



Høgskulen
på Vestlandet

BACHELOROPPGAVE

Verdsettelse av Entra ASA

Valuation of Entra ASA

Endre Espedal, Ine Bruvik Opedal og Bendik
Nordli Syverud

Økonomi og administrasjon

Fakultetet for økonomi og samfunnsvitenskap

Institutt for økonomi og administrasjon

Generell bachelor

Campus Bergen

Veileder: Ingvild Lindgren Skarpeid

Innleveringsdato: 12.05.2023

Bacheloroppgave / Hovedprosjekt

Referanseside: Institutt for økonomi og administrasjon - Campus Bergen

<i>Tittel (norsk og engelsk):</i> Verdsettelse av Entra ASA Valuation of Entra ASA	<i>Dato:</i> 12.05.2023
<i>Forfatter(e):</i> Endre Espedal, Ine Bruvik Opedal, Bendik Nordli Syverud	<i>Antall sider u/vedlegg:</i> 87
	<i>Antall sider m/vedlegg:</i> 94
<i>Fordypning:</i> Generell bachelor økonomi og administrasjon	
<i>Veileder(e):</i> Ingvild Lindgren Skarpeid	
<i>Evt. Merknader (evt. konfidensiell):</i> N/A	

<i>Navn Samarbeidende / Kontaktvirksomhet:</i> N/A	
<i>Kontaktperson:</i> N/A	<i>Telefon:</i> N/A

<p><i>Sammendrag:</i></p> <p>Denne bacheloroppgaven har som formål å estimere den underliggende verdien til Entra ASA per 10.03.2023, etter selskapets børsfall i 2022. Oppgaven har et investorsyn med et mål om å komme med en anbefalt handlingsstrategi, basert på underliggende fundamentale verdier som ikke er priset inn i aksjekursen.</p> <p>Hovedmetoden som er brukt er fundamental verdsettelse, og bygger på en estimering av fremtidige frie kontantstrømmer til egenkapitalen og et avkastningskrav. For å prognostisere de fremtidige kontantstrømmene har vi utført omfattende kvalitative- og kvantitative analyser som avdekker underliggende økonomiske forhold for Entra. Informasjonen som er brukt i denne oppgaven er hentet fra offentlige kilder.</p> <p>Basert på våre analyser estimerer vi Entras egenkapitalverdi til 100,70 kroner per aksje. Dette er et gjennomsnitt av modellene brukt i den fundamentale verdsettelsen. For å kvalitetssikre dette estimatet har vi utført en markedsbasert verdsettelse. Her estimerte vi en gjennomsnittlig aksjekurs på 91,26 kroner.</p> <p>Avslutningsvis anbefaler vi en salgsstrategi. Dette skyldes at den estimerte aksjekursen fra den fundamentale analysen ligger under den observerte verdien per 10.03.2023. Denne salgsanbefalingen underbygges av resultatet fra den markedsbaserte verdsettelsen og usikkerhet i fremtidig utbetaling av utbytte.</p>
--

Stikkord:

Verdsettelse	Entra ASA	Næringseiendom
--------------	-----------	----------------

Abstract:

This bachelor's thesis aims to estimate the underlying value of Entra ASA as of 10.03.2023, following the company's stock decline in 2022. The thesis takes an investor's perspective with the goal of providing a recommended action strategy based on the underlying fundamental values not reflected in the stock price.

The main method used is fundamental valuation, relying on estimating future free cash flows to equity and a required rate of return. To forecast future cash flows, extensive qualitative and quantitative analyses have been conducted, uncovering underlying economic conditions for Entra. The data used in this thesis is gathered from public sources.

Based on our analysis, we estimate Entra's equity value to be 100,70 kroner per share. This is an average of the modules used in fundamental valuation. To validate this estimate, we performed a market-based valuation, estimating an average stock price of 91,26 kroner.

In conclusion, we recommend a sell strategy. This is due to the estimated stock price from the fundamental analysis being below the observed value as of 10.03.2023. This sell recommendation is supported by the result of the market-based valuation and uncertainty in future dividend payments.

Keywords:

Valuation	Entra ASA	Commercial Real Estate
-----------	-----------	------------------------

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende bacheloroppgave for økonomi og administrasjonsstudiet ved Høgskulen på Vestlandet, Campus Bergen.

Vi ønsker å rette en takk til vår veileder, Ingvild Lindgren Skarpeid, for all veiledning gjennom semesteret. Vi har satt stor pris på alle de gode tilbakemeldingene og diskusjonene.

Til slutt ønsker vi å uttrykke vår takknemlighet overfor fakultetet og høyskolen, for deres bidrag til et stimulerende læringsmiljø og muligheten til å ta en bachelorgrad innen økonomi og administrasjon. Dette til tross for en noe annerledes studiehverdag gjennom covid-19-pandemien.

Bergen, 12. mai 2023

Endre Espedal

Ine Bruvik Opedal

Bendik Nordli Syverud

Innholdsfortegnelse

1. Introduksjon	7
1.1 Valg av oppgave og problemstilling	7
1.2 Formålet med oppgaven	7
1.3 Avgrensinger.....	8
1.4 Struktur.....	8
2. Presentasjon av eiendomsbransjen og Entra	9
2.1 Eiendomsbransjen	9
2.2 Verdssettelse av næringseiendom	9
2.2.1 Leiepris.....	9
2.2.2 Yield	10
2.2.3 Andre faktorer	10
2.3 Presentasjon av Entra.....	11
2.3.1 Eiendomsportefølje	11
2.3.2 Visjon, strategi og målsetting	12
2.3.3 Organisasjon	12
2.3.4 Aksjeutvikling og aksjonærer	12
2.4 Konkurrenter og komparative selskaper	13
3. Teori	14
3.1 Metode	14
3.2 Feilkilder	14
3.3 Strategisk analyse.....	15
3.4 Regnskapsanalyse	16
3.5 Avkastningskrav	17
3.5.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)	18
3.5.2 Avkastningskrav for totalkapitalen (WACC).....	19
3.6 Fremtidsbudsjett.....	20
3.7 Aktuelle metoder for verdssettelse	22
3.7.1 Fundamental verdssettelse.....	22
3.7.2 Komparativ verdssettelse.....	24
4. Strategisk analyse	24
4.1 Ekstern analyse.....	25
4.1.1 PESTEL-analyse	25
4.1.1.A Politiske forhold.....	25
4.1.1.B Økonomiske forhold	26
4.1.1.C Sosiokulturelle forhold	27
4.1.1.D Teknologiske forhold	28
4.1.1.E Miljømessige forhold	28
4.1.1.F Juridiske forhold.....	30
4.1.2 Porters fem konkurransekrefter	31
4.1.2.A Trusler fra nyetableringer.....	31
4.1.2.B Trusler av substitutter	31
4.1.2.C Kundens forhandlingsmakt	32
4.1.2.D Leverandørens forhandlingsmakt.....	33

4.1.2.E Trusler fra konkurrenter	33
4.2 Intern analyse	34
4.2.1 VRIO-analyse.....	34
4.2.1.A Fysiske ressurser.....	34
4.2.1.B Finansiering.....	36
4.2.1.C Kunderelasjon	37
4.2.1.D Klimafokus	39
4.2.2 Oppsummering av VRIO-analyse	41
4.3 SWOT-analyse	41
4.3.1 Styrker-muligheter.....	42
4.3.2 Styrker-trusler.....	43
4.3.3 Svakheter-muligheter	43
4.3.4 Svakheter-trusler	44
5. Regnskapsanalyse	44
5.1 Likviditet	44
5.1.1 Arbeidskapital.....	45
5.1.2 Likviditetsgrad 1.....	46
5.2 Soliditet.....	47
5.2.1 Egenkapitalandel	47
5.2.2 Gjeldsgrad.....	48
5.2.3 Finansieringsgrad 1.....	49
5.3 Lønnsomhet	50
5.3.1 Rentabilitet på totalkapitalen	50
5.3.2 Rentabilitet av egenkapitalen.....	51
5.4 Konklusjon regnskapsanalyse.....	52
6. Avkastningskrav	53
6.1 Risikofri rente (r_f)	53
6.2 Beta til egenkapitalen (β).....	53
6.3 Markedets risikopremie ($E(R_m)$).....	55
6.4 Kapitalverdimodellen (CAPM)	55
6.5 Gjeld- og egenkapitalandel	55
6.6 Lånerente.....	56
6.7 Skattekostnad.....	56
6.8 Totalkapitalverdimodellen (WACC)	56
7. Prognoser for fremtidige kontantstrømmer	57
7.1 Resultatregnskap.....	57
7.1.1 Driftsinntekter	57
7.1.2 Driftskostnader	58
7.1.3 Avskrivninger	58
7.1.4 Finansposter	58
7.1.5 Endringer i eiendomsverdier	59
7.1.6 Endringer i finansielle instrumenter	59
7.1.7 Prognose av fremtidig resultatregnskap.....	59
7.2 Balanseregnskap	59
7.2.1 Anleggsmidler	60
7.2.2 Omløpsmidler	60

7.2.3 Egenkapital	60
7.2.4 Langsiktig gjeld	61
7.2.5 Kortsiktig gjeld	61
7.2.6 Prognose av fremtidig balanseregnskap.....	61
7.3 Kontantstrømsregnskap	61
7.3.1 Investeringer.....	62
7.3.2 Netto finanskostnader	62
7.3.3 Prognose for fremtidig kontantstrøm	62
8. Verdssettelse	63
8.1 Valg av modeller for verdssettelse.....	63
8.2 Fundamental verdssettelse	64
8.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen-modellen.....	64
8.2.2 Dividendemodellen.....	65
8.2.3 Sensitivitetsanalyse	66
8.2.3.A Sensitivitetsanalyse fri kontantstrøm-modellen	67
8.2.3.B Sensitivitetsanalyse dividendemodellen	67
8.2.3.C Sammenligning av sensitivitetsanalysene	68
8.2.4 Oppsummering fundamental verdssettelse.....	69
8.3 Markedsbasert verdssettelse	70
8.3.1 P/E	70
8.3.2 EV/EBITDA	71
8.3.3 P/B	73
8.3.4 Oppsummering markedsbasert verdssettelse	75
9. Utbyttepolitikk	76
10. Oppsummering og konklusjon	77
12. Kilder.....	79
Figurliste	88
Tabelliste	89
Appendiks	90

1. Introduksjon

1.1 Valg av oppgave og problemstilling

Bakgrunnen for å gjøre en verdsettelsesoppgave er at en slik oppgave vil anvende innhold fra flere av kursene i økonomi og administrasjon bachelorgraden. Med stor interesse for finans var en verdsettelsesoppgave interessant, lærerik og nyttig for videre studier og senere jobb.

Ved valg av bransje var fokuset å finne en bransje som den siste tiden har opplevd nedgang og redusert lønnsomhet, da dette er lærerikt i verdsettelsessammenheng. Med en felles interesse for bærekraft var det også viktig å velge en bransje med stort potensial for omstilling mot en mer bærekraftig forretningsdrift. I tillegg var et av kriteriene at bransjen var godt etablert med relativt lang historie. Med disse kriteriene som grunnlag valgte vi eiendomsbransjen. Bransjen har en lang historie i Norge, og har den siste tiden opplevd motgang.

Vi ønsket å verdsette et børsnotert selskap med regnskapshistorikk på mer enn fem år. Dette for å ha tilstrekkelig tilgang på informasjon av god kvalitet, og for å kunne sammenligne den estimerte kursen med den observerte markedsverdien. I tillegg var det viktig for oss å velge et selskap som opererte i en bransje vi kjente til, og som det ville være interessant å lære mer om. Til slutt var vi opptatt av at et selskap den siste tiden har opplevd økonomiske utfordringer og motgang på børsen. Med dette valgte vi det tidligere statseide eiendomsselskapet, Entra ASA.

Videre har vi formulert følgende problemstilling som vi ønsker å besvare gjennom oppgaven:

«Hva er den underliggende verdien av egenkapitalen til Entra ASA per 10.03.2023?»

1.2 Formålet med oppgaven

Formålet med oppgaven er å estimere en verdi på eiendomsselskapet Entra ASA, etter fallet på børs i 2022. For å finne denne verdien inntar vi et investors syn. Verdiestimatet vil gjenspeile de underliggende økonomiske forholdene i selskapet, og de forventede framtidsutsiktene. Videre vil den estimerte aksjekursen sammenlignes med selskapets markedsverdi per 10.03.2023. Da vil det kunne konkluderes med om Entra ASA er korrekt, over- eller underpriset, og dermed gi et utgangspunkt for en anbefalt handlingsstrategi.

Et sentralt spørsmål rundt verdsettingen er om markedet er effisient eller ikke. Er markedet sterkt effisient, vil markedsprisen være det beste estimatet på den virkelige verdien til selskapet, og en verdivurdering er dermed meningsløs. Dersom markedet ikke er effisient vil en verdsettingsprosess være en metode for å avdekke virkelig verdi, med tanke på at denne da vil kunne avvike fra markedsverdien (Brealey et al., 2020, s. 359). Ved gode og nøyaktige verdivurderinger vil man kunne finne under- og overprisede selskaper, som gjør investoren i stand til å skape meravkastning. Etter Entras fall på børs, vil det være nyttig å gjøre en verdivurdering. Raske fall kan påvirke hvor rasjonelle handlingene til investorene er, og dermed påvirke hvor effisient markedet er på kort sikt.

1.3 Avgrensinger

Oppgaven tar utgangspunkt i offentlig informasjon for både Entra ASA og de komparative selskapene. I forbindelse med innhenting av informasjon har vi ikke hatt kontakt med interne kilder i selskapet. All informasjon som er brukt, er hentet fra nettsider, fagbøker og rapporter som er åpen eller kan kjøpes. Som følge av innleveringsfristen har vi ikke tatt hensyn til informasjon som er publisert etter 10.03.23, da dette er datoen Entras årsrapport for 2022 ble publisert.

1.4 Struktur

Oppgaven deles inn i tre hoveddeler. Den første delen består av kapittel 2 og 3, og presenterer bransjen, Entra og relevant teori. Under teoridelen vil det bli presentert et overfladisk bilde av ulike metoder og verdsettelsesteknikker. Teknikkene vi bruker i verdivurderingen utdypes og begrunnes videre i de aktuelle kapitlene.

Del to består av kapittel 4, 5, 6 og 7, og er selve analysedelen. Her gjennomfører vi en strategisk analyse, regnskapsanalyse, og analyse for fremtidige kontantstrømmer. Her legges grunnlaget for den endelige verdien vi kommer frem til i del tre.

Den tredje og siste delen av oppgaven består av kapittel 8, 9, 10 og 11. Her knytter vi analysedelene sammen til et resultat, og gjennomfører verdsettelsen av selskapet. Videre konkluderer vi med en handlingsstrategi.

2. Presentasjon av eiendomsbransjen og Entra

2.1 Eiendomsbransjen

Store norske leksikon definerer eiendom som «alle objekter det kan knyttes eiendomsrett til». Juridisk deles dette inn i tre deler: fast eiendom, løsøre og immaterielle rettigheter (Eriksen, 2019). Innenfor eiendomsbransjen går det et skille mellom eiendom for boligformål og næringsformål. Norges Bank definerer næringseiendom som «all eiendom unntatt bolig- og fritidseiendom eid av bruker» (Hagen, 2016, s. 2). For denne oppgaven er eiendom som næringsformål det relevante, da Entra opererer i denne bransjen.

Næringseiendom er en bred bransje med flere ulike segmenter. Disse segmentene er kontor, handel, hotell, lager, logistikk og industri. Analyser utført av Norges Bank viser at kontor-segmenter er det største segmentet i Norge, både målt i areal og markedsverdi. Videre påpeker analysene utført av Norges Bank at mer enn halvparten av kontorarealene er i de fire store byene, Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger (Bjørland et al., 2022, s. 6). Ettersom Entrass kjernevirksomhet er knyttet til utvikling, utleie og forvaltning av kontoreiendom, vil vi videre fokusere på kontordelen av bransjen (Entra ASA, 2023f). Dette segmentet innebærer all form for utleie av kontorfasiliteter til bedrifter.

2.2 Verdsettelse av næringseiendom

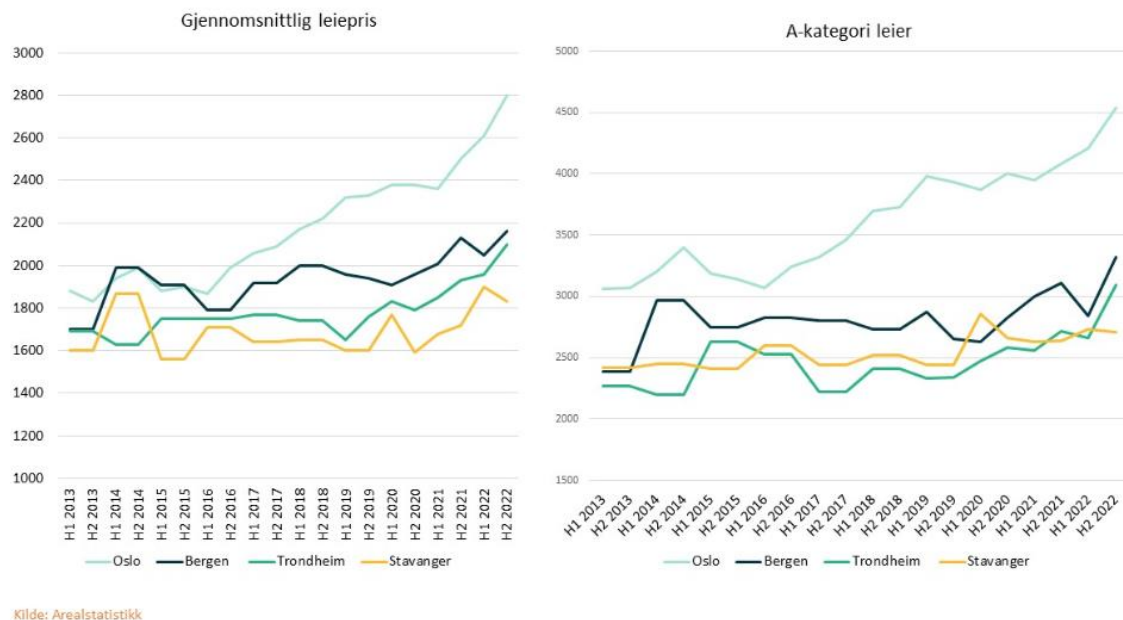
For å beregne verdien av formuesobjekt, herunder salgsprisen på næringseiendom, er det vanlig å bruke neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer og investorers avkastningskrav (Hagen, 2016, s. 7). Enkelt sagt er verdien av næringseiendom drevet frem av leieinntekter og avkastningskrav som ofte måles i yield. Dersom leieinntektene øker, eller yielden går ned, vil salgsprisen på eiendommen øke. Forholdet mellom salgpris, netto leieinntekter og yield kan uttrykkes ved følgende formel:

$$\text{Salgspris} = \frac{\text{Netto leieinntekt}}{\text{yield}}$$

2.2.1 Leiepris

Leieprisen på kontorlokaler dannes i likevektspunktet mellom tilbud og etterspørsel, som igjen er et resultat av den økonomiske utviklingen til samfunnet for øvrig. En av de viktigste driverne av leiepriser er sysselsetting (Midtgaard, 2022). For eksempel vil etterspørselen etter kontorlokaler stige som et resultat av økt sysselsetting i Norge. Gjennom analyser utført av Norges Bank kommer det frem at et fall på 1,0 prosent i sysselsetting vil kunne medføre et fall på 4,0 til 5,0 prosent i leiepriser

(Bjørland et al., 2022, s. 8). Andre tall som belyser den økonomiske utviklingen i samfunnet er BNP og styringsrente, som også vil være med på å påvirke leieprisen. På den andre siden vil det i økonomiske nedgangstider være redusert byggeaktivitet, noe som vil redusere tilbudssiden. Dette vil da kunne redusere forhandlingsmakten til leietakerne, noe som kan holde prisene oppe, selv i dårlige tider.



Figur 1. Leieutvikling i snitt og de 15% dyreste kontraktene for de 4 største byene i Norge (Haugan, 2023).

2.2.2 Yield

Yield kan anses som direkteavkastningen til en eiendomsinvestering i år 1, men må inflasjonsjusteres, og kan dermed anses som et realavkastningskrav for de påfølgende årene (Basale, 2013, s. 7). Det finnes flere analyse- og rådgivningsselskaper som skaffer gode data på yieldutvikling ved å sammenligne ulike transaksjoner. Gjennom en transaksjon vil salgssummen og netto leieinntekter være kjent. Med dette som utgangspunkt kan yield beregnes (Bjørland et al., 2022, s. 3-4). «Prime yield» er avkastningskravet for de beste eiendommene i markedet og dermed de eiendommene med lavest risiko (Due-Andresen, 2022). Flere store aktører som Norges Bank bruker disse «prestisjelokalene» som et mål på verdiutviklingen til markedet (Bjørland et al., 2022, s. 18).

2.2.3 Andre faktorer

Det er flere faktorer som påvirker verdien av næringseiendom. De viktigste verdidriverne er de etterspørselsbaserte faktorene. Næringseiendom er en bransje som i stor grad følger konjunktorene, og bransjen er avhengig av en velfungerende økonomi i samfunnet. I tider med høy økonomisk

aktivitet skapes det flere arbeidsplasser, noe som driver etterspørselen etter næringseiendom (Hagen, 2016, s. 5). Covid-19 pandemien har også medført usikkerhet i fremtidig etterspørsel etter kontorlokaler. Dette skyldes både økt bruk av digitale løsninger, og usikkerhet knyttet til arbeidsplasskonsept (Pay, 2021).

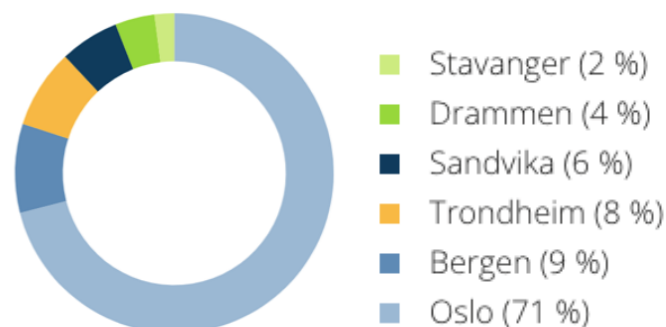
Bygg- og eiendomsbransjen opplever historisk høye byggekostnader som gjør det vanskeligere å utvikle lønnsomme byggeprosjekter, dette kan sette en demper på byggeaktiviteten og medføre store kostnader (Macic, 2022). Det har også vært økt fokus på bærekraft, og EU arbeider for at flere bærekraftige prosjekter får tilgang til kapital og gunstigere finansiering. Dette gjør det mer lønnsomt for eiendomsselskapene å ha høyt fokus på bærekraft i prosjekter (NHO, 2022).

2.3 Presentasjon av Entra

Entra er et av landets ledende eiendomsselskap. De utvikler, leier ut, og forvalter attraktive og miljøledende kontorlokaler. I tillegg utøver selskapet aktiv porteføljeforvaltning med kjøp og salg av eiendommer. Entra har hovedkontor i Oslo og regionskontorer i Bergen, Trondheim og Stavanger. Selskapet ble etablert i 2000, gjennom stortingets vedtak om utskillelse av kontorbyggvirksomheten i Statsbygg. Selskapet hørte da til under Næring- og handelsdepartementet. I 2014 solgte staten seg ned til 49,6 prosent, og noterte selskapet på Oslo børs. Staten solgte seg gradvis ut av Entra, og i november 2020 solgte de seg helt ut (Bryhn & Askim, 2019; Nærings- og fiskedepartementet, 2020). Markedsverdien av eiendomsportefølje deres er på ca. 79 milliarder kroner (Entra ASA, 2023f).

2.3.1 Eiendomsportefølje

I dag eier, forvalter og utvikler Entra eiendom på omtrent 1,6 milliarder kvadratmeter, fordelt på 102 eiendommer. Det er over 30 000 som daglig bruker bygg som Entra eier. Selskapets strategiske satsningsområder er Oslo, Sandvika, Drammen, Bergen, Trondheim og Stavanger. Figur 2 viser den geografiske fordelingen av eiendomsporteføljen (Entra ASA, 2023a).



Figur 2. Geografiske fordelingen i Entrass eiendomsportefølje (Entra ASA, 2023a).

Eiendomsporteføljen består i stor grad av kontoreiendom, men i tillegg eier Entra noen kulturelle bygninger som Nasjonalbiblioteket, samt bygninger som brukes til utdanning (Entra ASA, 2023c). En del av Entras strategi er å utvikle hele kvartaler tett på kollektive knutepunkt (Entra ASA, 2022b, s. 8) Entra har en utleiegrad på 96 prosent, hvor 56 prosent av kundeporteføljen er offentlig sektor. Den sentrale lokaliseringen på eiendommene, vil kunne gi høy kvadratmeterpris, i tillegg til at den store andelen av offentlig sektor kan sikre lange leiekontrakter og lav ledighet (Entra ASA, 2023f). Den gjennomsnittlige gjenværende leietiden på kontraktene til Entra for siste kvartal i 2022 var 6,3 år (Entra ASA, 2023e, s. 9). Dette gjør Entra til et unikt eiendomsselskap i norsk sammenheng.

2.3.2 Visjon, strategi og målsetting

Entra sin visjon er: «Entrabygg - der de mest fornøyde menneskene jobber» (Entra, 2017, s. 8). Entras forretningsstrategi er å være ledende på kundeopplevd kvalitet, levere lønnsom vekst, og være miljøledende i bransjen. Som følge av at bygg- og eiendomsbransjen står for 40 prosent av verdens energiforbruk og utslipp, har Entra som målsetning å redusere sine klimagassutslipp frem mot 2030. I løpet av de siste årene har Entra hatt særlig fokus på sirkulærøkonomi, bygge opp en grønn portefølje, og systematisk miljøsertifisering eiendommene (Entra ASA, 2023b).

2.3.3 Organisasjon

Entra har en organisasjonsstruktur bestående av flere ulike avdelinger og funksjoner med tilhørende direktører. Videre drifter Entra selv alle eiendommene med egne medarbeidere for å sikre nærhet og god dialog med leietakerne.

2.3.4 Aksjeutvikling og aksjonærer

Da Entra ble notert på Oslo børs i 2014, var markedsverdien 11,9 milliarder med en pris per aksje på 65 kroner (Entra ASA, 2014). 10.03.2023 har selskapets markedsverdi økt med 180 prosent til rundt 21,49 milliarder, altså en aksjepris på 105,80 kroner. I den samme perioden har hovedindeksen på Oslo Børs steget med 133 prosent (E24, 2023). Figur 1 viser hvordan Entra har utviklet seg sammenlignet med hovedindeksen markert i gult. Antall aksjer Entra har utstedt er 182 132 055. Det er kun én aksjeklasse, altså har alle aksjonærene de samme rettighetene (Entra ASA, 2023e, s. 17).



Figur 3. Sammenhengen mellom hovedindeksen og kursen til Entra-aksjen (Nordnet, 2023)

Tabell 1 viser de 10 største aksjonærene i selskapet. Her er Castellum og Balder de største aksjonærene med henholdsvis 33,3 prosent og 27,5 prosent eierandel.

Tabell 1. Oversikt over de 10 største aksjonærene i Entra (Entra ASA, 2022c, s. 21).

Name	No of shares	% of total
Castellum AB (publ)	60 710 624	33,3 %
Fastighets AB Balder	50 000 000	27,5 %
Danske Bank (Nominee)	14 626 346	8,0 %
Skandinaviska Enskilda Banken	5 483 600	3,0 %
J.P. Morgan (Nominee)	2 443 392	1,3 %
State Street Bank and Trust (Nominee)	2 230 736	1,2 %
Goldman Sachs International (Nominee)	2 099 656	1,2 %
Danske Invest Norske Instit II	1 650 605	0,9 %
The Bank of New York Mellon (Nominee)	1 549 956	0,9 %
Verdipapirfondet Alfred Berg Gambak	1 375 000	0,8 %

Entra sin utbyttepolitikk er å dele ut 60 prosent Cash Earnings, som er netto resultat fra eiendomsdrift minus betalbar skatt (Entra ASA, u.å.). Denne politikken har selskapet hatt siden det ble børsnotert i 2014. I 2022 ble det betalt ut 5,10 kroner per aksje i utbytte, der 2,60 kroner ble betalt ut første halvåret, og 2,50 kroner andre halvåret av 2022 (Entra ASA, 2023e, s. 3).

2.4 Konkurrenter og komparative selskaper

Det finnes mange selskaper som driver med næringsseiendom, herunder utleie av kontoreiendom i Norge. Ettersom Entra er eksponert mot alle de fire store byene, er det relevant å kartlegge selskaper for alle disse områdene. Eiendomsmarkedet i Oslo er relativt fragmentert, med flere store aktører spredt på ulike områder. De største konkurrentene til Entra i Oslo er KLP Eiendom, Storebrand Eiendom og NPRO. I de andre byene konkurrerer Entra hovedsakelig med flere familieeide selskaper.

Sammenligningsgrunnlaget mellom Entra og andre aktørene er noe vagt, da det er få selskaper i Norge med tilsvarende størrelse som Entra og som kun fokuserer på kontor. I Norge er det Olav Thon Eiendom som er mest lik Entra, da de både er børsnotert og andelen av kontor utgjør en stor del av selskapets portefølje. Eiendomsmarkedet i Sverige har flere aktører som kan sammenlignes med Entra, som SBB, Castellum og Balder. Disse er også børsnoterte selskaper. I den markedsbaserte verdsettelsen vil derfor bruke SBB, Castellum, Balder og Olav Thon Eiendom i sammenligningen.

3. Teori

3.1 Metode

Metode er en systematisk og planmessig fremgangsmåte for å løse problemer og komme frem til ny kunnskap. Generelt bruker man kvantitativ og kvalitativ metode. Kvalitativ metode er innsamling og analyse av data som er uttrykt ved tekst, og kvantitativ metode er innsamling og analyse av data som uttrykkes i form tall og andre mengdetermer (Grønmo, 2023).

I denne oppgaven vil ulike verdsettelsesteknikker anvendes. Generelt bygger disse teknikkene på analyser av Entras historiske rapporter og regnskapstall, som henholdsvis tar for seg innsamling og analyse av tekst og tall. I tillegg gjennomføres en strategisk analyse av bransjen og Entra, gjennom kvalitativ analyse. Vi benytter en kombinasjon av kvalitative- og kvantitative metoder for å svare på problemstillingen.

3.2 Feilkilder

Ulike feilkilder kan medføre at datainnsamlingen og analysene blir mindre presise, noe som igjen vil kunne påvirke resultatet. Eksempler på dette kan være dårlig strategisk analyse, psykologiske bias, insentiver og om realopsjoner utelates. (Kaldestad & Møller, 2016, s. 299). Det vil også være viktig å ta hensyn til reliabilitet og validitet i datamaterialet.

Reliabilitet handler om hvor pålitelig datamaterialet er, og defineres som: «*graden av samsvar mellom ulike innsamlinger av data om samme fenomen basert på samme undersøkelsesopplegg*» (2020) (Grønmo, 2016, s. 242). I forbindelse med innsamling av data har vi brukt Entra sine års- og kvartalsrapporter, og kan dermed argumentere for at graden av reliabilitet er høy. Som børsnotert selskap er Entra under strenge regnskapsmessige reguleringer, noe som impliserer at disse tallene er korrekt og ikke vil endre seg i fremtiden.

Validitet handler om datamaterialets gyldighet med hensyn til problemstillingen som skal besvares (Grønmo, 2016, s. 251). For å svare på oppgavens problemstilling prognostiseres fremtidige kontantstrømmer i form av utbytte og fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen, som videre brukes til å estimere en aksjekurs. Tallene som er hentet direkte fra Entra sine sider anses dermed som relevante. Videre kan det argumenteres for at den strategiske analysen vil være vanskelig å få helt korrekt, fordi samfunnet er i en periode med mye usikkerhet. Historiske tall er ofte et godt utgangspunkt, men vil ikke nødvendigvis alltid være en korrekt indikator på fremtidig utvikling.

Det er en del usikkerhet knyttet til å gjøre en verdsettelse, noe som i stor grad kan påvirke resultatet. Verdsettelsen av Entra vil bygge på en rekke antakelser, og det vil være vanskelig å nøyaktig forutse fremtidige hendelser som kan påvirke verdien til selskapet. Dette gjør at vi kan få unøyaktige estimater. Det finnes ulike metoder som kan benyttes for å gjøre en verdivurdering. De ulike metodene fungerer i ulike sammenhenger, og dersom metodikken som brukes ikke er passende for selskapet som skal verdsettes, kan det medføre unøyaktige resultater.

I samfunnsvitenskapen er reaktivitet og refleksivitet viktige momenter å ta stilling til. Reaktivitet er et fenomen hvor forskningen påvirker individene eller gruppene som studeres (Grønmo, 2016, s. 21). Dette er ikke like relevant i en verdsettelsesoppgave, ettersom kildetyper som benyttes er dokumenter. Refleksivitet er mer relevant fordi forskernes bakgrunn og erfaringer vil kunne påvirke hvordan samfunnsforholdene som studeres blir analysert og tolket (Grønmo, 2016, s. 21).

Den estimerte verdien kan altså påvirkes av våre insentiver og psykologiske bias. Dette er adferdsøkonomiske prinsipper som har fått et større fokus de siste tiårene, og bygger på en lærdom om at mennesker ikke er så rasjonelle som klassisk økonomisk teori forutsetter. Prognoser har en tendens til å bli for optimistiske, og de fleste mennesker undervurderer reell usikkerhet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 23). I produksjon av dokumenter vil informasjonen filtreres gjennom forfatterens egne synspunkter og meninger. Dette kan påvirke forskernes oppfatning av innholdet. I tillegg kan forskernes egne holdninger påvirke hvilke kilder som oppsøkes og hvilken informasjon som selekteres ut. Slike påvirkninger kan føre til systematisk skjevhet i resultatene vi kommer frem til.

3.3 Strategisk analyse

Formålet med den strategiske analysen er å forstå verdidriverne, og avdekke forhold og muligheter som kan gi opphav for økt profitt. Når en strategisk analyse skal gjennomføres må først og fremst bransjen kartlegges for å få en forståelse for verdikjeden. Her er det viktig å ikke bare analysere

dagens øyeblikksbilde, men også følge utviklingen over tid. Videre vurderes bransjelønnsomheten gjennom en ekstern analyse. Deretter vurderes selskapets lønnsomhet relativt til bransjen gjennom en intern analyse (Kaldestad & Møller, 2016, s. 99).

Det finnes ulike modeller som kan benyttes når man skal gjøre en strategisk analyse. For de eksterne forholdene er det vanlig å bruke PESTEL-analyse og Porters fem konkurransekrefter. PESTEL-analysen har som mål å avdekke hvordan viktige forhold i makroomgivelsene kan påvirke selskapets posisjon, vekst og kurs i fremtiden. Analysen tar for seg politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forhold (Heggernes, u.å., s. 53). Porters fem konkurransekrefter tar utgangspunkt i at det er fem krefter som påvirker bedriftens konkurransesituasjon. Modellen identifiserer trusler fra nyetableringer, tusler fra substitutter, kundens forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt og trusler fra konkurrenter. Ved å ha kontroll på disse, vil selskapet være godt rustet til å møte konkurransen i markedet (Heggernes, u.å., s. 56).

For de interne forholdene er VRIO-analyse et mye brukt verktøy. Den identifiserer i hvor stor grad de interne ressursene til selskapet gir konkurransefortrinn, sett i forhold til bransjen. De interne ressursene blir vurdert ut ifra hvilken grad den er verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og godt organisert (Fjeldstad, 2018, s. 74).

Til slutt i den strategiske analysen vil det være gunstig å oppsummere funnene fra den eksterne og interne analysen i en SWOT-analyse. Her avdekkes selskapets trusler, svakheter, muligheter og trusler, samt hvordan disse kan møte hverandre. Gjennom en slik analyse oppnår selskapet et helhetlig bilde av deres konkurransesituasjon, og hva de selv kan gjøre for å forbedre denne.

3.4 Regnskapsanalyse

Formålet med en regnskapsanalyse er å få en oversikt over selskapets økonomiske situasjon og utvikling. Analysen går ut på å beregne forholdstall som brukes til å vurdere lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. De beregnede nøkkeltallene gjør det mulig å sammenligne selskapets finansielle stilling opp mot tidligere år, samt opp mot andre bedrifter. Deretter kan regnskapsanalysen brukes til planlegging av fremtidig virksomhet, og planlegging av tiltak for å bedre økonomien (Baksaas & Hansen, 2015, s. 215).

Likviditet sier noe om selskapets betalingsevne. Vi vil benytte oss av følgende to nøkkeltall:

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

(Baksaas & Hansen, 2015, s. 219).

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

(Baksaas & Hansen, 2015, s. 224).

Soliditet handler om bedriftens evne til å tåle underskudd uten å gå konkurs. Vi vil benytte oss av tre nøkkeltall for å drøfte dette:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \cdot 100\%$$

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

(Baksaas & Hansen, 2015, s. 221–222).

Lønnsomhet handler om bedriftens evne til å skape avkastning på investert kapital. Vi benytter oss av følgende to nøkkeltall for å beregne dette:

$$R_{TK} = \frac{(\text{Resultat før skatt} + \text{Rentekostnader})}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} \cdot 100\%$$

, der R_{TK} står for totalkapitalrentabilitet (Baksaas & Hansen, 2015, s. 248).

$$R_{EK} = \frac{\text{Resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \cdot 100\%$$

, der R_{EK} står for egenkapitalrentabilitet (Baksaas & Hansen, 2015, s. 255).

3.5 Avkastningskrav

I en fundamental verdsettelse estimeres verdien av de fremtidige kontantstrømmene. Det er forbundet høyere usikkerhet med kontantstrømmer som ligger langt inn i fremtiden. For å kvantifisere denne usikkerheten er det hensiktsmessig å estimere et avkastningskrav som brukes til å diskontere kontantstrømmene. Avkastningskravet gir et anslag på hvor mye avkastning investoren må forvente å få på den investerte kapitalen, som kompensasjon for risikoen investoren påtar seg.

3.5.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

For å beregne egenkapitalkostnaden benyttes følgende formel:

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

der

R_e = risikofri rente

R_f = avkastning på markedsporteføljen

$R_m - R_f$ = markedets risikopremie som kvantifiserer forventet meravkastning ved å investere på børs

β = Selskapet betaverdi til egenkapitalen. Denne gir et anslag på hvor mye selskapet påvirkes av systematisk risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156).

Modellen kalles for «Kapitalverdimodellen» eller på engelsk «Capital Asset Pricing Model» (heretter CAPM). Dette er den mest vanlige metoden for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Når en investor står overfor et valg om å kjøpe en aksje, vil vedkommende kunne ta på seg to hovedtyper risiko. Den ene typen er bedriftsspesifikk risiko, og tar for seg den delen av risikoen som er forbundet med spesifikke forhold som påvirker selskapet. Dette er en type risiko som en investor kan diversifisere vekk ved å investere i forskjellige selskaper og bransjer. Hvis en investor klarer dette vil vedkommende sitte igjen med kun den generelle markedsrisikoen som også kalles systematisk risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 155).

Systematisk risiko er risiko som man tar på seg uansett hva man investerer i. Denne typen risiko er satt sammen av styringsrente, konjunktursvingninger, inflasjon og lignende. Selv om forskjellige selskaper kan påvirkes i forskjellig grad av disse underliggende faktorene, kan ikke denne typen risiko diversifiseres bort. Aksjer i samme marked vil ha en viss del samvariasjon som et resultat av underliggende faktorer som påvirker alle selskapene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 155).

Investorers mål er å påta seg så lite risiko som mulig, samtidig kan ikke vedkommende forvente lavere risiko enn den systematiske risikoen. Alle investorer har mulighet til å diversifisere porteføljen sin. Den best diversifiserte investoren vil dermed kunne akseptere det laveste avkastningskravet, og er derfor villig til å betale mest for aksjen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 155–156).

Systematiske risikoen i CAPM er relatert til markedets risikopremie. Størrelsen kvantifiserer hvor mye meravkastning investorer kan forvente ved å investere i aksjemarkedet sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). I tillegg til denne premien, kan det i enkelte

tilfeller legges til andre premier for å justere for andre typer risiko som for eksempel småselskapspremie og likviditetspremie. Småselskapspremien justerer for at små selskaper er mer utsatt for konjunktursvingninger samtidig som potensialet for en større oppside er større enn det CAPM som regel predikerer. Likviditetspremie legger til risikoen forbundet med at en aksje kan være vanskelig omsettbart hvis den for eksempel ikke er børsnotert (Kaldestad & Møller, 2016, s. 171).

Om en investor ikke ønsker å ta på seg risiko, kan vedkommende fortsatt generere avkastning. Her finnes det flere forskjellige alternativer, men den vanligste måten å kvantifisere den risikofrie renten er å se på statsobligasjoner med lang tidshorison. Her er det vanlig å benytte 10-årsrenten. Dette vil gi et relativt stabilt avkastningskrav, men ulempen vil her være at det som regel er priset inn en likviditetspremie og en inflasjonspremie i lange obligasjonslån. Dette gjør altså at slike lån teoretisk sett ikke er risikofrie. Lang rente vil allikevel ofte gi det beste bildet, da denne bedre korrelerer med lengden til fremtidige kontantstrømmer enn andre. Denne tilnærmingen til risikofri rente passer best for selskaper som kun opererer i ett land.

3.5.2 Avkastningskrav for totalkapitalen (WACC)

Totalavkastningskravet blir beregnet ved å finne et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden. Altså til henholdsvis eier og kreditor. Dette er bedre kjent under det engelske navnet «Weighted Average Cost of Capital» (heretter WACC). Formelt uttrykkes WACC på følgende måte:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

der:

E = markedsverdi av egenkapitalen

D = markedsverdien av gjelden

R_e = Avkastningskravet til egenkapitalen

R_d = Gjeldsrente

t = den nominelle skattesatsen for selskapet

(Kaldestad & Møller, 2016, s. 153).

Avkastningskravet er delt opp i kapitalkostnaden til egenkapitalen og gjelden. Kreditors avkastningskrav er satt til å være vektet gjennomsnitt av selskapets effektive renter. For å diskontere fri kontantstrøm brukes WACC, noe som gjør at selskapets lånerente hovedsakelig benyttes.

Gjeldsrenten inneholder som regel en tapspremie, men denne er stort sett ikke så spesielt høy for lån som klassifiseres som «investment grade». For å eventuelt estimere denne tapspremien kan en rangering av gjelden til selskapet benyttes. Her er det vanligst å benytte ratingen til kredittbyråer som Standard & Poor's og Moody's (Kaldestad & Møller, 2016, s. 173–175).

I forbindelse med totalkapitalen benyttes markedsverdien av egenkapitalen og gjelden. Markedsverdien av gjelden er det bokførte lånebeløpet i regnskap som er ført etter IFRS 13 standarden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 473). Markedsverdien til egenkapitalen estimeres ved å multiplisere aksjekursen med antallet utestående aksjer.

WACC er uavhengig av kapitalstruktur. Avkastningskravet til egenkapitalen vil alltid være høyere enn til gjelden. Dette er begrunnet i at kreditor er mer sikret enn eierne da de har førsteprioritet til avkastningen. Hvis egenkapitalandelen for eksempel øker, skulle man tro at WACC øker tilsvarende, men denne utjevnes av at betaen til egenkapitalen vil reduseres og at kreditor vil senke tapspremien sin som et resultat av høyere sikkerhet. Miller-Modigliani-teoremet tilsier at dette stemmer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 178).

3.6 Fremtidsbudsjett

Sentralt i en fundamental verdsettelse av et selskap ligger en strategisk analyse og en analyse av historiske data vedrørende selskapet. Videre benyttes denne informasjonen som er hentet inn til å estimere budsjetter for fremtiden, men dette er i praksis vanskelig. For å komme med så korrekte prognoser som mulig, er det viktig å være grundig i analysen av data. Samtidig vil mesteparten av den estimerte verdien ligge i terminalverdien, som er verdien av kontantstrømmene inn i uendeligheten. Denne utgjør gjerne over 70 prosent av verdien til kapitalen. Samtidig er det viktig å bemerke at terminalverdien beregnes på bakgrunn av den siste eksplisitte prognoseperioden. Dette medfører at om lønnsomheten er for høy eller lav i denne perioden vil dette kunne få relativt stort utslag for den estimerte verdien av selskapet i form av en signifikant feilprising (Kaldestad & Møller, 2016, s. 113). Som investor kjøper man seg en rettighet til fremtidige kontantstrømmer når man kjøper en aksje. Det er dermed viktig å være så nøyaktig som mulig når fremtidsbudsjettet settes opp.

For å finne de riktige verdiene i de historiske regnskapene er det viktig å omgruppere regnskapene for å kunne estimere virksomhetsverdien. En slik omgruppering er viktig fordi regnskap er satt opp med hensyn på kreditor. Det kan dermed være nødvendig å klassifisere hvilken del av kapitalen som er sysselsatt slik at man ser på operasjonelle eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 36). Videre er

man som investor opptatt av hvordan selskapet presterer i en normalsituasjon. For å beregne fremtidige kontantstrømmer er det hensiktsmessig å justere for store engangsposter i det historiske regnskapet som påvirker fremtiden unaturlig mye. Etter man har utført de nødvendige justeringene av regnskapet, sitter man igjen med et normalisert regnskap (Kaldestad & Møller, 2016, s. 65).

Aksjekursen gjenspeiler markedets verdsettelse av egenkapitalen i et selskap. Som investor prøver man å finne verdien til egenkapitalen. For at det skal lønne seg å investere i et selskap er det forutsatt at selskapet må generere avkastning i fremtiden. Den fremtidige avkastningen estimeres ved å sette opp et estimat på fremtidige kontantstrømmer basert på fremtidsutsiktene fra den strategiske analysen og historiske regnskapstall. Disse skal videre diskonteres med et avkastningskrav for å gi et anslag på den reelle verdien til selskapet. Hvis denne fraviker signifikant fra den observerte kursen på børs, kan den resultere i en kjøps- eller salgsanbefaling basert på retningen den fraviker, eller en holdanbefaling dersom den ikke fraviker nevneverdig.

Verdien til selskapet er basert på hva man kan forvente av avkastning i all fremtid. Desto lenger inn i fremtiden man estimerer, desto større blir usikkerheten forbundet med estimatene. Det er derfor ikke hensiktsmessig å estimere alle kontantstrømmer inn i uendeligheten basert på prognosene. Den vanligste prognoseperioden er 5 år, men det finnes tilfeller hvor kortere eller lengre prognoser er mer gunstig. Prognoseperioden skal ende i at selskapet er i en «steady state», hvor veksten er stabil (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). For å beregne nåverdien til kontantstrømmene etter prognoseperioden benyttes Gordons vekstformel. Her brukes avkastningskravet og en konstant årlig vekstrate til å beregne en diskontert kontantstrøm inn i uendeligheten. Formelt sett kan kontantstrømmene fra prognoseperioden og fra «steady state» uttrykkes på følgende måte:

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t-T} \frac{Kontantstrøm_t}{(1+r)^t} + \frac{1}{(1+r)^T} \cdot \frac{Kontantstrøm_{T+1}}{(r-g)}$$

der:

r = avkastningskravet

g = den konstante vekstraten

T = terminalåret

3.7 Aktuelle metoder for verdsettelse

Det finnes flere ulike metoder og fremgangsmåter for verdsettelse av selskaper. De fem mest kjente metodene er fundamental-, markedsbasert-, balansebasert-, kostbasert- og opsjonsbasert verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2016, s. 28). Det finnes ingen fasitsvar på hva som er riktig eller galt da alle metodene har sine fordeler og ulemper. Det vil derfor være slik at hvilken metode man velger vil avhenge av flere faktorer som tilgang på informasjon, tid til disposisjon, krav til pålitelighet, bransje og bransjen eller organisasjonens fase i livssyklus (Kaldestad & Møller, 2016, s. 35).

De to vanligste metodene er fundamental- og markedsbasert verdsettelse. Den fundamentale verdsettelsen tar for seg forventninger knyttet til fremtidige kontantstrømmer. Den markedsbasert verdsettelse handler om å sammenligne selskapet med lignende selskaper for å komme frem til en verdi. De tre andre metodene er ikke like vanlige å bruke i praksis. Den balansebaserte verdsettelsen reflekterer hva eiendelene i et selskap kan selges for i markedet. Kostbasert verdsettelse handler om at man ikke er villig til å kjøpe en eiendel for mer enn det ville ha kostet å erstatte den.

Opsjonsbasert verdsettelse er en metode som brukes i tilfeller hvor det er en verdi å besitte en rettighet, men hvor en ikke er pliktet til å bruke den. Dette kan for eksempel fungere godt i tilfeller hvor et selskap sliter med å overleve (Kaldestad & Møller, 2016, s. 28–33). Ettersom de tre siste metodene ikke er like vanlige å bruke, har vi valgt bort disse i verdsettelsen av Entra. Videre vil vi ta for oss fundamental- og markedsbasert verdsettelse og forklare ulike teknikker som kan anvendes.

3.7.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en verdsettelsesteknikk som bygger på en teori om at verdien til et selskap er nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene. For å komme frem til denne verdien må man først estimere fremtidige kontantstrømmer basert på den kvalitative strategiske analysen og den kvantitative analysen av historiske regnskapstall. Videre må man estimere et avkastningskrav før man til slutt diskonterer de fremtidige kontantstrømmene tilbake til dagens verdi basert på avkastningskravet. Dette vil utgjøre det endelige verdiestimatet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29). For å kunne gjennomføre en fundamental verdsettelse er det derfor en sentral forutsetning at man har god tilgang på tilstrekkelig informasjon. I tillegg er metoden best egnet for etablerte selskaper, gjerne børsnoterte med flere års offentlig regnskapshistorikk (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33).

Innenfor fundamental verdsettelse finnes det ulike inntjeningsbaserte metoder. De to vanligste metodene er total kapitalmetoden og egen kapitalmetoden, hvor man beregner diskonterte

kontantstrømmer til henholdsvis selskapets eller investors hånd (Kaldestad & Møller, 2016, s. 35). Forskjellen mellom disse metodene er kontantstrømmene og avkastningskravet som legges til grunn.

Gjennom egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen til selskapet direkte ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen med egenkapitalkravet (CAPM). Det finnes fire ulike modeller for å verdsette egenkapitalen. De fire ulike variantene er *fri kontantstrøm*, *dividendemodellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*. For totalkapitalmetoden verdsettes diskonteres fremtidige driftsrelaterte kontantstrømmer til hele selskapet gjennom med totalkapitalkravet (WACC), for å estimere selskapets verdi. De samme fire modellene kan anvendes for å verdsette totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 35–45).

Fri kontantstrøm og dividende er to ulike modeller, men som baserer seg på samme prinsipper. Tanken her er at verdien av egenkapitalen til et selskap er den diskonterte verdien av de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen i en bestemt periode og en horisontperiode, hvor horisontverdien finnes ved bruk av Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 37–39).

Superprofittmodellen tar utgangspunkt i at verdien av egenkapitalen til et selskap er lik dagens bokførte verdi av egenkapitalen sammen med nåverdien av fremtidig profitt. Modellen tar også hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen. Det vil si at superprofitten for en periode reflekterer periodens resultat fratrukket alternativkostnaden på den investerte kapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 42). Superprofittvekstmodellen tar for seg at verdien av egenkapitalen vil være nettoresultatet til neste års egenkapitalen. Deretter tillegges nåverdien av fremtidig økning i superprofitt til egenkapitalen.

Grunnen til at den fundamentale metoden er den mest brukte metoden skyldes at de fleste andre metoder er avledninger av den fundamentale verdsettelsen og diskontering av fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 34). Diskontering av fremtidige kontantstrømmer er en arbeidskrevende prosess. Kaldestad og Møller definerer flere gode grunner til at dette bør være hovedmetoden i enhver verddivurdering. For eksempel prises fremtidige statsobligasjoner basert på nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, noe som derfor også bør gjelde for aksjer. I tillegg er markedet opptatt av kontantstrømmer og ikke regnskapstall. Det er heller ikke uvanlig at 75 prosent av verdiene til selskap ligger mer enn fem år frem i tid (Kaldestad & Møller, 2016, s. 34–35). Videre i denne oppgaven vil derfor den fundamentale metoden vektlegges høyest, ved bruk av to modeller.

3.7.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en alternativ metode til fundamental verdsettelse for å estimere verdien av et selskap. Her brukes multipler til å estimere selskapsverdi. Man starter med et tall fra resultatet, balansen, sysselsatt kapital eller lignende. Denne verdien blir videre multiplisert med en faktor som representerer tilsvarende selskaper eller bransjen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221). Fordelene med komparativ verdsettelse som metode er at den kan gi et resultat ganske raskt, og at den gir en verdi basert på hva markedet har lyst til å betale for selskapet. Dette har gjort at markedsbaserte metoder er nyttige «benchmarks» når man gjør en fundamental verdsettelse.

Ulempene med metoden er at den kun estimerer relativt kort tid inn i fremtiden. Her vil en god fundamental verdsettelse gi et bedre bilde da den estimerer lenger inn i fremtiden. Det er teknisk sett i kontantstrømmene som ligger langt inn i fremtiden at selskapets reelle verdi faktisk sitter. Metoden er også ganske lett å misbruke da det finnes veldig mange multipler. Ved å være selektiv med hvilke multipler man bruker eller hvilke selskaper man sammenligner med, kan man danne et skjevt bilde av den faktiske tilstanden. Dette er muligens noe man kan gjøre dels underbevisst da det kan være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 226–228).

Det er ofte vanskelig å utføre en markedsbasert verdsettelse av norske bedrifter. Dette henger sammen med at man i en ideell verden bruker selskaper som er nokså like som selskapet man prøver å finne verdien til. I et så lite land som Norge er det oftest ikke mange nok tilstrekkelig like konkurrenter til å få en veldig nøyaktig multiplerverdi. For å innhente nok informasjon til å konstruere multiplere vil man som regel trekke inn utenlandske selskaper. Disse er ikke nødvendigvis direkte komparative da disse selskapene kan være utsatt for en annen konjunktur. Store endringer i en valutakurs kan for eksempel føre til at utenlandske varer kan bli mye dyrere for et av selskapene, noe som igjen kan føre til høyere kostnader enn konkurrentene. Dette vil igjen kunne føre til en feilprising av aksjen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 25).

4. Strategisk analyse

Det første steget i en fundamental verdsettelse er å vurdere selskapets posisjon i markedet, gjennom en kvalitativ analyse av selskapets underliggende økonomiske forhold. Her analyseres både bransje- og selskaps spesifikke forhold, gjennom henholdsvis en ekstern- og intern analyse. Hensikten med den eksterne analysen er å forstå hvilke faktorer fra omgivelsene som kan påvirke bransjen. Vi vil først analysere eksterne drivkrefter som preger bransjen på makronivå, ved å anvende en PESTEL-

analyse. Videre vil vi ta for oss konkurranseforholdene i markedet på mikro-nivå, ved å anvende Porters fem konkurransekrefter (Heggernes, u.å., s. 53). I den interne analysen vil vi benytte VRIO-modellen for å vurdere om Entra har interne ressurser som gir konkurransefortrinn. Til slutt oppsummeres funnene gjennom en SWOT-analyse for å avdekke Entrass styrker, svakheter, muligheter og trusler.

4.1 Ekstern analyse

4.1.1 PESTEL-analyse

PESTEL-analysen gir et overblikk over dynamiske makrofaktorer som kan påvirke lønnsomheten i eiendomsbransjen (Heggernes, u.å., s. 53). Analysen er avgrenset til kun de viktigste faktorene som påvirker Entra, og driver verdiskapningen.

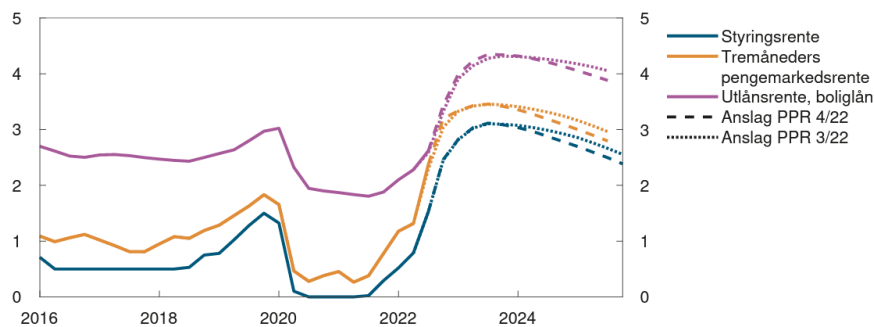
4.1.1.A Politiske forhold

Endringer i politisk kurs kan føre til at lover og praksiser forandres på kort varsel. Politiske endringer vil ofte føre til at lover og praksiser endres. Entra driver sin virksomhet utelukkende i Norge, som er et politisk stabilt land. Dette gjør at Entra, i motsetning til selskaper som operer i land med andre politiske forhold, er lite utsatt for politisk risiko som resultat av uforutsigbare og store omveltninger i lovgiving eller politisk praksis. Entra blir derimot påvirket av endringer i lovgiving som påvirker byggebransjen, som for eksempel endringer i byggeforskrifter.

Høye energipriser, drevet frem av blant annet krigen i Ukraina, påvirker kontorleietakere. I 2022 steg strømprisene til rekordhøye nivåer (Holstad, 2023). I artikkelen «Disse får mest i strømstøtte» skildres det hvordan tilgangen på strømstøtte for en del virksomheter var essensiell for å sikre videre drift. Det fremgår også av denne artikkelen at det er eiendomsselskaper som har fått mest strømstøtte i 4. kvartal i 2022. I denne perioden fikk eiendomsrelaterte selskaper over 1,2 milliarder i strømstøtte av totalt 2,78 milliarder utdelt til næringslivet. For å være kvalifisert for strømstøtte måtte selskapet oppfylle en rekke kriterier, som f.eks. energikartlegging og gjennomføring av energiltak. I tillegg vil det ikke være lov å betale utbytte i 2023 hvis selskapet har mottatt strømstøtte. Det kan anses som positivt for bedrifter i eiendomsbransjen å få subsidiert enøkiltak som de muligens måtte ha utført om ikke lenge. Dette kan i tillegg komme leietakere til gode i form av lavere energiforbruk, og dermed lavere kostnader i fremtiden (Feratovic & Bakken, 2023). Samtidig kan det å ikke betale utbytte anses som negativt for investorer da dette i enkelte tilfeller kan sende negative signaler om tilstanden til selskapet (Juelsrud, 2016). Entra har valgt å betale utbytte til aksjonærene sine i 2023, og har dermed ikke benyttet seg av strømstøtteordningen.

4.1.1.B Økonomiske forhold

Frem til 24. september 2021 var styringsrenten satt til null av Norges Bank (Norges Bank, 2021). Dette ble gjort som et tiltak for å bedre økonomien og sikre at den ikke skulle kollapse. Med lave renter begynte inflasjonen å stige ukontrollert i 2021, og nådde nivåer langt over det lovfestede inflasjonsmålet på 2 prosent. Dette gjorde at sentralbankene over hele verden begynte å sette opp styringsrentene. Norges Bank har over lengre tid hatt en inkrementell, men rask økning av styringsrenten for å få kontroll på den høye inflasjonen i Norge. I pengepolitisk rapport 4 for 2022 fremgår det at de forventede rentebanene blir brattere enn de gjorde i pengepolitisk rapport 3. Dette resulterer i at Norges Bank antar at toppen av rentebanen er like høy, men inntreffer tidligere (Bache, 2022b, s. 19, 2022c, s. 19). Dette sender signaler om at høye renter reduserer prisstigningen, men for Entra har høyere renter negative konsekvenser.



Figur 4. Rentebanen i PPR 4/22 og PPR 3/22 (Bache, 2022c, s. 19).

Høye renter påvirker Entra direkte ved at avkastningskravet til eiendommene settes opp, noe som resulterer i fall på eiendommenes verdier, gitt alt annet likt (Henriksen, 2022). Et slikt fall vil redusere egenkapitalen fordi eiendomsselskapene må gjøre store nedskrivninger på eiendelene sine, som igjen vil øke gjeldsgraden til selskapet (Hagen et al., 2018, s. 4). Med bankenes store eksponering mot næringsseidom vil kraftige verdifall medføre innstramninger fra bankene, og økte finansieringskostnader for selskapene. Samtidig vil eiendomsforetakenes soliditet svekkes. Dette vil gjøre det mer krevende å hente inn kapital, og risikopåslaget på eiendomsforetakenes finansiering vil økes, både fra bankenes utlån og gjennom obligasjonsmarkedet (Bache, 2022a, s. 17).

Økte rentekostnader vil også kunne påvirke Entra indirekte ved at leietakerne får dårligere betalingsevne. Dette medfører en betydelig økt risiko for Entra i form av mislighold av leiekontrakter (Tangen, 2022). På den måten vil vurderingene av de fremtidige kontantstrømmene reduseres, og selskapets eiendomsverdier kan falle. Inkassoselskapet Intrum rapporterer om en betydelig økt risiko for en konkursbølge, og at inkassosaker for bedrifter i Norge har økt med 20 prosent det siste året

(Revfem, 2023). Dersom denne trenden fortsetter, vil det kunne resultere i økt arealledighet og redusert etterspørsel etter kontorlokaler.

Nye prosjekter og drift av eiendommer har den siste tiden blitt mindre lønnsomt. Det skyldes blant annet økte kostnader i energi og byggematerialer. Kostnadsøkningene kommer på toppen av de allerede høye prisene på for eksempel materialer (Steinseth, 2022). De økte materialkostnadene skyldes i stor grad inflasjonen, som er et resultat av blant annet logistikkproblemer. Økt etterspørsel og forsinkelser i vareleveringer har stoppet fremdriften i prosjekter og skapt ubalanse mellom tilbud og etterspørsel, som har drevet opp prisene (International Monetary Fund, 2022, s. XVI). Ettersom dette både er tapte inntekter og økte kostnader, reduseres lønnsomheten til Entra.

4.1.1.C Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold handler om hvilke trender i samfunnet som kan spille med og mot selskapets favør (Heggernes, u.å., s. 54). Entra operer i de største byene i Norge, som betyr at befolkningsutviklingen vil ha noe å si for dem. I Norge fortsetter befolkningen å øke med 0,6 prosent fra 2021 til 2022. Dette skyldes i hovedsak flere eldre og innvandrere. Ifølge FN vil antall mennesker over åtti år i verden tredobles fra 2020 til 2050 (Lie, 2023). Det vises også en trend i at kvinner føder færre barn (Christiansen, 2022). En kommende eldrebølge og nedgang i fruktbarheten vil bli en utfordring for det verdiskapende potensialet i økonomien. Det vil kunne medføre færre sysselsatte, som kan senke etterspørselen etter kontorlokaler.

Norge har opplevd sterk sentralisering de siste årene. Det er spesielt mange unge som har flyttet til de store byene. Grunner til dette kan være et ønske om en mer urban livsstil, eller for å ta utdanning (Langørgen, 2007). Vekst i byene vil påvirke næringsvirksomheter, i form av økt sysselsetting og økonomisk vekst. Flere folk med høyere utdanning vil kunne forsterke etterspørsel etter kontorlokaler i fremtiden.

Da korona kom i 2020 ble hjemmekontor tatt mye i bruk. Der ble man tvunget til å ta i bruk nye digitale verktøy, noe som har gjort at folk har fått øynene opp for nye muligheter. En undersøkelse gjennomført av Elkjøp, viser at ni av ti nordmenn ønsker å ha muligheten til å benytte hjemmekontor etter pandemien (DN, 2021). Dette tyder på at en endring i kontorvaner. Etter pandemien har en rekke store bedrifter åpnet opp for at deler eller hele arbeidsstyrken kan jobbe permanent hjemmefra (Ertersvåg & Storm Bamvik, 2020). Dersom behovet for kontorlokaler reduseres, vil det påvirke Entra negativt i form av lavere arealbehov.

4.1.1.D Teknologiske forhold

Med god utnyttelse av teknologiske fremskritt kan selskaper i eiendomsbransjen skaffe seg et konkurransefortrinn, mens de i verste fall kan falle fra om de ikke er proaktive.

I artikkelen «Gamle næringsbygg sluker energi» skildres det hvordan næringsbygg har et enormt energibehov. Teknologi i form av solcellepanel på taket ville være en god løsning for å dekke behovet for energi. Incentivene for å utvikle egenproduserte strømalternativer ville vært høyere dersom det hadde vært lov til å selge overskuddsstrøm til nabobygg (Årstad, 2022). Med en lovendring ville regjeringen gjort det mulig å gjøre det mer lønnsomt å investere i alternative energikilder i form av at reststrøm kan selges på kraftnettet, noe som allerede er tiltatt for privatpersoner (elvia.no, u.å.).

Et viktig teknologisk fremskritt i det siste har vært gjenbruk av byggematerialer. Tidligere har det vært vanskelig å gjenbruke materialer, da dette ble hindret av «Forskrift om dokumentasjon av byggevarer». Denne stilte omfattende krav til hvordan byggevarer ble dokumentert og sertifisert. I en forskriftsendring fra 1.juli 2022 blir dette endret for materialer som ikke har blitt omgjort eller forringet i nevneverdig grad. Det kan dermed være mulig for selskaper i byggebransjen å skaffe seg et konkurransefortrinn innen bærekraft, ved å anvende brukte materialer, samt å selge de materialene som ikke brukes videre (Zeiner & Sannes, 2022). Entra gått sammen med andre aktører for å kartlegge behovet, og lage en digital markeds plass for omsetting av brukte materialer (itbaktuelt.no, 2021). Dette vil være et viktig steg på veien mot å nå klimamål og bedre omdømme. Samtidig vil Entra få enklere tilgang på materialer, som kan redusere logistikkproblemene i verden.

Et annet område som kan utvikle eiendomsbransjen er teknologiske hjelpemidler, også kalt «proptech». Dette er et paraplybegrep som omfatter all bruk av informasjonsteknologi i bransjen (Flølo et al., 2019). Arealbehov er viktig for leietakere, ettersom dette er en stor del av bedrifters utgifter. Ved bruk av proptech kan eiendomsbransjen for eksempel kartlegge det faktiske behovet for leietakerne, og med disse dataene finne frem til lokaler som er mer tilpasset bedriftens behov. Ofte er sensorene installert i byggene, så det er potensiale for å bruke allerede tilstedeværende teknologi for å innhente slike data, noe som kan gjøre etableringskostnaden lav (Vidhammer, 2022).

4.1.1.E Miljømessige forhold

Miljømessige forhold handler om hvordan dagens samfunn forholder seg til miljøet, og hvordan dette påvirker selskapet (Heggernes, u.å., s. 54). Bygg- og eiendomsbransjen står for 40 prosent av verdens energiforbruk, og er dermed den viktigste faktoren for miljøbelastning i næringsbygg (Carlin, 2022).

Det er allerede blitt tatt i bruk en rekke ulike miljøsertifiseringssystemer. BREEAM er Norges mest brukte miljøsertifiseringssystem for eiendommer. Byggene kan sertifiseres på fem nivåer, fra Pass til Outstanding. Man skiller mellom sertifisering for nye og eksisterende bygg, gjennom henholdsvis BREEAM-NOR og BREEAM In-Use. (Grønn Byggallianse, 2023). I Norge er det i overkant av 300 BREEAM-NOR registrerte bygg, hvorav kun 7 av disse har oppnådd det høyeste nivået. Det er en økt etterspørsel etter BREEAM-sertifiserte bygg, noe som kan medføre et konkurransefortrinn og økte leiepriser (Knapstad & Borgen, 2023).

EU-taksonomien er et nytt klassifiseringssystem, som skal definere hvilke aktiviteter som er bærekraftige. Denne er sentral i EU kommisjonens handlingsplan for bærekraftig finans. Taksonomien stiller krav til store børsnoterte selskaper med minst 500 ansatte. Disse må rapportere bærekraftige økonomiske aktiviteter på bakgrunn av en rekke kriterier. Den trådte i kraft i Norge 1. januar 2023 (Regjeringen, 2022a). Selv om taksonomien kun stiller krav til de store aktørene, vil den også påvirke mindre virksomheter. Dette skyldes at klassifiseringssystemer vil kunne bedre investorenes beslutningsgrunnlag, og bidra til at markedet for bærekraftige investeringer vil fungere bedre. Da kan banker, forsikringselskaper og investorer bruke taksonomien til å bestemme hvilke aktiviteter de skal låne ut til, forsikre og investere i (Grønn Byggallianse, 2021). I tillegg vil det gjøre det vanskeligere å «grønnevaske» (DNB, 2023). Med Entras sterke fokus på bærekraft vil taksonomien kunne gi selskapet bedre finansieringsvilkår, gjennom grønne lån.

I tillegg til strenge forskrifter er nordmenn mer opptatt av klimaet enn noen gang. Spesielt unge bekymrer seg i større grad for mulige konsekvenser. Dette gjør at fremtidige leietakere vil fokusere mer på miljø, og vil derfor bli en viktig del av selskapets strategi (Aarstad Aase, 2021). Den siste tiden har det blitt aktuelt med grønne leieavtaler. Dette blir brukt for leietakerne som ønsker å bidra til et godt miljø. Gjennom en slik avtale skal utleier og leietaker i samarbeid bidra til å redusere byggets negative påvirkning, og fremme en bærekraftig utvikling (Bellona, u.å., s. 6).

Det vil i tiden fremover være viktig for eiendomsbransjen å ha en god energimerking av byggene. Siden sommer 2010 har det vært obligatorisk med energiattest på alle næringsbygg som skal selges eller leies ut. Denne viser hvor energieffektivt bygget er gjennom en skala fra A til G (Bellona, u.å., s. 6). I Nederland er det nå blitt forbudt å leie ut kontorer med energiklasse E og lavere. Det er stor sannsynlighet for at dette også vil bli gjeldende i Norge. Med strenge forskrifter og holdninger til miljø i dagens samfunn vil det være viktig for Entra å ta miljøfokus og den bærekraftige utviklingen på alvor, for å holde seg konkurransedyktig (Setsaas, 2023).

4.1.1.F Juridiske forhold

Juridiske forhold omhandler alle lover og regler som regulerer samfunnet, og endringer kan påvirke driften til selskapet økonomisk (Heggernes, u.å., s. 54–55). Ettersom eiendomsselskaper generer sine kontantstrømmer gjennom leiekontrakter, er det viktig å kjenne til lover som påvirker kontraktene. Samtidig må eiendomsselskapene kontinuerlig forholde seg til endringer i lover og regler som staten pålegger bransjen, som for eksempel EU-taksonomien, miljøkrav, byggeforskrifter og plan- og bygningsloven som alle kan påvirke driften.

Et argument for å investere i næringsseiendom er at kontantstrømmen er sikret mot inflasjon gjennom en årlig KPI-regulering av leiekontrakter (Mortensen, 2020). Ifølge DNB Næringsmegling, er hovedregelen at leietakere selv betaler for eget strømbruk (Tiller, 2022). Ettersom KPI brukes til å måle inflasjon, inneholder denne flere mål som økte energipriser (Norges Bank, 2020). Dette innebærer i praksis at leietakerens kontrakter både reguleres for økte energipriser, samtidig som leietakerne selv blir belastet for den økte energiprisen gjennom sitt strømforbruk. Ved inngåelse av nye leiekontrakter har det derfor den siste tiden vært fokus på å endre de nye kontraktene fra 100 prosent KPI-regulering, til reguleringsmekanismer som for eksempel KPI-JAE (Karijord & Meleng, 2022). KPI-JAE er et tilsvarende inflasjonsmål som KPI, men justert for avgiftsendringer og energipriser (Norges Bank, 2020). Det viktig at Entra klarer å fortsette med KPI reguleringer av kontraktene, ettersom KPI-JAE historisk har vært lavere enn KPI. Dersom de ikke klarer det, vil endringen potensielt redusere den økonomiske veksten for Entra.

Med økt bruk av proptech har risikoen for personvernbrudd økt. Proptech kan medføre lagring av data knyttet til brukerne av bygget. Entra må dermed forholde seg til personopplysningsloven, som stiller krav til behandling av personopplysninger (Wiersholm, 2022). Et brudd på denne loven kan medføre kraftige bøter på opptil 4 prosent av årsomsetningen (Vanebo, u.å.) Det vil derfor være viktig at Entra har gode rutiner på GDPR-rettet opplæring for sine ansatte, da et brudd på reglene potensielt vil redusere overskuddet til selskapet betraktelig.

Andre juridiske forhold som spiller en sentral rolle i eiendomsbransjen, er plan- og bygningsloven. Dersom byggeprosjektet ikke igangsettes innen tre år etter at igangsettelses tillatelsen er gitt, vil tillatelsen falle ut (Saltnes, 2023c). Med høye byggekostnader og mangel på varer kan det ta tid å sette i gang nye prosjekter. Ettersom det vil være en lang og kostbar prosess å skaffe ny igangsettelsestillatelse, vil det være viktig å ha kontroll på når tillatelsen utløper. Med Entras store

portefølje og historikk med lønnsomme prosjekter vil det være et stort potensial for lønnsom utbygging og oppgraderinger, noe som vil være en fordel for både selskapet og aksjonærene.

4.1.2 Porters fem konkurransekrefter

Bedrifter må kontinuerlig evaluere og utvikle strategier for å møte konkurransen i et marked. Michael Porter utviklet en modell med fem konkurransekrefter som kartlegger attraktivitet, lønnsomhet og konkurransesituasjon i et marked (Heggernes, u.å., s. 56).

4.1.2.A Trusler fra nyetableringer

Trusler fra nyetableringer handler om hvilke inngangsbarrierer som eksisterer for nye aktører (Heggernes, u.å., s. 57). Desto høyere inngangsbarrierene er, desto vanskeligere er det å etablere seg i markedet. Markedet er preget av store aktører og familieeide selskaper som har gått i arv. Historisk har bransjen vært preget av god risikojustert avkastning og stabil vekst, noe som gjør bransjen attraktiv for lønnsomme selskaper som ønsker alternative investeringer (Johannessen, 2022). Eksempler på slike foretak er de store bankene og forsikringselskapene i Norge.

Med høye eiendomsverdier er tilgang på kapital en av de største inngangsbarrierene i den norske eiendomsbransjen. Når bankene i tillegg strammer inn, blir det vanskeligere å hente inn kapital. Til tross for fallende salgsv verdier i marked kreves det fortsatt store økonomiske ressurser, noe som gjør det krevende for nye aktører å etablere seg.

Fallende eiendomsverdier medfører allikevel muligheter for nye aktører. Et eksempel på dette er investeringsbanken ABG Sundal Collier som utnytter det fallende markedet til å etablere en egen Alternativ Investment avdeling, som utelukkende skal fokusere på eiendomsinvesteringer (Bugge, 2023). Dette er et selskap med god tilgang på kapital, og som kan utgjøre en betydelig økt konkurranse i bransjen. Disse aktørene vil potensielt utgjøre en trussel for Entra, til tross for at antall kvadratmeter utleiebare arealer ikke økes, kan selskapene utbedre eiendommene.

4.1.2.B Trusler av substitutter

En konkurrerende aktør har et substitutt når de tilbyr en vare eller en tjeneste som ikke er den samme, men som oppfyller kundenes behov på annet vis. For å være et reelt substitutt må det være lett å bytte til dette substituttet, og kundene må ha mulighet til å spare penger ved å bytte til substituttet (Heggernes, u.å., s. 58).

I forbindelse med pandemien ble digitale møteplattformer tatt i bruk. Møteplattformene var ikke nødvendigvis nye, men fikk en viktigere betydning i hverdagen, og resulterte i en mer effektiv arbeidshverdag. En konsekvens kan være at arealbehovet til leietakerne reduserer. For arbeidsgiver vil dette medføre en reduksjon i kostnadene. For arbeidstakerne vil dette kunne være tidsbesparende. I 2021 jobbet 41 prosent hjemmefra minst én gang i uken, og det er forespeilet at det ikke skal synke ned igjen til nivåene før pandemien (Rønne, 2022). For Entra kan dette medføre redusert etterspørsel etter kontorlokaler.

Et annet substitutt for eiendomsbransjen er om potensielle leietakere velger å kjøpe næringseiendom istedenfor å leie. Dette er mer utbredt utenfor de største byene, da leieprisene er lavere og binder mindre kapital, samtidig som selskapene vil få en potensiell gevinst i verdiøkningen. Snittprisen på næringseiendom var på 14,9 millioner kroner i Oslo, kontra 4,5 millioner kroner i resten av landet (Kampevoll, 2019). Effekten er høyere kapitalbinding ved kjøp av næringseiendom i de største byene, og kun er mest aktuelt for de største aktørene, som DNB (Saltnes, 2019).

4.1.2.C Kundens forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt handler om i hvilken grad kundene kan presse pris og lønnsomhet (Heggernes, u.å., s. 58–59). Innen eiendomsbransjen vil kundenes makt til å presse prisene i stor grad være påvirket av forholdet mellom tilbud og etterspørsel.

Fra Entras konsensusrapport kommer det frem at de store eiendomsselskapene i markedet har en historisk lav ledighet på 5,2 prosent (Entra ASA, 2022a, s. 3). Resultatet kan være at kundene sitter igjen med mindre forhandlingsmakt. Entras konsensusrapport anslår videre at det fremover vil være en svakt stigende arealledighet og stigende leiepriser i bransjen frem mot 2025, da ledigheten fortsatt vil være lav (Entra ASA, 2022a, s. 3). Dette betyr at den lave forhandlingsmakten vil være vedvarende. Konsensusrapporten er utarbeidet basert på estimater fra de ledende analysemiljøene innen næringseiendom i Norge. Denne undersøkelsen gjennomføres kvartalsvis og er unik i Norge da den samler inn estimater fra alle de største analysemiljøene i Norge. I tillegg er rapporten «nøytral i forhold til hva Entra ASA måtte mene om markedene» (Entra ASA, 2022a, s. 12). Dette gjør rapporten til en pålitelig og omfattende kilde til informasjon om næringseiendom i Norge.

I 2022 ble det inngått historisk mange leiekontrakter i Oslo, og signeringsvolumet for året var på nesten 920 000 kvm. Dette skyldes i stor grad at det har vært flere leiekontrakter som har utgått, noe som har medført mange reforhandlinger og flytteprosesser. I 2022 ble det rapportert utløp i leiekontrakter på nærmere 670 000 kvm. I 2023 stiger dette tallet til nesten 830 000 kvm for så å

synke ned til 740 000 kvm i henholdsvis 2024 og 2025. Dette er sterke indikatorer på at det fortsatt vil bli høye signeringstall de neste årene (Haugan, 2023). Ettersom 70 prosent av porteføljen til Entra ligger i Oslo, har også Entra en stor jobb med å reforhandle leiekontrakter de kommende årene. I årsrapporten fra 2022 ser vi at utløpsprofilen deres vil være høy også de neste årene (Entra ASA, 2023g, s. 16). Trenden er dermed ikke å anse som forbigående. Til tross for høy utløpsprofil, vil Entra sitte med makt til å forhandle prisene, ettersom etterspørselen etter kontorlokaler fortsatt er høy.

I usikre tider vil selskapene ønske å ha sikre kontantstrømmer fra leietakerne. Dermed er offentlig leietakere svært attraktive, noe som kan gi økt kundemakt til denne typen kunder. Ettersom Entra har en stor andel av offentlige leietaker, vil Entras kunder ha forhandlingsmakt. Samlet sett vil kundens forhandlingsmakt anses som lav i bransjen. Det er mange kunder innen næringseiendom og kontorsektoren, og det er stort sett høy etterspørsel etter sentralt beliggende lokaler, som er satsningsområdene til Entra (Haugan, 2021).

4.1.2.D Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt handler om i hvilken grad leverandøren kan presse bransjens lønnsomhet, ved å endre pris eller kvalitet på produktet (Heggernes, u.å., s. 59). I eiendomsbransjen vil den viktigste leverandøren være finansieringsinstitusjoner. Kapital er den største innsatsfaktoren, og vilkårene man får hos banken og obligasjonsmarkedene utgjør en stor del av selskapets totale kostnad. Dette kan bidra til at kreditorene får en høy grad av leverandørmakt. Samtidig kan det være individuelle forskjeller mellom kundene, som gjør at noen fremstår sterkere for leverandørene enn andre. Entra med sin attraktive eiendomsportefølje, lang historie og kundekapital, kan gjøre selskapet til en attraktive kunder for bankene.

Ubalansen mellom tilbud og etterspørsel i materialer medfører høyere makt for leverandørene. Dette har resultert i høyere priser, noe som har gjort at mange byggeprosjekter er blitt satt på vent (Sættem, 2022). Forhandlingsmakten til materialleverandørene er dermed høy for tiden, men vi anser denne som forbigående.

4.1.2.E Trusler fra konkurrenter

Konkurrenter defineres som andre aktører som tilbyr det samme produktet. Jo flere konkurrenter det er i et marked, jo mer umodent er markedet. Dette kan indikere at det er mulig å skille seg ut i mengden med et godt og konkurransedyktig konsept som differensierer seg fra konkurrentene (Heggernes, u.å., s. 56).

Eiendomsbransjen er preget av mange mellomstore aktører, for eksempel familieeide selskaper som har eid eiendommer gjennom flere generasjoner. Markedet er dermed modent, noe som betyr at selskapene i større grad må konkurrere på pris (Heggernes, u.å., s. 56). Pris er allikevel ikke det eneste aspektet som bedrifter kan bruke for å skille seg ut. Bærekraftsfokus, kundeservicegrad og beliggenhet er aspekter som kan hjelpe med å differensiere seg fra konkurrentene. Entras strategi er å kjøpe opp større kvartaler, slik at trusselen fra aktører som ønsker å etablere seg i nærområdet reduseres. Dette kan i tillegg gi synergieffekter ved å utvikle områder til å bli mer attraktive, og øke etterspørselen. Tullin-kvartalet er et godt eksempel på denne synergieffekten, noe vi kommer tilbake til i den interne analysen (Byggfakta Nyheter, 2022).

Synker etterspørselen etter lokaler, vil det resultere i reduserte leieinntekter. Videre følger eventuelle konsekvenser av mulige utgangsbarrierer. Ved lavkonjunktur kan en konsekvens være at selskaper med store deler av egenkapitalen bundet i anleggsmidler, havner i en likviditetsskvis. Et skrekksenario ville vært om for mange aktører legger ut eiendommer for salg samtidig for å skaffe bedre likviditet. Dette vil få prisene til å falle, noe som kan få kraftige ringvirkninger.

Eiendomsbransjen kan dermed i nedgangstider oppleve å være mer bundet i markedet enn aktører i andre bransjer. En annen konsekvens kan være at andre konkurrenter kan skaffe attraktive eiendommer på billigsalg, og dermed forbedre sin posisjon i forhold til Entra.

4.2 Intern analyse

4.2.1 VRIO-analyse

VRIO-analysen identifiserer og analyserer drivere og interne ressurser som skaper verdi for Entra (Fjeldstad, 2018, s. 55). Basert på bransjekunnskap og den eksterne analysen i tidligere kapitler vil vi i analysen vise i hvor stor grad de interne ressursene til Entra gir konkurransefortrinn. Vi har identifisert Entras mest verdidrivende ressurser som fysiske ressurser, finansiell utvikling, kunderelasjoner og klimafokus.

4.2.1.A Fysiske ressurser

Eiendomsporteføljen er selve kjernen til Entras forretningsmodell, og er hovedressursen til selskapet. Eiendommene er også viktig for at Entra skal nå sine langsiktige mål og strategier knyttet til utleie, klimafokus og kunderelasjon. Entras langsiktige strategi har vært å utvikle områder i de største norske byene. For å oppnå dette har selskapet solgt eiendommene utenfor Oslo og omegn, Bergen, Trondheim og Stavanger (Entra ASA, 2017c). Entra har fokusert på å bygge opp porteføljen i strategiske områder i byene. Selskapet har gjennomført byutviklingsprosjekter nær kollektive

knutepunkt, for å kunne heve lønnsomheten og attraktiviteten for et helt område. Tullinkvartalet er et eksempel på et slikt prosjekt, hvor Entra siden 2013 har utviklet området (Byggfakta Nyheter, 2022). Denne omfattende utviklingen har resultert i et av Oslos mest attraktive områder, med flere store advokatfirmaer, teknologiselskaper og utelivssteder (Lundgaard, 2021). Entra har flere andre strategiske utviklingsområder som for eksempel Bryn, hvor selskapet har større ambisjoner for de kommende årene (Widing, 2021).

Entras portefølje har en markedsverdi på 79 milliarder. Transaksjoner fra slutten av 2022, viser at selskapets eiendommer holder seg stabilt i verdi, til tross for verdifallet i eiendomsbransjen på 5-15 prosent i 2022 (Saltnes, 2023a). Entra solgte fem eiendommer til en salgssum på kun 2 prosent under de bokførte verdiene fra foregående verdivurdering (Saltnes, 2022b). Dette viser at selskapet er sterkt økonomisk rustet. Eiendomsporteføljen er en verdifull ressurs for selskapet, fordi de både kan utvikle større byutviklingsprosjekter og innløse eiendommene ved behov for økt likviditet.

Store byutviklingsprosjekter er også sjeldent, fordi det krever store ressurser i form av planlegging og kapital. Det er krevende å kjøpe tilstrekkelig med eiendommer i et geografisk avgrenset område, ettersom eiendommene ofte er eid av flere aktører. I tillegg stilles det krav til hvilke formål eiendommene er regulert til. Antall kollektive knutepunkt med mulighet for kontoreiendommer er dermed begrenset. Når et område skal utvikles, må det også være tilgang på ledig areal, det vil si at leiekontraktene må løpe ut før eiendommen kan renoveres. Disse faktorene gjør at Entras eiendomsportefølje kan anses som en sjelden ressurs.

Til tross for at Entras utviklingsstrategi er sjelden, finnes det andre aktører som utvikler tilsvarende områder for å heve attraktiviteten og leieprisen. NPRO har hatt tilsvarende prosjekter i sin utvikling av både Nydalen og Aker Brygge. Her har selskapet lyktes med å utvikle attraktive områder for flere ulike bransjer. Dette har medført stor etterspørsel etter lokalene som har dratt opp leieprisene. Det er derfor imiterbart for andre selskaper å ha tilsvarende eiendomsporteføljer. For å hele tiden fokusere på satsningsområdene gjør Entra strategiske kjøp og salg av eiendommer. KPMG-bygget på Majorstuen er et eksempel på et bygg lokalisert i et område hvor Entra ikke var eksponert med andre eiendommer. Dette ble solgt i 2022 (Byberg, 2022). Byutvikling av spesifikke områder handler om å organisere porteføljen på en systematisk måte, slik at en kan dra ut et potensielt overskudd av eiendomsporteføljen. Med dette er Entras eiendomsportefølje godt organisert, og selskapet har hele tiden fokus på å videreutvikle sin strategi.

4.2.1.B Finansiering

Den økonomiske uroen gjør det viktig å se på Entras finansielle situasjon for å kunne vurdere hvordan de er posisjonert for tøffere tider. Dette for å kunne opprettholde sin ambisjon om finansiell vekst, som er selskapets første grunnpilar i den langsiktige strategien (Entra ASA, 2022b, s. 12).

Entra sin finansiering består av både banklån, obligasjoner og verdipapir. Disse utgjør til sammen 40,8 milliarder kroner. Det kommer frem i Entras årsrapporter at det er fordelaktig med grønne lån (Entra ASA, 2023g, s. 24). Deres grønne finansiering har hatt en stor økning de siste årene. Ved å utstede grønne obligasjoner får Entra tilgang på kapital med bedre vilkår, noe som gir en finansieringsfordel. Entra jobber kontinuerlig med å forskyve banklån, og utstede nye obligasjoner og verdipapirer, som en del av selskapets finansiering. I tillegg fremgår det av årsrapporten for 2022 at de har et godt forhold til bankene (Entra ASA, 2023g, s. 24). Entra har en Moody-kredittrating på Baa1 (Entra ASA, 2023g, s. 103). Dette innebærer at Entra anses som «Investment grade» av kredittratingbyråene, noe som gjør at Entra vil ha god tilgang på kapital i de ulike kapitalmarkedene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 174). Med dette er finansieringsstrukturen verdifullt for selskapet. Finansieringsstrukturen er allikevel ikke sjelden og den er imiterbar for andre selskaper.

Et viktig mål på den finansielle utviklingen til et eiendomsselskap er Loan-to-Value (heretter LTV), som er et mål på selskapets gjeld mot verdiene til eiendommene. Dette er et viktig mål på risikoen långiver tar ved å gi et lån til selskapet. Blir gjelden for høy i forhold til verdiene vil også dette medføre at kredittkostnader øker. Entrass LTV har hatt en kraftig økning i 2022 (Entra ASA, 2023g, s. 8). Fra årsrapporten for 2022 påpeker Sonja Horn at Entrass mål er å ha LTV på under 50 prosent (Entra ASA, 2023g, s. 8). Entrass oppkjøp av Oslo Areal var finansiert med gjeld og økte den totale gjelden med ca. 14 mrd. NOK (Entra ASA, 2021b). Dette medførte en LTV på over 50 prosent noe som vil kunne utgjøre en risiko for selskapets finansieringsvilkår.

Styrringsrenten ble satt opp for å bekjempe inflasjonen, noe som påvirker yield og verdivurderinger til eiendommene. Entrass gjennomsnittlige gjeldsrente har gått opp fra 3,31 prosent i Q3 til 3,81 prosent i Q4. Dette er et resultat av de hyppige rentehevingene til Norges Bank. Entra har på den andre siden bundet 49 prosent av gjelden, for å redusere risikoen for rentesvingninger (Entra ASA, 2023e, s. 8). Fra kvartalsrapporten for Q4 2022 fremgår det at selskapet har skrevet ned verdiene med 363 millioner, som er en nedskrivning på over 6 prosent fra toppen (Entra ASA, 2023e, s. 17).

Økningen i gjeld og nedskrivninger av eiendomsverdier er en stor utfordring for selskapet fordi LTV øker. Dette medfører videre økte kredittkostnader og betydelig økt risiko for selskapet. For å

motvirke denne effekten må selskapet redusere den totale gjelden, for eksempel ved å selge eiendommer. Entra hevder selv at de nå arbeider med en salgsprosess av eiendommer utenfor strategiske satsningsområder, og har så langt solgt eiendommer for 3,3 milliarder (Entra ASA, 2023g, s. 8). Dette tyder på at selskapets finansiering ikke er godt organisert fordi selskapet må gjennomføre tiltak for å redusere gjelden.

4.2.1.C Kunderelasjon

For å sikre fremtidige kontantstrømmer er det viktig for enhver bedrift å ha gode kunderelasjoner. Kundetilfredshet er den andre av Entras tre grunnpilarer (Entra, 2022b, s.12). God relasjon mellom utleier og leietaker er en verdifull ressurs for Entra.

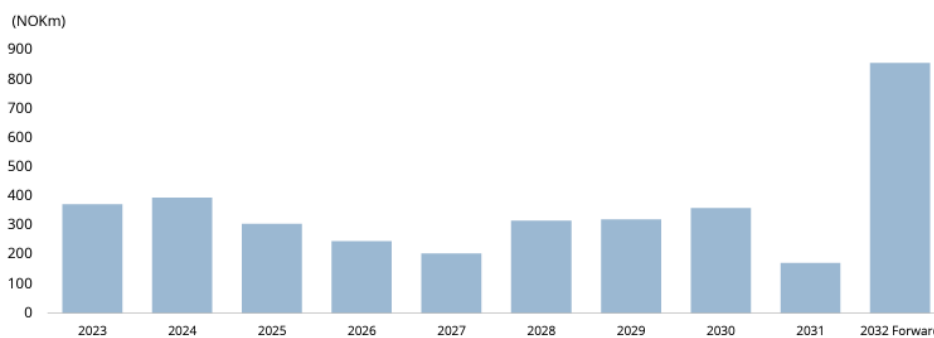
Høy kundetilfredshet fører til større sannsynlighet for forlengelse av eksisterende leieforhold. Dette skyldes at det vil være dyrt og krevende å flytte, noe som gjør at høy tilfredshet øker terskelen for at kundene flytter. Kundetilfredshet kvantifiseres hvert år ved hjelp av «The Norwegian Tenant Index», hvor Entra fikk en høy score på 84 poeng i 2022 (Entra ASA, 2023g, s. 13). Dette er 1 poeng over bransjegjennomsnittet som lå på 83 poeng, se Figur 5. I tillegg gis det en miljømessig score hvor leietakerne ga Entra 87 poeng, der 75 poeng var den gjennomsnittlige poengsummen i bransjen (Entra ASA, 2022b, s. 13). Dette viser at selskapet scorer systematisk over bransjegjennomsnittet. Samtidig kan det trekkes frem at bransjen har en generell oppadgående trend, mens Entra ligger jevnt og svinger om et nivå. Dette indikerer at kundetilfredshet ikke er å anse som et konkurransefortrinn i seg selv da bransjen har generelt høy kundetilfredshet.



Figur 5. Utleiegrad og kundetilfredshetsscore for Entra de siste 8 årene (Entra ASA, 2023d, s. 26).

Med høy utleiegrad og kundetilfredshet, vil fremtidens forutsigbarhet være større. Utleiegraden var pr. 31.12.2022 på 96,5 prosent, noe som er en nedgang på 1,3 prosentpoeng fra 31.12.2021. Dette er et lite fall på ett år, og skyldes hovedsakelig ledighet i Oslo Areal porteføljen til Entra (Entra ASA, 2023e, s. 4). Selv om det er et fall i utleiegraden, er denne fortsatt høy, noe som sammen med den høye kundetilfredsheten kan anses som verdifullt.

Utløpsprofilen i Oslo er høy de kommende årene er høy i Oslo (Haugan, 2023). Dette resonerer med Entras tall som viser relativt store kontraktsfestede leieinntekter som utløper i 2023, 2024 og 2025 (Entra ASA, 2023e, s. 10). I Figur 6 illustreres utløpsprofilen til Entra grafisk. Utløpene vil medføre store reforhandlingsprosesser. Videre vil dette gjøre at de kontraktene som kun har blitt KPI-justert har mulighet til å bli forhandlet opp til den reelle markedsprisen, og medfører en økning i fremtidige kontantstrømmer. Med mange utgående kontrakter som skal reforhandles er det også mulig at enkelte kontrakter ikke blir reforhandlet, men at leietakerne velger å flytte. Et eksempel på dette er Statens vegvesen som flytter fra Entra-lokaler (Revfem, 2016; Rønne, 2018).



Figur 6. Entrar utløpsprofil (Entra, 2023d, s.10).

Utløpte kontrakter kan frigjøre arealer for oppussing, slik at de blir mer konkurransedyktige i fremtiden. Et annet aspekt som bidrar til usikkerheten, er at eksisterende leietakere reforhandler med et redusert arealbehov. Trendene i markedet tyder på at enkelte leietakere vil trenge mindre plass med større andel hjemmekontor, samt aktivitetsbaserte arbeidsplasser og møterom i kontorarealet (Arbeidstilsynet, u.å.). I 2015 publiserte regjeringen et rundskriv som satt et maksimumskrav på 23 kvm per ansatt (Sætre & Jensrud, 2015). Med Entrar høye andel av offentlige leietakere vil de kommende utløpene potensielt bli reforhandlet med mindre arealer.

Den vektete gjennomsnittlige kontraktstiden har gått ned fra 6,8 år ved utgangen av 2021 til 6,1 år ved utgangen av 2022 (Entra ASA, 2023e, s. 9). Dette kan skyldes at leietakerne ønsker større grad av

fleksibilitet, og dermed signerer gjennomsnittlig kortere kontrakter. Dette kan også skyldes at arealledigheten har økt. For Entra medfører dette økt langsiktig risiko.

Statlige foretak og instanser er blant de mest solide og sikre leietakerne. For Entra er 56 prosent av deres leietakere statlige. Grunnen til at staten er en sikker leietaker er at den er mindre konjunkturutsatt. Den store andel statlige aktører blant sine leietakere, kombinert med lang gjennomsnittlig kontraktstid gjør dette til et konkurransefortrinn som er både sjeldent og vanskelig imiterbart. Kontraktstiden tilsier også at dette kan anses som et relativt varig konkurransefortrinn.

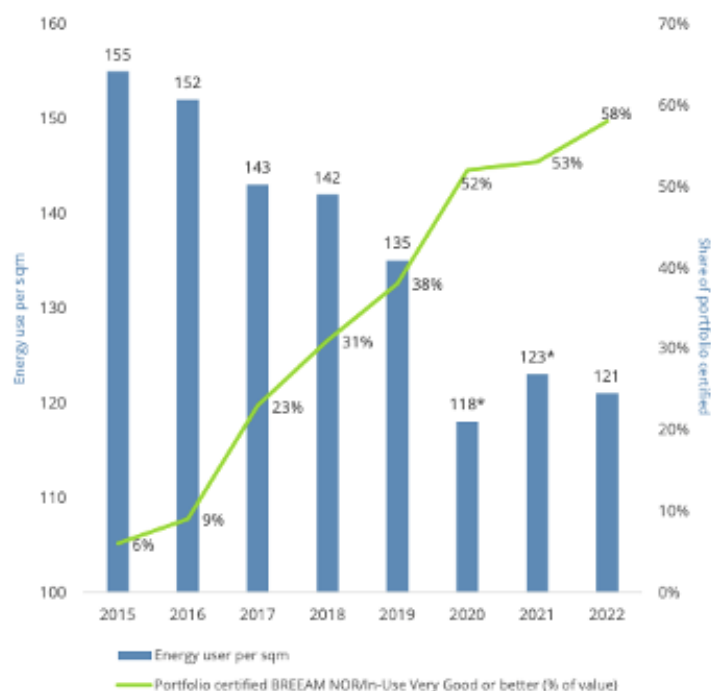
Entras høye kundetilfredshet skyldes tett dialog og tilstedeværelse for sine leietakere. For å opprettholde kundetilfredsheten har Entra egne eiendomsteam som følger opp alle kundene, med driftsansvarlige, eiendomssjefer, teknisk sjefer og regionsledere (Horn, 2019). I tillegg har Entra egne rådgivningsteam bestående av strategiske rådgivere som hjelper kundene med å effektivisere kontorarealene og utforme arbeidsplasskonseptet (Saltnes, 2022a). Entra har også egne utleieteam som leier ut ledige arealer. Med dette vil leietakerne hele tiden oppleve å være i dialog med Entra-ansatte for å få løst sine utfordringer. Denne tilnærmingen til kundeservice og den høye kundetilfredshetsscoren, tilsier at Entras kunderelasjonsressurs er godt organisert.

4.2.1.D Klimafokus

Klima er den siste av Entras tre grunnpilarer. Entras tilnærming til miljø, er å opprettholde posisjonen som bransjens miljøleder og bidra til å redusere bygg- og eiendomssektorens miljøbelastning.

Entra har hatt fokus på å utvikle miljøledende bygg i 10 år. Allerede i 2012 åpnet Entra det første «passivhuset» på Papirbredden i Drammen (Entra ASA, 2023b). Dette er et eksepsjonelt godt isolert bygg, med lavt energibruk (Enova, u.å.). Powerhouse Brattørkaia ferdig i 2019, og er i dag et bygg som produserer mer energi enn det bruker. Som del av utviklingen av Tullinområdet, ble Kristian August gate 13 gjennomført som Norges første fullskala ombruksprosjektet. Dette er gode eksempler på at Entras portefølje blir mer miljøvennlig. Selskapet har som mål å sertifisere alle eiendommene med BREEAM Very Good eller bedre, noe de har oppnådd på over 50 prosent av porteføljen (Entra ASA, 2023b).

Figur 7 viser Entras utvikling på dette området. Her ser vi en sterk nedgang i energiforbruket per kvadratmeter de siste åtte årene, sammen med at porteføljen deres har en positiv utvikling i BREEAM-sertifiserte bygg.



Figur 7. Utviklingen i energiforbruk pr. kvm. og andelen av porteføljen som er BREEAM-sertifisert (Entra ASA, 2023d, s. 27).

For at ressursen skal være verdifull, må den ha positiv effekt på Entras kostnader og/eller kundenes betalingsvillighet. Miljøsertifiserte bygg oppnår høyere leiepriser og er mer attraktive for Entra, da miljølokaler har lavere driftskostnader og lang holdbarhet (Saltnes, 2023b). Miljøfokus kan altså skape høyere betalingsvilje hos kunden, samtidig som det kan gi bedre finansiering for selskapet. Dermed kan det konkluderes med at miljøfokus er en verdifull ressurs for Entra.

Miljøfokus er utbredt blant mange aktører i bransjen. Etterspørselen etter miljøvennlige lokaler er stor blant leietakerne, og det vil derfor være viktig for Entra å imøtekomme dette. Entra var det første norske selskapet som var med på CDP (Carbon Disclosure Project) sin A-liste, en liste over selskaper som er verdensledende på miljø- og klimarapportering (Entra ASA, 2017a). Dette kan være et resultat av at Entra var tidlig ute med miljøfokus. Samtidig kan ikke dette anses som unikt i bransjen lenger, og er derfor ikke sjeldent.

Entra ligger langt fremme på området, men konkurrenter vil på lengre sikt kunne kopiere denne ressursen. Leietakerne har også et økt miljøfokus. Entra har derfor inngått grønne fordelsavtaler med sine leietakere for å sammen redusere energiforbruket i byggene. Avtalen forplikter Entra til å kartlegge miljøtiltak for byggene og leietakerne til å ha miljøbevissthet i bruk av lokalene (Entra ASA, 2023b). Grønne avtaler sender signaler om at selskapet bryr seg om miljøet, samt kundenes behov, noe som vil styrke deres omdømme. Samtidig vil det være mulig for konkurrentene å imitere lignende avtaler.

Miljøfokus til Entra kan ses på som godt organisert, dersom det kan trekke ut et overskudd til selskapet. Entras kunder har gitt en høyere miljøscore enn gjennomsnittet, som tyder på at kundene setter pris på arbeidet de gjør. Dette vil være av økonomisk verdi for Entra, ved at fornøyde kunder ønsker å reforhandle leieavtalene. Selskapets høye prosentandel av miljøsertifiserte bygg, indikerer at det lønner seg. Entras miljøfokus er dermed en godt organisert ressurs.

4.2.2 Oppsummering av VRIO-analyse

Ut ifra VRIO-analysen har vi kommet frem til at Entras fysiske ressurser og kunderelasjon er de viktigste konkurransefortrinnene. Vi mener at de fysiske ressursene gir Entra konkurransemessige fordeler ettersom selskapets portefølje er godt plassert og har høy grad av miljøsertifisering. I tillegg er kunderelasjonen å anse som et konkurransefortrinn fordi en stor del av kundene er statlige, som gir økt sikkerhet. Samtidig er det noe mer risiko forbundet med denne ressursen på grunn av den høyere utløpsprofilen, nedgangen i gjennomsnittlig kontraktstid og økt arealledighet.

Tabell 2. Oppsummering av VRIO-analysen.

Ressurs	V (verdifull)	R (Sjelden)	I (Ikke imiterbar)	O (Godt organisert)	Avkastning
Fysiske ressurser	Ja	Ja	Nei	Ja	Positivt
Finansiell utvikling	Ja	Nei	Nei	Nei	Negativ
Kunderelasjon	Ja	Ja	Ja	Ja	Positivt
Klimafokus	Ja	Nei	Nei	Ja	Gjennomsnitt

4.3 SWOT-analyse

For å oppsummere den interne- og den eksterne analysen vil vi gjennomføre en SWOT-analyse. SWOT er et anagram som består av Strengths (styrker), Weaknesses (svakheter), Opportunities (muligheter) og Threats (trusler). Dette er en oversiktlig måte å stille disse faktorene opp mot hverandre, for å danne et bilde av hvordan selskapet imøtekommer de eksterne faktorene med sine styrker. Videre ser vi på hvordan svakhetene kan forsterke eller forringe de eksterne faktorene, og hvordan Entra skal forholde seg til disse (Roos et al., 2021, s. 205).

Tabell 3. Oppsummering av strategisk analyse i SWOT-tabell.

Styrker (VRIO)	Svakheter (VRIO)
<ul style="list-style-type: none"> • Eiendomsporteføljens lokalisering, størrelse og kvalitet • Høy andel av offentlige leietakere • Høy utleiegrad • Lang gjennomsnittlig kontraktslengde • Miljøsertifiserte bygg • Godt forhold til bankene • Evne til å tåle tap 	<ul style="list-style-type: none"> • Høy gjeld • Høy utløpsprofil
Muligheter (PESTEL og PORTER)	Trusler (PESTEL og PORTER)
<ul style="list-style-type: none"> • Justere utgående kontrakter • Strømstøtte • Sentralisering • Byutvikling • Proptech • Sirkulærøkonomi • Salg av overskuddsenergi • Etterspørsel etter miljøbygg 	<ul style="list-style-type: none"> • Styringsrente • Tilgang på finansiering • Høye byggekostnader • Høy strømpris • Usikkerhet i kontorbruk etter pandemien • Energimerking • KPI-JAE regulering av nye leiekontrakt • Utgangsbarriere

4.3.1 Styrker-muligheter

Entras styrker kan benyttes for å utnytte mulighetene som finnes i eiendomsbransjen. Muligheter som kom frem gjennom den eksterne analysen er blant annet salg av overskuddsenergi, justering av leiepris på inngående kontrakter og proptech. Dagens lovverk hindrer utveksling av overskuddsenergi. Dersom lovverket endres har Entra en stor mulighet til å selge reststrømmen fra de grønne byggene. Et eksempel på dette er Powerhuset som lager mer strøm enn det bruker, og har dermed et stort uutnyttet potensial. Kontraktsjustering er også en mulighet Entra kan utnytte. Den høye utleiegrad tyder på at de ikke har problemer med å få tak i leietakere, noe som gjør at Entras høye utløpsprofil vil gi muligheter til å justere prisene opp til markedsnivå.

Både sentralisering og proptech er muligheter i bransjen som Entras kan utnytte med sine styrker. Sentraliseringen og befolkningsvekst vil potensielt gi høyere etterspørsel i bransjen. Ettersom Entra har en attraktiv eiendomsportefølje i forhold til plassering, størrelse og kvalitet, kan dette være et godt valgalternativ for leietakere. Entra har også opparbeidet god kompetanse innen til bærekraft, noe som gjør det lettere å utnytte muligheter for sirkulærøkonomi og proptech. Denne kunnskapen kan brukes til å miljøsertifisere bygg, som igjen vil møte etterspørselen etter miljøbygg.

4.3.2 Styrker-trusler

Entras styrker kan benyttes for å dempe truslene i bransjen. Den siste tiden vært preget av inflasjon og økte renter. Dette har påvirket Entra direkte i form av økte kostnader og nedjusterte eiendomsverdier. Med Entras solide eiendomsportefølje av høy kvalitet og sentrale plasseringer, er Entras eiendommer attraktive. I tillegg har Entra en lang gjennomsnittlig kontrakts lengde og gode kontantstrømsutsikter. Det kommer frem at Entra har gode relasjoner til bankene som gjør at Entra fortsatt har god tilgang til finansiering. Med dette er Entra rustet til å møte disse truslene, og eiendommene har gode forutsetninger for å hente seg raskt inn i verdi når trenden snur. Denne uroen og kostnadsøkningene vil også påvirke andre selskaper og bransjer, deriblant Entras leietakere. Dette kan resultere i betalingsproblemer av leiekontrakter og i verste fall konkurser blant leietakerne. En av Entras styrker er den høye andelen av offentlige leietakere, som alltid vil kunne regnes som en sikker betaler, noe som vil dempe trusselen.

En annen trussel er knyttet til usikkerhet i kontorbruken etter pandemien. Dette vil potensielt redusere arealbehovet hos leietakerne. Entras lange gjennomsnittstid på leiekontraktene fører til at de ikke i like stor grad vil være påvirket av dette på kort sikt. I tillegg har Entra mange leietakere fra ulike bransjer, og vil derfor opparbeide seg god kunnskap om ulike behov. Det gjør at Entra vil få god erfaring og kan bistå leietakerne med rådgivning i hvordan kontorlokalene kan effektiviseres og utnyttes. Den store omveltningen mot en mer bærekraftig eiendomsbransje og fremtidige miljøkrav fra myndighetene utgjør også en trussel. Dette kan i verste fall resultere i at noen bygg ikke er lovlig å leie ut, og er dermed verdiløse. For å møte denne utfordringen har Entra over tid hatt stort fokus på miljøsertifisering av porteføljen.

4.3.3 Svakheter-muligheter

Svakheter kan i ytterste konsekvens gjøre at selskapet ikke klarer å utnytte mulighetene. En av svakhetene til Entra er at store deler av driften er lånefinansiert. Dette gjør selskap mer utsatt når renten stiger og markedet faller. Effekten av dette er at det blir vanskeligere å skaffe lånefinansiering av nye byutviklingsprosjekter for å imøtekomme sentraliseringen. Entra valgte i tillegg å ikke motta strømstøtte for å fortsatt kunne utbetale utbytte i 2023. Med strømstøtte kunne Entra ha fått finansieringshjelp øremerket omlegging til mer energieffektive løsninger. Dette er noe selskapet allerede driver med, men ved å ikke ta imot strømstøtte vil de måtte finansiere dette selv.

4.3.4 Svakheter-trusler

Den høye gjeldsgraden til Entra vil gjøre det vanskeligere å betjene rentekostnadene om styringsrenten settes kraftig opp. Dersom Entra skulle havne i en likviditetsskvis som resultat av lavkonjunktur, er utgangsbarrieren høy. Sannsynligheten er stor for at andre selskaper som driver med næringsseiendom også sliter i nedgangstider. I verstefall må Entra selge til langt under det de kjøpte for. For å sikre seg mot dette har Entra bundet halvparten av gjelden sin.

Et annet aspekt som introduserer usikkerhet, er den store utløpsprofilen for Entra. I utgangspunktet er høy utløpsprofil en god mulighet til å få justert opp kun KPI-justerte utleiepriser til markedsnivå. Samtidig er det en del trusler som kan påvirke utfallet av den høye utløpsprofilen. Høye kostnader for leietakerne vil kunne gjøre at de må nedbemanne eller finne rimeligere løsninger. Kombinert med økt bruk av hjemmekontor, vil det potensielt være en del leietakere som må redusere antallet kvm pr. ansatt. I tillegg vil det være en trussel for Entra, dersom nye kontrakter blir reforhandlet med KPI-JAE, ettersom veksten i leieprisen blir lavere.

5. Regnskapsanalyse

For å få en oversikt over Entras økonomiske situasjon og historiske utvikling vil vi ta for oss en kvantitativ regnskapsanalyse. Her beregnes forholdstall for å vurdere Entras finansielle stilling og lønnsomhet. Nøkkeltallene tar for seg selskapets likviditet, soliditet, finansiering og lønnsomhet (Baksaas & Hansen, 2015, s. 215). Historiske tall er ikke nødvendigvis en god indikator på hvordan selskapet vil gjøre det i fremtiden, men sammen med den strategiske analysen kan vi bruke dette til å estimere et fremtidsbudsjett. En god regnskapsanalyse krever at nøkkeltallene fra hvert år er sammenlignbare. Dataen som er brukt i regnskapsanalysen er hentet fra Entra sine fem siste årsrapporter, og representerer verdiene i selskapet ved årets siste dag. Tallene er hentet fra balansen og resultatregnskapet (Entra ASA, 2019, 2020, 2021a, 2022b, 2023g).

5.1 Likviditet

Likviditet representerer en bedrifts betalingsevne. Nøkkeltallene vi beregner er arbeidskapital og likviditetsgrad 1. Dette gir et bilde av hvilke kontantstrømmer bedriften kan forvente, og dermed planlegge kapitalbehovet (Berg, 2017, s. 78). Økte kostnader som for eksempel inflasjon og renter påvirker likviditeten i større grad enn tidligere.

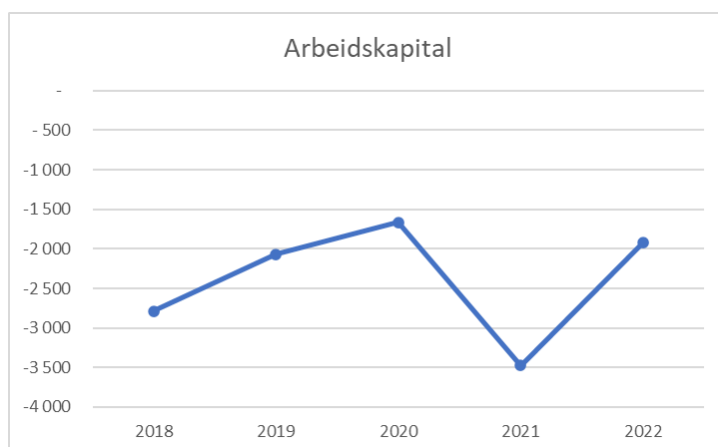
5.1.1 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er knyttet til selskapets drift, og forteller hvor stor del av omløpsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital (Baksaas & Hansen, 2015, s. 218). En positiv arbeidskapital indikerer at bedriften er i stand til å betale regningene sine (Berg, 2017, s. 79).

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

Tabell 4. Nøkkeltall arbeidskapital for Entra de siste 5 årene.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Omløpsmidler	1 921	998	1 021	1 149	1 278
Kortsiktig gjeld	4 710	3 067	2 683	4 622	3 200
Arbeidskapital	- 2 789	- 2 069	- 1 662	- 3 473	- 1 922



Figur 8. Utvikling i arbeidskapital for Entra.

Arbeidskapitalen til Entra ligger langt under 0, og sier dermed at Entras kortsiktige forpliktelser er større enn selskapets faktisk tilgjengelige midler. Arbeidskapitalen har beveget seg oppover fra 2018 til 2020, men i 2021 ble arbeidskapitalen redusert med 2 milliarder. Dette skyldes en stor økning i Entras kortsiktige gjeld. Negativ arbeidskapital fremstilles som problematisk, men vi ser at den er gjennomgående negativ i Entras regnskap. Det fremgår av notene i konsernregnskapet til Entra at mindre prosjekter finansieres med kortsiktig gjeld. Den brukes eksempelvis til å utbedre eksisterende eiendommer, noe som medfører en økning i anleggsmiddelverdi. Dette gir ingen direkte avkastning til omløpsmidlene, og vil dermed skape et skjevt bilde av likviditeten. Videre kan Entra ta opp ny langsiktig gjeld med sikkerhet i den økte eiendomsverdien for å betjene den kortsiktige gjelden.

5.1.2 Likviditetsgrad 1

Den kortsiktige gjelden skal betales først, og kan dermed skape likviditetsproblemer. Midlene som blir brukt til å betale den kortsiktige gjelden, bør tradisjonelt sett komme fra omløpsmidlene. Forholdet mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden er derfor sentral. De tradisjonelle kravene til god likviditet er at likviditetsgrad 1 er over 2 (Berg, 2017, s. 224).

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

Tabell 5. Nøkkeltall likviditetsgrad 1 for Entra de siste 5 årene.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Omløpsmidler	1 921	998	1 021	1 149	1 278
Kortsiktig gjeld	4 710	3 067	2 683	4 622	3 200
Likviditetsgrad 1	0,41	0,33	0,38	0,25	0,40



Figur 9. Entras likviditetsgrad 1 de siste 5 årene.

Slik som arbeidskapitalen, er også Entras likviditetsgrad 1 lav. Disse to henger tett sammen, og det er også her en økning av den kortsiktige gjelden som utgjør det markante fallet i likviditetsgraden fra 2020 til 2021. De resterende årene, har den vært mer stabil. Omløpsmidlene har vært i en jevn økning fra 2019 til 2022. Den lave likviditetsgraden til Entra sier at, ved potensielle uventede utgifter, kan de ha vanskeligheter med å betale, og i verste fall stå i fare for konkurs. Vi mener at den lave likviditetsgraden skyldes av samme grunn som den lave arbeidskapitalen. For eiendomsbransjen innebærer dette at det i tider hvor verdiene stiger ikke vil være problem å betale kortsiktig gjeld. På den andre siden vil det være mer kritisk for selskapene dersom eiendomsverdiene faller. Dette har vært tilfellet den siste tiden, noe som øker risikoen til selskapet for en likviditetsskvis.

5.2 Soliditet

Soliditet handler om bedriftens evne til å tåle underskudd uten å gå konkurs (Berg, 2017, s. 81).

Hensikten med å analysere soliditet er å vurdere selskapets betalingsevne på lang sikt. Soliditet er med dette et viktig mål på selskapets økonomiske risiko, og vil blant annet spille en viktig rolle i forbindelse med forhandling om opptak av ny gjeld med banker og kreditorer (Visma, u.å.). De viktigste nøkkeltallene for å vurdere soliditet er egenkapitalandel, gjeldsgrad og finansieringsgrad 1.

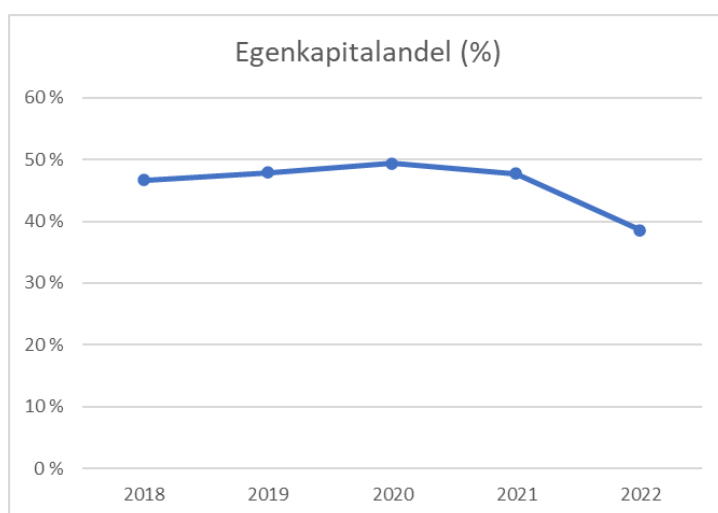
5.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel viser hvor mange prosent av selskapets eiendeler som er finansiert med egenkapital. Desto høyere andel egenkapital som finansierer selskapet, desto bedre er soliditeten (Visma, u.å.). I gjennomsnitt ligger egenkapitalandelen i Norge mellom 30-35 prosent, men dette vil variere fra bransje til bransje (Berg, 2017, s. 81). Formelt beregnes egenkapitalandel slik:

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

Tabell 6. Nøkkeltall egenkapitalandel for Entra de 5 siste årene.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapital	22 269	24 517	29 205	33 571	31 671
Total gjeld	25 439	26 642	29 936	36 722	50 490
Totalkapital	47 708	51 159	59 141	70 292	82 162
Egenkapitalandel (%)	47 %	48 %	49 %	48 %	39 %



Figur 10. Egenkapitalandelen til Entra de 5 siste årene.

Som det kommer frem av Tabell 6 var Entras egenkapitalandel stabil på nivåer rett under 50 prosent fra 2018 til 2021. I 2022 var den på rett under 40 prosent, noe som er et markant fall. Nedgangen skyldes i stor grad Entras oppkjøp av Oslo Areal ved årsskiftet 2021/2022. Det fremgår av Entras pressemelding at kjøpesummen var på 13,55 milliarder NOK og finansiert med gjeld, noe som øker gjeldsgraden til selskapet (Entra ASA, 2021b). Til tross for at Entras egenkapitalandel har falt, ligger selskapet over gjennomsnittet i Norge. Dersom denne negative utviklingen fortsetter, vil det kunne utgjøre en risiko for selskapet. Dette er antakeligvis utgangspunktet for Entras pågående salgsstrategi.

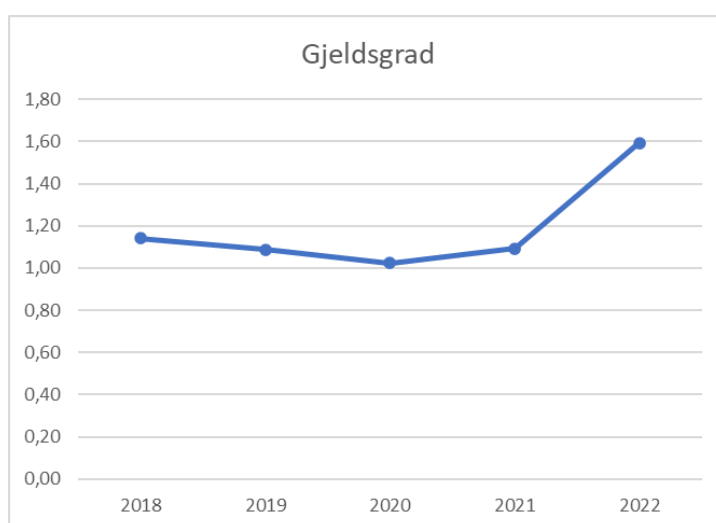
5.2.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad er et nøkkeltall som viser hvor mange prosent av eiendelene som er finansiert med gjeld (Berg, 2017, s. 81). Desto lavere gjeldsgrad, desto bedre vil soliditeten til et selskap være. Hva som er et godt mål på gjeldsgrad er ulikt fra bransje til bransje. Gjeldsgrad beregnes ved følgende formel:

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

Tabell 7. Nøkkeltall gjeldsgrad for Entra de siste 5 årene.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapital	22 269	24 517	29 205	33 571	31 671
Total gjeld	25 439	26 642	29 936	36 722	50 490
Gjeldsgrad	1,14	1,09	1,03	1,09	1,59



Figur 11. Entras gjeldsgrad de siste 5 årene.

Entras gjeldsgrad hadde en stabil nedadgående trend fra 2018 til 2020. Som følge av Entras oppkjøp av Oslo Areal steg gjeldsgraden til selskapet, ettersom oppkjøpet var finansiert med gjeld. Dette henger sammen med den negative utviklingen til egenkapitalandel som tidligere er beskrevet. Utfordringen med en slik endring er at kreditorers og bankenes risiko øker. Den økte gjeldsgraden medfører en risiko for at kreditt-ratingen kan reduseres fra «Investment grade» til «Speculative grade» som kan gi økte rentekostnader i form av at bankene legger på en større tapspremie (Kaldestad & Møller, 2016, s. 174). Dette kan medføre utfordringer for Entra når selskapet skal hente inn ny gjeld til å finansiere sine prosjekter. Det vil derfor være gunstig å redusere denne gjeldsgraden i tiden fremover.

5.2.3 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser hvor stor andel av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. Et vanlig mål på dette er at langsiktig kapital bør være større enn anleggsmidlene, noe som gir et forhold på mindre enn 1 (Baksaas & Hansen, 2015, s. 221). Langsiktig kapital består av langsiktig gjeld og egenkapital. Finansieringsgrad 1 regnes ut ved følgende formel:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Tabell 8. Nøkkeltall finansieringsgrad 1 for Entra de siste 5 årene.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Anleggsmidler	45 788	50 161	58 086	69 056	79 655
Langsiktig gjeld	20 730	23 576	27 253	32 099	47 291
Egenkapital	22 269	24 517	29 205	33 571	31 671
Finansieringsgrad 1	1,06	1,04	1,03	1,05	1,01



Figur 12. Utviklingen i Finansieringsgrad 1 for Entra de siste 5 årene

Entras finansieringsgrad 1 har hatt en nedadgående trend fra 2018 til 2022. Fra Tabell 8 kommer det frem at Entras finansieringsgrad 1 er på 1,01 i 2022. Dette innebærer at anleggsmidlene har økt mer enn den langsiktige kapitalen. Ettersom forholdstallet er større enn 1, betyr det at den langsiktige kapitalen ikke er tilstrekkelig til å finansiere alle anleggsmidlene til Entra. I tillegg ser vi at den langsiktige gjelden har økt mer enn egenkapitalen, noe som øker selskapets risiko knyttet til renteendringer.

5.3 Lønnsomhet

Lønnsomhet er essensielt for at en bedrift skal kunne overleve over tid. Det er dermed hensiktsmessig å undersøke hvor mye avkastning Entra får på sin investerte kapital.

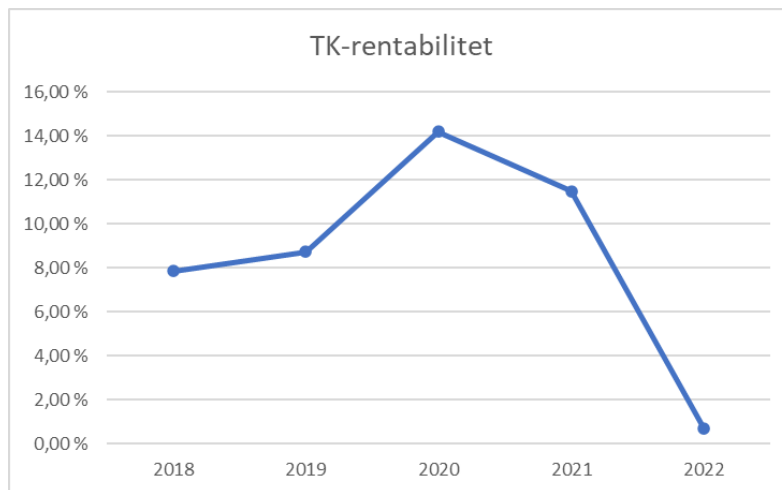
5.3.1 Rentabilitet på totalkapitalen

Rentabilitet brukes til å illustrere hvor høy avkastning et selskap har sammenliknet med hvor mye investert kapital de har. Totalkapitalrentabilitet tar for seg totalkapitalen som er investert, altså egenkapital og gjeld, og hvordan den står i forhold til resultatet før skatt og rentekostnadene. Totalavkastningen må minimum dekke opp gjeldskostnaden (Baksaas & Hansen, 2015, s. 248–251). Med en totalkapitalrentabilitet på samme nivå som den gjennomsnittlige gjeldsrenten vil totalavkastningen dekke opp gjeldskostnaden. Totalkapitalrentabilitet defineres på følgende måte:

$$R_{TK} = \frac{(\text{Resultat før skatt} + \text{Rentekostnader})}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} \cdot 100\%$$

Tabell 9. Nøkkeltall totalkapitalrentabilitet for Entra de siste 5 årene.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Resultat før skatt	3 073	3 735	7 274	6 825	467
Rentekostnad	504	582	553	603	985
Totalkapital IB	43 410	47 709	51 160	59 141	70 292
Totalkapital UB	47 709	51 160	59 141	70 292	82 162
TK-rentabilitet	7,85 %	8,73 %	14,19 %	11,48 %	0,68 %



Figur 13. Grafisk fremstilling av utviklingen til total Kapitalrentabiliteten de siste 5 årene for Entra.

Entras gjennomsnittlige effektive rente var 3,83 prosent i 2022 (Entra ASA, 2023e, s. 8).

Total Kapitalrentabiliteten for samme periode var på 0,68 prosent. Dette er kraftig ned fra foregående år hvor total Kapitalrentabiliteten lå høyere. Fra et investorperspektiv er dette negativt da dette i praksis betyr at gjeldskostnadene ikke dekkes av avkastningen, og dermed må dekkes av egenkapital. Vedvarer dette over tid vil egenkapitalen forvitres.

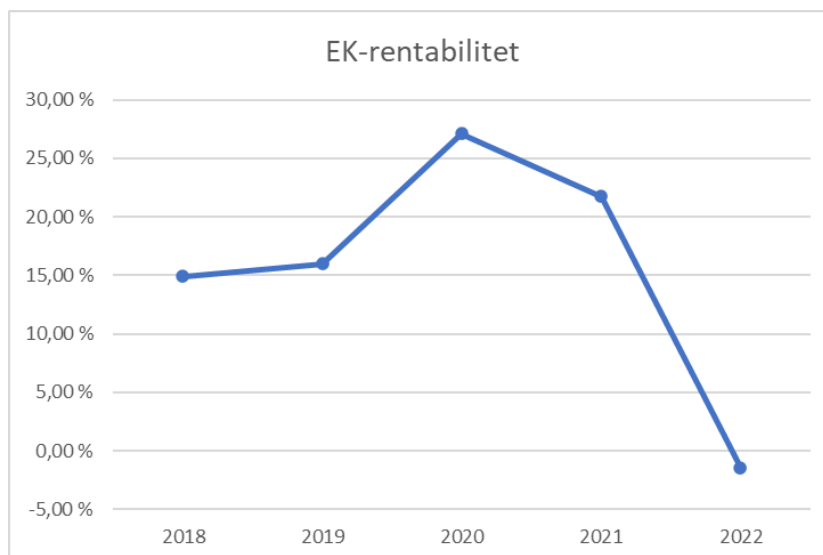
5.3.2 Rentabilitet av egenkapitalen

Egen Kapitalrentabilitet er et mål på avkastningen som kommer direkte fra den investerte egenkapitalen. Investert egenkapital har høyere risiko for eierne, og må dermed være tilstrekkelig høyere for å kompensere for den økte risikoen. Desto høyere gjeldsgrad en bedrift har, desto høyere risiko er forbundet med selskapet. Egen Kapitalrentabiliteten i bedrifter med høy gjeld bør dermed være høyere enn i bedrifter med lav gjeldsgrad (Baksaas & Hansen, 2015, s. 254–256). Formelt uttrykkes egen Kapitalrentabiliteten på følgende måte:

$$R_{EK} = \frac{\text{Resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \cdot 100\%$$

Tabell 10. Nøkkeltall egen Kapitalrentabilitet for Entra de siste 5 årene.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Resultat før skatt	3 073	3 735	7 274	6 825	467
Egenkapital IB	18 938	22 269	24 517	29 205	33 571
Egenkapital UB	22 269	24 517	29 205	33 571	31 671
EK-rentabilitet	14,91 %	15,97 %	27,08 %	21,74 %	-1,43 %



Figur 14. Utviklingen til egenkapitalrentabiliteten for Entra de siste 5 årene.

Gjeldsgraden til Entra har gått opp til 1,59 i 2022 fra 1,09 i 2021. Dette er en kraftig oppgang, og resulterer i et høyere avkastningskrav på fremtidige kontantstrømmer. Den negative egenkapitalrentabiliteten tilsier at noe av gjeldskostnadene må finansieres med egenkapital. Egenkapitalrentabiliteten lå frem til 2021 relativt høyt, men falt kraftig i 2022 som et resultat av økte renter og fallende eiendomsverdier. Det at egenkapitalen finansierer gjelden over tid vil være uakseptabelt sett fra et investorperspektiv.

5.4 Konklusjon regnskapsanalyse

Entra har jevnt over dårlig likviditet. Dette betyr at selskapet kan stå i fare i ustabile tider. I utgangspunktet er ikke lav likviditet problematisk for eiendomsbransjen, da de normalt sett har forutsigbare utgifter. Samtidig gjør dette Entra mer utsatt i ustabile tider, noe som har hatt stor påvirkning på Entras regnskap i 2022. Fremover bør derfor Entra fokusere på å øke likviditeten for å tåle konjunktursvingningene bedre.

Entra påpeker selv at gjelds- og egenkapitalandelen skal ligge på 50/50, men det observeres i 2022 at den gjør en kraftig forskyvning i favør gjeld. Dette er noe Entra må jobbe med fremover for å komme seg tilbake til ønsket kapitalstruktur. I verstefall kan dagens kapitalstruktur medføre en nedgradering i kredittrating, noe som vil forsterke effekten av ustabile tider. Finansieringsgraden ligger noe høyere hos Entra enn det som er ønskelig for en vanlig bedrift. Basert på de historiske tallene kan det se ut som at dette ikke er noe som anses som problematisk. En årsak til dette kan være at anleggsmidler i eiendomsbransjen tenderer mot å appresiere i verdi, noe som danner grunnlaget for å finansiere nye prosjekter.

Rentabiliteten til Entra har stort sett ligget på et adekvat nivå, men i 2022 falt den drastisk. Dette er noe som må forbedres i fremtiden for at selskapet skal kunne overleve. Effekten av dårlig rentabilitet vil på lengre sikt være en nedgang i egenkapital noe som vil være fatalt for aksjonærer, og vil påvirke aksjekursen negativt.

6. Avkastningskrav

Avkastning er et mål på selskapets lønnsomhet. Avkastningskravet er den avkastningen du vil forvente å få ved å investere i et alternativt investeringsprosjekt med samme risiko. Når de fremtidige kontantstrømmene skal neddiskontes, benyttes et avkastningskrav. Avkastningskravet skal kompenseres for inflasjon, tidskostnad og risiko (Bøhren & Gjærum, 2020, s. 173). For å beregne avkastningskravet vil vi benytte CAPM og WACC.

6.1 Risikofri rente (r_f)

Risikofri rente er den hypotetiske renten du får dersom du ikke ønsker å påta deg noe risiko. Den vanligste tilnærmingen investorer bruker er langsiktige statsobligasjoner. Dette skyldes at en lang rente gir et avkastningskrav som svinger mindre enn ved bruk av en kort rente. Fundamental verdsettelse handler om å estimere nåverdien til fremtidige kontantstrømmer som i utgangspunktet varer inne i uendeligheten. Lange statsobligasjoner gjenspeiler dette tidsperspektivet på best mulig måte (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156–158). Vi har lagt til grunn en 10-årig statsobligasjon på 2,835 prosent. Dette er hentet fra daglige noteringer fra Norges Bank, som et gjennomsnitt fra året 2022, og vil brukes videre i beregninger (Norges Bank, 2023).

6.2 Beta til egenkapitalen (β)

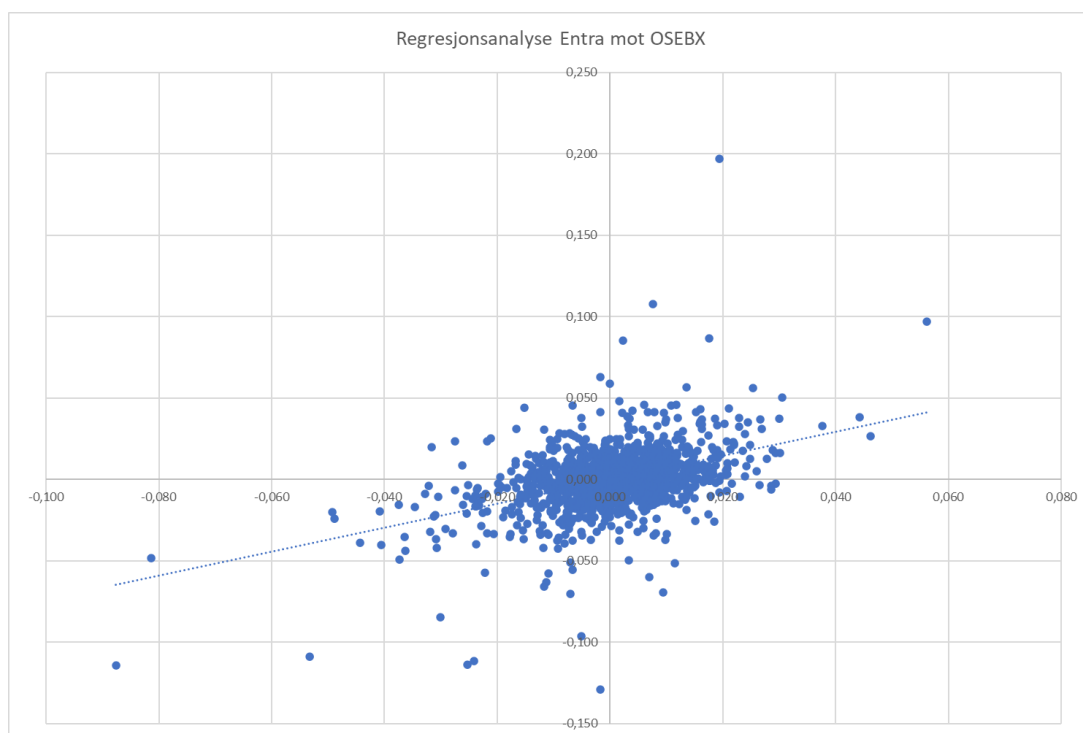
Beta til egenkapitalen handler om egenkapitalens samvariasjon med markedet. Dette vil si kovariansen til egenkapitalen og markedet dividert på variansen i markedet (Bøhren & Gjærum, 2020, s. 365). Betaverdien brukes til å analysere hvordan en aksje beveger seg i forhold til markedet i gjennomsnitt over tid. Dette er et mål på tilleggsrisikoen som en investor pådrar seg ved å være investert i et selskap. Det vil si risiko som ikke kan diversifiseres bort. Følgelig vil en beta på 1 medføre at utviklingen i aksjekursen gjennomsnittlig svinger like mange prosent som markedet og i samme retning (Bøhren & Gjærum, 2020, s. 368–370). Formelt uttrykkes beta slik:

$$\beta = \frac{Kov(r_p, r_m)}{Var(r_m)}$$

For å beregne betaverdien til Entra har vi lastet ned daglige sluttkurs for Entra og OSEBX indeksen, fra 02.01.2018 og frem til 16.03.2023 gjennom Nordnet (Nordnet, 2023). Vi brukte datasettet til å beregne kovariansen til sluttkursene og variansen til markedet, og kommer frem til en estimert betaverdi på 0,73 for Entra. Over tid har betaverdier en tendens til å konvergere mot markedsbetaen på 1 (Blume, 1975, s. 794). Vi vil derfor ta høyde for denne justeringen og benytter følgende formel for å estimere en justert beta:

$$\beta = \frac{2}{3} \cdot 0,73 + \frac{1}{3} \cdot 1 = 0,82$$

Vår estimerte betaverdi for Entra blir da 0,82, som innebærer at når markedet stiger med 1 prosent, vil Entra i gjennomsnitt stige 0,82 prosent. Dette korrelerer med funnene i den strategiske analysen, hvor det kom frem at eiendomsmarkedet følger de økonomiske konjunktursvingningene i Norge.



Figur 15. Regresjonsanalyse, Entra mot OSEBX

Beregning av egenkapitalbeta er vedlagt i appendiks og Excel-fil.

6.3 Markedets risikopremie ($E(R_m)$)

Markedets risikopremie forteller oss om differansen mellom den forventede avkastningen på markedsporteføljen og den risikofrie renten. Størrelsen på markedets risikopremie viser hvor stor kompensasjon en investor krever for å investere i markedsporteføljen. Desto høyere markedets risikopremie er, desto høyere er risikokostand for prosjektet (Bøhren & Gjærum, 2020, s. 376). De tolv siste årene har PWC, i samarbeid med Forening for finansfag Norge, gjennomført en undersøkelse om risikopremien i det norske markedet. Her kommer det frem at nivået på markedets risikopremie i 2022 ligger på 5 prosent i Norge (PWC, 2022). Denne størrelsen har vært stabil så lenge undersøkelsen har blitt gjennomført. Vi velger derfor å benytte oss av en risikopremie i markedet på 5 prosent i de videre beregningene.

6.4 Kapitalverdimodellen (CAPM)

CAPM er en modell som brukes til å beregne egenkapitalkostnaden (r) basert på den risikofrie renten (r_f), betaværdien til aksjen (β) og markedets risikopremie ($E(r_m) - r_f$). Modellen brukes til å beregne nødvendig avkastningen for å ta hensyn til den systematiske risikoen (Bøhren & Gjærum, 2020, s. 374–375). Formelt uttrykkes CAPM slik:

$$r_{EK} = r_f + \beta \cdot [E(r_m) - r_f]$$

Vi beregner Entras avkastningskrav til egenkapitalen:

$$r_{EK} = 2,835\% + 0,822 \cdot 5\% = 6,94\%$$

Vårt estimerte avkastningskrav til egenkapitalen blir 6,94 prosent. Dette innebærer at vi som investor minimum vil kreve denne avkastningen som kompensasjon for risikoen ved å investere i Entra.

6.5 Gjeld- og egenkapitalandel

Egenkapitalandelen fra nøkkeltallsanalysen var på 39 prosent og gjeldsandelen var på 61 prosent. Fra de historiske tallene fra 2018 kommer det frem at denne fordelingen av gjeld og egenkapital har vært nærmere 50/50. Entra har et langsiktig mål om å ha en gjeldsandel på rundt 50 prosent og selskapet har uttalt at de jobber med en salgsprosess for å kunne opprettholde dette målet. Til tross for salgsprosessen antar vi at det vil ta tid å nå målet. Med dette vil det videre vektas 50/50 av dagens gjeld- og egenkapitalandel mot gjennomsnittet av nøkkeltallene fra 2018-2021, for å få et mer riktig

bilde av den fremtidige gjeldsandel. Vi kommer da frem til en gjeldsandel på 57 prosent og en egenkapitalandel på 43 prosent.

6.6 Lånerente

Fra Entras Q4 rapport for 2022 kommer det frem at den gjennomsnittlige lånerenten for Entra var på 3,81 prosent per 31.12.22. Hva som blir riktig rentesats for de kommende årene er vanskelig å estimere, på grunn av mye usikkerhet. Vi bruker denne rentesatsen fordi Norges Bank sine prognoser i pengepolitisk rapport 4, tilsier at rentene skal noe opp før de gradvis vil avta. Vår antakelse er dermed at 3,81 prosent ligger inne i dette intervallet, og vil dermed være den beste tilnærmingen.

6.7 Skattekostnad

Skattekostnaden for bedrifter i Norge er på 22 prosent for 2023 (Regjeringen, 2022b). Vi har ingen indisier på at denne vil endre seg med det første, og legger dermed denne skattesatsen til grunn videre i oppgaven.

6.8 Totalkapitalverdimodellen (WACC)

WACC er vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad. Her sammenstilles CAPM med kapitalkostnaden til gjelden etter skatt, for å estimere et avkastningskrav til totalkapitalen, og brukes til å beregne et minstekrav til totalkapitalens rentabilitet. Dette er fordi det er forskjellig risiko forbundet med egenkapitalen og gjeldsfinansiert kapital som er investert. Disse risikoene vektes etter størrelse, for å få et riktigere bilde på totalrisikoen (Bøhren & Gjærum, 2020, s. 382–383). Formelt uttrykkes WACC:

$$r_{TK} = r_{EK} \cdot \frac{EK}{EK + G} + r_G \cdot (1 - s) \cdot \frac{G}{EK + G}$$

Det estimerte avkastningskravet til Entra totalkapitalen til Entra er på 5,24 prosent. Dette finnes ved følgende formel:

$$r_{TK} = 6,94\% \cdot 0,43 + 3,81 \cdot (1 - 0,22) \cdot 0,57 = 5,24\%$$

7. Prognoser for fremtidige kontantstrømmer

For å finne riktig verdi på et selskap er det hensiktsmessig å estimere utviklingen til de fremtidige kontantstrømmene. Ettersom eiendomsbransjen er sterkt korrelert med makroøkonomiske konjunktursvingninger, er det begrenset hvor langt frem i tid man kan estimere kontantstrømmene. Dette skyldes usikkerhet knyttet til uforutsette hendelser. Videre vil vi derfor estimere prognoser til Entras kontantstrøm fem år frem i tid, ved å se på historiske tall for de foregående seks årene. Til slutt vil vi neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene med avkastningskravet, for å finne den riktige verdien på egenkapitalen.

7.1 Resultatregnskap

For å estimere fremtidige kontantstrømmer er det hensiktsmessig å beregne et estimert resultatregnskap fem år inn i fremtiden. Her er det ønskelig å se på resultatet for selskapet i normalsituasjonen. Dersom enkelte av de historiske regnskapstallene fraviker mye fra normalsituasjonen vil det være hensiktsmessig å justere disse inn. Dette gjøres for at man skal få korrigert for støy som for eksempel oppstår av konjunktursvingninger, engangseffekter og engangsposter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 64). De siste seks årene har markedet vært mer turbulent enn normalsituasjonen på grunn av covid-19, oppkjøpet av Oslo Areal og rentehevingene fra sentralbankene. For å få et mer korrekt bilde på Entras fremtidige kontantstrømmer har vi valgt å justere effekten av disse hendelsene.

7.1.1 Driftsinntekter

Ved å analysere historiske tall ser man at driftsinntektene til Entra har hatt en del svingninger, med en gjennomsnittlig årlig vekst på 7,5 prosent fra 2017-2022. For å estimere fremtidige driftsinntekter, har vi normalisert de historiske dataene. Vi oppjusterer fallet i leieinntekter i 2020, til gjennomsnittet av de historiske driftsinntektene fra 2017-2022, da vi mener dette fallet i stor grad henger sammen med Covid-19 pandemien. Videre er driftsinntektene for 2022 nedjustert til gjennomsnittet av de historiske driftsinntektene, for å se bort ifra den store økningen som i stor grad skyldes oppkjøpet av Oslo Areal. Grunnen til at det settes helt ned til gjennomsnittet av de historiske tallene er Entras strategi om å selge noen av eiendommene for å redusere gjelden, i tillegg til den høye utløpsprofilen som potensielt vil kunne gi noe økt ledighet. Dette gir en ny gjennomsnittlig årlig vekst på 2,86 prosent, noe som vi anser som en mer realistisk vekst i driftsinntektene for de neste fem årene.

Estimatene fra Entras konsensusrapport underbygger vår antakelse om 2,86 prosent økning i driftsinntekter. Fra rapporten for 4. kvartal 2022 er konsensus at veksten i leieprisene i Oslo sentrum vil avta de kommende årene. Rapporten anslår at leieprisveksten for 2023 vil ligge på ca. 3 prosent og ca. 2 prosent i 2024, mot 10 prosent vekst i 2022 (Entra ASA, 2022a, s. 4). Vi mener at denne avtakende utviklingen vil stabilisere seg etter 2024 og frem mot 2027. Basert på våre analyser av Entras posisjon i markedet, de historiske regnskapstallene og Entras konsensusrapport, føler vi oss trygge på at vår anslåtte årlig vekst på 2,86 prosent er realistisk.

7.1.2 Driftskostnader

Historisk har det vært en korrelasjon mellom driftsinntektene og driftskostnadene til Entra. Dette skyldes at kostnadene i stor grad er knyttet til drift og vedlikehold av eiendomsporteføljen. For å beregne fremtidige driftskostnader har vi tatt utgangspunkt i denne sammenhengen, ved å beregne utviklingen i andel driftskostnader sett i forhold til driftsinntekter. Med dette har vi beregnet at driftskostnader i gjennomsnitt har vært 22 prosent av driftsinntekter i det normaliserte regnskapet. Vi har videre satt driftskostnadene til 22 prosent av driftsinntektene de neste fem årene.

7.1.3 Avskrivninger

Historisk ligger Entras avskrivninger på ca. 0,02 prosent av anleggsmidlene. Vi forventer at avskrivningene vil øke i takt med den forventede økningen i anleggsmidlene også i de neste fem årene. Dermed anslår vi avskrivninger som 0,02 prosent av anleggsmidler videre.

7.1.4 Finansposter

Vi har valgt å justere netto finansposter i 2022 ned til et gjennomsnitt av verdiene fra 2017 til 2022, for at de raske rentehevingene og oppkjøpet av Oslo Areal ikke skal få for stort utslag på fremtidsutsiktene. Videre har vi gjort en antagelse om at rentekostnadene, som er mesteparten av netto finansposter, er korrelert med driftsinntektene til Entra på lengre sikt. Bakgrunnen for disse antagelsene er at en økning i realdriftsinntekter vil være et direkte resultat av investeringer, enten gjennom utbedring av eksisterende bygningsmasse eller ved anskaffelse av nye eiendommer. Dette er delvis gjeldsfinansiert, noe som vil resultere i en tilsvarende økning i rentekostnader. Vekstraten til nettofinansposter settes altså tilsvarende veksten til driftsinntekter, som er 2,86 prosent årlig.

7.1.5 Endringer i eiendomsverdier

Entras tall viser at verdiendringene i investeringseiendommene har steget hvert år fra 2017 til 2021, mens i 2022 hadde selskapet en stor nedgang. Dette er en direkte effekt av Entras nedskrivning av eiendomsporteføljen i siste halvdel av 2022, som henger sammen med den økonomiske uroen. Nedskrivningene er også hovedårsaken til det negative resultatet etter skatt i 2022. Vi normaliserer derfor 2022 til gjennomsnittet av de seks forgående årene. Videre bruker vi gjennomsnittet i det normaliserte resultatregnskapet, på 3 390 millioner, som anslag til verdiendring i investert eiendom for de neste fem årene.

7.1.6 Endringer i finansielle instrumenter

Finansielle instrumenter består av aksjer, obligasjoner, opsjoner og lignende (Baksaas & Hansen, 2015, s. 151). Vi har ingen forutsetning for å vite hvordan markedet kommer til å være i fremtiden, og velger derfor å sette verdiendringen i finansielle instrumenter til å være lik snittet av de foregående årene, på 106 millioner.

7.1.7 Prognose av fremtidig resultatregnskap

Tabell 11 viser vår prognostisering av det fremtidige resultatregnskapet til Entra, som bygger på endringene vi har presentert. Det historiske- og det normaliserte resultatregnskapet er vedlagt i appendiks.

Tabell 11. Prognostisering av fremtidig resultatregnskap

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	2 756	2 835	2 916	3 000	3 085
Driftskostnader	-614	-631	-649	-668	-687
EBITDA	2 143	2 204	2 267	2 332	2 398
Avskrivninger	-14	-15	-16	-17	-18
EBIT	2 129	2 189	2 251	2 315	2 380
Netto finansposter	-856	-880	-905	-931	-958
Verdiendring investeringseiendomme	3 390	3 390	3 390	3 390	3 390
Verdiendring finansielle instrumenter	106	106	106	106	106
Resultat før skatt	4 769	4 804	4 841	4 879	4 918
Skatt	-515	-338	-509	-1 578	-1 452
Resultat etter skatt	4 254	4 466	4 332	3 301	3 466

7.2 Balanseregnskap

For å få en oversikt over den økonomiske situasjonen og vekstpotensialet til et selskap, er det viktig å estimere den fremtidige balansen. Å anslå Entras fremtidige balanse er mer komplekst enn å estimere det fremtidige resultatregnskapet. Dette skyldes at det er vanskelig å forutsi når Entra vil

gjennomføre transaksjoner av eiendommer, hvordan investeringer finansieres og den generelle økonomiske utviklingen. Til tross for disse utfordringene har vi forsøkt å utarbeide så nøyaktige estimater som mulig ved å analysere historiske data, trender og Entras egne mål knyttet til balansen.

7.2.1 Anleggsmidler

Fra de historiske tallene kommer det frem at Entras anleggsmidler årlig har hatt en sterk vekst. Dette skyldes at Entra har hatt en jevn og solid verdiutvikling av eiendomsporteføljen som følge av lave renter og gode tider i økonomien. I tillegg har Entra hatt en jevn vekst med oppkjøp av eiendommer og utvikling av prosjekter og nybygg. Dette har medført at anleggsmidlene til Entra i gjennomsnitt har steget 14 prosent årlig, fra 2017 til 2022.

Vi mener at Entras anleggsmidler ikke vil ha en like sterk vekst de neste fem årene. Dette skyldes i hovedsak to forhold: 1) at selskapet er i en strategisk restruktureringsprosess med mål om å redusere selskapets gjeld og 2) at sentralbankene har satt opp rentene den siste tiden for å få kontroll på inflasjonen. Dette har medført et kraftig fall i verdien på Entras eiendomsportefølge. På den andre siden kommer det frem av pengepolitisk rapport 4 at man snart begynner å se rentetoppen. Dette er noe også Entra selv anslår i sin kvartalspresentasjon for 4. kvartal 2022. Med dette har vi anslått en vekstrate i anleggsmidlene 50 prosent lavere enn veksten de siste seks årene, noe som gir en vekst på 6,8 prosent for de neste fem årene.

7.2.2 Omløpsmidler

Omløpsmidler er kortsiktige eiendeler, og vil derfor svinge mye i løpet av et år. Ettersom det i eiendomsbransjen er anleggsmidlene som er dominerende, utgjør omløpsmidlene en liten del av de totale eiendelene. Basert på de historiske tallene til Entra svinger omløpsmidlene jevnt, og vi velger derfor å sette denne posten lik gjennomsnittet av de siste seks årene. Dermed vil omløpsmidlene for den fremtidige kontantstrømmen settes til 1 495 millioner hvert år.

7.2.3 Egenkapital

Entra hadde i 2022 en stor endring i kapitalstrukturen, der egenkapitalandelen sank drastisk fra 47,76 prosent til 38,55 prosent, mens den har holdt seg stabil de tidligere årene. Dette skyldes i hovedsak to forhold: 1) oppkjøpet av Oslo Areal, og 2) nedskrivningen av eiendommene. Vi har derfor valgt å justere egenkapitalandelen i 2022 til 42,50 prosent for å dempe effekten av den kraftige nedgangen. Vi ser det hensiktsmessig å bruke 42,50 prosent i 2022, ettersom dette er gjennomsnittet av det

historiske snittet på 46,30 prosent, og den virkelige andelen fra 2022 på 38,55 prosent. For beregning av fremtidig egenkapital legger vi til grunn selskapets strategi om å redusere gjeldsandelen fremover. Vi tror ikke selskapet vil nå målet på 50 prosent egenkapitalandel de neste fem årene, og setter derfor egenkapitalandel til 46,31 prosent av totalkapitalen, som er andelen den historisk har ligget på.

7.2.4 Langsiktig gjeld

Vi har lagt til grunn en egenkapitalandel på 46,30 prosent. Dette impliserer en total gjeldsandel på 53,70 prosent. For å estimere den langsiktige gjelden har vi funnet andelen av eiendelene som er gjeldsfinansiert, og trukket fra den kortsiktige gjelden.

7.2.5 Kortsiktig gjeld

Entras omløpsmidler har ikke hatt en klar trend, men svinger historisk mye fra år til år. I beregningen av den fremtidige kortsiktige gjelden har vi brukt gjennomsnittet av de foregående seks årene. Vi setter derfor kortsiktig gjeld til 3 924 millioner per år i prognostiseringen av fremtidsbudsjettet.

7.2.6 Prognose av fremtidig balanseregnskap

Tabell 12 viser vår prognostisering av det fremtidige balanseregnskapet til Entra, som bygger på endringene vi har presentert. Det historiske- og det normaliserte balanseregnskapet er vedlagt i appendiks.

Tabell 12. Prognostisering av fremtidsbalansen

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Anleggsmidler	85 087	90 889	97 087	103 707	110 779
Omløpsmidler	1 495	1 495	1 495	1 495	1 495
Sum eiendeler	86 581	92 384	98 582	105 202	112 274
Egenkapital	40 097	42 784	45 654	48 720	51 996
Langsiktig gjeld	42 560	45 676	49 003	52 558	56 354
Kortsiktig gjeld	3 924	3 924	3 924	3 924	3 924
Sum egenkapital og gjeld	86 581	92 384	98 582	105 202	112 274

7.3 Kontantstrømsregnskap

For å få en oversikt over kontantstrømmene som vil være tilgjengelig for investorene, setter vi videre opp et prognostisert regnskap til den fremtidige frie kontantstrøm til egenkapitalen. De fleste postene er tidligere beregnet, men investeringer og netto finansposter mangler for å beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen.

7.3.1 Investeringer

Fra det historiske kontantstrømsregnskapet er stor forskjell i størrelse på investeringene som har blitt gjort av Entra de siste seks årene. Oslo Areal har hatt stor innvirkning på investeringsposten i 2022. Vi velger derfor å ikke ta denne med når vi beregner fremtidige investeringer. Det er ikke noen tydelig trend i de historiske investeringene, og velger å sette disse lik gjennomsnittet av investeringspostene i de gjenværende årene. Vi setter investeringsposten til 2 090 millioner de neste 5 årene.

7.3.2 Netto finanskostnader

For å beregne de fremtidige netto finanskostnadene har vi benyttet en rentesats på 3,81 prosent som i kapittel 6.6. Videre estimerer vi netto finanskostnader ved å multiplisere rentesatsen med den totale gjelden. Dette gir en stigning i netto finanskostnader fra 1 771 millioner i 2023 til 2 297 millioner i 2027.

7.3.3 Prognose for fremtidig kontantstrøm

Tabell 13 viser vår prognostisering av det fremtidige kontantstrømsregnskapet til Entra, som bygger på endringene vi har presentert. Det historiske- og det normaliserte kontantstrømsregnskapet er vedlagt i appendiks.

Tabell 13. Prognostisering av fremtidig kontantstrømsregnskap

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	2 756	2 835	2 916	3 000	3 085
Driftskostnader	-614	-631	-649	-668	-687
EBITDA	2 143	2 204	2 267	2 332	2 398
Avskrivninger	-14	-15	-16	-17	-18
EBIT	2 129	2 189	2 251	2 315	2 380
1-T	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
EBIT * (1-T)	1660	1707	1756	1805	1856
Avskrivninger	14	15	16	17	18
Omløpsmidler	1 495	1 495	1 495	1 495	1 495
Kortsiktig gjeld	3 924	3 924	3 924	3 924	3 924
Arbeidskapital	-2 430	-2 430	-2 430	-2 430	-2 430
Endring i arbeidskapital	583	0	0	0	0
Avskrivninger	14	15	16	17	18
Investeringer	-2 090	-2 090	-2 090	-2 090	-2 090
Kapitalutgifter	-2 075	-2 074	-2 073	-2 072	-2 071
Fri kontantstrøm til TK	182	-352	-302	-250	-196
Netto finanskostnader	-1 771	-1 890	-2 017	-2 152	-2 297
Total gjeld	46 485	49 600	52 927	56 482	60 279
Endring i total gjeld	-759	3 115	3 328	3 554	3 797
Fri kontantstrøm til EK	-2 348	873	1 009	1 153	1 304

8. Verdsettelse

Vi skal nå gjøre verdsettelsen av Entra. Her vil vi ta utgangspunkt i den strategiske analysen, regnskapsanalysen og det estimert fremtidsbudsjettet.

8.1 Valg av modeller for verdsettelse

Hvilke modeller som legges til grunn i verdsettelsen av et selskap avhenger av flere faktorer, som for eksempel tilgang på informasjon, krav til pålitelighet, bransje og fase i livssyklus (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). Eiendomsbransjen er en stabil og godt etablert bransje i Norge. I tillegg er Entra et modent og stabilt selskap. Det stilles også strenge krav til børsnoterte selskaper knyttet til informasjon, noe som gjør at kildene er sikre. Ettersom fundamental- og markedsbasert verdsettelse gir de mest pålitelige svarene, har vi valgt å gå videre med disse to. Den fundamental verdsettelse er grundig og mer omfattende enn den markedsbaserte tilnærmingen. Vi har derfor valgt å bruke denne verdsettelsesteknikken som hovedmetode for å vurdere aksjekursen til Entra per 10.03.2023.

Innenfor fundamental verdsettelse kan man vurdere kontantstrømmen til totalkapitalen eller egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 35). Kontantstrømmen til totalkapitalen er en mer presis tilnærming til beregning av aksjekursen. Denne metoden forutsetter at kontantstrømmen er positiv, noe den i vårt tilfelle ikke er. Ettersom oppgaven i tillegg har et investorperspektiv, vil vi derfor videre fokusere på kontantstrømmen til egenkapitalen. Dette skyldes at en investor vanligvis er mer opptatt av kontantstrømmen til egenkapitalen enn totalkapitalen, da denne representerer det beløpet som er tilgjengelig for aksjonærene, etter at selskapets utgifter er betalt.

Videre vil vi bruke markedsbasert verdsettelse for å kvalitetssikre resultatene vi fikk i den fundamentale verdsettelsen. Her finnes det veldig mange forskjellige varianter å velge mellom. Markedsbasert verdsettelse, også kalt multiplbasert verdsettelse, er mye brukt fordi det som regel er raskt og enkelt å beregne selskapsverdien. Dette gjør at metoden kan brukes som en indikasjon på hva man kan forvente fra en fundamental verdsettelse. En av ulempene med denne tilnærmingen er at det er vanskelig å forholde seg helt objektiv når man bruker metodene. Ettersom at det finnes mange forskjellige multipler kan man ofte finne multiplvurderinger som bekrefter det man i utgangspunktet forventet. En mulig tilnærming til anbefalt handlingsstrategi er å estimere et intervall mellom fundamental- og markedsbasert verdsettelse. Grunnen til at markedsbasert verdsettelse ikke direkte brukes i verdsettelsen av Entra skyldes at det finnes få selskaper som i stor grad kan sammenlignes med Entra i Norge. Å sammenligne et selskap med utenlandske selskaper kan gi feil verdier da disse operer under ulike markedsforhold.

8.2 Fundamental verdsettelse

I den fundamentale verdsettelsen har vi brukt to varianter for å estimere aksjekursen: fri kontantstrøm til egenkapitalen- og dividendemodellen. Begge variantene baserer seg på diskontering av fremtidige kontantstrømmer. Videre vil vi gjøre en sensitivitetsanalyse som tester hvor sensitiv de estimerte aksjekursene er for svingninger i markedet.

8.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen-modellen

Fri kontantstrøm til egenkapital er den mest brukte formen for verdsettelse, og tar utgangspunkt i diskonterte kontantstrømmer til egenkapitalen. Her beregnes den diskonterte kontantstrømmen de neste fem årene, i tillegg til en nåverdi for horisontverdien til egenkapitalens kontantstrøm. Horisontverdien beregnes ved hjelp av Gordons vekstformel som diskonteres til år null. Formelt uttrykkes det slik:

$$EK_0^{EQ} = \frac{1}{(1 + r_{eq})^T} \cdot \frac{FCF_T \cdot (1 + g)}{r_{eq} - g}$$

EK_0^{EQ}	=	Nåverdi av horisontverdien til egenkapitalen
FCF_T	=	Fri kontantstrøm til egenkapitalen i år 2027
g	=	Vekstfaktor
r_{eq}	=	Avkastningskrav

Tabell 14 viser nåverdiene beregnet ved hjelp av modellen, og den estimerte aksjekursen. Den fulle beregningen ligger vedlagt i appendiks.

Tabell 14. Beregning av aksjekurs med fri kontantstrøm-modellen.

Fri kontantstrøm til egenkapitalen	
Nåverdi fra 2023 til 2027	1 207 155 039
Nåverdi av horisontverdien	16 794 029 121
Verdi til EK	18 001 184 160
Antall aksjer	182 132 055
Aksjekurs fri kontantstrøm modeller	98,84

Nåverdien til kontantstrømmene er diskontert med avkastningskravet til egenkapitalen på 6,94 prosent. Vi ser at den årlige veksten i den frie kontantstrømmen til egenkapitalen i de aktuelle årene er høy. Samtidig har den en rask nedgang, så vi velger å sette vekstfaktoren merkbart lavere. Vekstfaktoren som er brukt i modellen er satt til 2,86 prosent. Dette skyldes både den raskt avtakende veksttenden fra våre estimater, og funn i den strategiske analysen og Entrass

konsensurapport. Rapporten anslår en avtakende leieprisvekst på ned mot 3 prosent i 2023 for Oslo sentrum. Vi har derfor valgt å sette vår vekstrate i modellen lik veksten i leieinntektene for de neste fem årene, på 2,86 prosent, da vi tror dette også vil representere utviklingen i kontantstrøm til egenkapital frem mot 2027. Ved å legge sammen de to estimerte nåverdiene, og dele på antall aksjer, anslår vi en verdi per aksje på 98,84 kroner.

8.2.2 Dividendemodellen

En av de enkleste tilnærmingene til fundamental verdsettelse er dividendemodellen. Her estimeres nåverdien til det forventede utbyttet til aksjonærene. Først beregnes det diskonterte utbyttet de neste fem årene. Videre benyttes Gordons vekstformel for å komme med et anslag på nåverdien til horisontverdien til utbyttet. For å finne nåverdien til horisontverdien i år null må verdien diskonteres fra terminalåret til år null. Formelen for å estimere nåverdien til horisontverdien er som følger:

$$V_0^{EQ} = \frac{1}{(1 + r_{eq})^T} \cdot \frac{D_T \cdot (1 + g)}{r_{eq} - g}$$

V_0^{EQ}	=	Nåverdi av horisontverdi
D_T	=	Utbytte per aksje i terminalåret
g	=	Vekstfaktor
r_{eq}	=	Avkastningskrav

Vi har vedlagt utregningen av både de diskonterte utbyttene de første fem årene og horisontverdien i appendiks. Tabell 15 viser nåverdiene beregnet ved hjelp av modellen, og estimert aksjekurs.

Tabell 15. Beregning av aksjekurs med dividendemodellen.

Dividendemodellen	
Sum diskonterte utbytter	18,15
Nåverdi horisontverdi	84,45
Aksjekurs dividendemodellen	102,54

Nåverdien til det forventede utbytte til aksjonærene er diskontert med avkastningskravet til egenkapitalen på 6,95 prosent. Vekstraten i utbytter fra 2023 til 2027 er i utgangspunktet 2,81 prosent. Ettersom vi mener at dividenden vil følge kontantstrømmens vekst, setter vi denne lik som i modellen for kontantstrøm til egenkapitalen på 2,86 prosent. Vi adderer også her sammen nåverdien til det forventede utbytte fra 2023 til 2027 med nåverdien til horisontverdien. Dette gir oss en estimert aksjekurs på 102,54 kroner.

8.2.3 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse sier noe om robustheten til resultatet. Den undersøker hvor følsom en resultatvariabel er for endringer i forskjellige faktorer (Bøhren & Gjærum, 2020, s. 307). Vi skal gjøre en sensitivitetsanalyse av de to modellene vi har brukt i den fundamentale verdsettelsen, før vi til slutt sammenligner funnene. Aksjeverdiene vi har beregnet er basert på våre estimater, gjennom analyser og teorier, og kan dermed ikke anses som sikker. For å synliggjøre dette utfører vi sensitivitetsanalysen ved å endre viktige verdidrivere, for å se på hvordan disse påvirker den estimerte aksjeverdien. Viktige drivere for aksjekursen vil være kontantstrømmenes langsiktige vekstrate og avkastningskravet til egenkapitalen, fordi disse plukker opp flere usikkerhetsmomenter som vi har avdekket i den strategiske analysen.

Avkastningskravet er en faktor som plukker opp mye av usikkerheten knyttet til svingninger i fremtidige kontantstrømmer (Bøhren & Gjærum, 2020, s. 307). For eksempel inngår både risikofri rente og markedets risikopremie i beregningen av avkastningskravet til egenkapitalen. Dette er tilsynelatende gitte størrelser, men de vil variere med risikoen som foreligger i markedet. Fra den strategiske analysen ser vi en rekke usikkerhetsmomenter som renter, utløpsprofil og konjunktursvingninger. Det er derfor hensiktsmessig å se på endringen i avkastningskravet, da denne er beregnet fra et risikoperspektiv.

Vekstrate er en faktor som illustrerer vekstprognosene til de fremtidige kontantstrømmene. Denne faktoren er beregnet ved å analysere utviklingen i fremtidige kontantstrømmer, som baserer seg på historiske tall. Historiske tall er i utgangspunktet benyttet for å gi et anslag. Dette er det beste tilgjengelige utgangspunktet, men det bygger på en rekke antagelser. Et eksempel på en slik antagelse er at en lav rentesats kan anses som en antagelse om lav vekst fremover (Kaldestad & Møller, 2016, s. 122–123). Helt siden finanskrisen i 2008 har rentene vært lave, men vi ser at nåsituasjonen er ganske endret i 2022. Vekstraten vi legger til grunn, er forankret i nåsituasjonen. Med dette vil en endring fra dagens situasjon kunne få et utslag i estimert aksjekurs. Vi velger dermed videre i sensitivitetsanalysen å se på effekten av andre vekstrater.

Vi har valgt å se på avkastningskrav mellom 5,44 og 8,44 prosent, og vekstrater fra 0,86 til 4,86 prosent. Vi ser at avkastningskravet til egenkapitalen henger direkte sammen med den risikofrie renten. Ergo vil avkastningskravet øke i et 1:1 forhold med økningen i risikofri rente. I tillegg mener vi at fremtidig vekstrate henger sammen med det fremtidige rentenivået. For eksempel vil økte renter kunne medføre økte kostnader, og dermed lavere vekst for Entra. Det har for tiden vært hyppige

rentehevinger. Dette har påvirket den risikofrie renten, som har økt med nesten 1,50 prosentpoeng det siste året (Norges Bank, 2023). Slike endring kan også skje i fremtiden, og vi legger derfor til grunn to rentehevinger per intervall, altså 0,50 prosentpoeng, for å reflektere typiske endringer.

8.2.3.A Sensitivitetsanalyse fri kontantstrøm-modellen

I beregningen av kontantstrømmen til egenkapitalen har vi tatt utgangspunkt i en langsiktig vekstrate på 2,86 prosent, og et avkastningskrav til egenkapitalen på 6,94 prosent. Tabell 16 illustrerer hvordan en positiv/negativ årlig forandring med intervaller på 0,50 prosentpoeng i de to faktorene, vil påvirke den estimerte aksjeverdien.

Tabell 16. Sensitivitetsanalysen fri kontantstrøm til egenkapital-modellen.

g/CAPM	5,44 %	5,94 %	6,44 %	6,94 %	7,44 %	7,94 %	8,44 %
0,86 %	102,04	88,52	77,56	68,52	60,96	54,56	49,08
1,36 %	113,63	97,39	84,51	74,06	65,44	58,23	52,13
1,86 %	128,45	108,45	92,98	80,69	70,73	62,52	55,64
2,36 %	148,08	122,58	103,52	88,78	77,07	67,57	59,73
2,86 %	175,31	141,30	117,01	98,84	84,78	73,61	64,55
3,36 %	215,61	167,28	134,87	111,70	94,38	80,97	70,32
3,86 %	281,39	205,72	159,65	128,75	106,66	90,14	77,35
4,36 %	407,92	268,45	196,32	152,39	122,93	101,87	86,11
4,86 %	751,63	389,14	256,17	187,39	145,49	117,39	97,30

I sensitivitetsanalysen ser vi stor variasjon i den estimerte aksjekursen til Entra. Endringer i fremtidsutsikter vil påvirke den estimerte aksjekursen. For eksempel vil økt markedsrisiko resultere i et høyere avkastningskrav til egenkapitalen, og dermed lavere aksjekurs. Vi ser at et økt avkastningskrav på 0,50 prosentpoeng vil resultere i at aksjekursen går fra 98,84 kroner til 84,78 kroner, gitt at vekstutsiktene holdes konstant. Dette er en nedgang på 14,22 prosent, noe som er en signifikant nedgang fra utgangspunktet. Små endringer kan altså gi store utslag på den estimerte aksjekursen.

8.2.3.B Sensitivitetsanalyse dividendemodellen

I beregningen av dividendemodellen har vi lagt til grunn en uendret vekstrate på 2,86 prosent og avkastningskrav til egenkapitalen på 6,94 prosent. Vi har også holdt intervallene lik for å kunne sammenligne modellene i best mulig grad. Tabell 17 illustrerer sensitivitetsanalysen til dividendemodellen.

Tabell 17. Sensitivitetsanalyse av dividendemodellen.

g/CAPM	5,44 %	5,94 %	6,44 %	6,94 %	7,44 %	7,94 %	8,44 %
0,86 %	98,03	88,32	80,35	73,69	68,04	63,19	58,99
1,36 %	108,16	96,31	86,78	78,96	72,43	66,90	62,14
1,86 %	121,12	106,25	94,62	85,28	77,61	71,21	65,77
2,36 %	138,28	118,96	104,37	92,97	83,81	76,29	70,00
2,86 %	162,09	135,80	116,85	102,54	91,35	82,37	74,99
3,36 %	197,32	159,16	133,37	114,79	100,75	89,78	80,96
3,86 %	254,82	193,73	156,30	131,00	112,77	99,00	88,24
4,36 %	365,44	250,16	190,23	153,50	128,69	110,80	97,29
4,86 %	665,92	358,70	245,60	186,80	150,77	126,42	108,87

Som i sensitivitetsanalysen til egenkapitalen kommer vi frem til at det er en relativt stor endring i den estimerte aksjekursen med en liten endring i enten vekstrate og/eller avkastningskrav. Dersom avkastningskravet stiger med 0,50 prosentpoeng fra utgangspunktet, vil aksjekursen falle med 10,91 prosent fra 102,54 kroner til 91,35 kroner.

8.2.3.C Sammenligning av sensitivitetsanalysene

Ytterpunktene i sensitivitetsanalysen, noe vi anser som ekstreme verdier, gir oss et maksimalt estimat på 665,92 kroner med dividendemodellen, mot 751,63 kroner med fri kontantstrømmodellen. Minimumsestimatet i analysen gir en aksjekurs på 58,99 kroner med dividendemodellen og 49,08 kroner for fri kontantstrømmodellen. Dividendemodellen synes dermed å være noe mindre sensitiv enn fri kontantstrømmodellen for endringer i avkastningskrav og vekstrate i disse ekstreme tilfellene. For tallverdier nærmere den reelle aksjekursen er variasjonene mellom metodene betydelig mindre.

Vi ønsker imidlertid å se kort på hvorvidt disse ekstreme scenarioene er sannsynlige, for å vurdere robustheten til funnene våre. Et mulig scenario er at Norges Bank ikke følger sine egne renteprognoser. Per 31.12.2022 gjensto det to planlagte rentehevinger på til sammen 0,50 prosentpoeng før rentene anslagsvis skulle gradvis nedover igjen. Fordi Entrass verdi er påvirket i stor grad av rentekostnader kan styringsrenten både påvirke avkastningskravet og den forventede veksten. Dersom vi antar at Norges Bank avviker fra sine prognoser, mener vi at det er to andre scenarioer som er spesielt interessante.

I det første scenarioet når renten toppen av rentebanen, men forblir på dette nivået, altså 0,50 prosentpoeng over dagens nivå. En mulig årsak kan være at det forhøyede inflasjonsnivået forankrer

seg. Som tidligere drøftet er avkastningskrav og vekstfaktor direkte forbundet med styringsrenten, og resulterer i et avkastningskrav som er 0,50 prosentpoeng høyere og en vekstrate som er 0,50 prosentpoeng lavere enn «base case», som er våre initielle estimater. På starten av 70-tallet var verden i en periode med stagflasjon, hvor prisnivået steg til tross for lavere etterspørsel og høyere arbeidsledighet (Johansen, 2022). Dette kan tvinge sentralbankene til å holde renten høyere enn tidligere antatt for å få bukt med inflasjonen, men er begrenset av menigmannens rentemessige tåleevne. Historisk sett er altså ikke dette et utenkelig utfall. Et jevnt hevet rentenivå vil resultere i en aksjekurs på 77,07 kroner med fri kontantstrøms-modellen og 83,81 kroner med dividendemodellen. Dette er å anse som et potensiell «worst case» scenario for Entra.

I det andre scenarioet settes styringsrentene lenger ned enn sentralbankens tidligere prognoser. En rask nedgang til et lavere inflasjonsnivå enn inflasjonsmålet kan resultere i dette. Dette kan inntreffe om for eksempel likviditetsreservene til befolkningen blir tilstrekkelig forvitret av de økte rentekostnadene, slik at kjøpevanene deres endres. Vi mener at en styringsrente 0,50 prosentpoeng under dagens rentenivå dermed ikke er utenkelig i dette scenarioet. Dette resulterer i et avkastningskrav 0,50 prosentpoeng lavere og en vekstrate 0,50 prosentpoeng høyere enn «base case». Vi får med dette en estimert aksjekurs på 134,87 kroner med fri kontantstrøm-modellen og 133,37 kroner med dividendemodellen. Et varig lavere rentenivå vil dermed resultere i et «best case» scenario for Entra. Aksjekursene er hentet fra Tabell 16 og Tabell 17 for scenario 1 og 2.

Begge scenarioene er noe forenklet. Det er selvfølgelig mange andre resonnementer som kan forklare mulige makroøkonomiske endringer. Vi mener allikevel at et intervall på +/- 0,50 prosentpoeng er realistisk for både avkastningskrav og vekstrate. Man skal passe seg for å anta for mye om fremtiden basert på slike drøftinger (Kaldestad & Møller, 2016, s. 144). Vi velger dermed kun ha med disse observasjonene som en illustrasjon på hvordan fremtidsutsiktene kan endre seg på bakgrunn av variasjoner i variablene. Vi velger dermed ikke å vekte disse observasjonene inn i vår estimerte aksjekurs.

8.2.4 Oppsummering fundamental verdsettelse

For å kunne avgjøre om Entra er underpriset eller overpriset er det nødvendig å estimere en endelig aksjekurs. Ettersom vi har benyttet oss av både fri kontantstrøm- og dividendemodellen, har vi valgt å bruke en gjennomsnittlig verdi av begge modellene for å fastsette den endelige aksjekursen. For å komme frem til en hensiktsmessig vektning av disse modellene, har vi gjennomført en sensitivetsanalyse for å identifisere trender mellom modellene. Etter å ha analysert

sensitivitetsanalysene ser vi ingen klare trender, og har derfor bestemt oss for å vekte modellene likt når vi fastsetter endelig aksjekurs. Vi velger å ikke utdype dette videre, da en endring i vekting ikke vil ha mye å si for den estimerte aksjekursen. Den estimerte aksjeverdien fra den fundamentale analysen blir da som følger:

$$\text{Aksjeverdi} = \left(\frac{1}{2} * 98,84\right) + \left(\frac{1}{2} * 102,54\right) = \mathbf{100,70 \text{ kr}}$$

Gjennomsnittet av dividende- og fri kontantstrøm til egenkapital-modellen blir 100,70 kroner. For å kvalitetssikre dette resultatet vil vi videre sammenligne det opp mot en komparativ verdsettelse.

8.3 Markedsbasert verdsettelse

Vi har valgt å benytte P/E (Price/Earnings), EV/EBITDA (Enterprise Value/ Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) og P/B (Price/Book), i den markedsbaserte verdsettelsen. Dette er eksempler på multipler som henholdsvis fokuserer på resultatregnskapet (P/E og EV/EBITDA) og balanseregnskapet (P/B). Som i den fundamentale analysen verdsetter vi fra et investorperspektiv, og velger dermed multipler som fokuserer på egenkapitalen.

Vi har valgt å ta utgangspunkt i fire selskaper som vi anser som noe like Entra. Ettersom det finnes få selskaper som kan sammenligne seg med Entra i Norge har vi valgt å sammenligne Entra med Castellum, Balder og SBB. Dette er de tre største kontortilbyderne i Sverige. I tillegg har vi valgt Olav Thon Eiendom som er et annet børsnotert norsk selskap, men som i stor grad har en blanding av ulike næringssektorer som hotell og kjøpesenter i tillegg til kontor. Regnskapstallene benytter er hentet fra aktuelle års- og kvartalsrapporter (AB Balder, 2023; Castellum AB, 2023; Olav Thon Eiendomsselskap, 2023; Samhållsbyggnadsbolaget i Norden AB, 2023). Vi har valgt å kun fokusere på Norden fordi vi mener dette representerer det Norske markedet bedre enn resten av verden.

8.3.1 P/E

En av de mest brukte modellene for markedsbasert verdsettelse er Price/Earnings (P/E). Dette skyldes at metoden kan oppleves brukervennlig (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228). Det denne metoden forteller er hvor mye markedet er villig til å betale for selskapets fortjeneste. Desto lavere P/E verdien er, desto lavere er inngangsbilletten for å ta del i fortjenesten til selskapet (Greiner, 2020). P/E er definert ved følgende formel:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Hensikten med P/E modellen er å kunne si noe om en aksje er over- eller underpriset, ved å sammenligne ulike aktører i samme bransje. Måten dette gjøres på er å beregne en gjennomsnittlig P/E-verdi fra sammenlignbare selskaper, og multiplisere denne verdien med resultat per aksje i selskapet man vurderer. Det finnes ingen fasit på hva som er lav, middels eller høy P/E, men generelt er en P/E-verdi på under 15 å anse som lav, og over 15 som høy. En lav P/E kan enten bety at selskapet har en attraktiv pris, eller det kan bety at markedet mener selskapet har fundamentale problemer. På den andre siden kan en høy P/E indikere at selskapet er overpriset, eller det kan bety at markedet mener at selskapet har stort vekstpotensial (Greiner, 2020).

Fordelen med P/E er at den fungerer bra i tilfeller med selskaper som har en stabil og konstant vekstfase, hvor resultatet kan indikere et fornuftig estimat på egenkapitalens kontantstrøm (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228). På den andre siden øker sannsynligheten for engangshendelser og tilfeldige inntekter og kostnader, som ikke kan forventes i fremtiden, desto lenger ned i regnskapet man kommer. Dette gjør at for eksempel engangshendelser som gir negativt resultat gir et feil bilde av virkeligheten. I tillegg er sentrale faktorer som forskjeller i risiko og kapitalbehov utelatt i modellen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 229).

Tabell 18. P/E for Entra fra 2017-2022.

Entra	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aksjekurs siste omsetningsdag	122	115,2	145	194,2	198,3	105,8
Resultat per aksje	24,00	14,00	16,00	30,00	27,68	-3,41
Price/Earnings	5,08	8,23	9,06	6,47	7,16	-31,03

Tabell 18 viser utregningen av P/E for Entra fra perioden 2017-2022. Resultat per aksje er hentet ut av Entras årsrapporter fra 2017-2022, og aksjekurs fra siste omsetningsdag er hentet ut fra Nordnet (Nordnet, 2023). Entra har en negativ P/E i 2022. Dette skyldes i hovedsak selskapets store nedskrivninger av eiendomsverdiene. Ettersom man får et negativt resultat vil man ikke kunne bruke modellen videre da den estimerte aksjekursen vil være negativ.

8.3.2 EV/EBITDA

EV/EBITDA er en av de mest anvendte multiplene i forbindelse med kjøp og salg av selskaper. Den brukes for å vurdere prisingen av et selskap, og sier noe om selskapet er overvurdert eller undervurdert i markedet. Modellen har likhetstrekk med P/E, men tar i tillegg hensyn til selskapets

gjeld og kontantbeholdning. Den viser altså hvordan dagens verdivurdering ser ut i forhold til driftsoverskudd, justert for gjeld, avskrivning og amortisering. En lav multiplenummer sammenlignet med andre selskaper i samme bransje kan tyde på at selskapet er undervurdert, og omvendt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). EV/EBITDA er definert ved følgende formel:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

EV beregnes ved å ta selskapsverdien og legge til samlet gjeld, før man trekker fra kontantbeholdningen. EBITDA er driftsresultat før rente, skatt, avskrivninger og amortisering (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). EV/EBITDA gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften på selskapene. Den måler driftsresultatet før avskrivninger, noe som gjør at forskjeller som oppstår på grunn av ulik avskrivningsprofil, goodwill og tilfeldige finansinntekter, vil ekskluderes. Metoden gjør det også mulig å sammenligne selskaper som har gått i underskudd. Ulempen ved å bruke EV/EBITDA er at det ignorerer faktorer som forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov. For å kompensere for at investeringsbehovet ignoreres, vil det være viktig å bruke denne modellen sammen med flere andre multipler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 232).

Vi bruker årsrapportene til de aktuelle selskapene som skal sammenlignes for å beregne hvert enkelt selskaps EV/EBITDA, og videre et bransjegjennomsnitt, som vist i Tabell 19.

Tabell 19. EV/EBITDA for sammenlignbare selskaper i Norden og bransjegjennomsnitt.

Bransjegjennomsnitt	2022
Entra	25,61
Castellum	21,86
SBB	25,65
Balder	31,49
Olav Thon Eiendom	18,31
Gjennomsnitt	24,59

Ettersom Entra hadde et negativt resultat i 2022, vil EV/EBITDA være en nyttig multiplenummer å se på. Den store nedgangen i 2022 skyldtes høye renter og nedskrivning av eiendomsverdiene, og dette er faktorer som modellen tar hensyn til. Beregningene viser at Entra har en EV/EBITDA på 25,61, mens bransjegjennomsnittet ligger på 24,59. Dette tyder på at Entra kan være noe overvurdert eller at selskapets aksjonærer har langsiktig tro på selskapet. Multiplenummeret kan brukes for å estimere en

aksjepris for Entra, ved å trekke fra den rentebærende gjelden, for å få markedsverdien til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 224). Dette er illustrert i følgende formel:

$$\text{Verdi Entra} = \left(\frac{EV_{Gj.snitt}}{EBITDA_{Gj.snitt}} * EBITDA_{Entra} \right) - \text{Rentebærende gjeld}_{Entra}$$

Ved å dividere denne estimerte verdien på antall aksjer, finner vi et estimat på aksjekursen.

Tabell 20. Beregning av aksjekurs med EV/EBITDA-multippelen.

Verdsettelse basert på EV/EBITDA	
EBITDA Entra	2 715 000 000
x Multipl	24,59
= Verdi total kapital	66 748 633 623
- Rentebærende gjeld	50 265 000 000
= Verdi egen kapital	16 483 633 623
/ Antall aksjer	182 132 055
= Verdi per aksje	90,50

Den estimert aksjekurs for Entra beregnes til 90,50 kr, noe som er lavere enn den observerte prisen på markedet.

8.3.3 P/B

P/B er en forkortelse av Price/Book. Her benyttes markedsverdien av egenkapitalen dividert på den bokførte verdien av egenkapitalen til å lage et forholdstall mellom disse. Om multipleringen ligger på 1 betyr det at markedet anser verdien av egenkapitalen til å være lik den bokførte. Videre kan det sies at hvis P/B er over 1 tror markedet at selskapet har en evne til å skape mer verdi av egenkapitalen inn i fremtiden. En P/B på under 1 vil antyde at markedet potensielt ikke har tro på avkastning fra egenkapitalen da de verdsetter den til lavere enn den bokførte verdien.

P/B er en enkel modell å bruke i praksis, og gir raskt et mål på evnen et selskap har til å skape merverdier ut ifra eiendelene. En annen fordel er at metoden også kan benyttes på selskaper som har negative resultater. Samtidig kan forskjellig avskrivningsprofiler føre til at to tilsynelatende like selskaper verdsettes ulikt. P/B kan også, hvis den ikke samsvarer med det man har funnet igjennom en strategisk analyse, benyttes for å gi en pekepinn på om et selskap er for optimistisk priset. En bærekraftig høy P/B impliserer altså at selskapet enten opererer i en bransje med systematisk høy avkastning i forhold til avkastningskrav, eller at selskapet besitter et unikt konkurransefortrinn.

P/B beregnes med følgende formel:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{Bokført verdi av egenkapitalen}}$$

Tabell 21. P/B for sammenlignbare selskaper i Norden og bransjegjennomsnitt.

Bransjegjennomsnitt	2022
Entra	0,61
Castellum	0,53
SBB	0,45
Balder	0,54
Olav Thon Eiendom	0,52
Gjennomsnitt	0,53

Som vi ser av Tabell 21, ligger Entras P/B under 1. Dette er noe som kan indikere at markedet har liten tro på avkastning fra egenkapitalen. Samtidig ser vi at dette er noe som er normalt for bransjen. For å beregne verdien av egenkapitalen, brukes bransjegjennomsnittet multiplisert med den reelle bokførte verdien til Entras egenkapital. Formelt ser dette slik ut:

$$\text{Verdi Entra} = \left(\frac{\text{Markedsverdi EK}_{Gj.snitt}}{\text{Bokført verdi EK}_{Gj.snitt}} \cdot \text{Bokført verdi EK}_{Entra} \right)$$

Ved å dividere denne estimerte verdien på antall aksjer vil man finne et estimat på aksjekursen. Tabell 22 viser den estimerte verdien og beregningen av den.

Tabell 22. Beregning av aksjekurs med P/B-multippelen.

Verdsettelse basert på Pris/Bok	
Balanseført EK	31 671 000 000
x P/B Bransje	0,53
= Verdi av EK	16 757 230 875
/ Antall aksjer	182 132 055
= Verdi pr. aksje	92,01

Den estimerte kursen fra P/B-multippelen på 92,01 kroner faller noe under det aksjen er priset til i markedet.

8.3.4 Oppsummering markedsbasert verdsettelse

Multipelbasert verdsettelse fungerer stort sett best på selskaper som er i en stabil bransje og fase. I tillegg er de som oftest best på å estimere aksjekursen når selskaper er i en normalsituasjon. Ut ifra regnskapstallene til Entra og bransjen generelt, kan det sees at 2022, med sine hyppige rentehevinger og fallende eiendomsverdier, har fått en del innvirkning på hvordan Entras egenkapital verdsettes. Dette gjør at P/E ikke gir noe hensiktsmessig anslag på aksjekursen da den benytter resultat etter skatt. Ettersom Entras resultat etter skatt i 2022 var negativt, vil dette implisere en negativ aksjekurs.

Videre beregnet vi EV/EBITDA. Vi får en verdi som er litt høyere enn bransjegjennomsnittet. Dette mener vi henger sammen med Entras strategiske fordeler, som bærekraftige bygg i nærheten av kollektive knutepunkt, høy kundetilfredshet og utleiegrad. Vi mener derfor at EV/EBITDA-verdien henger sammen med at investorene har noe mer troen på Entra enn markedet generelt, og er derfor villig til å betale litt mer for å ta del i Entras fortjeneste. Videre ser vi at den beregnede aksjekursen er på 90,50 kroner, noe som er lavere enn den observerte aksjekursen på 105,80 kroner. Dette skyldes at bransjen gjennomsnittlig ligger lavere enn Entra, noe som trekker ned aksjekursen.

Avslutningsvis brukte vi P/B som en multipel som er mer rettet mot balansen. Denne reflekterer forholdet mellom markedets verdivurdering av egenkapitalen og de bokførte verdiene i balansen. Her finner vi at Entras egenkapital verdsettes lavere i markedet enn den bokførte verdien, men at dette er gjennomgående i bransjen. På lik linje med EV/EBITDA-multipelen ligger Entra over bransjegjennomsnittet, som igjen indikerer at markedet har mer tiltro til Entra enn til konkurrentene. Den estimerte aksjekursen beregner vi til 92,01 kroner, noe som er noe lavere enn kursen på børs. Den trekkes altså også ned av bransjegjennomsnittet. Den gjennomsnittlige beregnede aksjekursen i den markedsbaserte verdsettelsen er 91,26 kroner.

Grunnen til at vi finner en lavere kurs på de multipelbaserte metodene enn den fundamentale verdsettelsen, er at den markedsbasert verdsettelse reflekterer nåsituasjonen til selskapene. 2022 var et annerledes år for bransjen, og derfor vil ikke disse multiplene gjenspeile en normalsituasjon. I tillegg er sammenligningsgrunnlaget med lignende selskaper noe vagt da det ikke finnes selskaper som fokuserer utelukkende på kontor i Norge. Samtidig vil markedsforholdene i Sverige være noe annerledes enn i Norge, noe som gjør analysen vår usikker. Vi har derfor valgt å ikke vektlegge denne metoden i vår estimerte aksjekurs for Entra. Til tross for at disse estimatene ikke vil benyttes i selve verdsettelsen av Entra aksjen kan de brukes til å kvalitetssikre tallene vi har fått, og gjøres oss trygge på at de antakelsene og vurderingene vi har gjort i den fundamentale analysen er riktig.

9. Utbyttepolitikk

Et sentralt spørsmål for børsnoterte selskaper er hvorvidt selskapet burde betale ut utbytte til eierne eller reinvestere dette i nye prosjekter. Med Entras finansielle situasjon vil det derfor være relevant for oss å drøfte fordeler og ulemper for Entra ved å betale ut utbytte til sine aksjonærer i henhold til utbyttepolitikken eller beholde kapitalen i selskapet for å investere i nye prosjekter. Som investor bør en derfor være klar over de positive og negative sidene en slik endring kan medføre.

Fundamentalt bør et selskap betale tilbake overskuddskapital til eierne dersom det er mulig. Dette kan gjøres direkte i form av utbytte eller indirekte i form av tilbakekjøp av aksjer. Generelt er det noen kriterier som bør være oppfylt for at en bedrift burde betale tilbake overskuddskapital. For det første må fri kontantstrøm være positiv. Videre bør selskapet ha et «passende» gjeldsnivå. Har selskapet en ugunst kapitalstruktur burde heller overskuddskapital brukes til å redusere gjelden. Det siste kriteriet som bør ligge til grunn er at selskapet bør ha ledig kapital til å kunne gripe muligheter eller møte uventede hendelser, før utbytte utbetales (Brealey et al., 2020, s. 444). Er disse kriteriene oppfylt kan det være hensiktsmessig for en bedrift å betale tilbake kapital til aksjonærene.

Med Entras utbyttepolitikk skal 60 prosent av nettoresultat fra eiendomsdrift minus betalbar skatt tilbakebetales til aksjonærene. Dette har vært selskapets utbyttepolitikk helt siden selskapet ble børsnotert i 2014 (Entra ASA, u.å.). Det siste året har selskapet opplevd en kraftig nedgang basert på de teoretiske kriteriene burde ikke Entra betale ut like stort utbytte til sine aksjonærer som tidligere. Selskapet hadde i 2022 en negativ fri kontantstrøm. I tillegg har nedgangen i eiendomsverdiene og oppkjøpet av Oslo Areal medført en ugunstig kapitalstruktur og dårligere rentebetingelser. Dette har medført en svakere likviditet som gjør at uventede hendelser vil kunne være mer kritiske for selskapet.

I teorien ville det vært riktig av styret til Entra å vedta å beholde hele overskuddet internt i bedriften, for å investere kapitalen i nye prosjekter. Dette kunne allikevel ha medført negative effekter for selskapet. For det første tolkes ofte en reduksjon i utbytte negativt når selskaper som har hatt jevne utbytteutbetalinger over lang tid reduserer sitt utbytte. Dette er fordi investorene tolker at selskapet selv forventer at fremtidsutsiktene er dårligere. Det betyr at et slikt signal potensielt ville ha medført en redusert markedsverdi og egenkapital. En annen negativ effekt ved å redusere utbytte er knyttet til Entras to store eiere i Balder og Castellum. Med dårlige tider kan disse være avhengig av utbytte for å holde likviditeten sin. Dersom utbyttet reduserer kan det medføre at de må selge seg kraftig ned, noe som kunne medført større volatilitet i aksjekursen fremover.

Et vedtak fra styret om å ikke betale utbytte, ville også hatt flere positive sider til tross for de negative signalene. For det første vil alt annet likt ikke ha noe praktisk betydning for eierne, da egenkapital kun flyttes fra selskapets kontor til aksjonærenes konto. Det betyr at nedgangen i aksjekursen tilsvarer det utbetalte utbyttet.

For Entra ville det vært positivt å kunne beholde egenkapitalen i selskapet av flere grunner. Selskapet kunne brukt noe av overskuddet til å betale ned gjelden for å forbedre sin kapitalstruktur og mål om en LTV på 50/50. I tillegg kunne da ha redusert antallet eiendommer som selges for å nå dette målet. Selskapet rapporterer også på en avkastning på sine prosjekter som har vært bedre enn estimatene. Å bruke overskuddskapitalen til å reinvestere i nye prosjekter vil da kunne være av interesse for selskapet.

Til tross for at Entra har valgt å ikke motta strømstøtte i 4. kvartal 2022 for å beholde muligheten til å betale utbytte til aksjonærene i 2023, anser vi det for å være en reell risiko for at Entra i fremtiden vil avvike fra sin historiske utbyttepolitikk. Dette for å sikre videre vekst i selskapet. De negative signalene et redusert utbytte sender, vil potensielt påvirke selskapets markedsverdi negativt ettersom flere investorer tolker signalene som dystre fremtidsutsikter. Som investor i selskapet vil da dette medføre et tap, og en bør derfor vurdere hvilken grad av langsiktighet man har når en investerer i selskapet.

10. Oppsummering og konklusjon

I den fundamentale verdsettelsen av Entra estimerte vi aksjeverdier på 98,84 kroner med dividendemodellen, og 102,54 kroner med fri kontantstrøm til egenkapital-modellen. Vi valgte videre å vekte disse to resultatene likt. Den estimerte gjennomsnittsverdien er 100,70 kroner. Denne verdien er noe lavere enn Entrass sluttkurs på Oslo børs fra 10.03.2023 som var 105,80 kroner.

Videre estimerte vi at Entrass verdi gjennom en markedsbasert verdsettelse var 90,50 kroner beregnet med en EV/EBITDA-multippelen og 92,01 kroner beregnet med P/B-multippelen. Vi mener disse estimatene underbygger den fundamentale verdsettelsen.

Vi valgte å fokusere på den fundamentale analysen da vi mener at denne gir det mest riktige bildet på Entrass verdi. Vår anbefaling er dermed knyttet til gjennomsnittet av aksjekursen mellom de to fundamentale verdsettelsesmodellene. Et alternativ ville vært å anbefale en hold-strategi ved observerte aksjekurser mellom den estimerte markedsbaserte- og den fundamentale

verdsettelsesverdien. Vi har imidlertid ikke gjort dette da vi mener at den markedsbaserte verdsettelsen ikke gir et riktig bilde på dagens situasjon.

I dividendemodellen anslår vi at utbytte skal utbetales i fremtiden. Basert på den økonomiske situasjonen til Entra, anser vi det som en risiko for at selskapet ikke vil betale ut utbytte videre. Dersom Entra velger å ikke betale ut utbytte i fremtiden, vil dette medføre en signaleffekt som i teorien vil påvirke aksjekursen til Entra i form av et fall. Dette er en risiko vi ønsker å ta hensyn til i vår anbefaling.

Gjennom problemstillingen ønsker vi å finne et estimat på den underliggende verdien til Entras egenkapital, og dermed om aksjen er interessant som et investeringsobjekt. Basert på at vår estimerte fundamentale aksjekurs er lavere enn markedsverdien, samt estimatene fra den multippelbasert verdsettelsen og usikkerheten knyttet til fremtidig utbytte, konkluderer vi med at Entra er overpriset. Med en estimert aksjeverdi på 100,70 kroner, gir vi en salgsanbefaling på Entra ASA per 10.03.2023.

12. Kilder

- AB Balder. (2023). *Annual Report 2022* [Årsrapport]. AB Balder.
<https://en.balder.se/sites/balder/files/1969563.pdf>
- Arbeidstilsynet. (u.å.). *Hvordan utforme kontoret?* arbeidstilsynet.no. Hentet 9. mars 2023, fra
<https://www.arbeidstilsynet.no/tema/utforming-av-arbeidsplassen/hvordan-utforme-kontoret/>
- Bache, I. W. (2022a). *2022 Finansiell stabilitet, risiko og sårbarhet*. Norges Bank. https://www.norges-bank.no/contentassets/de4ea09b10694ddd9128af5c596cd5f4/finansiell_stabilitet_2022.pdf?v=11/09/2022162223&ft=.pdf
- Bache, I. W. (2022b). *Pengepolitisk Rapport 3 | 22 september* (Nr. 3; s. 60). Norges Bank.
<https://www.norges-bank.no/contentassets/42d4eaca54224dd0bd55c22522792f28/ppr-3-22.pdf?v=10/05/2022135906&ft=.pdf>
- Bache, I. W. (2022c). *Pengepolitisk Rapport 4 | 22 desember* (Nr. 4; s. 60). Norges Bank.
https://www.norges-bank.no/contentassets/70ab04a3dd3a450d8c8d41fa87b72fb1/ppr_4_2022_no.pdf?v=01/10/2023090227&ft=.pdf
- Baksaas, K. M. & Hansen, Ø. (2015). *Finansregnskap med Analyse* (2. utg.). Gyldendal Akademisk.
- Basale. (2013). *Basalrapporten 1. halvår 2013 Tema: Avkastningskrav* (Halvår Nr. 1). Basale AS.
https://www.newsec.no/globalassets/norway/innsikt/rapporter/basalerapporten/basalerapporten_1-2013
- Bellona. (u.å.). *Grønne leieavtaler*. Bellona. Hentet 7. mars 2023, fra
https://bellona.no/assets/sites/2/2015/06/fil_Gronne_leieavtaler.pdf
- Berg, T. (2017). *Grunnleggende økonomistyring*. Cappelen Damm.
- Bjørland, C., Hjelseth, I. N., Mulelid, J. H., Solheim, H. & Vatne, B. H. (2022).
Næringseiendomsmarkedet - ikke lenger en «svart boks». Norges Bank. <https://www.norges-bank.no/contentassets/d10f49dae3494550a38981286b0f341b/staff-memo-6-2022-naringseiendomsmarkedet.pdf>
- Blume, M. E. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of Finance*, 30(3), 785–795.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13. utg.). McGraw-Hill Education.
- Bryhn, R. & Askim, S. (2019, 3. februar). *Entra*. snl.no. <https://snl.no/Entra>
- Bugge, W. (2023, 5. februar). *Starter milliardfond i fallende marked*.
<https://www.finansavisen.no/finans/2023/02/05/7981848/abg-sundal-collier-satser-pa-alternative-investeringer>

- Byberg, Ø. (2022, 21. desember). *Entra selger for milliardbeløp – her er eiendommene*.
<https://eiendomswatch.no/nyheter/kontor/article14745034.ece>
- Byggfakta Nyheter. (2022, 6. september). Tullinkvartalet har fått et reelt løft. *Byggfakta Nyheter*.
<https://nyheter.byggfakta.no/tullinkvartalet-har-fatt-et-reelt-loft-295848/nyhet.html>
- Bøhren, Ø. & Gjærum, P. I. (2020). *Finans: Innføring i investering og finansiering* (2. utg.).
Fagbokforlaget.
- Carlin, D. (2022, 5. april). *40% Of Emissions Come From Real Estate; Here's How The Sector Can Decarbonize*. <https://www.forbes.com/sites/davidcarlin/2022/04/05/40-of-emissions-come-from-real-estate-heres-how-the-sector-can-decarbonize/?sh=7d11cd8263b7>
- Castellum AB. (2023). *Beyond expectations 2022 Annual Report and Sustainability Report* [Årsrapport]. Castellum AB. https://annualreport.castellum.se/2022/wp-content/uploads/sites/2/2023/03/Castellum_AHR_2022_EN_16_9.pdf
- Christiansen, S. (2022, 24. oktober). *Befolkningen i Norge*. FHI.
<https://www.fhi.no/nettpub/hin/samfunn/befolkningen/>
- DN. (2021). Kun en av ti nordmenn vil tilbake på kontoret etter korona. *Dagens Næringsliv*.
<https://www.dn.no/staticprojects/annonsorinnhold/elkjop/kun-en-av-ti-nordmenn-vil-tilbake-pa-kontoret-etter-korona/>
- DNB. (2023). *Grønne lån til næringseiendom og boligprosjekter*. DNB.
<https://www.dnb.no/bedrift/finansiering/bedriftslan/gronne-lan/naringseiendom-og-boligprosjekter>
- Due-Andresen, K. (2022, 15. august). Spaltist: Høy inflasjon er forholdsvis gunstig for eiendomsinvesteringer. *Dagens Næringsliv*.
<https://www.dn.no/eiendom/eiendom/naringseiendom/kontorleie/spaltist-hoy-inflasjon-er-forholdsvis-gunstig-for-eiendomsinvesteringer/2-1-1277155>
- E24. (2023). *Hovedindeksen OSBEX*. e24. <https://e24.no/bors/instrument/OSEBX.OSE>
- elvia.no. (u.å.). *Slik produserer du din egen strøm*. elvia.no. Hentet 26. februar 2023, fra <https://www.elvia.no/smart-forbruk/solceller-og-stromproduksjon/slik-produserer-du-din-egen-strom/#:~:text=Du%20m%C3%A5%20selv%20kontakte%20en,str%C3%B8mleverand%C3%B8r%20om%20salg%20av%20overskuddsproduksjon.>
- Enova. (u.å.). *Hjelp til deg som skal kjøpe eller bygge passivhus*. Enova.no. Hentet 9. mars 2023, fra https://www.enova.no/upload_images/085B53DE13A542D1809A93605BB8BC5A.pdf
- Entra ASA. (u.å.). *Utbyttepolitikk*. Entra.no. Hentet 4. mai 2023, fra <https://entra.no/investor-relations/article/utbyttepolitikk/42>

Entra ASA. (2014). *Vellykket børsnotering av Entra*. Entra.no. <https://entra.no/news-and-media/vellykket-borsnotering-av-entra/919>

Entra ASA. (2017a). *Best i klassen på miljørapportering*. Entra.no. <https://entra.no/news-and-media/best-i-klassen-pa-miljorapportering/1552>

Entra ASA. (2017b). *Årsrapport 2017* [Årsrapport]. Entra ASA. <https://entra.no/storage/uploads/reports/117/entra-arsrapport-2017-no-web-ny.pdf>

Entra ASA. (2017c). *Entra selger i Kristiansand*. Entra ASA. <https://aksjelive.e24.no/entra-selger-i-kristiansand/1484731618022>

Entra ASA. (2019). *Annual Report 2018* [Årsrapport]. Entra ASA. <https://www.entra.no/storage/uploads/reports/123/entra-annual-report-2018-final.pdf>

Entra ASA. (2020). *Annual Report 2019* [Årsrapport]. Entra ASA. <https://www.entra.no/storage/uploads/reports/130/entra-annual-report-2019-eng-web-ny.pdf>

Entra ASA. (2021a). *Annual Report 2020* [Årsrapport]. Entra ASA. <https://www.entra.no/storage/uploads/reports/139/annual-report-2020.pdf>

Entra ASA. (2021b). *Entra acquires Oslo Areal*. <https://kommunikasjon.ntb.no/ir-files/16126567/1038/1393/Download%20announcement%20as%20PDF.pdf>

Entra ASA. (2022a). *Entra Konsensusrapport for fjerde kvartal 2022*. Entra.no. <https://entra.no/news-and-media/entra-konsensusrapport-for-fjerde-kvartal-2022/22651>

Entra ASA. (2022b). *Annual Report 2021*. Entra ASA. <https://entra.no/storage/uploads/reports/155/entra-annual-report-2021-web.pdf>

Entra ASA. (2022c). *Base Prospectus*. <https://entra.no/storage/uploads/reports/160/base-prospectus-2022-entra-asa-final-dated-3-november-2022-complete.pdf>

Entra ASA. (2023a). *Byutvikling*. Entra.no. <https://entra.no/about/article/byutvikling/37>

Entra ASA. (2023b). *Entra miljølendende i bransjen*. Entra.no. <https://entra.no/about/article/miljo/14>

Entra ASA. (2023c). *Portefølje*. Entra.no. <https://entra.no/properties>

Entra ASA. (2023d, 10. februar). *Q4/FY 2022*. <https://www.entra.no/storage/uploads/reports/163/q422-pres.pdf>

Entra ASA. (2023e). *Quarterly Report 2022 Q4* [Kvartalsrapport]. <https://entra.no/storage/uploads/reports/163/kvartalsrapport-q4-2022.pdf>

Entra ASA. (2023f, 20. februar). *Om Entra*. Entra.no. <https://entra.no/about>

Entra ASA. (2023g). *Annual Report 2022* [Årsrapport]. Entra ASA. <https://www.entra.no/storage/uploads/reports/164/entra-annual-report-2022-web.pdf>

Eriksen, G. (2019). *Eiendom*. Store Norske Leksikon. <https://snl.no/eiendom>

- Ertersvåg, F. & Storm Bamvik, B. (2020, 11. juni). Åtte av Norges største selskaper om hjemmekontor-revolusjonen: Slik endres arbeidslivet. *e24*. <https://e24.no/naeringsliv/i/XgK54E/aatte-av-norges-stoerste-selskaper-om-hjemmekontor-revolusjonen-slik-endres-arbeidslivet>
- Feratovic, L. & Bakken, J. B. (2023, 5. februar). Disse har fått mest i strømstøtte. *Dagens Næringsliv*. <https://www.dn.no/eiendom/disse-har-fatt-mest-i-stromstotte/2-1-1387870>
- Fjeldstad, Ø. D. (2018). Ressurser. I R. Lunnan (Red.), *Strategi* (2. utg., s. 55–81). Fagbokforlaget.
- Flølo, H., Riddervold, E., Sørensen, D. & Melbye, T. G. (2019, 20. november). *Proptech - hva, hvorfor og hvordan?* nef.no. <https://nef.no/fagstoff/proptech-hva-hvorfor-og-hvordan/>
- Greiner, C. (2020, 28. oktober). *8 ting alle investorer bør vite om P/E (pris/fortjeneste)*. Morningstar. [https://www.morningstar.no/no/news/206714/8-ting-alle-investorer-bør-vite-om-p%2Ffe-\(pris%2Ffortjeneste\).aspx](https://www.morningstar.no/no/news/206714/8-ting-alle-investorer-bør-vite-om-p%2Ffe-(pris%2Ffortjeneste).aspx)
- Grønmo, S. (2016). *Samfunnsvitenskapelige metoder* (2. utg.). Fagbokforlaget.
- Grønmo, S. (2023, 16. januar). *Kvalitativ metode*. snl.no. https://snl.no/kvalitativ_metode
- Grønn Byggallianse. (2021, 22. juni). *EUs takstonomi - nye rammebetingelser for bærekraft*. Grønn Byggallianse. <https://byggalliansen.no/kunnskapscenter/nye-rammebetingelser-for-baerekraft-i-bygg-og-eiendom/#1606741285556-09053c2e-c366>
- Grønn Byggallianse. (2023). *Nysgjerrig på BREEAM-NOR?* Grønn Byggallianse. <https://byggalliansen.no/sertifisering/om-breeam/nysgjerrig-pa-breeam-nor/>
- Hagen, M. (2016). *Næringseiendom i Norge*. <https://norges-bank.brage.unit.no/norges-bank-xmlui/handle/11250/2558018>
- Hagen, M., Hjelseth, I. N., Solheim, H. & Vatne, B. H. (2018). *Bankenes utlån til næringseiendom – en kilde til systemrisiko?* https://www.norges-bank.no/contentassets/2937eaca79bf49738446c19e21aae61f/staff_memo_11_2018.pdf?v=01/16/2019085158&ft=.pdf
- Haugan, A. S. (2021, 23. februar). *Kontor Oslo: Leieprisene fortsetter å stige i sentrum*. DNB næringsmegling. <https://www.dnbnaringsmegling.no/no/kontor-oslo-leieprisene-fortsetter-a-stige-i-sentrum/>
- Haugan, A. S. (2023, 19. januar). *Høyeste signeringsvolum målt i hovedstaden noen gang*. DNB næringsmegling. <https://www.dnbnaringsmegling.no/no/hoyeste-signeringsvolum-malt-i-hovedstaden-noen-gang/>
- Heggernes, T. A. (u.å.). *Kompendium i ØAO016 Strategi og forretningsutvikling 2020*. Høgskulen på Vestlandet, Bergen.
- Henriksen, Ø. (2022, 13. juli). Entra skriver ned porteføljen med 1 milliard. *Eiendomswatch*. <https://eiendomswatch.no/nyheter/article14234428.ece>

- Holstad, M. (2023, 14. februar). *Rekordhøy strømpris i 2022 - dempet av strømstøtte*. ssb.no.
<https://www.ssb.no/energi-og-industri/energi/statistikk/elektrisitetspriser/artikler/rekordhoy-strompris-i-2022--dempet-av-stromstotte#:~:text=Str%C3%B8mprisen%20for%20husholdninger%20medregnet%20avgifter,56%2C5%20%C3%B8re%2FkWh>
- Horn, S. (2019, 12. september). Kundeopplevelsen i fokus. *NæringsEiendom*.
https://ne.no/2019/09/12/kundeopplevelsen-i-fokus/?fbclid=IwAR2eVsc5EgAbjQ5FQFp3WfFk1pkaVdm8jB2O9WDyxeits9cSF011_RPAjBA
- International Monetary Fund. (2022). *World Economic Outlook Report october 2022* (Nr. 3).
International Monetary Fund. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2022/October/English/text.ashx>
- itbaktuelt.no. (2021, 5. mars). *Bygger marked for brukte materialer*. itbaktuelt.no.
<https://www.itbaktuelt.no/2021/03/05/bygger-marked-brukte-materialer/>
- Johannessen, M. (2022, 1. februar). *KVALITET OG STORT TJENESTESPEKTER VAR AVGJØRENDE FOR AT NORDEA LIV VALGTE MALLING & CO*. <https://blogg.malling.no/kvalitet-tjenestespekter-nordea-liv-malling-co>
- Johansen, K. (2022). Stagflasjon. I *Store Norske Leksikon*. Store Norske Leksikon.
<https://snl.no/stagflasjon>
- Juelsrud, R. (2016, 6. januar). *Utbytte for enhver pris*. bi.no. <https://www.bi.no/forskning/business-review/articles/2016/01/utbytte-for-enhver-pris/>
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering - Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Fagbokforlaget.
- Kampevoll, F. (2019, 28. april). Flere leier næringseiendom der prisene er høyere. *E24.no*.
<https://e24.no/naeringsliv/i/OpgO1O/flere-leier-naeringseiendom-der-prisene-er-hoeyere>
- Karijord, P. & Meleng, S. O. (2022, 17. november). KPI-regulering av husleien. *Næringsseiendom*.
<https://ne.no/2022/11/17/kpi-regulering-av-husleien/>
- Knapstad, G. & Borgen, A. A. (2023, 7. mars). *Energimåling til BREEAM-sertifisering*.
glitreenergilosninger.no. <https://glitreenergilosninger.no/energimaling-til-breeam-sertifisering/>
- Langørgen, A. (2007). *Sentralisering - årsaker, virkninger og politikk*. Statistisk sentralbyrå.
<https://www.ssb.no/offentlig-sektor/artikler-og-publikasjoner/sentralisering-aarsaker-virkninger-og-politikk>
- Lie, C. (2023, 3. mars). *En aldrende økonomisk fremtid*. formue.no. https://formue.no/innsikt/en-aldrende-okonomisk-fremtid/?fbclid=IwAR2TYVKPn_giTrIm0ehD3H6T59IOqmSvR0cosEtsbk5q9OVs1a5m6qN8hYI

- Lundgaard, H. (2021, 5. september). Ekstrem forvandling midt i sentrum. *Aftenposten*.
<https://www.aftenposten.no/oslo/i/Qy58vV/ekstrem-forvandling-midt-i-sentrum>
- Macic, N. (2022, 13. september). *Historisk høye byggekostnader vil dempe byggeaktiviteten*.
<https://blogg.prognosesenteret.no/historisk-hoeye-byggekostnader-vil-dempe-byggeaktiviteten>
- Midtgaard, S. (2022, 23. september). Høy inflasjon skjermer ikke kontorbygg mot verdifall. *Dagens Næringsliv*. <https://www.dn.no/kronikk/okonomi/renter/inflasjon/hoy-inflasjon-skjermer-ikke-kontorbygg-mot-verdifall/2-1-1303414>
- Mortensen, M. (2020, 15. oktober). *4 STYRKER VED EIENDOM SOM AKTIVAKLASSE*.
<https://blogg.malling.no/4-styrker-ved-eiendom-som-aktivaklasse>
- NHO. (2022). *EUs taksonomi og handlingsplan for bærekraftig finans*. NHO.
<https://www.nho.no/tema/energi-miljo-og-klima/artikler/eus-taksonomi-og-handlingsplan-for-barekraftig-finans/>
- Nordnet. (2023). *Entra*. nordnet.no. <https://www.nordnet.no/market/stocks/16330511-entra>
- Norges Bank. (2020, 2. april). *Inflasjon*. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>
- Norges Bank. (2021, 23. september). *Styringsrenten settes opp til 0,25 prosent*. norges-bank.no.
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2021/september-2021/>
- Norges Bank. (2023). *Statslån - Generiske Renter*. norges-bank.no. <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=A&startdate=1993-03-15&stopdate=2023-03-15>
- Nærings- og fiskedepartementet. (2020, 26. november). *Staten har solgt seg ut av entra*. Nærings- og fiskedepartementet. <https://kommunikasjon.ntb.no/pressemelding/staten-har-solgt-seg-ut-av-entra?publisherId=14943704&releasId=17896411>
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2023). *Rapport 4. kvartal og foreløpig årsresultat 2022* [Kvartalsrapport]. Olav Thon Eiendom.
<https://www.olt.no/globalassets/rapporter/2022/q4/ote-q4-22.pdf>
- Pay, B. H. (2021). *Økt digitalisering i offentlig sektor som følge av koronapandemien*. Statistisk Sentralbyrå. <https://www.ssb.no/teknologi-og-innovasjon/artikler-og-publikasjoner/okt-digitalisering-i-offentlig-sektor-som-folge-av-koronapandemien>
- PWC. (2022). *Risikopremie i det norske markedet*. pwc.no.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Regjeringen. (2022a, 20. desember). *Lov om bærekraftig finans trer i kraft 1. januar*. Regjeringen.
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/lov-om-barekraftig-finans-trer-i-kraft-1.-januar/id2952378/>

- Regjeringen. (2022b, 20. desember). *Skattesatser 2023*.
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2023/id2929581/>
- Revfem, J. (2016, 31. mai). Utvider med Entra. *estatenyheter.no*.
<https://www.estatenyheter.no/aktuelt/utvider-med-entra/208870>
- Revfem, J. (2023, 27. januar). Ledende inkassoselskap advarer: – Alt tyder på konkursbølge. *Nettavisen.no*. <https://www.nettavisen.no/okonomi/ledende-inkassoselskap-advarer-alt-tyder-pa-konkursbolge/s/5-95-880092>
- Roos, G., van Krogh, G. & Roos, J. (2021). *Strategi - en innføring* (7. utg.).
- Rønne, S. (2018, 2. mai). Statens vegvesen flytter til Helfyr. *Nærings Eiendom*.
<https://ne.no/2018/05/02/statens-vegvesen-flytter-helfyr/>
- Rønne, S. (2022, 13. januar). Hjemmekontoret er kommet for å bli. *NæringsEiendom*.
<https://ne.no/2022/01/13/hjemmekontoret-er-kommet-for-a-bli/>
- Saltnes, D.-J. (2019, 16. april). Kjøper DNB-bygget for 4,5 milliarder. *estatenyheter.no*.
<https://www.estatenyheter.no/transaksjon/kjoper-dnb-bygget-for-45-milliarder/246509>
- Saltnes, D.-J. (2022a, 2. juni). Entra dobler antall strategiske rådgivere. *estatenyheter.no*.
<https://www.estatenyheter.no/entra-dobler-antall-strategiske-radgivere/338538>
- Saltnes, D.-J. (2022b, 21. desember). Entra med storsalg - KPMG-bygget til CapMan-fond. *estatenyheter.no*. <https://www.estatenyheter.no/capman-real-estate-entra/entra-med-storsalg-kpmg-bygget-til-capman-fond/359740>
- Saltnes, D.-J. (2023a, 10. januar). Verdifall på 5 til 15 prosent i 2022. *estatenyheter.no*.
<https://www.estatenyheter.no/pareto-alternative-investments-pareto-eiendomsfelleskap-ii-pareto-eiendomsfelleskap-i/verdifall-pa-5-til-15-prosent-i-2022/361555?fbclid=IwAR2t5ZhoGYVdgDp1FUz96DwW8tMwLbSeCV6Aus1dIQxj04utHv50Dqtk1S4>
- Saltnes, D.-J. (2023b, 2. februar). Kvist henter 17 mill. til skalering. *estatenyheter.no*.
<https://www.estatenyheter.no/kvist-henter-17-mill-til-skalering/364079>
- Saltnes, D.-J. (2023c, 17. februar). Har du kontroll på byggetillatelsen din? *estatenyheter.no*.
<https://www.estatenyheter.no/har-du-kontroll-pa-byggetillatelsen-din/365783>
- Samhållsbyggnadsbolaget i Norden AB. (2023). *2022 Annual Report* [Årsrapport].
Samhållsbyggnadsbolaget i Norden AB. <https://corporate.sbbnorden.se/en/wp-content/uploads/sites/2/2023/03/sbb-sbb-publishes-annual-and-sustainability-report-for-2022-230331.pdf>

- Setsaas, G. (2023, 18. januar). Kan bli forbudt å leie ut energislukende kontorbygg. *Finansavisen*.
<https://www.finansavisen.no/naeringseiendom/2023/01/18/7977488/kan-bli-forbudt-a-leie-ut-energislukende-kontorbygg>
- Steinseth, T. A. (2022, 19. august). *Rekordhøye tømmerpriser*. <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/skogbruk/statistikk/skogavvirkning-for-salg/artikler/rekordhoy-tommerpris#:~:text=Gjennomsnittlig%20nominell%20t%C3%B8mmerpris%20for%20alt,er%20registrert%20i%20ett%20kvartal>
- Sætre, C. & Jensrud, O. P. (2015, 17. desember). *Rundskriv om normer for energi- og arealbruk for statlige bygg*. Regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/rundskriv-om-normer-for-energi--og-arealbruk-for-statlige-bygg/id2474498/>
- Sættem, J. (2022, 22. april). *Bråbrems i boligbyggingen*. nrk.no.
<https://www.nrk.no/norge/brabrems-i-boligbyggingen-1.15938353>
- Tangen, E. (2022, 21. juni). Inflasjonsfrykt får næringslivet til å droppe investeringer og lån. *E24.no*.
<https://e24.no/naeringsliv/i/7drVAw/inflasjonsfrykt-faar-naeringslivet-til-aa-droppe-investeringer-og-laan>
- Tiller, R. (2022, 22. august). Utleiere av kontorlokaler frykter kontorene vil flyttes hjem. *E24*.
<https://e24.no/naeringsliv/i/wOMbz4/utleiere-av-kontorlokaler-frykter-kontorene-vil-flyttes-hjem>
- Vanebo, O. A. (u.å.). *Høye gebyrer for brudd på GDPR*. Hentet 4. mai 2023, fra
<https://www.finansavisen.no/agenda/7505764/hoye-gebyrer-for-brudd-pa-gdpr>
- Vidhammer, K. (2022, 24. august). Vil skape bransjens fremste innovasjonsmiljø. *Kapital.no*.
https://www.kapital.no/reportasjer/eiendom/2022/08/24/7913837/entra-vil-skape-bransjens-fremste-innovasjonsmiljo-innen-propotech?zeph_r_sso_ott=IWSWV3
- Visma. (u.å.). *Soliditet*. Visma.no. Hentet 7. mars 2023, fra
<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/s/soliditet/>
- Widing, G. (2021, 17. juni). Dette blir byen du ennå ikke kjenner. *estatenyheter.no*.
<https://www.estatenyheter.no/pluss/dette-blir-byen-du-enna-ikke-kjenner/299246>
- Wiersholm. (2022, 18. august). Utleiers tilgang til og behandling av data knyttet til leietakers bruk av bygg. *Ne.no*. <https://ne.no/2022/08/18/utleiers-tilgang-til-og-behandling-av-data-knyttet-til-leietakers-bruk-av-bygg/>
- Zeiner, K. R. & Sannes, H. M. (2022, 7. juni). *Nå skal gjenbruk av brukte byggematerialer bli enklere* [Nettavis]. *estatenyheter.no*. <https://www.estatenyheter.no/na-skal-gjenbruk-av-brukte-byggematerialer-bli-enklere/338900>

Årstad, J. D. (2022, 3. oktober). Gamle næringsbygg sluker energi. *Finansavisen*.

<https://www.finansavisen.no/nyheter/debattinnlegg/2022/10/03/7938561/gamle-naeringsbygg-sluker-energi>

Aarstad Aase, K. (2021, 27. oktober). Unge mest bekymret for klima og fremtiden. *VG*.

<https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/0GWV5E/unge-mest-bekymret-for-klima-og-fremtiden>

Figurliste

Figur 1. Gjennomsnittlig leieprisutvikling for de 4 største byene i Norge de 10 siste årene, og samme utvikling blant de 15% dyreste leiekontraktene (Haugan, 2023).....	10
Figur 2. Geografiske fordelingen i Entras eiendomsportefølje (Entra ASA, 2023a).....	11
Figur 3. Sammenhengen mellom hovedindeksen og kursen til Entra-aksjen (Nordnet, 2023)	13
Figur 4. Rentebane i henholdsvis PPR 4/22 og PPR 3/22 (Bache, 2022c, s. 19).....	26
Figur 5. Utleiegrad og kundetilfredshetscore for Entra de siste 8 årene (Entra ASA, 2023d, s. 26)....	37
Figur 6. Entras utløpsprofil (Entra, 2023d, s.10).....	38
Figur 7. Utviklingen i energiforbruk pr. kvm. og andelen av porteføljen som er BREEAM-sertifisert (Entra ASA, 2023d, s. 27).....	40
Figur 8. Utvikling i arbeidskapital for Entra.....	45
Figur 9. Entras likviditetsgrad 1 de siste 5 årene.....	46
Figur 10. Egenkapitalandelen til Entra de 5 siste årene.....	47
Figur 11. Entras gjeldsgrad de siste 5 årene.....	48
Figur 12. Utviklingen i Finansieringsgrad 1 for Entra de siste 5 årene	49
Figur 13. Grafisk fremstilling av utviklingen til total kapitalrentabiliteten de siste 5 årene for Entra...	51
Figur 14. Utviklingen til egenkapitalrentabiliteten for Entra de siste 5 årene.....	52
Figur 15. Regresjonsanalyse, Entra mot OSEBX	54

Tabelliste

Tabell 1. Oversikt over de 10 største aksjonærene i Entra (Entra ASA, 2022c, s. 21).	13
Tabell 2. Oppsummering av VRIO-analysen.	41
Tabell 3. Oppsummering av strategisk analyse i SWOT-tabell.	42
Tabell 4. Nøkkeltall arbeidskapital for Entra de siste 5 årene.	45
Tabell 5. Nøkkeltall likviditetsgrad 1 for Entra de siste 5 årene.	46
Tabell 6. Nøkkeltall egenkapitalandel for Entra de 5 siste årene.	47
Tabell 7. Nøkkeltall gjeldsgrad for Entra de siste 5 årene.	48
Tabell 8. Nøkkeltall finansieringsgrad 1 for Entra de siste 5 årene.	49
Tabell 9. Nøkkeltall totalkapitalrentabilitet for Entra de siste 5 årene.	50
Tabell 10. Nøkkeltall egenkapitalrentabilitet for Entra de siste 5 årene.	51
Tabell 11. Prognostisering av fremtidig resultatregnskap	59
Tabell 12. Prognostisering av fremtidsbalansen	61
Tabell 13. Prognostisering av fremtidig kontantstrømsregnskap	62
Tabell 14. Beregning av aksjekurs med fri kontantstrøm-modellen.	64
Tabell 15. Beregning av aksjekurs med dividendemodellen.	65
Tabell 16. Sensitivitetsanalysen fri kontantstrøm til egenkapital-modellen.	67
Tabell 17. Sensitivitetsanalyse av dividendemodellen.	68
Tabell 18. P/E for Entra fra 2017-2022.	71
Tabell 19. EV/EBITDA for sammenlignbare selskaper i Norden og bransjegjennomsnitt.	72
Tabell 20. Beregning av aksjekurs med EV/EBITDA-multippelen.	73
Tabell 21. P/B for sammenlignbare selskaper i Norden og bransjegjennomsnitt.	74
Tabell 22. Beregning av aksjekurs med P/B-multippelen.	74

Appendiks

Vedlegg 1 – Beta

Beta til egenkapitalen	
Kovarians	9,72E-05
Varians	1,33E-04
Estimert Beta	0,73

Vedlegg 2 – CAPM

CAPM	
Risikofri rente	2,84 %
Beta til egenkapital	0,822
Markedets risikopremie	5 %
Avkastningskrav til egenkapital	6,94 %

Vedlegg 3 – WACC

WACC	
CAPM	6,94 %
Gjeldsandel	0,57
Rentesats	3,81 %
Skattesats	22 %
Egenkapitalandel	0,43
Avkastningskrav til total kapital	5,24 %

Vedlegg 4 - Historisk resultatregnskap

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	2 360	2 764	2 638	2 466	2 581	3 270
Driftskostnader	-563	-826	-612	-463	-482	-554
EBITDA	1 797	1 938	2 026	2 003	2 099	2 716
Avskrivninger	-7	-15	-8	-13	-5	-4
EBIT	1 790	1 923	2 018	1 990	2 094	2 712
Netto finansposter	-306	-335	-239	-421	-532	-1 132
Verdiendring investeringseiendommer	3 460	1 387	1 909	5 980	5 057	-2 519
Verdiendring finansielle instrumenter	87	99	46	-275	206	473
Resultat før skatt	5 031	3 074	3 734	7 274	6 825	-466
Skatt	-515	-338	-509	-1 578	-1 452	-102
Resultat etter skatt	4 516	2 736	3 225	5 696	5 373	-568

Vedlegg 5 - Normalisert resultatregnskap

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	2 360	2 764	2 638	2 680	2 581	2 680
Driftskostnader	-563	-826	-612	-463	-482	-554
EBITDA	1 797	1 938	2 026	2 217	2 099	2 126
Avskrivninger	-7	-15	-8	-13	-5	-4
EBIT	1 790	1 923	2 018	2 204	2 094	2 122
Netto finansposter	-306	-335	-239	-421	-532	-832
Verdiendring investeringseiendommer	3 460	1 387	1 909	5 980	5 057	2 546
Verdiendring finansielle instrumenter	87	99	46	-275	206	473
Resultat før skatt	5 031	3 074	3 734	7 488	6 825	4 309
Skatt	-515	-338	-509	-1 578	-1 452	-948
Resultat etter skatt	4 516	2 736	3 225	5 910	5 373	3 361
=Normaliserte verdier						

Vedlegg 6 - Fremtidig resultat

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	2 756	2 835	2 916	3 000	3 085
Driftskostnader	-614	-631	-649	-668	-687
EBITDA	2 143	2 204	2 267	2 332	2 398
Avskrivninger	-14	-15	-16	-17	-18
EBIT	2 129	2 189	2 251	2 315	2 380
Netto finansposter	-856	-880	-905	-931	-958
Verdiendring investeringseiendomme	3 390	3 390	3 390	3 390	3 390
Verdiendring finansielle instrumenter	106	106	106	106	106
Resultat før skatt	4 769	4 804	4 841	4 879	4 918
Skatt	-515	-338	-509	-1 578	-1 452
Resultat etter skatt	4 254	4 466	4 332	3 301	3 466

Vedlegg 7 - Historisk balanse

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Anleggsmidler	42 159	45 788	50 161	58 086	69 056	79 655
Omløpsmidler	1 251	1 921	998	1 054	1 236	2 508
Sum eiendeler	43 410	47 709	51 159	59 140	70 292	82 163
Egenkapital	18 938	22 269	24 517	29 205	33 571	31 671
Langsiktig gjeld	19 209	20 730	23 576	27 253	32 099	47 291
Kortsiktig gjeld	5 263	4 710	3 067	2 683	4 622	3 200
Sum egenkapital og gjeld	43 410	47 709	51 160	59 141	70 292	82 162
EK-andel	43,63 %	46,68 %	47,92 %	49,38 %	47,76 %	38,55 %
Andel total gjeld	56,37 %	53,32 %	52,08 %	50,62 %	52,24 %	61,45 %

Vedlegg 8 - Normalisert balanse

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Anleggsmidler	42 159	45 788	50 161	58 086	69 056	79 655
Omløpsmidler	1 251	1 921	998	1 054	1 236	2 508
Sum eiendeler	43 410	47 709	51 159	59 140	70 292	82 163
Egenkapital	18 938	22 269	24 517	29 205	33 571	34 919
Langsiktig gjeld	19 209	20 730	23 576	27 253	32 099	44 043
Kortsiktig gjeld	5 263	4 710	3 067	2 683	4 622	3 200
Sum egenkapital og gjeld	43 410	47 709	51 160	59 141	70 292	82 162
EK-andel	43,63 %	46,68 %	47,92 %	49,38 %	47,76 %	42,50 %
Andel total gjeld	56,37 %	53,32 %	52,08 %	50,62 %	52,24 %	57,50 %
=Normaliserte verdier						

Vedlegg 9 - Fremtidig balanse

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Anleggsmidler	85 087	90 889	97 087	103 707	110 779
Omløpsmidler	1 495	1 495	1 495	1 495	1 495
Sum eiendeler	86 581	92 384	98 582	105 202	112 274
Egenkapital	40 097	42 784	45 654	48 720	51 996
Langsiktig gjeld	42 560	45 676	49 003	52 558	56 354
Kortsiktig gjeld	3 924	3 924	3 924	3 924	3 924
Sum egenkapital og gjeld	86 581	92 384	98 582	105 202	112 274
EK-andel	46,31 %	46,31 %	46,31 %	46,31 %	46,31 %
Andel total gjeld	53,69 %	53,69 %	53,69 %	53,69 %	53,69 %

Vedlegg 10 - Historisk kontantstrøm

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	2 360	2 764	2 638	2 466	2 581	3 270
Driftskostnader	-563	-826	-612	-463	-482	-554
EBITDA	1 797	1 938	2 026	2 003	2 099	2 716
Avskrivninger	-7	-15	-8	-13	-5	-4
EBIT	1 790	1 923	2 018	1 990	2 094	2 712
1-T	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
EBIT * (1-T)	1396	1500	1574	1552	1633	2115
Avskrivninger	7	15	8	13	5	4
Omløpsmidler	1 251	1 921	998	1 054	1 236	2 508
Kortsiktig gjeld	5 263	4 710	3 067	2 683	4 622	3 200
Arbeidskapital	-4 012	-2 789	-2 069	-1 629	-3 386	-692
Endring i arbeidskapital	-1 000	1 223	720	440	-1 757	2 694
Avskrivninger	7	15	8	13	5	4
Investeringer	-65	-1 645	-1 005	-1 868	-5 865	-14 459
Kapitalutgifter	-58	-1 630	-997	-1 855	-5 860	-14 455
Fri kontantstrøm til TK	345	1 108	1 305	150	-5 979	-9 642
Netto finanskostnader	-550	-491	-551	-541	-551	-1 095
Total gjeld	24 472	25 440	26 643	29 936	36 721	50 491
Endring i total gjeld	705	968	1 203	3 293	6 785	13 770
Fri kontantstrøm til EK	1 600	2 567	3 059	3 984	1 357	5 223

Vedlegg 11 - Normalisert kontantstrøm

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	2 360	2 764	2 638	2 680	2 581	2 680
Driftskostnader	-563	-826	-612	-463	-482	-554
EBITDA	1 797	1 938	2 026	2 217	2 099	2 126
Avskrivninger	-7	-15	-8	-13	-5	-4
EBIT	1 790	1 923	2 018	2 204	2 094	2 122
1-T	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
EBIT * (1-T)	1396	1500	1574	1719	1633	1655
Avskrivninger	7	15	8	13	5	4
Omløpsmidler	1 251	1 921	998	1 054	1 236	2 508
Kortsiktig gjeld	5 263	4 710	3 067	2 683	4 622	3 200
Arbeidskapital	-4 012	-2 789	-2 069	-1 629	-3 386	-692
Endring i arbeidskapital	-1 000	1 223	720	440	-1 757	2 694
Avskrivninger	7	15	8	13	5	4
Investeringer	-65	-1 645	-1 005	-1 868	-5 865	-14 459
Kapitalutgifter	-58	-1 630	-997	-1 855	-5 860	-14 455
Fri kontantstrøm til TK	345	1 108	1 305	317	-5 979	-10 102
Netto finanskostnader	-550	-491	-551	-541	-551	-1 095
Total gjeld	24 472	25 440	26 643	29 936	36 721	47 243
Endring i total gjeld	705	968	1 203	3 293	6 785	10 522
Fri kontantstrøm til EK	500	1 585	1 957	3 069	255	-675
=Normaliserte verdier						

Vedlegg 12 - Fremtidig kontantstrøm

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	2 756	2 835	2 916	3 000	3 085
Driftskostnader	-614	-631	-649	-668	-687
EBITDA	2 143	2 204	2 267	2 332	2 398
Avskrivninger	-14	-15	-16	-17	-18
EBIT	2 129	2 189	2 251	2 315	2 380
1-T	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
EBIT * (1-T)	1660	1707	1756	1805	1856
Avskrivninger	14	15	16	17	18
Omløpsmidler	1 495	1 495	1 495	1 495	1 495
Kortsiktig gjeld	3 924	3 924	3 924	3 924	3 924
Arbeidskapital	-2 430	-2 430	-2 430	-2 430	-2 430
Endring i arbeidskapital	583	0	0	0	0
Avskrivninger	14	15	16	17	18
Investeringer	-2 090	-2 090	-2 090	-2 090	-2 090
Kapitalutgifter	-2 075	-2 074	-2 073	-2 072	-2 071
Fri kontantstrøm til TK	182	-352	-302	-250	-196
Netto finanskostnader	-1 771	-1 890	-2 017	-2 152	-2 297
Total gjeld	46 485	49 600	52 927	56 482	60 279
Endring i total gjeld	-759	3 115	3 328	3 554	3 797
Fri kontantstrøm til EK	-2 348	873	1 009	1 153	1 304

Vedlegg 13 - Fri kontantstrøm til egenkapitalen modellen

Avkastningskrav CAPM	6,94 %
Vekstrate steady state	2,86 %

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Fri kontantstrøm til EK	-2 348 098 068	873 415 138	1 009 444 560	1 152 803 921	1 303 937 455
Diskontert kontantstrøm	-2 195 715 418	763 730 888	825 395 188	881 444 000	932 300 381
Sum nåverdi fra 2023 til 2027	1 207 155 039				
Nåverdi av horisontverdien	16 794 029 121				
Verdi til EK	18 001 184 160				
Antall aksjer	182 132 055				
Aksjekurs fri kontantstrøm modellen	98,84				

Vedlegg 14 - Dividendemodellen

Avkastningskrav CAPM	6,94 %
Vekstrate steady state	2,86 %

År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Dividende	763 716 836	785 202 424	807 278 967	829 961 784	853 266 525
Antall aksjer	182 132 055	182 132 055	182 132 055	182 132 055	182 132 055
Utbytte per aksje	4,19	4,31	4,43	4,56	4,68
Diskontert utbytte pr. aksje	3,92	3,77	3,62	3,48	3,35
Sum diskonterte utbytter	18,15				
Nåverdi horisontverdi	84,39				
Aksjekurs dividende modellen	102,54				