytter derfor dette videre i beregningen.

8.1.2 Beta (β)

Beta er et måletall som viser hvor eksponert aksjen for er for svingninger i aksjemarkedet. Gjennomsnittlig beta over tid er 1, det vil si at aksjen svinger i takt med endringer i aksjemarkedet. En beta på 1 betyr at dersom Oslo børs hovedindeks stiger med 1% stiger også aksjen med 1% (og motsatt), betaer ligger som oftest i intervallet 0,5-1,25. Eiendomsaksjer er som oftest mindre eksponert for endringer i aksjemarkedet grunnet at endringer i aksjemarkedet ikke direkte påvirker inntjeningen på aksjen i form da inngående kontantstrømmer fra leieinntekter er kontraktfestet og forutsetter som før, uavhengig av aksjemarkedet (se også avsnitt 2.2.2), disse har derfor ofte en lavere beta enn selskaper i andre bransjer.

Beta kan estimeres ved å observere sammenlignbare selskaper og gjennomføre regresjonsanalyser for å beregne kovarians og varians. Ferdigberegnete bransjebeta og

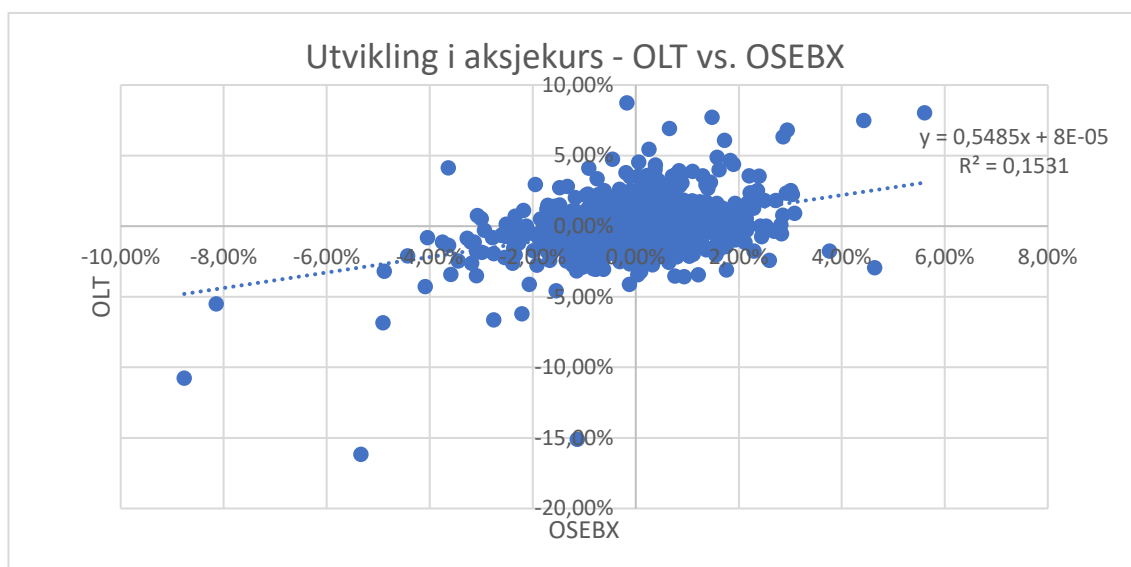
beta for børsnoterte selskaper er tilgjengelige hos diverse tilbydere på nett.

Jeg har gjennomført en regresjonsanalyse av endringer i aksjekursen til OLT over tid relativt til endringer i aksjemarkedet (Oslo børs hovedindeks), nedenfor ser vi hvordan utviklingen i aksjekursen til OLT korrelerer med utvikling i Oslo børs hovedindeks.

$$\text{Egenkapitalbeta } \beta^e = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Formel 8-2 Egenkapitalbeta

Nedenfor ser vi hvordan utvikling i aksjekursen til OLT korrelerer med utvikling i Oslo Børs hovedindeks.



Figur 8-1 Utvikling i aksjekurs – OLT vs. OSEBX

Basert på daglige observasjoner i perioden august 2018 til oktober 2022 har jeg beregnet en kovariansen på 8E-05 og varians på 0,0802, dette gjør at jeg kan beregne egenkapitalbetaen til **0,55** etter følgende formel.

$$\text{Egenkapitalbeta } \beta^e = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Formel 8-3 Egenkapitalbeta

Svakheter i denne metoden er at analyseperioden er begrenset som følge av begrensninger på tilgjengelig data for historiske aksjekurser for OLT og hovedindeksen OSBEBX. Videre er det en svakhet ved å benytte OSEBX som referanseindeks fordi Oslo Børs er skjevt vektet med oljerelatert industri. Dette gjør at utvikling i oljeprisen, og særlig utviklingen i aksjekursen til Equinor ASA påvirker hovedindeksen betydelig noe som medfører «skurr» i beregnet Beta. Jeg har derfor gjort en såkalt «Bloomberg-justering» av Betaen etter følgende formel som har til hensikt å korrigere Betaen mot markedet.

$$\text{Justert } \beta = (2/3 * \beta_{\text{estimert}}) + (1/3 * 1)$$

Formel 8-4 Justert beta

Dette gir et justert beta på 0,70. Justert beta er å trekke betaen mot 1 etter formelen over med den antagelse at forskjellene i avkastningskravet mellom selskaper med hhv. høy og lav beta er lavere enn hva som gjenspeiles i egenkapitalkostnaden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 164).

Videre har jeg sammenlignet estimert beta for OLT med bransjebeta på 0,86 estimert av (Damodaran, 2022) og 3 års beta på 0,66 hentet fra (Infront Analytics, u.å.). Dette gir en gjennomsnittlig beta på **0,70** $(0,55+0,86+0,66)/3$ som er den samme som beregnet justert beta over, jeg benytter derfor denne videre i beregning av avkastningskravet.

8.1.3 Markedets risikopremie ($R^m - R^f$)

Markedets risikopremie utgjør den meravkastningen investorene forventer av sine investeringer utover den risikofrie renten. Risikopremien kan estimeres på flere måter:

- Analysere historisk avkastning på aksjer i forhold til utvikling i risikofrirente
- Estimere hvilken risikopremie dagens aksjekurser impliserer
- Undersøkelse blant investorer/akademikere

PwC gjennomfører årlig en spørreundersøkelse («Risikopremien i det norske markedet») i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening som publiseres på selskapets hjemmesider. Informantene gir sine anslag på hvilken markedsrisikopremie de anslår fremover og publikasjonen presenterer gjennomsnittstall og median for markedsrisikopremien. I forrige rapport var den gjennomsnittlige markedsrisikopremie lå på 4,8% og median på 5% (PWC, 2021, s. 5). Rapporten utgis kun en gang i året, den siste publiserte rapporten er fra desember 2021 og begynner derfor å bli noe utdatert sett i lys av volatiliteten som har vært i økonomien siste året.

Basert på at denne informasjonen synes å være noe, velger jeg heller å benytte meg av estimatet på markedsrisikopremien pr. 30.09.2022 beregnet av Professor Kjell Henry Knivsflå v/ NHH som han har publisert på hjemmesidene til NHH med **5,4%** (Knivsflå, u.å).

8.1.4 Justering for andre premier

I tillegg til komponentene over kan det være hensiktsmessig å legge til en premie for andre risikofaktorer som selskapsspesifikke forhold eller størrelse som påvirker på hvilken avkastning en investor vil kreve. Fastsettelse av størrelsene her er ofte av noe mer skjønnsmessig karakter enn de andre komponentene i egenkapitalkostnaden.

Småbedriftspremie

På generelt grunnlag er risikoen høyere i mindre selskaper (typisk ikke-børsnoterte selskaper) enn for større selskaper, dette medfører at investorene i mindre selskaper ofte vil kreve en høyere avkastning enn i større. Dette kalles for «småselskapspremie». Det vurderes ikke nødvendig med risikopåslag for dette i beregning av avkastningskravet til OLT.

Likviditetspremie

Investorer med aksjer med lav omsetning og en eierstruktur med få langsiktige aksjonærer har en risiko for innlåsning fordi aksjene er illikvide. Dette betyr at om store aksjonærer ønsker å selge seg ut, kan det påvirke aksjekursen negativt fordi kjøperne

uteblir og det kan være behov for å gå ned i pris for å få solgt. Slike selskaper egner seg best for langsiktige investorer, OLT er en aksje med lav likviditet i aksjen (kun noen titalls kjøp/salg pr. dag) sammenlignet med andre større børsnoterte selskaper (flere tusen pr. dag) og er et typisk selskap det kan være hensiktsmessig å ha en likviditetspremie på. OLT har en eierstruktur der et fåtall aksjonærer eier stor del av selskapet, Olav Thon Stiftelsen eier direkte og indirekte 73,9% (pr.13.12.2022) og dette bidrar til lite likviditet i aksjen. De største selskapene har flere tusen handler daglig, mens OLT har kun et fåtall.

Påslaget er derimot noe skjønnsmessig og vanskelig å fastsette, jeg har derfor valgt å legge til en tilleggspremie på **1%**. som er basert på hva som er vanlig for selskaper med egenkapital over 5 mrd (0,7%) ihht. PwCs spørreundersøkelse med et skjønnsmessig påslag på 0,3%, dette vurderes å være et påslag primært basert på at selskapets aksje har lite likviditet i aksjen (PWC, 2021, s. 12) og (Kaldestad & Møller, 2016, s. 171).

8.2 Gjeldskostnad (R^d)

Gjeldskostnaden skal representere markedsrenten og avkastningskravet til kreditorene, dette bygges opp med basis i risikofri rente med påslag for den marginen bankene tar som risikopremie. Opplysninger om gjeldskostnad kan som en forenklet metode avleses direkte fra regnskapet, enten basert på gjennomsnittlig lånerente eller basert på opplysninger i noteopplysningene. Gjeldskostnaden kan også estimeres for å finne markedsrenten fremover i tid (Schjøllberg, 2022, f2, s. 39-41).

Gjeldskostnaden kan også fastsettes etter følgende formel (Knivsflå, u.å., fm4 s. 60):

Gjeldskostnad = risikofri rente etter skatt + kredittrisikopremie

Formel 8-5 Gjeldskostnad

Den risikofrie renten på 3,5% som benyttet i kapittel 8.1.1 videreføres.

Kredittrisikopremien kan fastsettes gjennom syntetisk rating, denne har vi i kapittel 6.1.3 beregnet til «BB» for selskapet. Basert på et oppslag i tabell for kredittrisikopremie basert på kredittrating gir dette en kredittrisikopremie på 3,3%. (Knivsflå, u.å., fm4 s.

79).

Dette gir en gjeldskostnad på (før vekting for gjeldsgrad) på 6,06% etter skatt, sammenlignet med at selskapet opplyser om en gjennomsnittsrente på 3,91% i presentasjonen pr. tredje kvartal 2022 synes derimot dette noe høyt.

Siden OLT har obligasjonslån notert på Oslo Børs velger jeg å gjennomføre en sammenligning med rentemarginen på obligasjonslån med påslag for 10-årig renteswap.

Selskapetets lånerente på de børsnoterte obligasjonslånene utgjør 4,11% pr. 1. november 2022 (Euronext, Oslo Børs, u.å.). Dersom vi trekker ut 3-mnd NIBOR den 31. oktober 2022 på 3,33% får vi en margin på 0,78%. Ved å legge til 10 årig swap rente på 3,7% (pr. 31.10.2022) gir dette en lånekostnad på 4,48% før skatt og 3,49% etter skatt (Dagens Næringsliv, u.å.) og (Olav Thon Eiendomsselskap, Q2 2022).

Siden de to metodene over har gitt ulikt resultat velger jeg å benytte gjennomsnittet av de to metodene som er beregnet til **4,78%** etter skatt videre i WACC-beregningen.

8.3 Vekting av egenkapitalkostnad og gjeldskostnad

For å komme frem til WACC må vi vekte beregnet egenkapitalkostnad med egenkapitalandel og beregnet gjeldskostnad med gjeldsgraden. Vi må derfor først beregne hhv. egenkapitalandel og gjeldsgrad basert på markedsverdier.

Markedsverdi egenkapital = børskurs x antall utestående aksjer

Selskapet hadde 103 623 171 antall aksjer pr. 31.10.2022 og kursen var 174 pr. aksje (Euronext, Oslobørs, u.å.), dette gir en markedsverdi på egenkapitalen på 18,030 mrd nok.

Markedsverdien av gjelden forutsettes å være lik bokført verdi av rentebærende gjeld,

se avsnitt 5.3.2.

$$\text{Egenkapitalandelen beregnes} = \frac{\text{Egenkapital (E)}}{\text{Egenkapital+Gjeld (EV)}}$$

Formel 8-6 Egenkapitalandel

$$\text{Gjeldsandelen beregnes} = \frac{\text{Gjeld (D)}}{\text{Egenkapital+Gjeld (EV)}}$$

Formel 8-7 Gjeldsandel

Beregning egenkapital- og gjeldsandel:		TNOK
Markedsverdi EK	E	18 030 432
Bokført verdi gjeld pr. Q2 2022:	D	20 495 000
Totalkapital	EV	38 525 432
Egenkapitalandel	E/EV	0,47
Gjeldsandel	D/EV	0,53

Tabell 8-1 Beregning egenkapital- og gjeldsandel

8.4 Beregning av WACC

Basert på de forutsetninger som er lagt til grunn i avsnittene over, herunder beregnet egenkapital- og gjeldskostnad, samt egenkapital- og gjeldsandel har jeg beregnet et avkastningskrav på **7,00%** som vil bli benyttet videre i oppgaven.

$$WACC = R^e \frac{E}{E + D} + R^d (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Formel 8-8 WACC

E = markedsverdi av egenkapital

D = markedsverdi av gjeld

R^e = selskapets egenkapitalkostnad

R^d = selskapets gjeldskostnad

t = nominell selskapsskatt

WACC beregning	
Forutsetninger / input:	
Risikofri rente	3,50 %
Markedets risikopremie	5,40 %
Skattesats	22 %
Levered beta (Egenkapitalbeta)	0,689
Beregning WACC:	
1) Beregning egenkapitalkostnad:	
Risikofri rente	3,50 %
Markedets risikopremie	5,40 %
Levered beta (egenkapitalbeta)	0,689
Størrelse/selskapssepsifikk risikopremie	1,00 %
Egenkapitalkostnad (CAPM) (Re)	8,22 %
2) Beregning gjeldskostnad:	
Risikofri rente	3,50 %
- Skatt	-0,77 %
Kredittrisikopremie (etter skatt)	2,05 %
Gjeldskostnad (etter skatt) (rd)	4,78 %
3) Beregning WACC:	
Egenkapitalandel	0,47
Vektet egenkapitalkostnad	3,85 %
Gjeldsandel	0,53
Vektet gjeldskostnad:	2,54 %
WACC	6,39 %

Tabell 8-2 WACC beregning

9 Fundamental verdsettelse

Basert på prognosene for fremtidsregnskapet og fastsatt avkastningskrav har jeg beregnet en egenkapitalverdi for selskapet.

Først beregnes det en virksomhetsverdi (enterprise value) for selskapet basert på de estimerte kontantstrømmene, dernest hensyntas netto rentebærende gjeld og netto ikke-operasjonelle eiendeler.

Verdien for den eksplisitte perioden (årene 2023-2027) utgjør summen av kontantstrømmene neddiskontert med fastsatte avkastningskrav.

For kontantstrømmene som kommer etter utløpet av den eksplisitte perioden beregnes verdien (terminalverdi) basert på Gordons vekstformel. Formelen forutsetter at kontantstrømmen etter utløpet av den eksplisitte prognoseperioden (her år 6) varer evig i all overskuelig fremtid. En viktig forutsetning er derfor at selskapet er i en stabil fase og at verdien beregnes på bakgrunn av normalisert inntjening.

Selskapet er et veletablert og stabilt selskap, prognosene for år 2023-2027 er estimert konkret. Etter utløpet av den eksplisitte prognoseperioden er det derfor lagt til grunn at selskapet er i en stabil fase uten realvekst, normalt bør ikke vekst i terminalperioden settes høyere enn inflasjonen. Dette utifra en generell presumpsjon om at meravkastningen for alle virksomheter over tid vil gå mot null som følge av konkurransekraftene. For selskaper i bransjer som ikke er bærekraftig på sikt kan det derimot være aktuelt med negativ realvekst. Når det gjelder Olav Thon Eiendomsselskap har jeg i den strategiske analysen (ref. kapittel 4.3) ikke funnet holdepunkter for verken realvekst (vekst utover årlig inflasjon) eller negativ avkastning. Jeg har derfor lagt til grunn en årlig vekstrate på 2% som tilsvarer Norges Bank inflasjonsmål (Kaldestad & Møller, 2005, s. 105, 122-123).

Oppsummert beregnes selskapsverdien (Enterprise value) etter følgende formel:

$$\text{Enterprise value} = \sum_{t=1}^{t-T} \frac{\text{Kontantstrøm}_t}{(1+r)^t} + \frac{1}{(1+r)^T} \times \frac{\text{Kontantstrøm}_{T+1}}{(r-g)}$$

Formel 9-1 Enterprise value (Kaldestad & Møller, 2016, s. 114)

t = år

r = avkastningskrav

g = vekst

T = terminalåret

Enterprisevalue utgjør derimot verdien av hele virksomheten, for å beregne egenkapitalverdien må vi justere for netto rentebærende gjeld (bankinnskudd og finansiell gjeld) samt ikke-operasjonelle eiendeler og gjeld. Netto rentebærende gjeld utgjør 20,3 mrd nok og er trukket ut. OLT har eierbenyttende eiendommer, varige driftsmidler og finansielle anleggsmidler som ikke er en del av de operasjonelle eiendelene med totalt 690 mnok, disse er lagt til i beregningen av egenkapitalverdien.

Fri kontantstrøm (FCF) (i TNOK)		2021A	2022T	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
+	Driftsinntekter	4 094 000	4 418 000	4 652 063	4 987 861	5 152 507	5 374 164	5 605 407	5 727 373
-	Driftskostnader	-1 505 000	-1 600 000	-1 758 945	-1 885 910	-1 948 163	-2 031 971	-2 119 404	-2 165 520
-	Avskrivninger	-31 000	-32 000	-33 500	-35 071	-36 716	-38 437	-40 239	-42 251
+	Resultat tilknyttede selskaper (u/ skatt)	283 000	350 000	204 857	212 027	214 147	218 430	222 799	227 255
=	EBIT	2 841 000	3 136 000	3 064 475	3 278 906	3 381 776	3 522 186	3 668 562	3 746 857
-	Skatt	-486 020,00	-529 340,00	-571 923,51	-613 375,85	-633 525,73	-660 751,06	-689 152,63	-703 920,32
=	NOPLAT	2 354 980	2 606 660	2 492 551	2 665 531	2 748 250	2 861 435	2 979 410	3 042 936
+	Avskrivninger	31 000	32 000	33 500	35 071	36 716	38 437	40 239	42 251
-	Investeringer	-559 000	-650 000	-951 500	-984 803	-994 651	-1 014 544	-1 034 834	-1 055 531
+/-	Endring arbeidskapital	18 000	561 000	-1 040 119	-107 200	-52 562	-70 761	-73 822	-38 936
=	Fri kontantstrøm (FCF)	1 844 980	2 549 660	534 432	1 608 600	1 737 754	1 814 567	1 910 993	1 990 720
	TV GG								45 358 614,45
	Periode			0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
	Diskonteringsfaktor			0,97	0,91	0,86	0,81	0,76	0,76
=	PV FCF			518 137	1 465 898	1 488 497	1 460 954	1 446 194	34 326 325
	<i>Nøkkeltall:</i>								
	EBIT-margin	69 %	71 %	66 %	66 %	66 %	66 %	65 %	65 %

Tabell 9-1 Fri kontantstrøm

Forutsetninger:	
Avkastningskrav:	6,39 %
Vekst i terminalperioden:	2,00 %
Beregning Enterprisevalue (EV):	
Sum PV FCF	6 379 681
Terminalverdi	34 326 325
EV	40 706 006
Beregning egenkapitalverdi:	
NIBD	-20 300 000
Non-operating	690 000
Egenkapitalverdi	21 096 006
Beregning verdi pr. aksje:	
Egenkapitalverdi i hele nok	21 096 005 636
Antall aksjer:	103 623 171
Estimert verdi pr. aksje	204

Tabell 9-2 Forutsetninger

Estimert verdi pr. aksje utgjør 204 kr, noe som overstiger aksjekursen pr. 30.10.2022 på 174 kr. Isolert sett tilsier dette at aksjen er underpriset sammenlignet med beregnet fundamental verdi.

Det er derimot knyttet en del usikkerhet til min verdsettelse fordi prognosene for fremtiden er mine egne prognoser uten tilgang til innsideinformasjon om fremtidige utviklingsprosjekter som er en viktig kilde til meravkastning for selskapet.

Terminalverdien utgjør videre 84% av beregnet Enterprise value, små justeringer i både avkastningskravet og prognoser på kontantstrømmer i terminalperioden får relativt store utslag i verdiestimatet. Terminalverdien forutsetter at selskapet klarer å levere en årlig fri kontantstrøm på nærmere 2 mrd nok i året i all overskuelig fremtid med en årlig vekst for inflasjon på 2%. Dersom jeg fjerner veksten på 2% eller alternativt legger inn en forventning om negativ realvekst (eksempelvis som følge av risikofaktorer som overetablering av kjøpesentre, netthandel overtar, ref. den strategiske analysen) reduseres verdien drastisk. For å gjøre verdsettelsen å ta en rimelighetsvurdering av beregnet egenkapitalverdi mer pålitelig vil jeg gjennomføre en komparativ verdsettelse i kapittel 16 før jeg kommer med en endelig konklusjon og handlingsstrategi i kapittel 18.

10 Komparativ verdsettelse

10.1 Multippelverdsettelse

I dette kapitlet vil jeg har gjennomføre en komparativ verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA basert på utvalgte multipler med formål å rimelighetsvurdere resultatet i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 9. Utgangspunktet for en multippelverdsettelse er at verdien av virksomheten fastsettes på bakgrunn av verdien på sammenlignbare virksomheter basert på utvalgte nøkkeltall/multipler.

Valg av multipler er primært tatt på bakgrunn av de som er mest brukte i praksis, men enkelte er tatt ut av fordi de ga uforholdsmessige høye (For eksempel. EV/EBIT) eller lave verdier (P/E) sammenlignet med både resultatet i min fundamentale verdsettelse og børsverdien. En generell utfordring ved bruk av multipler er å finne tilstrekkelige sammenlignbare selskaper

Det er begrenset med børsnoterte direkte sammenlignbare selskaper til OLT, flere av konkurrentene er heller ikke børsnotert. Jeg vurderer derimot Citycon Oyj og Aurora Eiendom AS som de mest sammenlignbare etter bransje og eiendomsmasse. Citycon er derimot Finsk-eid og et internasjonalt konsern som opererer i flere land i større grad en OLT. Aurora Eiendom ASA er norskeid og driver med kjøpesenter i Norge, men det er et relativt lite selskap sammenlignet med OLT samt at det er nystiftet og et selskap i vekst i motsetning til OLT som er i en stabil driftsfase. Jeg har også inkludert Entra ASA og KMC Property ASA, men disse selskapene driver i all hovedsak med næringseiendom som kun utgjør en mindre del av OLT sitt virksomhetsområde. Entra har stor grad av offentlige bygg, noe som innebærer en lavere risiko enn kjøpesentervirksomhet. KMC driver i stor grad med industri- og logistikkeiendom. Videre har jeg inkludert Recreate ASA, dette er også et norskeid selskap som driver med næringseiendom og har ett kjøpesenter, men med Vestfold og Telemark som sitt primære nedslagsfelt. Selskapet er også et relativt nystiftet selskap og er fortsatt i en vekstfase. Videre har OLT en spesiell aksjonærstruktur med et at et fåtall aksjonærer eier en betydelig del av selskapet (Olav Thon Stiftelsen), dette bidrar til lav likviditet i aksjen. Jeg mener derfor

multippelverdsettelsen bør benyttes med stor grad av varsomhet i mangel på tilstrekkelig sammenlignbare selskaper.

En annen utfordring er at nøkkeltallene må beregnes utifra normaliserte regnskapsstørrelser. Jeg har derfor trukket ut verdijustering av investeringseiendommene og verdiendring av renteswap fra EBIT og resultat etter skatt. Videre har jeg ikke inkludert OCI (andre inntekter og kostnader i IFRS-regnskapene) fordi denne ofte ikke inneholder normaliserte tall (eks. valutaeffekter, estimatavvik pensjon).

Forutsetninger:

Peers	Markedsverdi	Enterprise value	EV/SALES		EV/Net rental income		P/B	
	NOKm 31.10.2022	NOKm 31.10.2022	2021	Q3 2022	2021	Q3 2022	2021	Q3 2022
Citycon Oyj	11 220	22 407	10,46	10,06	15,12	14,69	0,47	0,44
Aurora Eiendom ASA	2 384	7 389	30,42	23,90	33,65	26,00	0,80	0,59
Entra ASA	17 221	57 498	24,29	24,45	25,00	26,58	1,08	0,53
Recreate ASA	371	2 607	17,52	16,11	56,44	-107,60	0,65	0,45
KMC Properties ASA	2 300	4 462	23,46	23,11	24,72	23,37	1,65	1,14
Median			23,46	23,11	25,00	23,37	0,80	0,53

Tabell 10-1 Forutsetninger multippelverdsettelse

Multipelverdsettelse Olav Thon Eiendomsselskap ASA:

EV/SALES	Q3-2022 (NOKm)
Sales OLT	3 247
Observert EV/SALES	23
Estimert EV	75 043
NIBD	-20 300
Non-operating	690
Estimert EK	55 433
Verdi pr. aksje i NOK	534,9
P/B	Q3-2022 (NOKm)
Book	33 359
Observert P/B	0,53
Estimert EV	17 751
NIBD	0
Non-operating	0
Estimert EK	17 751
Verdi pr. aksje i NOK	171,3
EV/Net rental income	Q3-2022 (NOKm)
Net rental income	2 152
Observert EV/Net rental income	23
Estimert EV	50 288
NIBD	-20 300
Non-operating	690
Estimert EK	30 678
Verdi pr. aksje i NOK	296,0

Tabell 10-2 Multipelverdsettelse Olav Thon Eiendomsselskap

EV/Sales

Multipelen er mye benyttet i praksis som i liten grad er påvirket av ulike regnskapsprinsipper. Videre kan den benyttes for selskaper som går med tap og selskaper med ulik kapitalstrukturer. En ulempe med metoden er at den ikke hensyntar hvorvidt selskapet går med tap (Kaldestad & Møller, 2016, s. 230-231). Siden multipelen ser på forholdet mellom enterprise value (verdien av hele virksomheten) og salgsinntekter må vi justere for netto rentebærende gjeld og ikke-operasjonelle eiendeler.

Som vi ser av tabellene får jeg relativt stor forskjell i beregnet verdi pr. aksje basert på EV/Sales multipelen (535) sammenlignet med beregnet verdi i den fundamentale verdsettelsen og børskursen.

Pris/Bok

Alle de sammenlignbare selskapene er notert på børs og avlegger derfor sine regnskaper etter IFRS, videre har samtlige valgt å innregne investeringseiendommene til virkelig verdi. Dette gjør at vi kan forvente at bokført verdi av egenkapitalen ligger nærmere en markedsverdi enn for selskaper som innregner investeringseiendommer til anskaffelseskost med avskrivning over økonomisk levetid. Metoden er egnet for selskaper der driftsmidlene genererer hoveddelen av de inngående kontantstrømmene (her investeringseiendommene) (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233). Multippelen verdsetter egenkapitalen direkte, det er derfor ikke nødvendig å justere beregnet verdi for rentebærende gjeld og netto ikke-operasjonelle eiendeler.

Beregnet Pris/Bok utgjør 171 pr. aksje, noe som er lavere enn både beregnet verdi i fundamentalverdsettelsen og børsverdien.

EV/Net rental income

Dette er en «egenkomponert» multippel jeg mener er egnet for verdsettelse av eiendomsselskaper fordi nettoinntektene representerer hvilken avkastning investeringseiendommene isolert sett gir før eventuelle finansieringskostnader. I eiendomsbransjen er det yield et begrep om benyttes i praksis for å verdsette eiendommene, ved å sammenligne medianen på forholdet mellom netto leieinntekter og enterprise value mener jeg dette bør gi et godt estimat på verdien på selskapet og et godt alternativt til EV/EBIT. Siden multippelen ser på forholdet mellom enterprise value (verdien av hele virksomheten) og netto leieinntekter må vi justere for netto rentebærende gjeld og ikke-operasjonelle eiendeler.

Beregningen viser en verdi pr. aksje på 296, noe som er en del høyere enn både beregnet verdi i den fundamentale verdsettelsen og børsverdien.

10.2 Yield-verdsettelse

I tillegg til multippelverdsettelsen i avsnitt 10.1 har jeg valgt å gjennomføre en verdsettelse basert på forholdet mellom nettoinntekter og markeds-yield. Begrepet yield er nærmere omtalt i kapittel 2.2.1.5 «Yield» og utgjør forholdet mellom eiendommens verdi og nettoinntektene tilknyttet den.

$$\text{Virksomhetsverdi (EV)} = \frac{\text{Netto leieinntekter}}{\text{Yield}}$$

Formel 10-1 Virksomhetsverdi basert på Yield

Gjeldende markeds-yield publiseres i markedsrapporter og utgjør oppnådd yield på gjennomførte transaksjoner. Gjeldende markeds-yield høsten 2022 utgjør «Retail Prime yield» på 4%, «Retail normal yield» på 5,75% og en «Retail secondary yield» på 7% for fjerde kvartal 2022 (Newsec, u.å). Nedenfor har jeg laget en tabell som viser hvordan dette vil slå ut i estimert egenkapitalverdi. Yield-verdsettelsen verdsetter hele selskapet (enterprise value), vi må derfor justere for netto rentebærende gjeld og ikke-operasjonelle eiendeler. Formålet med yield-verdsettelsen er å rimelighetsvurdere beregnet aksjeverdi i den fundamentale verdsettelsen. Dersom yield-verdsettelsen skulle vært benyttet som hoved metoden for å verdsette egenkapitalverdien til Olav Thon Eiendomsselskap ASA ville det vært nødvendig med økt presisjonsnivå i beregningen der hver eiendom ble vurdert separat basert på type eiendom og beliggenhet.

OLT har eiendommer i hele landet og jeg har derfor lagt mest vekt på yield verdsettelsen for mid intervallet. Dette gir en estimert egenkapitalverdi på 30 291 MNOK, noe som gir en verdi pr. aksje på 292,3 kr.

Yield-verdsettelse	Low	Mid	High
Net rental income Q3 2022A	2 152	2 152	2 152
Net rental income Q4 2022E	2 869	2 869	2 869
Observert Yield *)	4,00 %	5,75 %	7 %
Estimert EV	71 733	49 901	40 990
NIBD	-20 300	-20 300	-20 300
Non-operating	690	690	690
Estimert EK	52 123	30 291	21 380
Verdi pr. aksje i NOK	503,0	292,3	206,3

Tabell 10-3 Yield-verdsettelse

*) Yield er innhentet fra markedsrapport fra Newsec for høsten 2022 og utgjør hhv.

Retail prime Q4, Retail normal Q4 og Retail secondary Q4.

10.3 Oppsummering

Oppsummert ser vi svært store sprik i de komparative verdsettelsene i kapittel 10.1 og 10.2, jeg har derfor beregnet et gjennomsnitt basert på multiplene P/B, E/Net rental income og beregnet egenkapitalverdi basert på en yield på 5,75%. Dette gir en gjennomsnittlig verdi pr. aksje på 253 kr pr aksje $(171,3+296+292,3)/3$. Jeg har valgt å se bortifra beregnet aksjeverdi basert på EV/S multiplene fordi denne er såpass mye høyere enn de øvrige, dette indikerer etter min mening mangel på tilstrekkelig sammenlignbare selskaper for OLT.

11 Sensitivitetsanalyse

11.1 Risikofri rente

Endringer i rentenivået påvirker beregnet verdi pr. aksje direkte fordi avkastningskravet (WACC) inkluderer risikofri rente som er satt til rente på 10-årig statsobligasjon.

Rentenivået har endret seg betydelig siste året, fra en styringsrente på 0,25% høsten

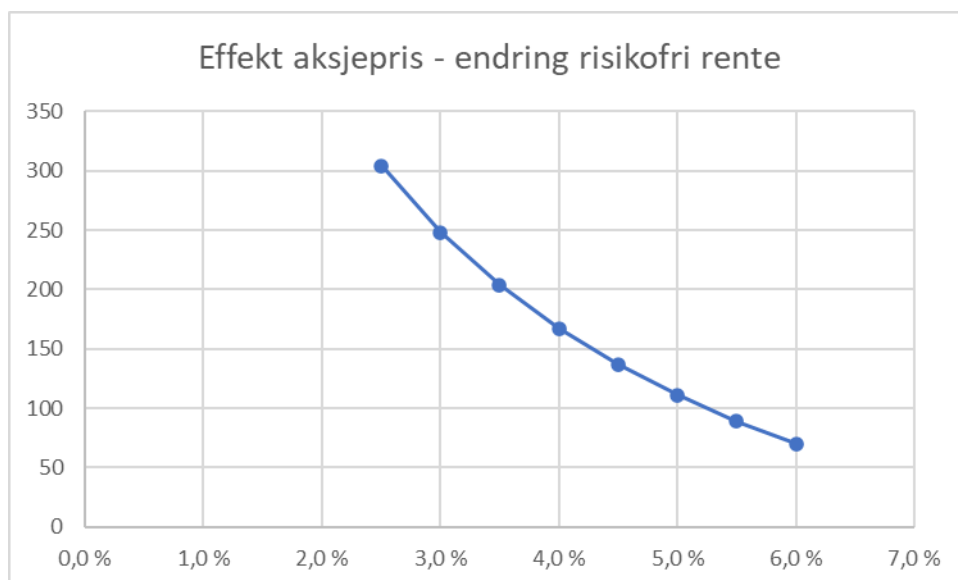
2021 til en styringsrente på 2,5% nå i november 2022. Nedenfor ser vi hvordan

endringer i rentenivået påvirker beregnet verdi pr. aksje i den fundamentale

verdsettelsen. Benyttet risikofrirente i verdsettelsen i denne oppgaven er satt på 3,5%.

Norges Bank har varslet ytterligere økninger utover vinteren, noe som vil trekke

aksjeverdier ned. Aksjeverdien er svært sensitivt ift. endringer i risikofri rente.

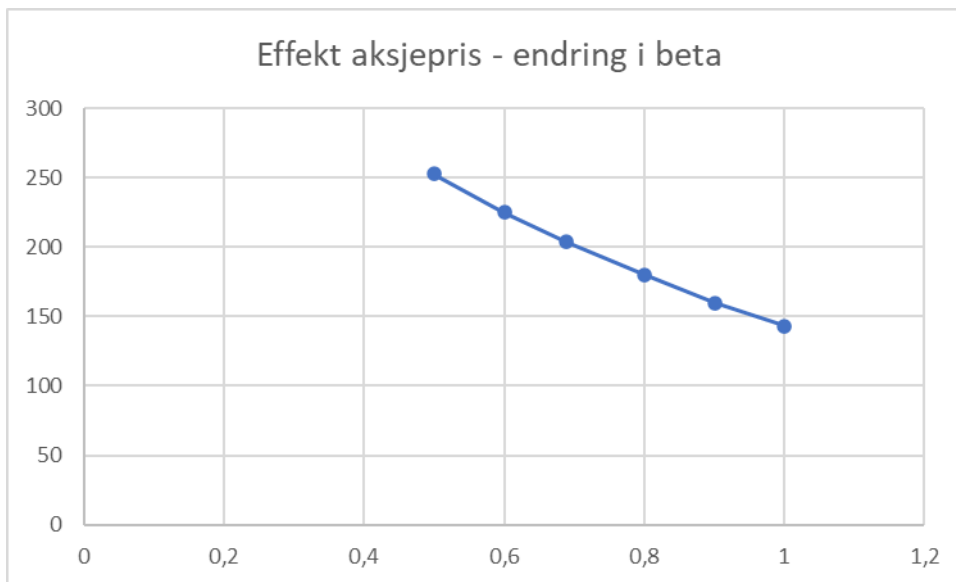


Figur 11-1 Sensitivitet aksjepris ved endring risikofri rente

11.2 Beta

Beta inngår også som en komponent i benyttet avkastningskrav (WACC). Nedenfor ser vi hvordan aksjeprisen påvirkes av endringer i beta. Benyttet beta i verdsettelsen er på

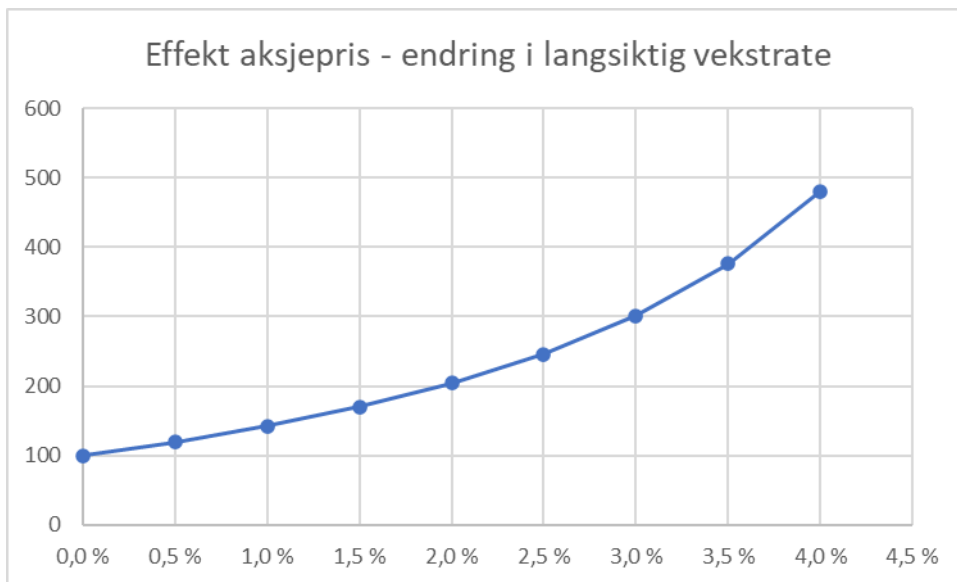
0,69, av fremstillingen ser vi at endringer i beta påvirker aksjeverdien. Men aksjeverdien er langt fra like sensitiv for endringer i beta som i rente.



Figur 11-2 Sensitivitet aksjepris ved endring i beta

11.3 Langsiktig vekstrate

Dersom vi ser hen til kapittel 9 ser vi at mesteparten av beregnet virksomhetsverdi (enterprise value) ligger i terminalleddet (34 mrd av totalt 41 mrd). Det betyr at de forutsetninger som er lagt til grunn for beregning av terminalverdien har vesentlige konsekvenser for virksomhetsverdien. I verdsettelsen er det lagt til grunn en vekst i terminalleddet på 2%, dette tilsvarer Norges Bank langsiktige inflasjonsmål og det er således ikke lagt opp til realvekst i terminalverdien. Nedenfor ser vi hvordan aksjeverdien påvirkes av endringer i den langsiktige vekstraten. Som vi ser er aksjeprisen sensitiv for endringer i den langsiktige vekstraten, men en tommelfingerregel er at vekstraten på sikt ikke kan overstige forventet vekst i økonomien landet for øvrig. Dette fordi konkurransekraftene bidrar til at et selskap ikke kan ha meravkastning/superprofitt i all evighet, meravkastningen vil over tid presses ned mot 0. De langsiktige vekstratene bør derfor normalt settes lavere enn BNP og i all hovedsak ikke høyere enn inflasjonen, negativ langsiktig vekstrate kan også være aktuelt for selskaper/bransjer som vil forsvinne på sikt. Dette gjør at sensitiviteten ift. vekstraten ikke anses så stor, fordi man normalt setter denne til langsiktig inflasjonsmål og må ha gode argumenter (fra den strategiske analysen) for å kunne legge inn en evigvarende realvekst i beregning av terminalverdien.



Figur 11-3 Sensitivitet aksjepris ved endring i langsiktig vekstrate

12 Konklusjon og handelsstrategi

Hovedformålet med masterutredning var å beregne egenkapitalverdien til Olav Thon Eiendomsselskap ASA pr. 31.10.2022 for å sammenligne denne med aksjekursen på samme tidspunkt for å komme frem til en handelsstrategi.

I den fundamentale verdsettelsen (i kapittel 9) er egenkapitalverdien beregnet til kr 204 pr aksje. For å øke påliteligheten har jeg valgt å rimelighetsvurdere beregnet verdiestimat med en komparativ verdsettelse i kapittel 10 basert på utvalgte multipler og yield, dette ga sprikende og motstridende resultater sammenlignet med resultatet i den fundamentale verdsettelsen. I den komparative verdsettelsen ble egenkapitalverdien beregnet til et gjennomsnitt på kr 253 pr. aksje.

For å komme frem til et endelig verdiestimat har jeg valgt å vekte verdien beregnet i den fundamentale verdsettelsen med $2/3$ og verdien fra den komparative verdsettelsen med $1/3$, bakgrunnen for vektingen er at den fundamentale verdsettelsen bør vektas høyest da de diskontert kontantstrøms metode (DCF) bør være hoved metoden ved verdsettelse samt at denne bygger på forutsetninger tatt på et relativt detaljert nivå (Kaldestad & Møller, 2016, s. 34). På den annen side viser de komparative verdsettelsene høyere verdier enn verdien fra den fundamentale verdsettelsen, noe som indikerer at verdien i den fundamentale verdsettelsen muligens er noe lav. Det derfor argumenter som taler for at jeg også bør inkludere resultatet av den komparative verdsettelsen i verdiestimatet, da skjønnsmessig satt til 30%.

Dette gir et endelig verdiestimat på kr 219 pr. aksje, noe som er 26% høyere enn aksjekursen (på Oslo Børs) pr. 31.10.2022 på 174. Ettersom aksjekursen er lavere (underpriset) enn beregnet egenkapitalverdi, tilsier dette en kjøpsanbefaling på aksjen.

Det er derimot viktig å være klar over usikkerhetsmomentene i verdiestimatet som omtalt i kapittel 9 og sensitivitetsanalysen i kapittel 11. Dagens økonomi bærer preg av usikkerhet og forutsetningene tatt i denne masteroppgaven endrer seg kontinuerlig, noen av forutsetninger er mest sannsynlig udatert kort tid etter ferdigstillelse av

oppgaven. Mindre endringer i nøkkelforutsetninger gir store utslag i beregnet verdiestimatet.

Med dagens fortsatt høye inflasjon sammenlignet med inflasjonsmålet til Norges Bank på 2%, er det god grunn til å anta at Norges Bank vil sette opp styringsrenten ytterligere både i 2022 og i 2023. Dette er forhold som påvirker den risikofrie renten, og dernest avkastningskravet (WACC) og yield. Dersom vi ser hen til sensitivitetsanalysen ser vi at kun mindre endringer i risikofri rente, får betydelig effekt på verdiestimatet. Min antagelse er derfor at det er forhold som indikerer at både aksjekursen og markedsverdi på næringseiendom skal ytterligere ned.

Referanseliste

Alti. (u.å). Dette er Alti Forvaltning AS.

<https://alti.no/alti-forvaltning/om-oss/>

Bach, D. (2018, 3. februar). Eksperter: Dette må kjøpesentre gjøre for å unngå «dødsspiralen». E24.

<https://e24.no/naeringsliv/i/0nrQMM/eksperter-dette-maa-kjoepesentre-gjoere-for-aa-ungaa-doedsspiralen>

Blaker, M. (2021, 3. juli). Forsøket på å redde verden fra økonomisk krise, kan ha bygget opp en annen krise. Nettavisen.

<https://www.nettavisen.no/okonomi/star-vi-pa-kanten-til-en-ekstrem-okonomisk-krise/s/12-95-3424143328>

Bøhren, Ø. Michalsen, D. & Norli, Ø. (2017). *Finans: Teori og praksis* Fagbokforlaget

Byberg, Ø. (2021, 16. august). Olav Thons finansdirektør: – Vi har gjort noe vi ikke pleier å gjøre.

Cltycon. (u.å.). Sentre i Norge.

<https://www.citycon.com/no/kjopesenter/centre-i-norge>

Dagens Næringsliv. (u.å). Norsk swap 10 år.

<https://investor.dn.no/#!/Rente/l15/Norskswap10%C3%A5r>

Damodaran, A. (2022). Total Beta (beta for complete undiversified investor).

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbetaEurope.xls>

DNB Invest. (u.d).

<https://www.dnb.no/sparing/dnb-invest>

Due-Andresen, K. (2022, 26. september). Boom i markedet for kontorbygg. Dagens Næringsliv.

<https://www.dn.no/eiendom/eiendom/naringseiendom/kontorleie/boom-i-markedet-for-kontorbygg/2-1-1307662>

Eiendomswatch.

<https://eiendomswatch.no/article13203088.ece>

Eiendomshuset Malling & Co. (2020). Investering i eiendom, En guide til investering i næringseiendom.

<https://blogg.malling.no/ny-e-bok-om-eiendomsinvesteringer>

Entra ASA. (2022). Årsrapport 2021.

<https://entra.no/storage/uploads/reports/155/entra-annual-report-2021-web.pdf>

Entra ASA. (u.d.). Om Entra.

<https://www.entra.no/about>

Euronext, Oslo Børs. (2022, 1. november). Rentefastsettelse.

<https://live.euronext.com/nb/listview/company-press-release/41764#CompanyPressRelease-11951559>

Euronext, Oslobørs. (u.å.). OLAV THON EIENDOMSELSKAP.

<https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0005638858-XOSL/market-information>

Frøberg, A. Toraman, M. (2021, 20. september). Netthandelen høyere enn noen gang. Statistisk sentralbyrå.

<https://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/varehandel/artikler/netthandelen-hoyere-enn-noen-gang>

Infront Analytics. (u.å.). Levered/Unlevered Beta of Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

<https://www.infrontanalytics.com/fe-en/NO0005638858/Olav-Thon-Eiendomsselskap-ASA/beta>

Høydal, E. (2022, 22. mars). De fleste flytter kort. Statistisk sentralbyrå.

<https://www.ssb.no/befolkning/flytting/statistikk/flyttinger/artikler/de-fleste-flytter-kort>

Ingvaldsen, R. (2019, 6. august). Død og fordervelse i retail, eller bare en tilpasning?

Handelshøyskolen BI.

<https://www.bi.no/forskning/business-review/articles/2019/08/dod-og-fordervelse-i-retail-eller-bare-tilpasning/>

International Accounting Standards Board (IASB)

(2016) International Accounting Standards 36 Impairment of Assets

<https://www.ifrs.org/supporting-implementation/supporting-materials-by-ifrs-standards/ias-36/>

International Accounting Standards Board (IASB) (2017) International Accounting Standards 40

Investment property

<https://www.ifrs.org/supporting-implementation/supporting-materials-by-ifrs-standards/ias-40/>

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering, Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper, 2. utgave*. Fagbokforlaget

Knvisflå, K. (ukjent år). Fagmøte 1: Strategisk regnskapsanalyse.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/>

Knvisflå, K. (ukjent år). Fagmøte 2: Rekneskapsanalyse

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/>

Knvisflå, K. (ukjent år). Fagmøte 3: Forholdstalsanalyse

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/>

Knvisflå, K. (ukjent år). Fagmøte 4: Verdivurdering i praksis

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/>

Knvisflå, K. (ukjent år). Fagmøte 5: Budsjettering og framtidskrav

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/>

Knvisflå, K. (ukjent år). Fagmøte 6: Verdsetting og uvisse i verdiestimatet

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/>

Knvisflå, K. (ukjent år). 01 Introduksjon – Teknikker – Rammeverk.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2001.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 02 Strategisk analyse bransje og selskap.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/ACC421A%20-%2002.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 03 Rekneskapsanalyse Ramme og Trailing.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2003.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 04 Omgruppering av resultatoppstilling.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2004.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 05 Omgruppering balanse og kontantstrøm

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2005.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 06 Rekneskapsbasert måling – IFRS

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2006.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 07 Måle- og rapporteringsfeil – Oversikt

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2007.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 08 Justering av målefeil – dømme

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2008.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 09 Analyse av risiko – syntetisk rating

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2009.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 10 Avkastningskrav – Målestokk for rentabilitet

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2010.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 11 Analyse av lønsemd – Finanseringsanalyse

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2011.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 12 Analyse av lønsemd – Driftsanalyse

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%2012.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 13 Ramme for budsjett, vekst og framskrivning

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202013.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 14 Budsjettering av drift og finans

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202014.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 15 WACC, Fullstendige krav og strategisk fordel

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202015.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 16 Praktis, ramme; EK-metode med fire modeller

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202016.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 17 Selskapskapitalmetode og konvergens

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202017.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 18 Uvisse – Sensitivitet, Scenario og simulering

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202018.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 19 Døme på bruk av VEPA og topics in valuation

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202019.pdf>

Knvisflå, K. (ukjent år). 20 Oppsummering

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar/foreles/BUS440%20-%202020.pdf>

Knvisflå, K.h. (u.å). Nyttige data. Norges Handelshøyskole.

<https://course.nhh.no/master/ACC421A/>

Lien, B. & Jakobsen, E.W & Baardsen, T.Ø. (2001). *Ekspansjon og konsernstrategi*, 2. utgave.

Gyldendal Norsk Forlag AS.

Madsen, H. Tefers, C. Stefanovis, N, (2017, 25. September). Butikkdøden har inntatt USA for fullt.

Norge kan være neste land i køen. Aftenposten.

<https://www.aftenposten.no/meninger/debatt/i/yelre/butikkdoeden-har-inntatt-usa-for-fullt-norge-kan-vaere-neste-land-i-koeen-hammer-madsen-tepfers-og-stefanovic>

Magnus, P.C, Løland, L.R. (2018, 18. Januar). Norske kjøpesenter står framfor ein døds spiral. NRK.
<https://www.nrk.no/vestland/-norske-kjopesenter-star-framfor-ein-dodsspiral-1.13873953>

Mamelund, E. (2021), Profesjonelt skjønn og profesjonell skepsis. Revisorforeningen.
https://www.revregn.no/journal/2021/8/m-1229/Profesjonelt_ski%C3%B8nn_og_profesjonell_skepsis

Midtgaard, S. (2022, 23. september). Høy inflasjon skjærer ikke kontorbygg mot verdifall. Dagens Næringsliv.
<https://www.dn.no/kronikk/okonomi/renter/inflasjon/hoy-inflasjon-skjermer-ikke-kontorbygg-mot-verdifall/2-1-1303414>

Newsec. (vår 2022). Property Outlook - Spring 2022.
<https://www.newsec.no/innsikt/rapporter/newsec-property-outlook-var-2022/>

Newsec. (2022). Basalerapporten 2. Utgave 2022.
<https://www.newsec.no/innsikt/rapporter/basalerapporten-2-2022/>

Newsec. (u.d). Quality board og Yield.
<https://www.newsec.no/innsikt/rapporter/>

Nordnet. (2022). Olav Thon Eiendomsselskap ASA
<https://www.nordnet.no/market/stocks/16105673-olav-thon-eiendomsselskap>

Norges Bank. (2019, 10. April). Hvorfor vil vi ha lav og stabil inflasjon?
<https://www.norges-bank.no/kunnskapsbanken/inflasjon/hvorfor-vil-vi-ha-lav-og-stabil-inflasjon/>

Norges Bank. (2022, 22. september). Rentebeslutning september 2022
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2022/september-2022/>

Norges Bank (2020, 4. august), Eiendomsforvaltningen,
<https://www.nbim.no/no/oljefondet/slik-er-fondet-investert/eiendomsforvaltningen/>

Norges Bank (2021, 10. september), Investeringsstrategien,
<https://www.nbim.no/no/oljefondet/slik-er-fondet-investert/investeringsstrategien/>

Norsk Regnskapsstiftelse (2009) NRS (F) Nedskrivning av anleggsmidler.

<https://www.regnskapsstiftelsen.no/wp-content/uploads/2015/01/NRSF-Nedskrivning-av-anleggsmidler-2009.pdf>

Norwegian Property ASA. (u.d.). Om oss.

<https://www.norwegianproperty.no/om-oss/>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2022, 19. mai). En god start på 2022 for Olav Thon Eiendomsselskap.

NTB Kommunikasjon.

<https://kommunikasjon.ntb.no/pressemelding/en-god-start-pa-2022-for-olav-thon-eiendomsselskap?publisherId=14260463&releasId=17933511&lang=no>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2022). Kvartalsrapport for 2. kvartal 2022.

<https://www.olt.no/globalassets/rapporter/2022/q2/kvartalsrapport-ote-2022-q2---rapporten.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2022, 2. mai). 1. kvartal 2022 Presentasjon.

<https://www.olt.no/globalassets/presentasjoner/2022/mai/presentation-ote-q1-22.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap. (2022). Kvartalsrapport for 3. kvartal 2022.

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

Olav Thon Eiendomsselskap (2022, 12. august). 2. kvartal 2022 Presentasjon 12.08.2022

<https://www.olt.no/globalassets/presentasjoner/2022/august/ote-q2-22.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (u.å). Finansielle forhold.

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

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2021). Årsrapport 2021.

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

Olav Thon Eiendomsselskap. (2022). Om oss

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

Olav Thon Gruppen AS. (2022). Årsrapport 2021.

https://olavthon.no/globalassets/finans/arsrapporter/olav-thon-gruppen/2021/otg_aarsrapport_21_web.pdf

Olav Thon Gruppen AS. (2022). Kvartalsrapport 3. kvartal 2022.

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

Olav Thon Stiftelsen. (2022) Om Olav Thon Stiftelsen

<https://olavthonstiftelsen.no/om-stiftelsen/>

Oslo kommune, (u.å). Folkemengde og endringer.

<https://www.oslo.kommune.no/statistikk/befolkning/folkemengde-og-endringer/#gref>

Porter, M. E. (1985). Competitive advantage, creating and sustaining superior performance.

New York: Free Press

Pricewaterhousecoopers AS. (2021, desember). Risikopremie 2021.

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>

Regnskapsloven. (1998). Lov om årsregnskap m.v. (LOV-1998-07-17-56). Lovdata.

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56/>

Ringen-Vatnedalen, Øystein. (2021). Eiendomsinvesteringer fra A til Å. 1. utgave

Hegnar Media

Scala Eiendom. (u.å). Om Scala Eiendom.

<https://scalaeiendom.no/om-oss/>

Schjølberg, O. (2022, 17. september). 2. Samling Forelesningsnotat #2: Avkastningskrav.

Universitetet i Sørøst-Norge.

Solli, N. (u.å.). Akershus og Oslo vil vokse fram mot 2040. NHO Viken Oslo.

<https://www.nho.no/regionkontor/nho-viken-oslo/artikkelarkiv/akershus-og-oslo-vil-vokse-fram-mot-2040/>

Statistisk Sentralbyrå. (2022, 9. september). Høy inflasjon sender norsk økonomi inn i en

lavkonjunktur.

<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/statistikk/konjunkturtendensene/artikler/hoy-inflasjon-sender-norsk-okonomi-inn-i-en-lavkonjunktur>

Sjø, J. (2022, 13. september). Neppe nedtur for næringseiendom, heller en pause. Dagens Næringsliv.

<https://www.dn.no/eiendom/eiendom/naringseiendom/renter/neppe-nedtur-for-naringseiendom-heller-en-pause/2-1-1290841>

The international Auditing and Assurance Standards Board / Den norske Revisorforeningen (2019) Revisjon av regnskapsestimater og tilleggsopplysninger. Norsk utgave av revisjonsstandard 540R. The international Federation of Accountants (IFAC).

<https://www.revisorforeningen.no/globalassets/fag/standarder-og-veiledninger/revisjonsstandardene/pr-09022021-regnskapsar-fra-15122021/isa-540-0221-fra-regnskapsar-som-begynner-15.12.21-eller-senere.pdf>

Thon Eiendom. (u.å.). Nye og moderne leiligheter til leie i Oslo Sentrum.

<https://thoneiendom.no/bolig-til-leie/torggata-bernt-ankers-gate/>

Thon Eiendom. (2022) Om oss

<https://thoneiendom.no/om-oss/>

Thon Eiendom. (2021). Norges Ledende Kjøpesenteraktør.

https://thoneiendom.no/globalassets/kjopesenter/brosjyrer/thon_eiendom_kjopesenterbrosjyre.pdf

Thon Eiendom. (2022, 5. januar). Bedre enn forventet for Olav Thon Gruppens kjøpesentre. NTB Kommunikasjon.

<https://kommunikasjon.ntb.no/pressemelding/bedre-enn-forventet-for-olav-thon-gruppens-kjopesentre?publisherId=9665352&releaseId=17923529&lang=no>

Thon Hotels. (2022) Om Olav Thon Gruppen

<https://www.thonhotels.no/om-thon-hotels/om-olav-thon-gruppen/>

Tømmerås, A.M. Thomas, M.J. (2022, 5. Juli). Nasjonale befolkningsframskrivninger 2022. Statistisk Sentralbyrå.

<https://www.ssb.no/befolkning/befolkningsframskrivinger/artikler/nasjonalebefolkningsframskrivinger-2022>

Union. (2022). Høyeste avkastning på 14 år

<https://union.no/analyse/fagartikler/hoyeste-avkastning-pa-14-ar>

Union (2022, 3. mars). Leieprisene på vei opp

<https://m2.union.no/leiemarked/leieprisutvikling/leieprisene-p-vei-opp>

Vist. L. (2022, 15. august). Netthandel på retur. NHO Service og Handel.

<https://www.nhosh.no/bransjer/handel2/statistikk/statistikk-nyheter/netthandel-pa-retur/>

Oversikt over tabeller og figurer

Figur 2-1 Historisk kursutvikling fra 2010-2022 (Kilde: Nordnet, 2022	16
Figur 2-2 Fordeling eiendomsportefølje	17
Figur 2-3 Konsernstruktur OTG (Olav Thon Gruppen AS, årsrapport 2021, s. 3).....	18
Figur 2-4 Fordeler med å investere i eiendomsbransjen.....	20
Figur 2-5 Allokering Oljefondet (Norges Bank, 2022)	22
Figur 2-6 Leietakerrisiko	23
Figur 2-7 Eiendomsrisiko	24
Figur 2-8 Makrorisiko	25
Figur 3-1 Verdsettelsesteknikker (Kaldestad & Møller, 2021 s. 28)	27
Figur 3-2 Oppbygging av avkastningskrav etter «takstmannmetoden» (Kaldestad & Møller, 2021, s. 325)	40
Figur 4-1 Statistisk Sentralbyrå, statistikktabell 07313 Omsetning i varehandel.....	48
Figur 4-2 Fordeling størrelse på kjøpesentre Olav Thon Gruppen	54
Figur 4-3 Fordeling størrelse på kjøpesentre Citycon.....	55
Figur 4-4 Fordeling størrelse på kjøpesentre Alti	56
Figur 4-5 Fordeling størrelse på kjøpesentre Scala Eiendom	57
Figur 5-1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	78
Figur 6-1 Likviditetsgrad 1	103
Figur 6-2 Egenkapitalandel	105
Figur 6-3 Rentedekningsgrad.....	106
Figur 6-4 Totalkapitalrentabilitet.....	109
Figur 6-5 Egenkapitalrentabilitet	110
Figur 7-1 Historiske leieinntekter	114
Figur 8-1 Utvikling i aksjekurs – OLT vs. OSEBX	127
Figur 11-1 Sensitivitet aksjepris ved endring risikofri rente	143
Figur 11-2 Sensitivitet aksjepris ved endring i beta.....	144
Figur 11-3 Sensitivitet aksjepris ved endring i langsiktig vekstrate	145
Formel 3-1 Gordons vekstformel.....	29
Formel 5-1 Netto finanskostnad.....	93

Formel 5-2 Netto finansinntekt	93
Formel 5-3 Unormalt netto finansresultat	94
Formel 5-4 Netto driftsresultat	95
Formel 5-5 Effektiv driftsskattesats	95
Formel 6-1 Likviditetsgrad 1	103
Formel 6-2 Egenkapitalprosent	105
Formel 6-3 Rentedekningsgrad	106
Formel 6-4 Totalkapitalrentabilitet.....	109
Formel 6-5 Egenkapitalrentabilitet.....	110
Formel 8-1 Egenkapitalkostnad	126
Formel 8-2 Egenkapitalbeta	127
Formel 8-3 Egenkapitalbeta	128
Formel 8-4 Justert beta	128
Formel 8-5 Gjeldskostnad.....	130
Formel 8-6 Egenkapitalandel Gjeldsandelen beregnes	132
Formel 8-7 Gjeldsandel	132
Formel 8-8 WACC	132
Formel 9-1 Enterprise value (Kaldestad & Møller, 2016, s. 114).....	135
Formel 10-1 Virsomhetsverdi basert på Yield	141
Tabell 4-1 Fare for nyetableringer	46
Tabell 4-2 Trussel fra substitutter.....	50
Tabell 4-3 Trussel fra kundenes forhandlingsmakt.....	51
Tabell 4-4 Trussel fra leverandørens forhandlingsmakt	52
Tabell 4-5 Trussel fra konkurranse	58
Tabell 4-6 Oppsummering av Porters fem krefter	59
Tabell 4-7 Utfallsmatrise VRIO-analyse (Lien, Knudsen & Baardsen 2001, s. 99)	71
Tabell 4-8 Fysiske ressurser oppsummert	73
Tabell 4-9 Finansielle ressurser oppsummert.....	74
Tabell 4-10 Organisatoriske ressurser oppsummert	75
Tabell 4-11 Humankapital oppsummert.....	76
Tabell 4-12 Oppsummering av den interne analyse	76

Tabell 4-13 Oppsummering av strategisk analyse - SWOT	77
Tabell 5-1 Konsernresultat Olav Thon Eiendomsselskap ASA.....	81
Tabell 5-2 Konsernbalanse Olav Thon Eiendomsselskap ASA.....	83
Tabell 5-3 Trailing resultat Olav Thon Eiendomsselskap ASA	84
Tabell 5-4 Trailing balanse Olav Thon Eiendomsselskap ASA	87
Tabell 5-5 Fullstendig netto driftsresultat	89
Tabell 5-6 Fullstendig nettoresultat	89
Tabell 5-7 Fullstendig finansresultat.....	89
Tabell 5-8 Unormale driftsposter	91
Tabell 5-9 Unormale finansposter	92
Tabell 5-10 Netto finanskostnad	93
Tabell 5-11 Netto finansinntekt.....	94
Tabell 5-12 Unormale finansposter	95
Tabell 5-13 Normalisert driftsskattesats	95
Tabell 5-14 Netto driftsresultat	96
Tabell 5-15 Unormalt netto driftsresultat	96
Tabell 5-16 Omgruppert resultatregnskap	97
Tabell 5-17 Omgruppert balanse.....	99
Tabell 5-18 Omgruppert balanse for sysselsatt kapital	100
Tabell 5-19 Netto driftskapital.....	100
Tabell 6-1 Syntetisk rating – OLT	107
Tabell 6-2 Syntetisk rating – Kjøpesenterbransje	107
Tabell 6-3 Syntetisk rating – Næringseiendom bransje.....	107
Tabell 7-1 Historiske leieinntekter.....	114
Tabell 7-2 Beregning forventet vekstrate - Kjøpesentervirksomheten	116
Tabell 7-3 Vekstrater leieinntekter kjøpesentervirksomheten.....	116
Tabell 7-4 Vekstrater næringseiendom	117
Tabell 7-5 Prognose leieinntekter kjøpesentervirksomheten	118
Tabell 7-6 Prognose leieinntekter	118
Tabell 7-7 Historisk utvikling andre driftsinntekter	119
Tabell 7-8 Prognose andre driftsinntekter	119
Tabell 7-9 Historisk utvikling resultat fra tilknyttet virksomhet.....	119

Tabell 7-10 Prognose resultat fra tilknyttet virksomhet	120
Tabell 7-11 Historisk utvikling avskrivninger.....	120
Tabell 7-12 Prognose fremtidige avskrivninger	120
Tabell 7-13 Historisk utvikling driftskostnader Prognoser på fremtidige driftskostnader:	121
Tabell 7-14 Prognose fremtidige driftskostnader	121
Tabell 7-15 Historiske vedlikeholdskostnader.....	121
Tabell 7-16 Historiske nettoinvesteringer	122
Tabell 7-17 Prognose nettoinvesteringer	122
Tabell 7-18 Historisk utvikling arbeidskapital	123
Tabell 7-19 Prognose arbeidskapital.....	123
Tabell 7-20 Fremtidsregnskapet	124
Tabell 8-1 Beregning egenkapital- og gjeldsandel	132
Tabell 8-2 WACC beregning	133
Tabell 9-1 Fri kontantstrøm	135
Tabell 9-2 Forutsetninger	136
Tabell 10-1 Forutsetninger multippelverdsettelse	138
Tabell 10-2 Multippelverdsettelse Olav Thon Eiendomsselskap	139
Tabell 10-3 Yield-verdsettelse	142