



Handelshøyskolen BI

BTH 36201 Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bachelor thesis 100% - T

Predefinert informasjon

Startdato:	09-01-2023 09:00 CET	Termin:	202310
Sluttdato:	01-06-2023 12:00 CEST	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	D		
Flowkode:	202310 10916 IN17 T D		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

Navn:

Adrian Smiseth Sejersted, Marte Berg Finland

Informasjon fra deltaker

Tittel *:	Verdsettelse av Entra ASA
Navn på veileder *:	Hakim Lyngstadås

Inneholder besvarelsen
konfidensielt materiale? Nei

Kan besvarelsen
offentliggjøres? Ja

Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)
Gruppenummer: 55
Andre medlemmer i gruppen:

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

Verdsettelse av Entra ASA



entra

Eksamenskode: BTH3620 – Bacheloroppgave i økonomi og
administrasjon

Eksamensstart: 9. januar 2023

Eksamensslutt: 1. juni 2023

Stuedsted: Handelshøyskolen BI Trondheim

"Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket."

Innholdsfortegnelse

Oppsummering	5
Forord	6
1.0 Innledning.....	6
<i>1.1 Motivasjon</i>	<i>6</i>
<i>1.2 Formål og problemstilling.....</i>	<i>8</i>
<i>1.3 Avgrensinger og begrensinger.....</i>	<i>8</i>
1.3.1 Informasjon og perspektiv	8
1.3.2 Tid.....	9
<i>1.4 Oppbygning.....</i>	<i>9</i>
2.0 Om selskapet og bransjen	9
2.1 Om Entra	9
2.2 Entras historie	11
2.3 Aksjonærer og aksjeutvikling.....	11
2.4 Eiendomsbransjen.....	13
2.5 Konkurrenter i bransjen	14
3.0 Teoretisk forankring	15
3.1 Årsaker til konkurransekraft.....	15
3.1.1 Det ressursbaserte synet.....	16
3.1.2 Porters posisjoneringsskole	16
3.2 Verdibegrepet	17
3.3 Kapitalverdimodellens begrensinger.....	17
4.0 Utredningsmetode.....	19
4.1 Forberedelse	19
4.1.1 Tilnærming	19
4.2 Datainnsamling.....	20
4.2.1 Forskningsstrategi.....	20
4.2.2 Datagrunnlag.....	20
4.3 Datanalyse	21
4.3.1 Analyseverktøy	21
4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger.....	22
5.0 Finansiell metode	23
5.1 Verdivurdering eiendom	23
5.2 Verdsettingsmetoder	25
5.2.1 DCF-analyse	26
5.2.2 Relativ verdsettelse	26

5.3	<i>Totalkapitalens avkastningskrav (WACC)</i>	27
5.3.1	Egenkapitalens avkastningskrav	28
5.3.2	Beregning av egenkapitalens avkastningskrav	34
5.3.3	Selskapsskatt.....	34
5.3.4	Beregning av gjeldskostnad	35
5.3.5	Kapitalstruktur	35
5.3.6	WACC	36
6.0	Regnskapsanalyse	37
6.1	<i>Reformulering</i>	38
6.2	<i>Resultatregnskapet reformulert</i>	38
6.3	<i>Balanseregnskapet reformulert</i>	40
6.4	<i>Lønnsomhets analyse</i>	42
6.4.1	Avkastning på egenkapitalen (ROE)	43
6.4.2	Avkastning på investert kapital (ROIC)	45
6.5	<i>Risiko-analyse</i>	46
6.5.1	Kortsiktig risiko	47
6.5.2	Langsiktig risiko	48
6.6	<i>Regnskapsanalyse konklusjon</i>	51
7.0	Strategisk analyse	51
7.1	<i>PESTEL</i>	51
7.1.1	Politiske drivkrefter	51
7.1.2	Økonomiske drivkrefter	53
7.1.3	Sosiokulturelle drivkrefter	55
7.1.4	Teknologiske drivkrefter	56
7.1.5	Miljømessige drivkrefter	57
7.1.6	Lovmessige drivkrefter	58
7.2	<i>Porters fem krefter</i>	59
7.2.1	Trussel fra nyetableringer	60
7.2.2	Kundens forhandlingsstyrke	60
7.2.3	Trussel fra substitutter	61
7.2.4	Leverandørens forhandlingsstyrke.....	62
7.2.5	Rivaliseringen blant dagens konkurrenter	62
7.3	<i>VRIO</i>	63
7.3.1	Eiendomsporteføljen.....	64
7.3.2	Kundekapital.....	64
7.3.3	Humankapital.....	65
7.3.4	Tilgang på finansiering	66
7.4	<i>SWOT</i>	67
8.0	Prognoser	68
8.1	<i>Verdi-drivere</i>	69
8.2	<i>Terminalverdi</i>	72
8.3	<i>Pro forma statements</i>	72

8.4 Prognose evaluering	73
9.0 Verdiberegning	74
9.1 DCF (Discounted Cash Flow)	74
9.2 Relativ verdsettelse	75
10.0 Usikkerhetsbetraktninger	78
10.1 Sensitivitetsanalyse	78
10.2 Monte Carlo simulering.....	79
11.0 Drøfting og kritikk.....	80
12.0 Konklusjon	82
13.0 Kildeliste	82

Oppsummering

Vi har i denne oppgaven utført en verdivurdering av eiendomsselskapet Entra ASA per 24.april 2023 med problemstillingen «*Hva er Entra sin fundamentale aksjeverdi per 24.april 2023 vurdert fra et eksternt investorperspektiv?*».

Grunnlaget for verdivurderingen er en regnskapsanalyse, hvor vi har analysert utviklingen i Entras regnskapstall for perioden 2017-2022. I tillegg til regnskapsanalysen, har vi utarbeidet en strategisk analyse som har kartlagt selskapets konkurransesituasjon, makroøkonomiske forhold og interne ressurser. Analysene viser at Entra har en sterk posisjon i markedet, men at eksterne forhold som oppstod i kjølvannet av pandemien kan komme til på påvirke selskapet i tiden fremover. Økonomisk usikkerhet, høye renter og et høyt yieldnivå bidrar til å mørkne eiendomsselskapets fremtidsutsikter, samtidig som en sentralisering, samt en bærekraftig – og teknologisk utvikling åpner opp muligheter.

Resultatene i analysene har blitt benyttet til å utarbeide prognoser for Entra sin kontantstrøm, og den estimerte, fremtidige kontantstrømmen blir videre benyttet i en DCF-analyse. Et likevektet gjennomsnitt av DCF-analysen og en multippel-analysen utgjør grunnlaget for vårt endelige verdiestimat.

Vi har kommet frem til en estimert aksjeverdi på 115 NOK per aksje for Entra ASA. Prisen per aksje 24.april 2023 ligger på 103,6 NOK, og analysene våre indikerer dermed en mulig oppside på 11%. Til slutt ønsker vi å påpeke at vår verdivurdering ikke er en fasit, og at sensitivitets-analysen avslører at estimatene våre er veldig følsomme for små endringer i enkelte verdi-drivere.

	DCF	P/B	P/S	P/NRV	Monte Carlo
<i>Pris per 24.4.2023</i>	103,6	103,6	103,6	103,6	103,6
<i>Estimert verdi</i>	116	112	113	116	122
<i>Avvik</i>	12 %	8 %	9 %	12 %	18 %

Forord

Denne bacheloroppgaven ble skrevet våren 2023 som en avslutning på vår bachelorgrad i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI. Vi har valgt å foreta en verdivurdering av eiendomsselskapet Entra, sett fra et eksternt investorperspektiv. Analysene er derfor gjennomført med utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon. Vi ønsker ved denne verdsettelsesoppgaven å gi en objektiv og realistisk vurdering av den underliggende verdien til Entra.

Bacheloroppgaven har gitt oss muligheten til å kunne anvende store deler av det vi har lært gjennom et treårig studieforløp, samtidig som vi i løpet av omtrent fem måneder med oppgaveskriving også har lært mye nytt og tilegnet oss ny kunnskap som vi vil ta med oss videre.

Vi ønsker til slutt å rette en stor takk til vår veileder Hakim Lyngstadås for hans veiledning gjennom denne prosessen. Vi setter stor pris på den gode oppfølgingen.

1.0 Innledning

I dette kapittelet skal vi gjøre rede for motivasjonen som lå til grunn for valg av selskap og oppgave, og deretter presentere oppgavens formål og problemstilling. Til slutt vil vi kommentere på oppgavens avgrensinger og begrensinger, samt legge frem oppgavens oppbygning.

1.1 Motivasjon

Eiendomsbransjen har historisk sett vært en bransje i vekst med stor verdioppbygging. Mye av årsaken til dette skyldtes blant annet bransjens leieprisvekst og økning i antall etableringer. Med en sterk økonomisk utvikling og lave renter lå alt til rette for videre vekst for eiendomsbransjen i de kommende årene også, men det skulle koronapandemien komme til å sette noen begrensinger for. Da pandemien for alvor inntraff Norge våren 2020, fremskyndet og forsterket den flere tendenser som kom til å påvirke bransjen. Den økonomiske usikkerheten førte blant annet til at bankene trengte lengre forberedelser frem mot utbetaling av

lån, og det forelå usikkerhet om kontraktsforpliktelser ville bli oppfylt som forutsatt (Brudvik, 2020). Til tross for en usikker tid i hele verden er det likevel andre bransjer som ble rammet hardere enn eiendomsbransjen. En rekordlav styringsrente og lav yield gjorde at året ble bedre for bransjen enn kanskje først antatt.

Til tross for at pandemien ikke lenger påvirker verden eller bransjen i den grad den gjorde for tre år siden befinner vi oss likevel i en tid der eiendomsbransjen er tøff. Høy inflasjon, økte avkastningskrav, stigende renter og økt fokus på bærekraft gir helt andre rammebetingelser enn det eiendomsaktørene tidligere var vant med. Utsiktene for eiendomsbransjen har i takt med de forverrede utsiktene i makroøkonomien mørknet noe. Siden rekordåret 2021, en opptur i etterkant av pandemien, har markedet avkjølt seg og prognoser peker mot en stigende yield og fallende transaksjonsvolumer (Saltnes, 2022). Nye trender som følge av pandemien vil også trolig sette sitt preg på bransjens fremtid, en av dem er hjemmekontoret. Ikke bare har hjemmekontoret gjort at færre benytter seg av kontorlokaler, men de har også gjort det både mulig og vanlig med en fleksibel arbeidshverdag der arbeidsgiverne kan jobbe fra mer eller mindre hvor som helst. Hjemmekontortrenden har også blitt en av grunnene til at flere flytter vekk fra storbyene. I tillegg til at flere ønsket seg bort fra smittetrykket, og at mange mistet jobben eller ble permittert, kunne man med den nye arbeidsløsningen gjøre jobben sin fra et annet sted enn kontoret i byen. Med hjemmekontor ble også behovet for en større bolig med plass til kontor økende, noe som ble lettere å få råd til ved å flytte ut av de store byene der prisene er høyest (Tønnesen, 2021). Svingningene i bransjen og verdiutviklingen de siste årene har skapt en spennende og interessant kontekst for verdivurdering av et eiendomsselskap.

Som en avslutning på våre tre år på Handelshøyskolen BI har vi valgt å skrive en verdsettelsesoppgave, der selskapet vi skal ta for oss er Entra ASA. Årsaken til at valget falt på denne oppgaven er at vi begge fant valgkurset «finansiell analyse og verdsettelse» interessant, og ønsket gjerne å bygge videre på, samt videreutvikle våre kunnskaper innenfor dette fagområdet.

Bakgrunnen for valg av selskap skyldes blant annet vår felles interesse for eiendomsbransjen. Vi fant det spesielt interessant å se nærmere på nettopp i hvilken grad bransjen har endret – og utviklet seg i kjølvannet av pandemien, samt i tråd med dagens økte fokus på bærekraft og miljø. Videre var det vesentlig for oss å velge et eiendomsselskap med en viss størrelse som også var børsnotert, da vi har verdivurdert selskapet fra et eksternt investorperspektiv, og da dette forenklet prosessen med å få tilgang på tallmateriale og rapporter.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med oppgaven er å vurdere den nåværende aksjekursen til Entra med det vi mener den burde være verdt. Verdiestimatet vil gi oss et svar på om eiendomsselskapet er over- eller underpriset, og legge grunnlaget for vår anbefaling om en fiktiv investor bør kjøpe, selge eller holde aksjene i selskapet. Basert på formålet med oppgaven har vi utledet følgende problemstilling:

«Hva er Entra sin fundamentale aksjeverdi per 24.april 2023 vurdert fra et eksternt investorperspektiv?» Videre inkluderer vi del-problemstillingen *“Bør en fiktiv investor kjøpe, selge eller holde aksjen?”*

1.3 Avgrensinger og begrensinger

1.3.1 Informasjon og perspektiv

Verdivurderingen gjort i denne oppgaven baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon. Dette gjelder for både Entra og de sammenlignbare selskapene. Vi har ikke hatt kontakt med interne kilder i selskapet. Informasjonen som er benyttet til analysene i oppgaven er hentet frem til 24.04.2023.

På bakgrunn av dette har vi i oppgaven verdivurdert Entra som helhet, og ikke tatt for oss hvert enkelt bygg eller prosjekt. Årsaken til dette er i hovedsak fordi vi som nevnt har benyttet offentlig informasjon, og at mengden offentlig informasjon som er tilgjengelig om hvert enkelt bygg eller prosjekt er svært begrenset.

1.3.2 Tid

I arbeidet med denne utredningen har vi fått i overkant av fire måneder til disposisjon, hvilket har medført enkelte begrensninger. Vi har ikke hatt tid til å gjennomgå og analysere all tilgjengelig informasjon som finnes, og har derfor prioritert det vi har ansett som mest hensiktsmessig og relevant.

Som følge av innleveringsfristen har vi derfor ikke tatt hensyn til informasjon, nyheter eller relevante funn publisert etter 24. april 2023.

1.4 Oppbygning

Verdsettelsesoppgaven er delt inn i totalt 12 deler. Kapittel 1 tar for seg en innledning der vi først redegjør for motivasjonen for oppgaver og videre legger frem oppgavens formål og problemstilling, samt avgrensinger og begrensninger. Kapittel 2 tar for seg Entra og bransjen selskapet opererer i. De tre kapitlene som følger er teoretiske kapitler som tar for seg oppgavens teoretiske forankring i kapittel 3, hvilke utredningsmetoder som er benyttet i kapittel 4 og til slutt den finansielle metoden som inkluderer hvilke verdsettelsesmetoder som er benyttet, i kapittel 5. Kapittel 6 til 10 er analytiske kapitler. Kapittel 6 og 7 tar for seg de regnskapsmessige – og strategiske analysene. Videre i kapittel 8 tar vi for oss fremtidsprognosene for Entra før vi i kapittel 9 foretar selve verdivurderingen for selskapet. Den analytiske delen avsluttes med usikkerhetsbetraktninger i kapittel 10. Til slutt i kapittel 11 finner vi både en drøftingsdel og eventuell kritikk av analysene, før oppgaven avsluttes med en konklusjon i kapittel 12.

2.0 Om selskapet og bransjen

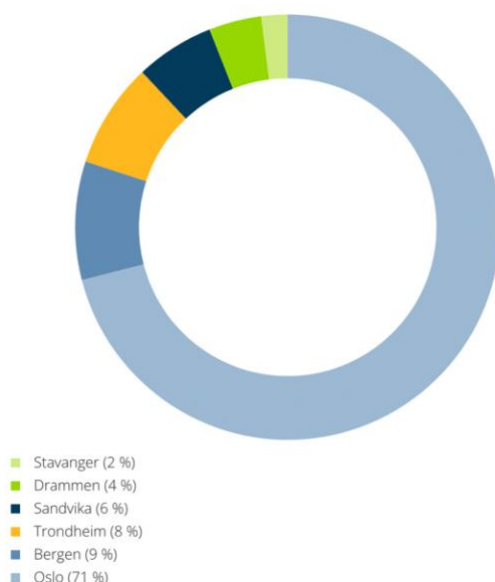
Vi vil videre foreta oss en presentasjon av Entra, hvor vi vil legge frem selskapets historie og utvikling, samt visjon og forretningsmodell. Videre vil vi komme inn på bransjen selskapet befinner seg i, dens utvikling og kommentere på eventuelle sammenlignbare selskaper.

2.1 Om Entra

Entra er et av Norges ledende eiendomsselskaper og driver i hovedsak med utvikling, utleie og forvaltning av kontorbygg, i tillegg til kjøp og salg av eiendom

(Entra, u.åb). Forretningsstrategien til selskapet går ut på å være ledende på kundeopplevd kvalitet, levere lønnsom vekst, samt å være miljøledende i bransjen. Sistnevnte er et fokusområde som er en svært sentral del av selskapets strategi, nettopp fordi bygg – og eiendomssektoren står for omtrent 40% av verdens energiforbruk. Entra har som mål å forbli bransjens miljøleder og være en bidragsyter til at bransjen reduserer sitt klimaavtrykk. På denne måten kan de bidra til at Norge når sitt mål om 50 prosent utslippskutt innen 2050 (Entra, u.åb).

Entras strategiske satsningsområder er Oslo og omegn, Bergen, Stavanger og Trondheim. Selskapet har som målsetting å skape byområder som er attraktive, inkluderende og tilgjengelige for innbyggerne.



Figur 2.1: Entra sin geografiske eksponering. Kilde: Entra

Entra har omtrent 175 ansatte som er fordelt på hovedkontoret i Oslo, og regionskontorene i de resterende storbyene. Selskapets administrerende direktør er Sonja Horn. Hun har hatt ulike roller i ledelsen siden 2013, men overtok som CEO i 2019 (Entra, u.åb).

Per fjerde kvartal 2022, eier og drifter eiendomsselskapet omtrent 1,6 milliarder kvadratmeter som fordeler seg på 102 eiendommer, og eiendomsporteføljen har en verdi på i underkant av 80 milliarder kroner. Offentlig sektor utgjør omtrent

56% av kundeporteføljen, og noen velkjente bygg som inngår i denne er eksempelvis Nasjonalbiblioteket i Oslo og Rockheim i Trondheim (Entra, u.åb).

2.2 Entras historie

Entra eiendom AS (Entra) ble etablert 1. juli 2000 gjennom Stortingets vedtak om utskillelse av kontorbyggvirksomheten Statsbygg. Vedtaket gikk ut på at bygg hvor det eksisterte et velfungerende marked skulle overføres fra Statsbygg til Entra Eiendom AS. Formålet med statens eierskap i Entra var å skaffe kontorlokaler i det konkurransutsatte markedet og bidra til forretnings – og markedsmessig drift – og avkastning. Ved stiftelsen av eiendomsselskapet ble det kommunisert fra Regjeringen at Entra ikke skulle ivareta spesielle sektorpolitiske hensyn, og at på bakgrunn av dette ville det være hensiktsmessig at staten ikke forble en langsiktig eier av virksomheten (Stortinget, 2002).

I 2014 gjorde Næringsdepartementet seg klar for å privatisere og selge deler av Entra og i oktober samme år ble selskapet notert på Oslo Børs. Etter dette reduserte staten sin eierandel fra 100 til 49,9 prosent og de skulle fortsette å redusere eierandelen i de kommende årene (Regjeringen, 2016). I september 2016 solgte staten seg ytterligere ned og reduserte eierandelen til 33,4 prosent, før eierandelen videre i løpet av 2019 ble redusert til 8,2 prosent. Statens siste eierandel i Entra ble solgt i november 2020, noe som gjør selskapet helt privateid per dags dato (Bøe, 2021). Statens mål med å selge seg ut av selskapet var å styrke det private eierskapet i Norge og legge til rette for at en økt andel private aksjonærer kunne være bidragsytere til videreutviklingen av Entra (Ytnehus, 2019).

2.3 Aksjonærer og aksjeutvikling

Som tidligere nevnt var Entra tidligere statseid, men var fra og med november 2020 100% privateid. I 2022 så fordelingen av de ti største investorene i selskapet slik ut:

Investor	Antall aksjer	% av topp 20	% av total	Type	Land
CASTELLUM AB (PUBL)	60 710 624,00	40,86 %	33,33 %	COMP	SWE
FASTIGHETS AB BALDER	50 000 000,00	33,65 %	27,45 %	COMP	SWE
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	12 568 660,00	8,46 %	6,90 %	NOM	SWE
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	2 889 761,00	1,94 %	1,59 %	COMP	SWE
DANSKE BANK A/S	2 626 346,00	1,77 %	1,44 %	NOM	DNK
SEB CMU/SECFIN POOLED ACCOUNT	2 534 289,00	1,71 %	1,39 %	COMP	SWE
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	2 350 557,00	1,58 %	1,29 %	NOM	USA
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	2 000 000,00	1,35 %	1,10 %	NOM	GBR
DANSKE INVEST NORske INSTIT. II.	1 680 605,00	1,13 %	0,92 %	COMP	NOR
THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	1 384 381,00	0,93 %	0,76 %	NOM	BEL
FOLKETRYGDFONDET	1 349 342,00	0,91 %	0,74 %	COMP	NOR

Tabell 2.1: Entras 10 største investorer per fjerde kvartal 2022. Kilde: Entra

Ved å studere tabellen og de ulike investorene kan vi raskt se at de er store institusjonelle aktører og at Entra har en diversifisert portefølje.

Castellum er investoren som eier størst andel av Entra og er at av Sveriges største børsnoterte selskaper. Endringer på eiersiden og i ledelsen har ført til turbulens i selskapet, et kraftig fall i aksjekursen og en stor gjeld (Saltnes, 2023). Også Balder, et annet svensk børsnotert selskap, som eier nest størst andel av Entra, har opplevd lignende utfordringer (Byberg, 2023). At Entras største eiere har gjeldsproblemer, kan potensielt føre til ulike utfordringer for Entra. Først og fremst vil det kunne påvirke kapitalinnsprøytningen. Dersom investorene har begrenset med midler til rådighet, kan vi få utfordringer med å gi Entra den kapitalen de behøver for å enten vedlikeholde eksisterende prosjekter eller investere i nye. Videre kan eiernes vanskeligheter med å betjene gjelden påvirke Entras aksjekurs og investorinteresse. Dersom markedet oppfatter Entras eiere som usikre eller betviler deres evne til å opprettholde selskapet, kan dette potensielt føre til en nedgang i aksjenes verdi. Til slutt kan også svekket tillit og omdømme blant andre investorer, kreditorer og samarbeidspartnere komme til å bli en negativ følge dersom Entras storeiere forblir i en situasjon med gjeldsutfordringer.

Ved noteringen på Oslo Børs i 2014 var Entra verdsatt til 11,9 milliarder kroner, som tilsvarer 65 kr per aksje. Selskapet opplevde en topp i august 2021 der prisen

per aksje var 229 kr. Per 24. april 2023 er Entra verdsatt til over 18 milliarder kroner, som utgjør 103,6 kr per aksje.



Figur 2.2: Aksjeutviklingen til Entra (blå) sammenlignet med hovedindeksen på Oslo Børs (gul).

Kilde: Nordnet

2.4 Eiendomsbransjen

Entra opererer i eiendomsbransjen innenfor segmentet næringseiendom.

Næringseiendom defineres som all eiendom unntatt bolig – og fritidseiendom eid av bruker. Dette kan eksempelvis være kontorer, hoteller, butikklokaler, i tillegg til næringsbygg eid av det offentlig som skole, helse – og idrettsbygg (Hagen, 2016). I vår oppgave er det i hovedsak snakk om næringseiendom for kontorformål, da det er i denne sektoren Entra opererer innenfor.

Som nevnt innledningsvis har eiendomsbransjen historisk sett vært en bransje i stor vekst og med stor verdioppbygging. I en verden preget av politisk – og økonomisk usikkerhet vil fremtidsutsiktene trolig ikke være så lyse som de tidligere har vært. Som kort nevnt i delkapittelet om motivasjonen for oppgaven, vil blant annet renteøkningen, miljøfokus og en høy inflasjon medføre negative konsekvenser for bransjen. Andre faktorer som mørkner bransjens utsikter, er de økte energiprisene og ettervirkningene av Covid-19.

Per april 2023 er styringsrenten i Norge 3,0% og vi må helt tilbake til 2008 for å finne en tilsvarende lav rente (Norges Bank, u.åb). Etter flere år med en veldig lav styringsrente som følge av koronapandemien, må sentralbankene nå gjøre retrett.

Dette skyldes blant annet en høy inflasjon der økonomiens aktivitetsnivå er for høyt og høyere enn Norges Bank ventet. Derfor ble de nødt til å bruke styringsrenten som et virkemiddel for å «bremse» aktiviteten og oppnå stabil inflasjon.

Et økt fokus på bærekraft og miljø vil også komme til å prege bransjens fremtid. I en rapport fremlagt av PwC fremkommer det at 93% av eiendomsbransjens ledere mener klima og ESG vil bli de viktigste faktorene for suksess i markedet de neste 20 årene (PwC, 2023). Både leietakere og kjøpere i bransjen har stadig økte krav når det gjelder bærekraft og klima, i tillegg til at det er forventet en innføring av strengere krav til at aktørene i bransjen bidrar til det grønne skiftet (Bröske & Johannson, 2023).

Videre vil de økte energiprisene samt trender som følge av koronapandemien komme til å påvirke bransjens utsikter. Høye energipriser gir aktører som driver med næringsseiendom økte kostnader, og nye trender kan potensielt føre til at etterspørselen etter kontorlokaler synker. Vi vil komme nærmere inn på alt det overnevnte i den strategiske analysen og kommentere på hvordan disse faktorene kan komme til å påvirke Entra direkte eller indirekte i fremtiden.

2.5 Konkurrenter i bransjen

Det er viktig å fastslå hvem Entra sine mest sentrale konkurrenter er for å blant annet forstå bransjens konkurransekrefter. Det er mange aktører innenfor norsk næringsseiendom, men ikke alle er børsnoterte slik som Entra. Videre i dette delkapittelet vil vi ta for oss to av konkurrentene til Entra som vi anser som mest sentrale, hvilket er Olav Thon Eiendomsselskap og Norwegian Property.

Olav Thon Eiendomsselskap, videre omtalt som Olav Thon, ble etablert i 1982, men ikke notert på Oslo Børs før året etter. Selskapets portefølje består av omtrent 500 næringsseiendommer i Norge og utlandet, i tillegg til at de eier og forvalter 91 kjøpesentre i Norge og Sverige. Selskapets strategi innebærer å «erverve utvikle og eie» samt å være markedsledende innen eiendom. Selskapets har en portefølje med en markedsverdi på omtrent 120 milliarder kroner (Thon Eiendom, u.å).

Norwegian Property, videre omtalt som NPRO, ble etablert i 2006 og var også tidligere etablert på børs, men ble tatt av denne i 2021. Selskapet hadde sin siste noteringsdag den 30. august 2021. NPRO eier 29 eiendommer og porteføljens markedsverdi er omtrent 25,8 milliarder kroner. Selskapet fokuserer på å utvikle attraktive miljøer på en bærekraftig måte med diversifisert innhold av kontorer, handel, tjenester og kultur (Norwegian Property, u.å).

Til tross for at de overnevnte er å anse som Entras hovedkonkurrenter, er spesielt førstnevnte ikke direkte sammenlignbar. Olav Thon fokuserer i stor grad på kjøpesenter – og hotellsegmentet i tillegg til at de selger boliger og fritidsleiligheter. Vi vil senere i oppgaven kommentere på konkurransesituasjonen mellom de overnevnte og Entra.

3.0 Teoretisk forankring

I dette kapitlet fremkommer oppgavens teoretiske forankring. Vi vil gjennomgå teorier og temaer som bygger opp under den finansielle metoden og den faglige begrunnelsen for oppgaven.

3.1 Årsaker til konkurransekraft

Et viktig premiss for at et selskap skal kunne utvikle seg og skape fremtidig vekst er at de klarer å skape konkurransefortrinn. Det finnes flere ulike faktorer som kan og vil påvirke graden av konkurransefortrinn i en bransje - og i et selskap. De amerikanske professorene Jay B. Barney og Michael Porter sin forskning dreide seg om nettopp hvordan konkurransefortrinn oppstår gjennom strategiutvikling. Forskningen innebar blant annet to perspektiv på hva som skaper konkurransedyktighet eller konkurransekraft, der disse to perspektivene i kombinasjon skulle gi et helhetlig bilde av et selskaps strategiske posisjon. Det interne synet forteller at konkurransekraften avhenger av faktorer innad i bedriften, og omtales som det ressursbare synet, også kalt RBV. Videre finner vi det eksterne synet, som dreier seg om at konkurransekraften avhenger av faktorene som befinner seg rundt virksomheten, og omtales gjerne som Porters posisjoneringskole (Barney, 1991).

3.1.1 Det ressursbaserte synet

Det ressursbaserte synet utviklet av Jay B. Barney forklarer hvordan bedriftens konkurransefortrinn skyldes indre forhold i selskapet. Det vil si at konkurransefortrinnene man oppnår skapes ved hjelp av ressursene som selskapet allerede besitter. Ressurser defineres i denne sammenhengen som eksempelvis eiendeler, informasjon, kunnskap, evner og attributter som selskapet innehar (Barney, 1991, s. 101). Konkurransefortrinnene vil midlertidig ikke nødvendigvis vare for alltid, da uventede endringer i eksempelvis den økonomiske strukturen eller i organisasjonen kan føre til at ressurser som tidligere ga selskapet konkurransekraft, ikke lenger gjør det.

Et mye brukt rammeverk innenfor RBV som Barney presenterte i sin forskning er VRIN eller VRIO-rammeverket. Dette rammeverket bygger på forutsetninger om at ressurser som skal gi selskapet vedvarende konkurransefortrinn må være verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare og ikke-substituerbare. Dersom selskapet sitter på ressurser som oppfyller enkelte av kravene, vil de klare å oppnå konkurransefortrinn, men for at disse skal kunne bli vedvarende må samtlige krav oppfylles, i henhold til Barneys teori.

3.1.2 Porters posisjoneringskole

Michael Porters posisjoneringskole baserer seg på at varige konkurransefortrinn avhenger av selskapets evne til å posisjonere seg i henhold til bransjens attraktive vekst – og inntjeningsmuligheter (Gjønnes & Tangenes, 2016, ss. 43–44) Det vil med andre ord si at et selskap som klarer å tilpasse seg faktorene som befinner seg rundt virksomheten vil oppnå konkurransekraft. Ifølge Porter er nøkkelen til å skape en verdifull og unik posisjon å skille seg fra konkurrentene. I tillegg vil det være essensielt at selskapet forstår hva som driver bransjen og bransjestrukturen, slik at de på sikt kan oppnå en strategisk posisjon (Porter, 1996).

To sentrale rammeverk innenfor Porters posisjoneringskole er SCP-Rammeverket og Femkraftsmodellen, også kalt Femfaktormodellen. Førstnevnte dreier seg om at bransjestrukturen er avgjørende for de strategiske valgene

virksomheten foretar, som igjen er bestemmende for virksomhetens prestasjoner. Eksempelvis vil en virksomhets prisstrategi påvirke omsetningen som til slutt påvirker lønnsomhet og vekst (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 308).

Femkraftsmodellen på den andre siden, omhandler fem markedskrefter som er avgjørende for virksomhetens lønnsomhet. Disse fem er fare for nyetableringer, leverandørens forhandlingsmakt, kundenes forhandlingsmakt, trusler fra substitutter og rivalisering blant konkurrenter. Vi vil kommentere nærmere på denne modellen og hvordan den påvirker Entra i den strategiske analysen.

3.2 Verdibegrepet

Verdibegrepet er en sentral del av en verdsettelse, og det er viktig å skille mellom begrepet «pris» og «verdi» for å forhindre en tilsøring av hva en verdsettelse eller verdivurdering faktisk dreier seg om. Dyrnes definerer pris som «en observerbar størrelse som for eksempel kan fremkomme som resultat av et fast prisforlangende eller faktisk betalt pris av en transaksjon» (Dyrnes, 2011, s. 80). Prisen for en aksje i Entra er for eksempel på omtrent 103 kr per aksje 24. april 2023. På den andre siden vil verdioppfatningen være subjektiv, og variere fra eksempelvis interessent til interessent. Ved for eksempel salg av signerte fotballdrakter, vil supportere av spillerne som har signert draktene trolig vurdere verdien til draktene høyere, enn de som ikke er supportere. Med andre ord kan man si at prisen er den samme for alle, mens synet på verdien vil variere, da hva som er verdifullt for den ene, ikke nødvendigvis tilsvarer hva som er verdifullt for den andre.

I praksis ser man dette hos for eksempel meglerhus. Ulike meglerhus kommer med ulike kjøps – og salgsanbefalinger, til tross for at de opererer med de samme selskapene og besitter samme informasjon om dem. Disse forskjellene kan spores tilbake til at meglerhusene har ulik forståelse – og subjektive oppfatninger av verdien til selskapet.

3.3 Kapitalverdimodellens begrensinger

Kapitalverdimodellen, også kalt CAPM, er en teoretisk modell som tar for seg forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Modellen ble utviklet av fire

økonomer på 1960-tallet og er i dag det mest brukte verktøyet for beregning av avkastningskravet til et investeringsobjekt.

Formelen for kapitalverdimodellen (CAPM) deles inn i tre deler:

$$re = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Risikofri rente (r_f) er renten du vil få uten å ta på deg risiko, og for å sette den risikofrie renten er det vanligst å bruke den lengste statsobligasjonsrenten (10 år). Beta-koeffisienten forteller oss om den systematiske risikoen som er ikke-diversifiserbar. Det vil si risikoen knyttet til avkastningen som investor ikke kan bli kvitt med diversifisering. Beta representerer selskapets sensitivitet til svingningene i markedet. Dersom Beta er mindre enn 1, betyr det at selskapet svinger mindre enn markedsporteføljen, som vil si at selskapet er utsatt for mindre risiko. Dersom Beta er større enn 1, vil det bli motsatt. Markedets risikopremie ($r_m - r_f$) forteller oss om differansen mellom den risikofrie renten og forventet avkastning på markedsporteføljen.

Kapitalverdimodellen baserer seg på økonomen Harry Markowitz sin porteføljeteori, og bygger derfor på følgende forutsetninger:

- Alle investorer har samme tidshorisont
- Alle investorer bruker Markowitz sin porteføljeteori
- Alle investorer har samme økonomiske syn på verden homogene forvetninger
- Investorer betaler ingen skatt eller transaksjonskostnader
- Perfekt konkurranse
- Alle investorer kan spare og låne til samme rente i kapitalmarkedet

Til tross for at kapitalverdimodellen er den mest utbredte, bygger den på en rekke forutsetninger som vil være utfordrende å skulle oppfylle i det virkelige liv. Dette bidrar til å svekke modellens gyldighet. Når det kommer til verdivurdering av næringseiendom, er det heller ikke CAPM som er mest benyttet, og vi vil komme tilbake til dette i kapittel 5.

4.0 Utredningsmetode

I dette kapittelet vil vi komme inn på forberedelsene i forkant av oppgaveskrivingen, samt hvilke utredningsmetoder vi har benyttet i oppgaven.

4.1 Forberedelse

Å foreta en verdsettelse eller verdivurdering av et eiendomsselskap er en omfattende prosess og krever derfor god forberedelse. Vi avgjorde tidlig at vi ønsket å vurdere verdien til Entra ut ifra et eksternt investorperspektiv, så innsamling av relevante bøker, rapporter, artikler og øvrig materiale utgjorde begynnelsen av vår forberedelse. Først og fremst var det hensiktsmessig for oss å gjøre oss godt kjent med og undersøke bransjen som selskapet opererer i. Et nært familiemedlem til en av gruppedeltagerne arbeider selv i bransjen og har gjort det i lang tid, så samtaler med vedkommende i kombinasjon med å lese relevant litteratur hjalp oss med å få oversikt, samt mer kunnskap om eiendomsbransjen. Videre ble det avgjørende at fikk en overordnet oversikt over hvilke modeller og teorier vi potensielt kunne få bruk for, for senere å selekter de vi anså som mest relevante og passende for vår oppgave. Som nevnt innledningsvis har vi begge hatt valget kurset finansiell styring og verdsettelse tidligere, noe som var til stor hjelp når vi skulle gå i gang med regnskapsanalysen, som består av flere omfattende momenter.

I tillegg til å benytte bøker, litteratur tilgjengelig på nettet, samt rapporter og analyser utført av Entra selv, har vi også dratt god nytte av både artiklene, dokumentene og oppgavene som er publisert av vår veileder på Its'learning.

4.1.1 Tilnærming

Når man skal utforske virkeligheten gjennom en samfunnsvitenskapelig studie skiller man gjerne mellom induktiv og deduktiv forskning. Førstnevnte går ut på at man ønsker å observere en problemstilling for å komme frem til en teori om et fenomen, og metoden brukes derfor gjerne når man undersøker fenomen som ikke nødvendigvis har blitt forsket på tidligere. Sistnevnte fungerer motsatt. Man har gjerne en teori om et fenomen som man ønsker å teste om er rett. I motsetning til induktiv metode, benyttes en deduktiv metode gjerne når man skal undersøke det

som allerede har blitt forsket på tidligere (Sander, 2022). I vår verdsettelsesoppgave er verdiestimatet vi kommer frem til basert på allerede eksisterende modeller og teori, og vi kan derfor konkludere med at vi benytter en deduktiv forskningsmetode i denne oppgaven.

4.2 Datainnsamling

4.2.1 Forskningsstrategi

Oppgaven vår er en casestudie av eiendomsselskapet Entra. En casestudie også kalt kasusstudie defineres som studie av én enhet eller et enkelt tilfelle (Wæhle et al., 2020). Definisjonen må dog ikke misforståes, for selv om man ser nærmere på én enhet eller ett tilfelle, brukes metoden til å kartlegge flere aspekter eller fenomener ved det enkelte tilfellet eller enheten. Et casestudie handler i korte trekk om å samle inn så mye data som mulig om et aktuelt fenomen for så videre forstå, forklare, vurdere og utforske det. I vår oppgave har vi samlet inn data om enheten Entra for så videre utforsket selskapet og bransjen, samt til slutt gjort oss opp en vurdering.

4.2.2 Datagrunnlag

Datagrunnlaget i denne oppgaven er sammensatt av to metoder, hvilket er kvantitativ og kvalitativ metode. Førstnevnte dreier seg om innsamling og analyse av kvantitative data. Det er data som gjerne foreligger i form av statistikk eller tall, og som ofte omfatter mange enheter. Et eksempel på en kvantitativ studie er en surveyundersøkelse (Grønmo, 2023b). Den kvalitative metoden på den andre siden omhandler data som foreligger i form av tekst. Denne metoden gir gjerne mer dybdeforståelse og rom for tolkning av objektet som undersøkes, mens førstnevnte i større grad brukes til å teste en teori eller hypotese. Et eksempel på en kvalitativ studie er dybdeintervju (Grønmo, 2023a).

Videre er det viktig å skille mellom primærdata og sekundærdata. Førstnevnte er ny data som er innsamlet av den eller de som utfører undersøkelsen, mens sistnevnte er data som er innsamlet av andre, som eksempelvis Statistisk sentralbyrå (SSB) (Hansen, 2015).

Da vi vurderer Entra fra et eksternt investorperspektiv og ikke har tatt direkte kontakt med noen i selskapet, består vår oppgave utelukkende av sekundærdata. Vi har innhentet all informasjon fra selskapets egne rapporter og nettside, samt annet relevant materiale fra bøker, nettsider og artikler. Videre kan vi konkludere med at oppgaven er sammensatt av både kvalitativ og kvantitativ data, men at sistnevnte er mest fremtredende gjennom bruken av det regnskapsmessige tallmaterialet og selskapets årsrapport.

4.3 Datanalyse

4.3.1 Analyseverktøy

Den endelige verdsettelsen av Entra baserer seg på både en regnskapsmessig – og strategisk analyse, hvor ulikt verktøy er blitt benyttet.

I forbindelse med den regnskapsmessige analysen har vi primært benyttet Excel. Behandlingen av all kvantitativ data, det vil si tallmaterialet har blitt gjort i dette programmet. Reformulering av regnskapene, utregning av relevante nøkkeltall, regresjonsanalyser samt kontantstrømmodeller for å estimere selskapets verdi har alle blitt gjennomført i Excel. Til slutt har vi også gjennomført en Monte Carlo simulasjon ved bruk av samme verktøy. I tillegg har enkelte beregninger blitt gjort direkte i Word ved bruk av programvarens «formel-funksjon».

Den strategiske analysen er sammensatt av en PESTEL-analyse, Porters femkraftsmodell, VRIO-analyse og SWOT-analyse. Førstnevnte er en situasjonsanalyse som tar for seg de makroøkonomiske forholdene som påvirker Entra. Porters femkraftsmodell omhandler konkurransestilstanden i eiendomsbransjen og analyserer fem krefter som påvirker konkurransen. Videre er VRIO-analysen en intern analyse som omhandler Entras egne ressurser, samt en evaluering av hvor gode eller dårlige selskapet er på å utnytte nettopp disse. Avslutningsvis kommer en oppsummerende SWOT-analyse som gir en oversikt over Entras styrker, svakheter, muligheter og trusler.

4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger

For å kunne si noe om oppgavens kvaliteter og begrensninger er det hensiktsmessig å vurdere denne casestudiens pålitelighet, validitet, reliabilitet og overførbarhet.

Validitet, også definert som gyldighet handler om i hvilken grad man kan trekke gyldige slutninger om det man undersøker basert på resultatene i et forsøk eller et studie (Dahlum, 2023). Med andre ord dreier det seg om man har klart å måle det som var hensikten å måle. Vi har gjennom hele oppgaven forsøkt å benytte data som er relevant for valgt problemstilling. Vi har vært bevisste i utvelgingen av materiale til oppgaven og utelatt irrelevant litteratur og data i håp om å minimere risikoen for å svare på noe annet enn problemstillingen.

Reliabilitet også omtalt som pålitelighet dreier seg om i hvilken grad målingene eller undersøkelsene kan stoles på og etterprøves (Svartdal, 2023). Graden av reliabilitet kan måles ved å gjennomføre de samme målingene gjentatte ganger for så å sjekke om de samsvarer med hverandre. Dersom de gjør det, kan man fastslå at målet er reliabelt. For å oppnå størst mulig grad av reliabilitet har vi først og fremst sammenlignet informasjonen og dataene vi har funnet med hverandre for å sikre at de samsvarer. Videre kan vi argumentere for at den estimerte verdien vi har kommet frem til er reliabel da vi kan verifisere tallet ved å sammenligne verdien med Oslo Børs sin, da dette er en direkte observerbar pris. I tillegg har vi vært kildekritiske til materiale vi har innhentet, og i aller høyeste grad brukt litteratur som er akseptert av akademikere. Rapportene vi har innhentet fra Entra sine nettsider kan argumenteres for å være reliable, da børsnoterte selskaper må følge et strengt reglement når det gjelder finansiell rapportering.

Overførbarhet omhandler i hvilken grad funnene i vår studie har gyldighet i – og kan overføres til andre situasjoner. Vi kan argumentere for at vår casestudie bærer lite preg av overførbarhet. Modellene, teoriene og rammeverket som er benyttet er generelle og anerkjente for verdsetting av selskaper, som kan benyttes av andre. Til tross for dette, er regnskapsanalysen og tallmaterialet som er benyttet tilpasset Entra, og vil trolig ikke være relevant eller av nytte for andre.

5.0 Finansiell metode

I dette kapittelet vurderer vi ulike verdsettelsesmetoder. Senere finner vi frem til et passende avkastningskrav for Entra.

5.1 Verdivurdering eiendom

Kaldestad og Møller beskriver en metode for å bygge opp avkastningskrav i eiendomsbransjen som skiller seg fra en mer ordinær modell som for eksempel kapitalverdimodellen (CAPM). Først estimeres kravet for en eiendom med lav risiko, typisk et kontorbygg lokalisert i ”Central Business District” der man tar utgangspunkt i risikofri rente og legger til en bankmargin og en komponent for generell eiendomsrisiko. Denne delen kalles gjerne for “prime yield”, som refererer til de mest attraktive eiendommene. For resterende eiendommer legges det til skjønnsmessige justeringer for lokalisering, leietakerkvalitet, kontraktslengde, type bygg og teknisk standard på bygg (Kaldestad & Møller, 2016, s. 325). Tabellen under viser et eksempel:

Komponent		
Risikofri rente	3,14 %	Settes ofte lik 10 årig stat
Bankmargin	1,90 %	Hvilken rente vil banken kreve?
Generell eiendomsrisiko	3,50 %	Hvilken meravkastning bør eiendom med lav risiko gi over tid?
Prime yield	8,54 %	
Beliggenhet (by)	0 %	Settes til 0 hvis det er i Oslo
Beliggenhet (mikro)	0,25 %	Økes hvis bygg er lokalisert utenfor CBD
Type eiendom	0,25 %	Økes hvis det ikke er kontorbygg
Teknisk standard	0,00 %	Økes hvis det er et eldre bygg
Kontraktsforhold	0,25 %	Økes hvis det ikke er langsiktig leieavtale med statlig aktør
Andre forhold	0 %	Andre risikoelementer som ikke er reflektert over
Prosjektspesifikt tillegg	1 %	
Avkastningskrav før skatt	9,29 %	

Tabell 5.1: Verdivurdering av eiendom. Kilde: Kaldestad & Møller

Vi har i samtaler med en som jobber i DNB Eiendom, og en som har jobbet med næringseiendom i Sandvika siste 30 årene funnet ut at metoden over er den som blir benyttet i praksis, ikke CAPM. De beregner også litt annerledes enn Kaldestad og Møller, der de trekker fra inflasjon på 2% i kravet og setter generell eiendomsrisiko rett under 2%. Dette er endringer som gjør prime yield betraktelig

lavere. Ifølge Union og DNB ligger nå prime yield i Oslo på 4%, Trondheim 4,75%, Stavanger 5% og Bergen 4,5% (DnB, 2023). Det henger ikke helt sammen med oppbygningen av kravet i modellen ovenfor. Hvis vi hadde brukt 10-årig statsobligasjon i dag på 3,14% og lagt til bankmargin på 1,8%, generell eiendomsrisiko på 1,9% samt trukket fra inflasjon, lander vi på rett i underkant av 5% for prime yield Oslo. Når vi snakker med vedkommende som jobber i DNB eiendom kan han fortelle at hva eiendommer i området faktisk blir solgt for og hva eiendommene genererte i leie-inntekter trumfer den teoretiske oppbygningen. Et eksempel på en slik utregning er som følger:

<i>Salgsverdi eiendom</i>	<i>100 000 000</i>
<i>Netto leie-inntekter</i>	<i>4 000 000</i>
Yield	4 %

Tabell 5.2: Utregning yield.

En komplett kontoreiendom sentralt i Oslo som blir solgt for eksempelvis 100 MNOK og som genererer 4 MNOK i netto leie-inntekter per år er i praksis definisjonen på en prime yield på 4%.

Entra skriver selv i sin årsrapport at 31.desember 2022 estimerte de hele porteføljen sin til 4,30% netto yield, hvor den var lavest i Oslo på 4,01% og høyest i Stavanger på 5,46%. Yelden til Entra sin portefølje er veldig nærme prime yield i 2022 på 3,9% og det vil si at eiendommene til Entra er av veldig høy standard og på attraktive lokasjoner med trygge, langsiktige leieavtaler. Av deres portefølje med investeringseiendom på omtrent 1,4M kvadratmeter er 846.000 kvadratmeter i Oslo som tilsvarer omtrent 60%. Entra forventer at prime yield i perioden 2023-2025 vil ligge mellom 4,0%-4,1% (Entra, 2023a).

Kaldestad og Møller refererer til CAPM som den ”teoretisk korrekte” metoden, og beskriver fordeler og ulemper med ”yield-modellen”. Fordelen med yieldmodellen sett fra analytikerens ståsted er at man i stedet for å ta stilling til mange usikkerhetsmomenter kan kamuflere de gjennom et avkastningskrav. Mange av justeringene i modellen over mener Kaldestad og Møller at burde vært reflektert i kontantstrømmen. Vi vet ofte hvilken yield tilsvarende eiendommer

prises til, og det kan være fristende å tilpasse avkastningskravet med” skjønnsmessige” justeringer slik at vi” tilfeldigvis” ender på en tilsvarende prising. En ulempe er at yieldmodellen ikke skiller mellom systematisk og usystematisk risiko slik som CAPM gjør. Som eksempel bør et selskap som har spredd risikoen ut over ulike eiendoms kategorier ha et lavere avkastningskrav enn et familieselskap som har hele formuen i en enkelt eiendom. Yieldmodellen beregnes oftest før skatt, og da må også kontantstrømmen beregnes før skatt. I praksis er det vanskelig å justere for skattekomponenten i yield-modellen. (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 325–326).

Ideelt sett ville vi utført verdi-vurderingen slik som de profesjonelle eiendomsaktørene gjør det, men med bedre tilgang på pensum knyttet til verdiberegning med kapitalverdi-modellen, velger vi heller å gjøre det på den måten. Kapitalverdi-modellen kan brukes til å vurdere ikke bare eiendomssektoren, men de fleste andre sektorer også, så på bakgrunn av dette tenker vi at det er hensiktsmessig å velge denne modellen og at bruken av den kan gi oss en fordel i form av økt læringsutbytte.

5.2 Verdssettingsmetoder

Ifølge Thomas Plenborg og Finn Kinserdal er det normalt å dele verdsettelsesmetodene inn i fire grupper. Den første gruppen baserer seg på å diskontere fremtidige kontantstrømmer. Vi refererer til dette som nåverdimetoder. Den andre gruppen handler om relativ verdsettelse, ofte kalt multipler. Her bruker vi sammenlignbare selskaper til å anslå verdi. I den tredje gruppen bruker vi selskapets eiendeler og gjeld til å anslå selskapets verdi. Vi kaller dette for eiendels-basert verdsettelse. Fjerde og siste gruppe tar for seg opsjonsmodeller der opsjonsprisinde modeller blir brukt for å måle selskapets verdi. Vi har valgt å bruke nåverdimetoder og relativ verdsettelse i vår analyse. Undersøkelser viser at dette er de to klart mest brukte blant analytikere (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 333–334).

En mulighet er å bruke nåverdimetoden “the dividend discount approach”. Det er en presis og objektiv metode, men den baserer seg som oftest på mange kilder,

noe som gjør at den krever mye tid og derfor er mindre brukervennlig. Innenfor nåverdimetoder har vi derfor heller valgt å bruke ren DCF-analyse (discounted cash flow metode). Dette er også utvilsomt den mest anvendte nåverdimetoden blant analytikere (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 340–341).

Vi skal videre benytte multipler i den relative verdsettelsen. Metoden kan anses som komplementær til nåverdimetoden. Den baserer seg på markedspriser som reflekterer meningen til andre investorer, i motsetning til DCF-analysen som reflekterer våre egne analyser og estimater. Multipler er derfor godt egnet til å teste verdiestimatene fra nåverdimetoden (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 367).

5.2.1 DCF-analyse

En DCF-analyse viser hvordan vi finner nåverdien av fremtidig drift ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene. Vi skal først benytte selskapsverdimetoden, der vi finner nåverdien til både egenkapital og fremmedkapital og deretter trekker fra netto rentebærende gjeld for å finne verdien av egenkapitalen. Vi bruker avkastningskravet til totalkapitalen (WACC, nærmere beskrivelse kap 6.2) som diskonteringsrente. Deretter tester vi resultatene med egenkapitalmetoden, der vi finner den frie kontantstrømmen til egenkapitalen og bruker avkastningskravet til egenkapitalen som diskonteringsrente. Ifølge DCF-modellen er det bare den frie kontantstrømmen til selskapet (FCFF- free cash flow to the firm) og det vektete gjennomsnittet av kapitalkostnaden (WACC) som påvirker verdien av selskapet. Større FCFF og en mindre WACC vil påvirke selskaps-verdien positivt (Plenborg & Kinserdal, 2021). Det samme gjelder for egenkapitalmetoden der avkastningskravet til egenkapitalen og den frie kontantstrømmen til egenkapitalen (FCFE) er de viktige faktorene.

5.2.2 Relativ verdsettelse

I modeller innenfor relativ verdsettelse blir et selskaps verdi beregnet ved å vurdere finansielle nøkkeltall opp mot nøkkeltallene til sammenlignbare selskaper, ofte kalt “peers” eller “peer groups” (Plenborg & Kinserdal, 2021, s.

690). Metoden er mye brukt av analytikere, fordi den kan utføres raskt og fordi den ikke er spesielt komplisert (Plenborg & Kinserdal, 2021).

Ved bruk av metoden må selskapene som sammenlignes bruke samme regnskapsprinsipper og estimater, for å forhindre at prosessen blir upresis. Entra sine regnskap er rapportert i henhold til IFRS (International Financial Reporting Standard). Når vi sammenligner og kalkulerer nøkkeltall fra de utvalgte selskapene, står analytikere ovenfor valget om å bruke gjennomsnitt, median, verdi-vektet gjennomsnitt eller harmonisk gjennomsnitt. Forskning viser at å bruke harmonisk gjennomsnitt gir mest presise verdi-anslag (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 362–364). Vi kommer tilbake til valg av peers og nøkkeltall samt selve verdsettelsen i kapittel 9.

5.3 Totalkapitalens avkastningskrav (WACC)

Kallestad og Møller beskriver WACC som selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Et veid gjennomsnitt av avkastningskravet til kreditor og eier. Et selskap kan finansiere sin virksomhet på ulike måter. Ulike finansieringskilder bærer ulik risiko og forventet avkastning vil variere. Ved å vekte finansieringskildene basert på verdi og forventet avkastning kan vi finne avkastningskravet til totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). WACC er avkastningen investorer forventer ved å investere i et selskap og er derfor en passende diskonteringsrente for den frie kontantstrømmen, og er renten vi skal bruke i DCF-analysen (Koller et al., 2020, s. 50).

$$WACC = \frac{NIBL}{NIBL+Equity} * Rd * (1 - t) + \frac{Equity}{NIBL+Equity} * Re$$

Komponentene i WACC er vist ovenfor der: NIBL = markedsverdien til netto rentebærende gjeld, Equity = markedsverdien til egenkapitalen, Re = avkastningskravet til egenkapitalen, Rd = selskapets gjeldskostnad, og t = selskaps-skatt. Det er mulig å utvide WACC med flere komponenter som for eksempel minoritetsinteresser og obligasjoner, og dette gjøres ved å inkludere de respektive formene for finansiering og vekten deres i formelen (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 299).

Vi skal videre vise hvordan vi finner WACC for Entra. Den skal brukes som diskonteringsrente for fremtidige kontantstrømmer i DCF-analysen.

Avkastningskravet til egenkapitalen som vi skal bruke i egenkapital-metoden inngår i beregning av WACC. Vi starter med å beregne denne.

5.3.1 Egenkapitalens avkastningskrav

De fleste finansielle lærebøker anbefaler å bruke Capital Asset Pricing Model (CAPM / Kapital Verdi Modellen) når vi skal beregne egenkapitalens avkastningskrav. Som vi nevnte i kapittel 3.3 er komponentene i CAPM: Risikofri rente, systematisk risiko (beta), og markedets risikopremie som forteller oss om differansen mellom den risikofrie renten og forventet avkastning på markedsporteføljen. Vi skal nå beregne alle faktorene i CAPM for Entra.

5.3.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente viser hvor mye avkastning en investor kan få uten å påta seg risiko. For risikofri rente så er teoretisk sett det beste estimatet forventet avkastning på en 0-beta portefølje. Det er vanskelig og lite nyttig å konstruere en 0 beta portefølje, så det vanligste er å benytte seg av statlige obligasjoner, som i de aller fleste tilfeller viser seg å være fri for risiko selv om det finnes eksempler på det motsatte, for eksempel greske obligasjoner (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 304).

Ideelt sett skal man benytte en rente for hvert enkelt år fremover i kontantstrøm-analysen. Da dette krever re-kalkulering av kapitalkostnaden for hvert år, og de fleste analytikere benytter nåverdimetoder hvor alle parameterne i terminalperioden skal være konstante, så anvendes det kun én enkelt yield som passer best for kontantstrømmen som skal bli verdsatt. En null-kupong statsobligasjon over 10 år eller 30 år er å foretrekke, og det er viktig å bruke samme valuta som selskapet rapporterer i regnskapene sine (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 305). En undersøkelse fra PwC om det norske markedet i 2022 viser at 50% av respondentene bruker 10-årig statsobligasjon som risikofri rente (PwC, 2022).

En 10-årig norsk statsobligasjon ligger per 14. april 2023 på 3,14% (World Government Bonds, 2023). Dette er vår risikofrie rente som brukes videre i analysen.

5.3.1.2 Risikopremie

Markedets risikopremie viser til differansen mellom avkastningen i markedet og avkastningen fra risikofrie investeringer. Det er uenighet om hvor stor risikopremien bør være, men det er vanlig å benytte en risikopremie på mellom 5-7% (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 321).

En undersøkelse fra PwC som er blitt gjennomført hvert år de siste 12 årene viser at nivået på markedsrisikopremien i det norske markedet er på 5% i 2022. Den er uendret fra årene før og har vært stabil i hele perioden undersøkelsen har blitt gjennomført (PwC, 2022). Vi velger derfor å anvende en risikopremie på 5% i vår analyse.

5.3.1.3 Likviditetspremie/småelskapspremie

Når vi snakker om likviditetspremie i CAPM modellen så refereres det til kostnader og problemer forbundet med å konvertere aksjer eller eiendeler om til kontanter. Et stort og lett omsettelig eierskap i en aksje er attraktivt for investorer fordi man raskt og kostnadseffektivt kan handle i aksjen. Det motsatte kan innebære store transaksjonskostnader for å likvidere posisjonen sin og usikkerhet angående hvor stor avkastningen blir, noe som gjør at investorer krever rabatt for å handle i illikvide aksjer. Ifølge Plenborg og Kinserdal avhenger størrelsen på premien av graden av illikviditet, og at investorer setter premien helt opp til 3-5 % (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 323).

Ifølge Kaldestad og Møller omtales småelskaps- og likviditetspremie ofte om hverandre. Likviditetspremie på den ene siden skal kompensere for innlåsningsrisiko, som vil si at det er dyrt eller vanskelig å komme seg ut. Små selskaper derimot er sårbare for konjunkturrisiko, informasjon sitter ofte tett hos ledelsen, og det er større risiko for negative overraskelser. Derfor legges det ofte

til en ekstra premie på små selskaper. Hvis man inkluderer både premie for at selskapet er lite og for at det har dårlig likvidite, risikerer man” dobbelttelling”. Mesteparten av statistikk på dette området er hentet fra utlandet hvor definisjonen på et lite selskap kan skille seg fra slik det defineres i Norge (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 171–172).

I PwC sin markedsrapport fra 2022 kommer det frem at 86% av respondentene mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper. Omtrent 70% av respondentene mener at påslaget bør være 0% hvis bedriften har en markedsverdi over 5mrd NOK. 25% mener det bør ligge mellom 0-1% hvis markedsverdien er over 5mrd NOK (PwC, 2022). Entra sin markedsverdi ligger på omtrent 19mrd NOK per 15.april 2023 (Nordnet, u.å). Siden verdien ligger godt over 5mrd, velger vi en likviditetspremie/småselskapspremie på 0% i analysen.

5.3.1.4 Estimering av egenkapitalbeta

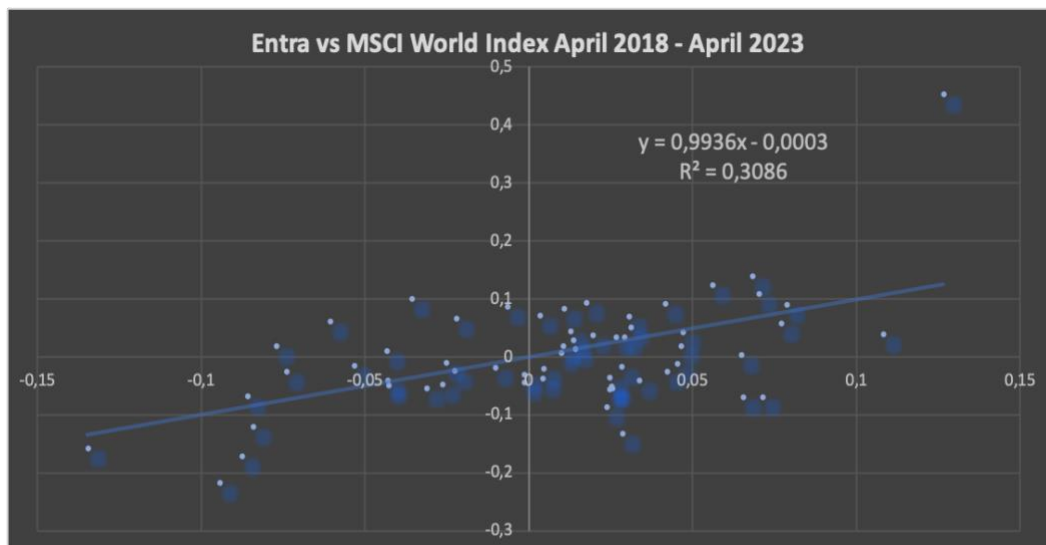
For å finne relevant risiko må vi ta hensyn til samvariasjonen mellom enkeltaksjen og markedet. Dette kan uttrykkes som kovarians per enhet markedsvarians. Dette risikomålet kalles beta og viser den systematiske risikoen i aksjen i forhold til markedsporteføljen sin risiko. En aksje med beta på 1 tilsvarer samme systematiske risiko som markedsporteføljen. Større beta enn 1 tilsvarer større risiko og mindre enn 1 viser til mindre risiko enn markedsporteføljen . (Bøhren et al., 2017, s. 73).

For å representere markedsporteføljen er det i Norge vanlig å bruke en indeks satt sammen av de største selskapene på Oslo børs, selv om det har noen opplagte svakheter. Oslo børs sin hovedindeks er konsentrert i få bransjer, så den representerer ikke en bredt diversifisert portefølje. Bøhren, Michaelsen og Norli anbefaler derfor å bruke en bredt sammensatt indeks fra hele verden som markedsportefølje, for eksempel MSCI World Index som de selv velger (Bøhren et al., 2017, s. 371–372). Koller, Goedhart og Wessels mener også at det er vanlig for analytikere som vurderer selskaper utenfor USA å benytte seg av MSCI-indeksen (Koller et al., 2020, s. 333). Vi bruker derfor MSCI World Index som mål for markedsporteføljen.

Det er flere måter å beregne beta på. Vi kommer til å benytte oss av to anerkjente metoder der vi bruker gjennomsnittet som vårt endelige estimat. Vi går mekanisk til verks med mye utregninger og så forklarer vi til slutt hva vi har funnet ut.

5.3.1.4.1 Regresjonsbeta

Den tradisjonelle måten å beregne beta på er ifølge Damodaran å lage en regresjon der vi sammenligner aksjens avkastning med markedsavkastningen (Damodaran, 2012, s. 183). Damodaran bruker 5 år som sin tidshorisont der avkastningen blir beregnet månedlig. Koller, Goedhart og Wessels argumenterer også for at 5 år og månedlig avkastning er det mest optimale. Hyppigere målinger, for eksempel ukentlig eller daglig kan føre til systematisk skjevhet (Koller et al., 2020, s. 333). Avkastningen skal inkludere både utbytte og prisendring (Damodaran, 2012, s. 185).



Figur 5.1: Beregning av regresjonsbeta. Excel regresjon.

Vi fant alle månedlige avkastninger til både Entra (Yahoo, 2023b) og MSCI World Index (Investing, 2023) fra 1.april 2018 til 1.april 2023 i samsvar med regresjonsmodellen til Damodaran (Damodaran, 2012, s. 185). Ved bruk av Excel fikk vi ut regresjons-resultatene vist i figuren ovenfor der prikkene representerer hver enkelt måned. Vi ser at regresjonen sin R^2 er på 30,86%, som indikerer at 30,86% av risikoen kommer fra markedet og at resterende 69,14% stammer fra

bedriftsspesifikke forhold (Damodaran, 2012, s. 186). U ifra regresjonen ble det estimert en beta på 0,99.

5.3.1.4.3 Industri beta

For å redusere støyen rundt beta-estimatene kan man bruke industri-spesifikke beta istedenfor selskaps-spesifikke. Bedrifter som opererer i samme industri, møter samme operasjonelle risikoer og har derfor lik operasjonell beta. Gjennom et industri-gjennomsnitts- eller medianresultat vil individuelle over- eller underestimer bli visket bort og vi står igjen med et godt estimat (Koller et al., 2020, s. 335).

Ved å bruke median eller gjennomsnitt på denne måten, tar vi ikke hensyn til gjeld, noe som er viktig da beta er en funksjon av både operasjonell- og finansiell risiko. Mer gjeld betyr mer risiko og dette gjenspeiles i betaen. På bakgrunn av dette må vi først ta ut effekten av “leverage” (gjeld) før vi kan sammenligne beta i industrien (Koller et al., 2020, s. 335).

Tabellen under er hentet fra Damodaran og NYU Stern sin sektoranalyse oppdatert senest januar 2023, der vi velger “General/Diversified” som mest passende for Entra. Vi bruker en “unlevered” “industri-beta på 0,61 som vist nedenfor.

Industry	Number of firms	Unlevered beta
<i>Real Estate (Development)</i>	18	0,82
<i>Real Estate (General/Diversified)</i>	12	0,61
<i>Real Estate (Operations & Services)</i>	60	0,74

Tabell 5.3: Industribeta. Kilde: Stern NYU.

Deretter må vi omgjøre effekten av gjelden. Ifølge Modigliani og Miller er den vektete gjennomsnittsriskoen av et selskaps økonomiske krav lik det vektete gjennomsnittet til et selskap sine økonomiske eiendeler. Dette viser Koller, Goedhart og Wessels i en forenklet formel slik:

$$\beta_e = \beta_u + \frac{D}{E} * (\beta_u - \beta_d)$$

β_u = beta til selskapets operasjonelle eiendeler, der vi fant unlevered industri-beta som skal representere den operasjonelle risikoen. β_d = gjeldsbeta. D = markedsverdi på selskapets gjeld. E = markedsverdi på selskapets egenkapital (Koller et al., 2020, s. 335).

Noen velger å forenkle formelen enda mer ved å sette gjeldsbeta lik 0, mens andre velger å bruke en gjelds-beta på 0,15 for ”investment-grade” selskaper, som betyr selskaper med god kredittrating (Morningstar, 2013) (Koller et al., 2020, s. 335). Ifølge årsrapporten så har Entra en sterk investment-grade kredittrating (Entra, 2023a). Vi setter derfor gjeldsbeta lik 0,15. Utregningen blir slik:

$$\beta_e = 0,61 + 1,23 * 0,61 = 0,61 + 0,75 = 1,18$$

Vi bruker 1,18 som industribeta.

5.3.1.4.4 Blumes justeringsmodell / Beta smoothing

Mange analytikere pleier å justere betaestimatene nærmere 1, som er det teoretiske beta-gjennomsnittet av alle selskap. Prosessen blir kalt for ”smoothing”. Denne mekanismen stammer fra Marshall Blume sine observasjoner, der han fant ut at alle betaer over tid nærmer seg 1. Justeringen skal redusere målefeil (Koller et al., 2020, s. 334). Formelen er gitt ved:

$$\text{Justert beta} = 0,33 + 0,67 * (\text{Råbeta})$$

Vi tar først gjennomsnittet av vår estimerte regresjons- og industribeta. Deretter justerer vi med Blumes modell. Det gir oss følgende tabell:

<i>Regresjonsbeta</i>	<i>0,99</i>
<i>Industribeta</i>	<i>1,18</i>
<i>Gjennomsnitt</i>	<i>1,085</i>
Justering	1,06

Tabell 5.4: Beta smoothing.

Vi legger merke til at Entra sin beta i utgangspunktet er veldig nærme 1 og at justeringen dermed blir veldig marginal. Vi bruker likevel 1,06 som vårt endelige beta-estimat.

Det ble mye utregninger for å estimere beta til Entra. Hva har vi funnet ut? Siden vi estimerte en beta over 1 indikerer dette at Entra er mer volatil enn markedet, større risiko. Med større risiko forventer en investor å få mer avkastning som kompensasjon for den ekstra risikoen de tar. Vi har nå funnet ut av vi bør ha et litt større avkastningskrav til Entra enn om de på en annen side hadde hatt beta under 0. Justeringen blir liten når estimatet er nærme 1, men hadde gjort store utslag på verdier langt fra 1 siden det skal multipliseres med markedets risikopremie som vi estimerte til 5%.

5.3.2 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

Vi har nå alle faktorene for å estimere egenkapitalens avkastningskrav og lander på 8,44%. Dette avkastningskravet brukes som diskonteringsrente i egenkapitalmetoden i kapittel 9.

Risikofri rente	3,14 %
Markedets risikopremie	5 %
Egenkapitalbeta	1,06
Egenkapitalkostnad	8,44 %

Tabell 5.5: Egenkapitalkostnad

$$3,14\% + 1,06 * 5\% = 8,44\%$$

5.3.3 Selskapsskatt

Når vi skal kalkulere både gjeldskostnad og WACC, må vi ta hensyn til selskapsskatt. Renteutgifter gir skattefradrag, noe som forklarer hvorfor selskapsskatt spiller inn på gjeldskostnaden. Plenborg og Kinserdal argumenterer for at det kan være passende å bruke effektiv skattesats i analysen. De anbefaler likevel å bruke gjennomsnittlig selskapsskatt i utregningen (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 324). For å ta hensyn til konsistens i nåverdi-beregningen,

velger vi å benytte oss av nåværende selskapsskatt i Norge som ligger på 22% (Regjeringen, 2022b).

5.3.4 Beregning av gjeldskostnad

Det er tre faktorer som avgjør beregning av gjeldskostnad: risikofri rente, risikopremie på gjeld (credit- spread), og selskapsskatt (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 323). Formelen ser slik ut:

$$Rd = (Rf + Rs) * (1 - t)$$

Rd = gjeldskostnad, Rf = risikofri rente, Rs = risikopremie på gjeld, t = selskapsskatt. Det eneste som gjenstår for å kalkulere gjeldskostnaden er derfor risikopremie på gjeld. Normalt beregnes denne ved å finne forskjellen i avkastning på en statsobligasjon og bedriftsobligasjon (Loo, 2019). Med andre ord kan vi beregne den ved å trekke risikofri rente fra gjennomsnittlig lånerente. Ifølge årsrapporten til Entra for 2022 så var gjennomsnittlig lånerente på 3,7% (Entra, 2023a). Trekker vi fra vår estimerte risikofrie rente på 3,14%, får vi 0,56% som vi bruker som risikopremie på gjeld. Utrekningen under viser at vi dermed får en gjeldskostnad på 2,89%.

$$Rd = (3,14\% + 0,56\%) * 0,78 = 2,89\%$$

5.3.5 Kapitalstruktur

Kapitalstruktur er fordelingen av egenkapital og gjeld som brukes til å finansiere eiendelene i et selskap. Høy egenkapitalandel kan redusere risiko for likviditetsproblemer og eventuell konkurs, men også øke risiko for ineffektiv drift (Riksrevisjonen, 2014).

Ifølge Plenborg og Kinserdal må kapitalstrukturen konsekvent basere seg på markedsverdi, ikke bokverdi. De argumenterer også for at bare et fåtall selskaper oppgir hvordan de ønsker kapitalstrukturen skal se ut på lang sikt (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 299). Entra derimot, skriver i sin årsrapport at de har som målsetting å holde seg under 50% debt to EV (gjeld i forhold til selskapsverdi),

men at en investering på 13,6 mrd i Oslo (anskaffelse av Oslo Areal) gjorde at denne havnet over 50% (Entra, 2023a).

Å estimere markedsverdien på gjeld er ofte en krevende prosess. En mulighet er å finne antall utestående obligasjoner og multiplisere med prisen, men det fungerer bare når selskapet har all gjeld utstedt som obligasjoner. 31.12.2022 hadde Entra 45% av netto rentebærende gjeld som obligasjoner utestående i kapitalmarkedet, og resten av gjelden var bankfinansiert (Entra, 2023a)

Damodaran har utviklet en modell som kan estimere markedsverdien på gjeld (Damodaran, 2012, s. 219). Vi trenger årlige renteutgifter som er på 1.113MNOK (hentet fra årsrapporten), time to maturity (gjennomsnittlig tid til forfall som er 4,3 år ifølge årsrapporten), og cost of debt som vi beregnet til 2,89%, i tillegg til netto rentebærende gjeld (40.578MNOK) (Entra, 2023a). Vi får:

$$1.113 * \left(\frac{1 - \frac{1}{1,0289^{4,3}}}{0,043} \right) + \frac{40.578}{1,043^{4,3}} = 40.339$$

Vi bruker 40,34 mrd NOK som markedsverdi av gjelden, og 18,87 mrd NOK som markedsverdi på egenkapitalen. Sum gjeld og egenkapital = 59,21 mrd NOK. Vi får andel gjeld = 68,13% og andel egenkapital 31,87%.

EPRA (European Public Real Estate Association) målte Entra sin loan to value (eller debt to EV) til 52,5% 31.desember 2022 (Entra, 2023a). Vi kunne også brukt dette estimatet som gjeldsandel, men vi velger å bruke vårt eget estimat.

5.3.6 WACC

Nå kan vi regne ut WACC. Utrekningen nedenfor viser at vi ender opp med en WACC på 4,23%. Dette tallet brukes som diskonteringsrente i selskapsmetoden i kapittel 9.

Egenkapitalkostnad	8,44 %
Gjeldskostnad	2,89 %
Egenkapitalandel	31,87 %
Gjeldsandel	68,13 %
Selskapsskatt	22 %
WACC	4,23 %

Tabell 5.6: Utrekning WACC

$$WACC = \frac{0,6813}{1} * 0,0289 * 0,78 + \frac{0,3187}{1} * 0,0844 = 4,23\%$$

Vi legger merke til at en WACC på 4,23% er veldig nærme Entra sin rapporterte netto yield på 4,3% for utgangen av 2022. Tar vi Entra sine inntekter fra 2022 på 3,27 mrd NOK og deler på bokførte eiendomsverdier på 77,4 mrd NOK får vi 4,3%, som hadde vært en veldig rask og enkel måte å finne frem til et potensielt avkastningskrav.

Hvis vi hadde trodd at Entra måtte selge eiendommer i dag for verdier som er mindre enn bokførte verdier, kunne vi i praksis estimert en høyere yield for kommende år og motsatt dersom vi hadde trodd at Entra kan selge eiendommene sine for mer enn bokførte verdier på nåværende tidspunkt. Senest 21. desember 2022 solgte Entra eiendommer for 1,9 mrd NOK og transaksjonsbeløpet var bare 2% under de bokførte verdiene. Finansdirektør Anders Olstad mente at prisen var god sammenlignet med aksjemarkedet som nærmest priset inn halvparten av verdiene (Vidhammer, 2022). Han sikter til Entra sin pris/bok (P/B) på omtrent 0,6 som vi snakker mer om i kapittel 10.2 multipl verdsettelse.

6.0 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er et viktig verktøy når vi skal kartlegge Entrass økonomiske tilstand. Det er nyttig når vi skal vurdere selskapets lønnsomhet, vekst og likviditet (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 101). Når vi senere skal estimere fremtidige kontantstrømmer og danne prognoser, bidrar regnskapsanalysen i grunnlaget for vurderingen.

I analysen bruker vi de to vanligste metodene; “time-series” analyse og “cross-sectional” analyse. Time-series analyse viser hvordan strategien til et selskap har vært effektiv over tid. Cross-sectional analysen brukes for å vurdere selskapet opp mot sammenlignbare selskaper (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 104). For å kunne vurdere trender i de finansielle ratioene kreves det bruk av data fra de siste tre til syv årene (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 107). Vi benytter derfor regnskapstall fra 2017-2022 i analysen.

6.1 Reformulering

I et selskap skiller vi mellom operasjonelle aktiviteter, investeringsaktiviteter og finansielle aktiviteter. Når vi skal beregne Entra sine finansielle ratios for å måle lønnsomhet, må vi separere disse postene fra hverandre fordi de i resultatregnskapet og balansen er blandet sammen. Selskapet sine operasjonelle aktiviteter er de som er hoveddrivkraften i verdiskapningen, og dette er grunnen til at de må isoleres (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 109).

I regnskapene er det ikke alltid like lett å skille mellom de operasjonelle og de finansielle postene. Noen av grunnene til dette er at definisjonen på operasjonelle aktiviteter ikke er helt entydig, og at IFRS ikke har noen særskilte krav til hva som skiller klassifiseringen av operasjonelle og finansielle poster i resultat- og balanseregnskapet (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 110). I neste del går vi punktvis gjennom postene i regnskapene til Entra og kategoriserer disse.

6.2 Resultatregnskapet reformulert

Other revenues / Andre inntekter

Fra note 10 i årsrapporten (Entra, 2023a) får vi oppgitt at denne posten inkluderer salg av ekstra tjenester til leietakere og leieinntekter fra eiendoms-inventar. Vi anser den derfor som operasjonell.

Other costs / Andre kostnader

Fra note 11 i årsrapporten (Entra, 2023a) får vi oppgitt at denne posten inkluderer ekstra kostnader tilknyttet de ekstra tjenestene til leietakerne og utlån fra eiendoms-inventar. Vi anser den derfor som operasjonell.

Changes in value of investment properties / Verdijustering eiendom

Basert på en ekstern verdivurdering har Entra i 2022 måttet nedskrive sine eiendomsverdier betraktelig, noe som i stor grad forklarer en svak bunnlinje sammenlignet med årene før (Entra, 2023a). Verdiene har blitt skrevet ned til fair value, som Deloitte forklarer at er prisen markedet ville gitt for eiendelen på verdivurderingstidspunktet (Deloitte, 2023).

Entra sitter på store eiendomsverdier som fra 2017-2021 ble oppjustert betydelig, og nedjustert kraftig i 2022. Justeringene har stor innvirkning på årsresultatet til Entra. Nedjusteringen har så stor innvirkning på resultatet at vi anså det som hensiktsmessig å enten se bort fra justeringene eller jevne de ut for å tydeligere se trender fra de operasjonelle aktivitetene. Nedskrivning er en av postene Plenborg og Kinserdal foreslår som typisk “unusual”. Forskning viser at ved å justere eller fjerne poster som kan anses som uvanlige eller som ikke gjentar seg, kan man tydeligere se trender i regnskapet (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 640–641). Plenborg og Kinserdal henviser også til studier som viser at de aller fleste rapporterte «unusual items» har negativ innvirkning på resultatet, opp mot 86% av tilfellene, og at mange derfor kaller ”Operating profit before special items” som ”Operating profit before the bad stuff» (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 643). Vi velger derfor å ha verdijusteringene i bakhodet når vi vurderer Entra sin lønnsomhet, men vi inkluderer alle poster i analysene. Vi vurderer posten som operasjonell.

Tax payable og change in deferred tax / Betalbar skatt og utsatt skatt

Tax payable er rentebærende og bør bli behandlet som en finansiell aktivitet. Deferred tax (utsatt skatt) er ikke rentebærende og kan derfor argumenteres for at skal kategoriseres som en operasjonell forpliktelse (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 120).

Net realised financials / Netto finansiell realisering

Fra note 14 får vi oppgitt at nesten alt som inngår i denne posten er rentekostnader på lån (Entra, 2023a). Vi vurderer den derfor som finansiell.

Actuarial gains and losses not to be reclassified / Pensjonsforpliktelser

Da pensjons-forpliktelser er rentebærende er det fornuftig å kategorisere denne posten som finansiell (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 123).

Under viser vi det reformulerte resultatregnskapet med tall fra 2017-2022. Tallene er hentet fra Entras årsrapporter.

Reformulated Income Statement - Entra -						
NOK in millions	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rental income	2 075	2 243	2 338	2 353	2 508	3 158
Other revenues	285	521	300	113	73	112
Total revenue	2 360	2 764	2 638	2 466	2 581	3 270
Operating costs	-161	-184	-189	-211	-234	-263
Other costs	-246	-500	-260	-79	-43	-85
Administrative costs	-163	-157	-171	-186	-210	-210
Share of profit from associates and JVs	244	156	312	120	19	-37
Change in deferred tax	-507	-325	-498	-1552	-1433	-71
Change in deferred tax on comprehensive income	0	2	-1	5	6	-4
EBITDA	1527	1756	1831	563	686	2600
Changes in value of investment properties	3 460	1 387	1 909	5 980	5 057	-2 519
Change in value of financial instruments	87	99	46	-275	206	473
EBIT	5 074	3 242	3 786	6 268	5 949	554
Tax payable	-8	-13	-11	-26	-19	-31
+/-Tax shield, net financial expenses	-121	-110	-120	-125	-128	-237
NOPAT	4 945	3 119	3 655	6 117	5 802	286
Net realised financials	-550	-491	-551	-541	-551	-1 095
Actuarial gains and losses not to be reclassified	0	-7	5	-25	-29	16
Net financial expenses	-550	-498	-546	-566	-580	-1 079
+/-Tax shield, net financial expenses	121	110	120	125	128	237
Net earnings	4 516	2 731	3 229	5 676	5 350	-556

Tabell 6.1: Reformulated Income Statement. Kilde: Plenborg og Kinserdal

EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation / Inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger.

NOPAT= Net Operating Profit After Tax / Netto driftsresultat etter skatt.

6.3 Balanseregnskapet reformulert

Relaterte aktiviteter i resultat- og balanseregnskapet må bli “matchet” tilsvarende.

Det vil si at aktiviteter som er kategorisert som operasjonelle og finansielle i

resultatregnskapet må bli tilsvarende kategorisert i balanseregnskapet (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 116).

Financial derivatives / Finansielle derivater

Tap og gevinst på finansielle derivativer bør bli klassifisert som finansielle aktiviteter (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 122). Tap og gevinst på SWAP-avtaler inkluderes i denne posten. SWAP, eller rentebytte-avtaler, handler kort fortalt om valg av flytende eller fast rente. Hvis Entra binder renten på for eksempel 2%, og den flytende renten ligger på 3%, så ligger det en verdi i avtalen på 1%.

Cash and bank deposits / Kontanter og bankinnskudd

Kontanter og kontantekvivalenter blir ofte behandlet som excess cash (kontanter til overs). Det blir ofte brukt til å kjøpe tilbake egne aksjer, utbytte, eller til å betale tilbake gjeld som ikke er knyttet til den daglige driften (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 120). Fra note 22 i årsrapporten får vi bekreftet at Entra delvis bruker posten som en type garanti for fremtidige lån (Entra, 2023a). Vi tolker det derfor som at kontantene ikke inkluderes i den daglige driften, og kategoriserer derfor denne posten derfor finansiell.

Receivables / Fordringer

Denne type lån er ofte rente-bærende og bør vurderes som en finansiell aktivitet. Men hvis lånene er del av handel mellom bedrifter så bør likevel posten anses som operasjonell (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 120). Notene i årsregnskapet gir ikke tilstrekkelig informasjon til å vurdere hvordan fordrings-postene skal kategoriseres. Plenborg og Kinserdal behandler alle type fordringer som operasjonelle i deres analyse av Carlsberg Group (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 124). Vi velger derfor å gjøre det samme.

Investment properties held for sale / Eiendommer satt av til salg

Plenborg og Kinserdal argumenterer for at eiendeler satt av til salg burde kategoriseres som finansiell aktivitet, fordi avhending av eiendelene reduserer lånekostnadene, eventuelt øker kontant og kontantekvivalenter (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 137).

Under viser vi det reformulerte balanseregnskapet:

Reformulated balance sheet - Entra -						
NOK in millions	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ASSETS						
<i>Investment properties</i>	39 875	44 714	49 095	56 834	67 568	77 404
<i>Intangible assets</i>	125	127	117	109	109	0
<i>Investment in associates and JVs</i>	1 487	367	397	527	872	891
<i>Long term receivables and other non current assets</i>	244	236	256	252	225	646
<i>Other operating assets</i>	23	23	22	17	28	16
<i>Deferred tax liability</i>	-4 356	-4 861	-5 367	-6 914	-8 307	-8 216
<i>Other non-current liabilities</i>	-355	-456	-505	-554	-650	-673
NONCA	37 043	40 150	44 015	50 271	59 845	70 068
<i>Trade receivables</i>	34	47	43	64	77	56
<i>Other receivables and other current assets</i>	847	671	226	279	295	525
<i>Inventory properties</i>	0	407	413	461	469	472
<i>Other current liabilities</i>	-294	-281	-328	-351	-367	-421
NOWC	587	844	354	453	474	632
Invested capital	37 630	40 994	44 369	50 724	60 319	70 700
LIABILITIES AND EQUITY						
<i>Shareholders equity</i>	18 505	20 524	22 570	27 136	31 263	29 693
<i>Non controlling interests</i>	433	1 746	1 947	2 069	2 308	1 978
Total equity	18 938	22 270	24 517	29 205	33 571	31 671
<i>Borrowings</i>	13 786	14 931	17 362	19 095	22 788	38 091
<i>Borrowings</i>	4 663	4 239	2 539	2 051	3 791	2 423
<i>Financial derivatives (non-current liability)</i>	712	481	341	690	355	310
<i>Trade payables</i>	306	190	200	281	465	355
<i>Cash and bank deposits</i>	-189	-230	-317	-217	-309	-226
<i>Investment properties held for sale</i>	-180	-565	0	-33	-87	-1 230
<i>Financial derivatives (non-current asset)</i>	-405	-321	-274	-347	-254	-698
NIBD	18 693	18 725	19 851	21 520	26 749	39 025
Invested capital	37 631	40 995	44 368	50 725	60 320	70 696
<i>Control</i>	1	1	-1	1	1	-4

Tabell 6.2: Reformulated Balance Sheet. Kilde: Plenborg og Kinserdal

NONCA = Net Operating Non Current Assets / Netto operasjonelle anleggsmidler

NOWC = Net Operating Working Capital / Arbeidskapital

6.4 Lønnsomhets analyse

Et viktig område innenfor finansiell analyse er overvåking av selskapets lønnsomhet. Lønnsomhetsanalysen gir oss verdifull informasjon om trender og finansielle nøkkeltall. Denne informasjonen er nyttig for å evaluere prestasjonen til selskapet og ledelsen, og når vi skal lage prognoser for fremtidig drift (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 174). I neste del skal vi basert på de reformulerte regnskapene analysere Entra sin lønnsomhet de seneste 6 årene. Av

sammenlignbare selskaper inkluderer vi Olav Thon og NPRO i analysen. Vi bruker selskapene sine årsrapporter med tall fra 2017-2022 i alle analysene.

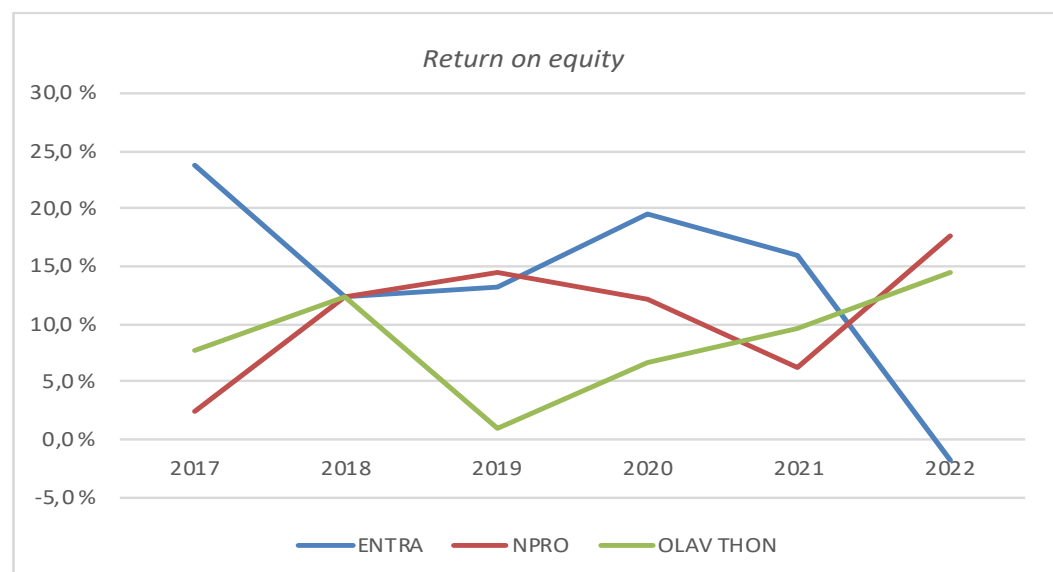
6.4.1 Avkastning på egenkapitalen (ROE)

ROE måler lønnsomheten til investoren, der selskapet sin netto inntekt blir sammenlignet med bokført verdi av egenkapitalen. Vi finner eierne sin avkastning (Damodaran, 2012, s. 46). Formelen ser slik ut:

$$\text{Return on equity} = \frac{\text{Net profit after tax}}{\text{Book value of equity}}$$

ROE baserer seg på inntekt etter betaling av renter og er derfor påvirket av den finansielle sammensetningen. Hvis selskapet låner penger for å finansiere prosjekter, og får avkastning på kapitalen som er høyere enn renten etter skatt selskapet betaler på gjelden, vil selskapet kunne øke ROE ved å låne penger (Damodaran, 2012, s. 46).

Ifølge Plenborg og Kinserdal må vi ta hensyn til minoritetsinteresser når vi beregner ROE. Minoritetsinteresser oppstår når morselskapet ikke eier 100% av aksjene. Under IFRS blir minoritetsinteresser kategorisert som *non controlling interests*. Vi fjerner denne posten både for Entra og de sammenlignbare selskapene for å få et korrekt anslag (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 172).

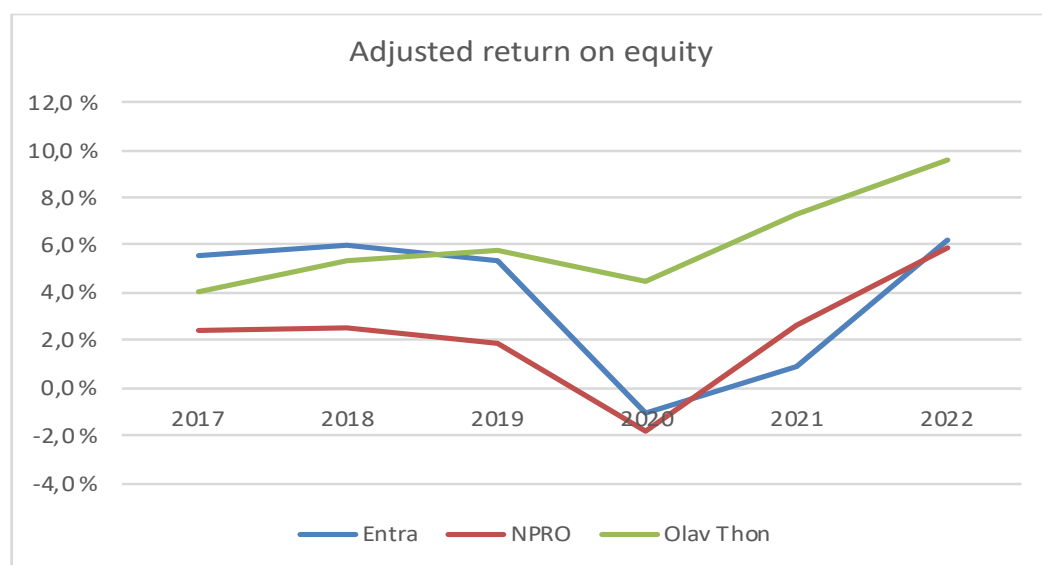


Return on equity	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
ENTRA	23,8 %	12,3 %	13,2 %	19,4 %	15,9 %	-1,8 %	13,8 %
NPRO	2,4 %	12,3 %	14,5 %	12,2 %	6,1 %	17,6 %	10,8 %
OLAV THON	7,7 %	12,4 %	0,9 %	6,7 %	9,6 %	14,5 %	8,6 %

Figur 6.1: Return on equity.

Vi ser at trenden er veldig svak for Entra siste året sammenlignet med NPRO og Olav Thon. Nedskrivninger på 2,5 mrd NOK bidro sterkt til at årsresultatet og derfor også ROE ble negativt i 2022. 650 MNOK i økte leie-inntekter virker positivt på ROE. I 2022 hadde Entra 26% mer i leie-inntekter enn året før, som skyldes en betraktelig større eiendomsportefølje. Dersom vi ser på gjennomsnittet siden 2017, har Entra levert større avkastning på egenkapitalen enn NPRO og Olav Thon med sine 13,8% per år.

Hvis vi justerer årsresultatet for verdiendring på investeringseiendommen, ser resultatet veldig annerledes ut:



Adjusted return on equity	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Entra	5,6 %	6,0 %	5,4 %	-1,0 %	0,9 %	6,2 %	3,8 %
NPRO	2,4 %	2,6 %	1,9 %	-1,8 %	2,6 %	5,9 %	2,2 %
Olav Thon	4,0 %	5,3 %	5,8 %	4,5 %	7,3 %	9,6 %	6,1 %

Figur 6.2: Adjusted return on equity.

Her ser vi at Olav Thon skiller seg positivt ut med best avkastning på egenkapitalen, hvis vi ser bort fra verdjustering på eiendommene. Både Entra og NPRO leverte langt dårligere avkastning fra resten av driften, spesielt under

Covid-året 2020, men vi ser trenden er veldig positiv i årene etter covid og mot slutten av 2022.

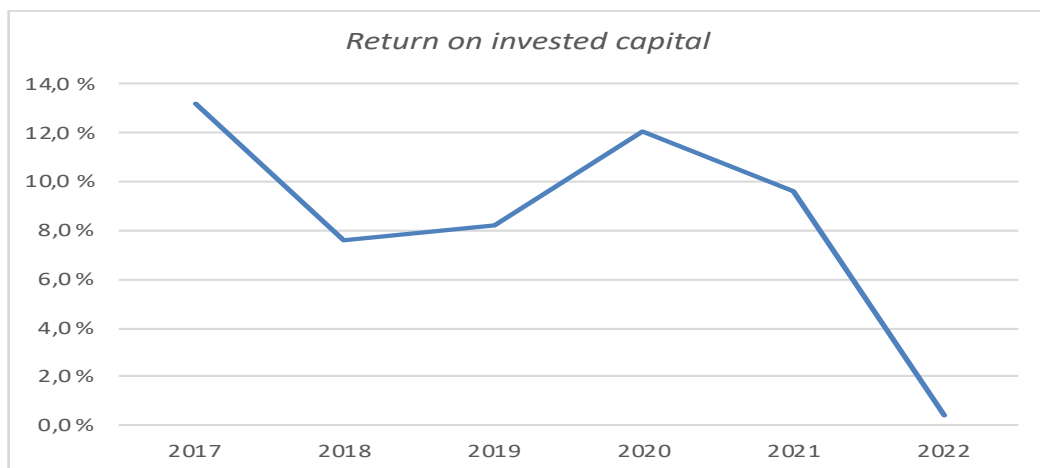
Grunnen til at grafene til ROE og justert ROE er så enormt forskjellige er på grunn av de historisk lave rentene under pandemien. Når rentenivået er lavere, vil investorer være villig til å betale mer for en eiendom på grunn av lavere lånekostnader og eiendommene blir derfor mer attraktive.

6.4.2 Avkastning på investert kapital (ROIC)

ROIC måler den operasjonelle lønnsomheten i et selskap. Den måler avkastning på investering i et selskap sine netto operasjonelle eiendeler (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 144). Denne ratioen er viktig fordi høy ROIC ofte leder til bedre kredittratings. God kredittrating er viktig for at Entra skal kunne vedlikeholde sine gode lånebetingelser. Formelen slik ut:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Invested\ capital} \times 100$$

Størrelsen på ROIC er tilfredsstillende hvis den er på nivåer høyere enn avkastningskravet (WACC) (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 144). Hvis ROIC er større enn WACC får vi noe som kalles economic value added (EVA), også kjent som superprofitt. Man må likevel være varsom med å konkludere at selskap er veldig lønnsomme et enkelt år når ROIC er større enn WACC, fordi ROIC også blir påvirket av blant annet regnskaps-fleksibilitet og nedskrivninger og reflekterer derfor nødvendigvis ikke helt riktig avkastning (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 146).



Return on invested capital	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
ENTRA	13,1 %	7,6 %	8,2 %	12,1 %	9,6 %	0,4 %	8,5 %

Figur 6.3: Return on invested capital

ROIC-kurven til Entra utvikler seg tilsvarende som for ROE, med et veldig svakt 2022 sammenlignet med perioden 2017-2021. Grafen viser at ROIC-snittet siste seks årene ligger på 10,6%, godt over vårt WACC-estimat på 4,23%. Resultatene indikerer at Entra har skapt superprofitt/meravkastning til både eiere og kreditorer siden 2017 med unntak av 2022. Det er et rødt flagg at nivået er så lavt som det er i 2022.

6.5 Risiko-analyse

Likviditet er viktig for enhver forretning. Evnen til å generere en positiv kontantstrøm både på kort og lang sikt påvirker selskapet sin likviditetsrisiko. Uten likviditet, kan ikke regninger betales og i verste fall kan det føre til konkurs. Andre ulemper illikviditet kan medføre er blant annet:

- At lederne sine valgmuligheter blir begrenset
- At profitable investeringsmuligheter får redusert potensiale
- At selskapet tvinges til å selge med stor rabatt
- At finansielle kostnader øker

(Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 209–210).

Tradisjonell risikoanalyse blir kritisert fordi den tror at alle eiendeler er likvide, eller at eiendeler ikke skiller mellom grad av likviditet. Som et eksempel er

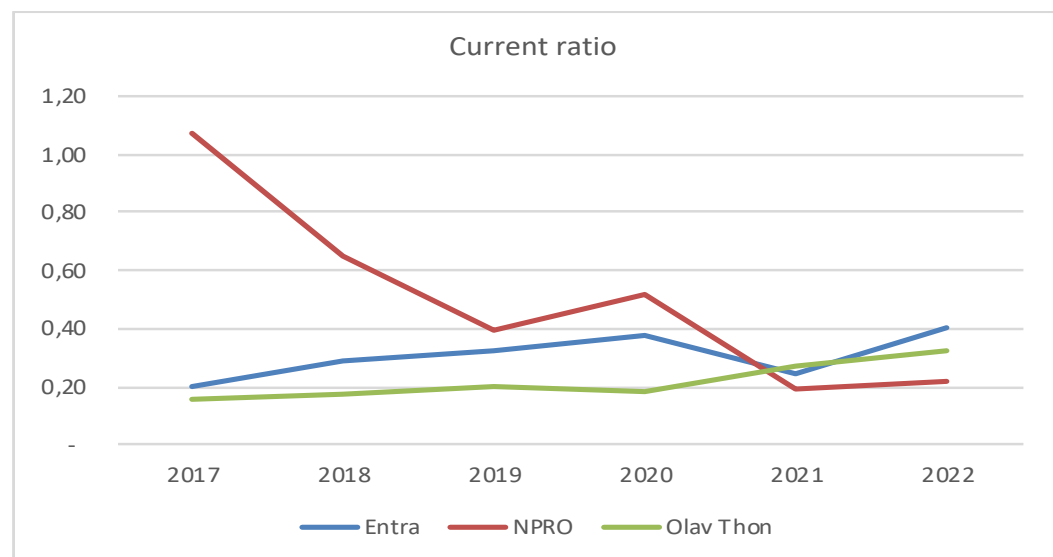
eiendom som oftest mindre likvid enn finansielle eiendeler. Transaksjoner skjer sjeldnere, transaksjons-kostnader er større, og det finnes færre kjøpere og selgere. Det blir argumentert for at jo mindre likvid en eiendel er, desto mer risikabel er den (Damodaran, 2012, s. 746).

Neste del vurderer Entra sin likviditet både på kort og lang sikt, der historiske finansielle nøkkeltall blir målt opp mot sammenlignbare selskaper.

6.5.1. Kortsiktig risiko

Likviditetsgrad 1 / current ratio

En av de mest avendte metodene for å måle likviditet på er ved å måle størrelsesforholdet mellom et selskaps sine omløpsmidler og kortsiktige gjeld. Hvis et selskap har mye omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld vil det ha enklere for å betale sine kortsiktige forpliktelser. En tommelfingerregel sier at dobbelt så mye omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld er et tegn på lav likviditetsrisiko, men at det likevel er ulik praktisering på tvers av forskjellige industrier (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 231–232). Damodaran påpeker at en høy current ratio kan være tegn på en usunn bedrift som sliter med å redusere sitt inventar eller selge sine eiendeler, og at bedriftene derfor i dag gjerne jobber mot å redusere sin current ratio og forvalte arbeidskapitalen sin bedre. (arbeidskapital=omløpsmidler – kortsiktig gjeld) (Damodaran, 2012, s. 49).



Current ratio / LG1	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Entra	0,20	0,29	0,33	0,38	0,25	0,40	0,31
NPRO	1,08	0,65	0,39	0,52	0,19	0,22	0,51
Olav Thon	0,15	0,18	0,21	0,19	0,27	0,32	0,22

Figur 6.4: Current ratio.

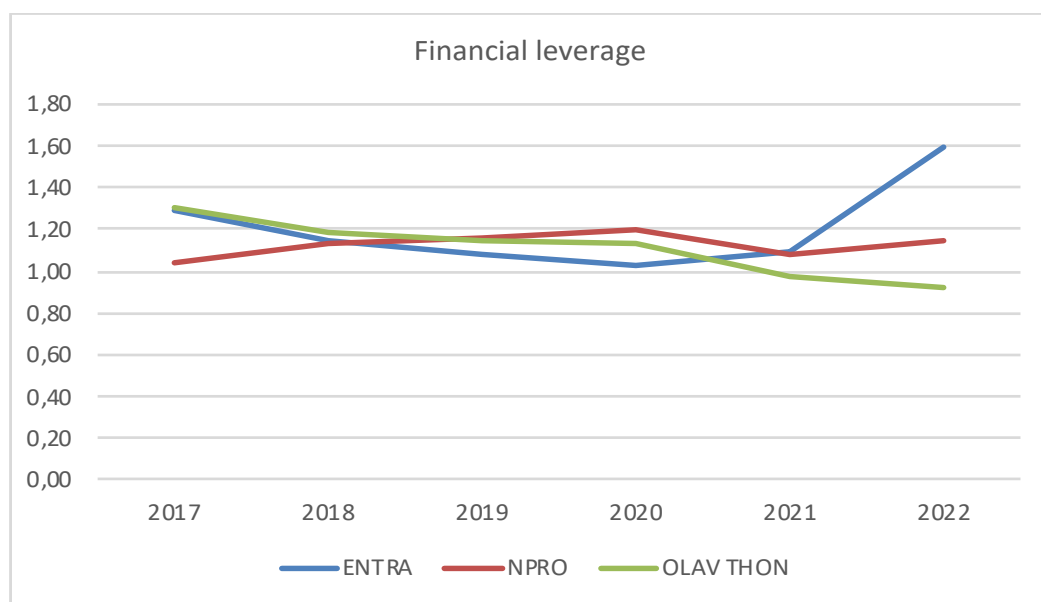
Vi ser at alle tre selskapene har current ratio på langt under 2, men at de ligger jevnt mellom 0,2 og 0,4 de seneste årene. Dette indikerer at både Entra og de sammenlignbare selskapene har svak likviditet, men at det samtisig kan tyde på at selskapene forvalter arbeidskapitalen sin godt og effektivt. Entra med en sterk kredittrating fra Moody på Baa1, har tydelig ingen problemer med å betale regningene sine, så vi tolker det som at arbeidskapitalen blir forvaltet effektivt. Vi legger merke til at Entra har en litt høyere current ratio i 2022 enn tidligere år og høyere enn NPRO og Olav Thon ved utgangen av 2022.

6.5.2 Langsiktig risiko

Solvens/soliditets-rater blir ofte brukt for å se om et selskap har god finansieringsstruktur, og om det har en fornuftig buffer for uforutsette hendelser. Soliditet kan måles på følgende måte:

$$\text{Financial leverage} = \frac{\text{Total liabilities}}{\text{Equity}}$$

Det er også mulig å bruke en equity-ratio, som gir oss samme informasjon angående langsiktig likviditetsrisiko. En høy financial leverage indikerer en liten buffer for uforutsette hendelser og en høy langtidsrisiko (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 216).



Financial leverage	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
ENTRA	1,29	1,14	1,09	1,03	1,09	1,59	1,21
NPRO	1,03	1,13	1,15	1,20	1,09	1,14	1,12
OLAV THON	1,298	1,183	1,152	1,131	0,978	0,918	1,11

Figur 6.5: Financial leverage

Som vi kan lese av grafen har selskapene omtrent lik financial leverage fra 2017-2021, men Entra sitt kjøp av Oslo Areal og medfølgende store lån har gjort at måletallet ble mye større siste året i perioden. Grafen indikerer at Entra har større langsiktig likviditets-risiko enn sine nærmeste konkurrenter.

I årsrapporten kommer det frem at Entra historisk sett har hatt en konservativ finansiell strategi som sikrer fleksibilitet hvis en mulighet dukker opp, og denne fleksibiliteten utnyttet de i 2022 ved å skaffe seg Oslo Areal med en gjelds-finansiert transaksjon. Effekten av høyere loan to value ble ytterligere påvirket av høyere renter og at yields ble presset oppover. Entra mener selv at situasjonen er fullt under kontroll, med attraktive eiendommer, solide leiekontrakter og gode låneavtaler. I årsrapporten fremkommer det også at Entra har et salgs-prosjekt gående der mer *non-strategic* eiendom skal selges i 2023, og at de ønsker loan to value under 50% (Entra, 2023a). For å oppnå det tror vi selskapet må selge unna mye eiendom i løpet av den kommende perioden, noe som vil virke negativt på leieinntektene, men som vil styrke balansen og gjøre den langsiktige risikoen mindre.

Loan to value (LTV)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Entra	43,3 %	41,3 %	40,2 %	37,0 %	40,6 %	52,2 %	42,4 %

Tabell 6.3: Loan to value. Kilde: Årsrapport 2022.

Her ser vi utviklingen av LTV siden 2017. Tabellen viser at gjennomsnittlig LTV for Entra i perioden er ned mot 42%. Selskapet har ikke ytret at de vil holde seg helt opp mot 50%, så vi antar de ser for seg at de på sikt vil prøve å ligge i intervallet 40-45% i likhet med de siste 6 årene. I følge EPRA kalkuleres denne ratioen ved å ta all rentebærende gjeld, trekke fra kontanter og lignende, og dele på verdien av alle eiendeler minus kontanter og lignende (EPRA, 2022).

Definisjonen er kompleks å skulle å tolke nøyaktig, men vi lander omtrent på EPRA sine estimater når vi finner den definerte gjelden til 40,5 mrd og definerte eiendeler til 77 mrd, og dermed en gjeldsandel på 52,5%. Med salg av eiendom til 10 mrd vil omtrentlig LTV justeres til 45% (30,5/67). Noe mer høres usannsynlig ut da det er store endringer vi snakker om. Litt mindre ville virket mer realistisk. Selskapet skriver selv at absolutte finansielle krav i lånekontrakter sier at 75% LTV er øvre grense, men at under 50% er intern policy (Entra, 2023a). En annen ratio selskapet uttaler seg om er interest coverage ratio.

Interest coverage ratio (ICR) / Rentedecknings-grad

Denne ratioen viser hvor mange ganger resultatet fra driften dekker netto finanskostnader (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 224), i Entra sitt tilfelle, nesten kun rentekostnader.

Interest coverage ratio	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Entra	3,00	3,60	3,30	3,40	3,68	2,48	3,24

Tabell 6.4: Interest coverage ratio. Kilde: Årsrapport 2022.

ICR er som tabellen viser også historisk svak i slutten av 2022, på 2,4x, der intern policy sier grensen er 1,8x, og absolutt krav fra lånekontrakter sier 1,4x (Entra, 2023a). Dette henger sammen med den høye LTV ratioen, men Entra uttaler som sagt at situasjonen er fullt håndterbar og at de har iverksatt et avhendingsprogram.

6.6 Regnskapsanalyse konklusjon

Analysene viser en tydelig negativ trend for Entra der det siste året var preget av dårlig lønnsomhet og mye gjeld. Ser vi derimot på hele perioden 2017-2022 har Entra levert jevn meravkastning og bedre lønnsomhet enn de sammenlignbare selskapene. Regnskapsanalysene indikerer at Entra har historisk høy gjeldsandel og langsiktig risiko. For å få loan to value ned og interest coverage ratio opp til ønskede nivåer, tror vi Entra kommer til å selge eiendom for omtrent 7-10 mrd NOK i løpet av det neste året.

7.0 Strategisk analyse

I dette kapittelet skal vi ta for oss de interne og eksterne analysene. Førstnevnte vil bidra til å kartlegge trender, muligheter, trusler eller andre forhold som kan komme til å påvirke Entra i fremtiden. Sistnevnte benyttes til å evaluere Entras egne ressurser for videre å avgjøre om de skaper varige konkurransefortrinn eller ikke.

Ekstern analyse

7.1 PESTEL

En PESTEL-analyse er en situasjonsanalyse av de eksterne drivkreftene som påvirker et gitt selskap eller som kan komme til å påvirke i fremtiden. Analysen tar for seg de politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og legale makrofaktorene. Hensikten med analysen er å kartlegge på hvilken måte eksterne forhold påvirker aspekter ved selskapet som eksempelvis posisjon, vekst, lønnsomhet og kurs i fremtiden. På denne måten kan selskapet tilpasse sin strategi og posisjonere seg på best mulig måte i forhold til disse truslene og/eller muligheten i fremtiden.

7.1.1 Politiske drivkrefter

De politiske faktorene dreier seg om statlige inngrep og er forhold knyttet til eksempelvis politisk stabilitet, handelsrestriksjoner, skatter, avgifter eller korrupsjon.

Selskaps – og utbytteskatt

Selskapsskatten er skatten selskapet betaler på sitt overskudd. Selskapsskatten i Norge har hatt en jevn reduksjon de siste årene og ligger i dag på 22%. Den har blitt redusert fra 24% i 2017 til 22% nå 6 år senere (Finansdepartementet, 2017). Denne reduksjonen vil utgjøre positive konsekvenser for Entra, da den vil gjøre at selskapets resultat øker og at utbetalingen til eierne blir større.

Utbytteskatten er skatten som betales på alt utbytte eller aksjegevinst.

Utbytteskatten i Norge økte i 2023 fra 35,3% til 37,84% hvilket utgjør en negativ konsekvens for Entra, da avkastningskravet til eierne vil gå opp (Lothe, 2022).

Økningen vil gjøre det mindre lønnsomt å ta ut utbytte, noe som vil være negativt for Entras aksjonærer.

Infrastruktur

Infrastrukturen i Norge kan påvirke Entra både negativt og positivt. Positivt i den forstand at selskapets strategiske satsningsområder er i de store byene, hvor regjeringen legger stor vekt på transportpolitikk. Dersom det skapes flere og enklere reisemuligheter til Entras eiendommer, vil dette trolig slå positivt ut. På motsatt side finner vi det som kan skape negative konsekvenser for Entra, hvilket er boligutbygging. Dersom det bygges boliger foran Entras eksisterende eiendommer, kan det potensielt påvirke innsyn og utsikt. Entra fokuserer på design, samt å utvikle, forvalte og leie ut attraktive eiendommer, og dersom tettbebyggelse ødelegger for eksempelvis utsikt, kan det sannsynligvis bli mindre attraktivt for kunder å betale ekstra for selskapets stilfulle eiendommer.

Miljøpolitikk

Bolig - og byggsektoren står i dag for nærmere 40% av energibruken og materialbruken, og derfor har regjeringen de seneste årene innført flere reguleringer og tiltak som skal redusere dette. Dette innebærer blant annet å arbeide med plan – og bygningsloven, tilskudd til byggkvalitet og økt informasjon og kompetanseutvikling (Regjeringen, 2022a). Selv om Entra i dag er i toppen når det gjelder miljø – og klimarapportering, vil strengere reguleringer samt et økt fokus på miljø og bærekraft påvirke selskapets både utvikling og forvaltning. På den ene siden kan det overnevnte utgjøre en negativ konsekvens for Entra i form

av de økte kostnadene som følger med dersom man skal legge om til en mer miljøvennlig drift, men på den andre siden kan det også åpne muligheter.

Miljøutfordringene kan legge til rette for at Entra implementerer ny teknologi og finner nye digitale løsninger som kan bidra til en mer bærekraftig drift (Saltnes, 2022).

7.1.2 Økonomiske drivkrefter

De økonomiske faktorene er bestemmende for det økonomiske resultatet og dreier seg om forhold knyttet til eksempelvis økonomisk vekst, inflasjon, inntekt, valutakurser, rentesatser, arbeidsledighet, kjøpekraft eller handlingsmønster.

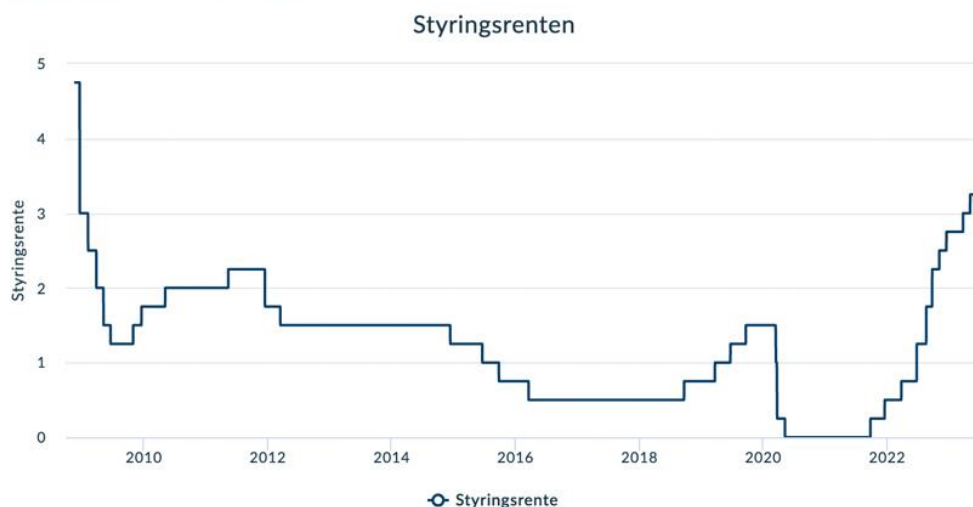
Styrings – og lånerenten

Styringsrenten ligger per april 2023 på 3,0%, og vi må helt tilbake til 2008 for å finne en rente så høy som denne (Norges Bank, u.åa). Norges Bank har hevet renten totalt 6 ganger i løpet av 2022, og økte renten ytterligere på det første rentemøtet i 2023. Årsaken til renteøkningen er først og fremst at aktivitetsnivå i norsk økonomi har vært høyere enn ventet, og i tillegg har faktorer som en sterkere oljepris, samt en svekket krone hatt en påvirkning (Rød Husøy, 2022). Når styringsrenten går opp, følger gjerne bankene etter og øker boliglånsrenten. Dette vil påvirke Entra negativt, da rentehevingen gjør boliglånene dyrere, noe som vil resultere i en svekket kjøpekraft og føre til at investeringene avtar.

I tillegg har rentehevingen en effekt på finansieringskostnadene til selskapet. Entras gjeld blir dyrere å bære, og dette er naturligvis negativt for selskapet. Til slutt kan en høy rente potensielt gjøre at inngangsbarrieren for nyetableringer blir høyere, slik at Entra står overfor mindre konkurranse. Dette forutsetter dog at andre forhold ikke har påvirket bankens vilje til å låne ut penger.

Til tross for at renten holdt seg stabil gjennom februar 2023, er det likevel ventet at den kan øke ytterligere. Dette må Entra ta hensyn til i sin strategiutvikling for fremtiden.

Styringsrenten i prosent



Figur 7.1: Utvikling i styringsrenten. Kilde: Norges Bank.

Økte byggekostnader

I begynnelsen av februar 2023 kostet en euro i overkant av 11 norske kroner, og vi må helt tilbake til høsten i koronaåret 2020 for å finne tilsvarende lav kronekurs. Typisk er det to forhold som påvirker endringene i kronekursen, energipriser og/eller børsfall. Oljeprisen har opplevd et tungt fall siden nyttår, noe som videre har resultert i et børsfall (Knudsen, 2023). Bedrifter gjør ofte investeringen ut ifra kronekursen, og den svake kronekursen fører til at prisen på de utenlandske varene øker. Det blir dyrere å importere byggematerialer fra det internasjonale markedet, og dermed dyrere for eiendomsselskapene å bygge.

Videre førte reiserestriksjonene under pandemien til at folk brukte penger på hjem eller hytte istedenfor å reise. Man opplevde en flaskehalseffekt på tilbudssiden, samtidig som etterspørselen etter byggematerialer økte (Norsk eiendom, 2022). Både den svake kronen og den økte etterspørselen etter materiale kan utgjøre negative konsekvenser for Entras byggekostnader og fremtidige kontantstrømmer. Samtidig er det viktig å påpeke at disse forholdene ikke vil være de mest vesentlige for selskapet, da de i høyest grad kjøper og videreutvikler ferdige bygg.

Økte strømpriser

Fra høsten 2021 har strømprisene i store deler av Norge opplevd en historisk økning, og det er ventet at de vil fortsette å stige. Årsaken til de økte strømprisene

er sammensatt og påvirkes av blant annet krigen i Ukraina, mangel på nedbør og tørken i Europa for å nevne noen (Fornybar Norge, 2022). Til tross for at Entra opererer med langtidskontrakter som reguleres av KPI, vil de skyhøye strømprisene likevel kunne føre til økte kostnader for selskapet, og dermed gi det en lavere verdi. Oppjusteringen av leie i samsvar med konsumprisindeksen, utjevner ikke nødvendigvis de økte kostnadene knyttet til de økte strømprisene, så dette vil være noe Entra blir nødt til å hensynta i fremtiden.

7.1.3 Sosiokulturelle drivkrefter

De sosiokulturelle faktorene dreier seg om forhold knyttet samhandling og atferd og er eksempelvis befolkningsvekst, trender, livsstilsendringer, helsebevissthet, demografi eller kulturelle barrierer.

Befolkningsvekst

Entras forvaltningsportefølje består av eiendommer i noen av landet største byer som Oslo, Drammen, Sandvika, Stavanger, Bergen og Trondheim. Samtlige byer har opplevd en økt befolkningsvekst, noe som utgjør en positiv konsekvens for Entra. Når folketallet i byene øker, vil også etterspørselen etter eiendom og kontorlokaler øke. Dette vil potensielt kunne presse leieprisene og bety økte inntekter for eiendomsselskapet (N. P. Strand, 2023).

Sentralisering

I tillegg til en økt befolkning, vil også sentraliseringen i Norge kunne påvirke Entra. Det er flere som velger å forlate de mindre bygdene og tettstedene til fordel for å bo i eller nærmere byene. Sentraliseringen skyldes flere forhold, og et av dem er knyttet til utdanning. Flere og flere velger å ta høyere utdanning, og høsten 2022 var det i overkant av 295 000 studenter registrert på norske høyskoler eller universiteter som tilbyr høyere utdanning (Direktoratet for høyere utdanning og kompetanse, u.å). Da majoriteten av Norges høyskoler og universiteter er lokalisert i de større byene, er det naturlig at også et stort antall av de studerende blir nødt til å flytte til byene som tilbyr utdanningen de ønsker. Flere utdannede gjør at flere kommer ut i arbeid, som på sikt vil øke etterspørselen etter kontorlokaler. Dette vil være positivt for Entras fremtidige kontantstrømmer.

Videre kan sentraliseringen også skyldes et større arbeidsmarked i byene med mer varierte, lønnsomme og attraktive arbeidsplasser. Studien FAIR fra 2021 viser at kvinner som flytter til byen får flere yrkesmuligheter og at de samtidig klatrer på inntektsstigen (Sonja Balci, 2021). Dersom trender som dette fortsetter, og skillet mellom arbeidsmarkedet i by og bygd blir enda større, vil trolig enda flere ønske å bosette seg i byene, og dette vil naturligvis være positivt for Entra.

Hjemmekontor

Som følge av pandemien som for alvor rammet Norge i mars 2020, ble de fleste godt kjent med hjemmekontor. Til tross for at restriksjonene som forhindret oppmøte på jobben nå er opphevet, er det likevel mange arbeidsplasser som har innført permanente hybride løsninger der de kombinerer hjemmekontor og fysisk oppmøte. Mye tyder også på at hjemmekontoret er kommet for å bli og at hybridløsningen er en del av den nye arbeidshverdagen for mange (Mathisen, 2022). Dersom dette blir tilfellet, vil det høyst sannsynlig føre til redusert etterspørsel etter kontorlokaler, i tillegg til at utleiere blir nødt til å tilpasse seg den nye hverdagen ved å eksempelvis tilby kortere og/eller mer fleksible leiekontrakter. Videre har hjemmekontorløsningen gjort at arbeidsgivere ikke lenger trenger å være bosatt i umiddelbar nærhet til kontorene sine. Som nevnt innledningsvis i oppgaven, har dette ført til at flere velger å flytte ut av byene, eksempelvis for å få råd til større bolig med plass til hjemmekontor. Disse konsekvensene kan potensielt være negativt for Entras fremtidige kontantstrømmer. Samtidig ser vi en økt sentralisering som nevnt i underkapittelet over, og derfor vil konsekvensene av utflytterne kanskje ikke være like merkbare for Entra.

7.1.4 Teknologiske drivkrefter

De teknologiske faktorene dreier seg teknologisk utvikling og fremskritt og omhandler eksempelvis innovasjon, teknologiske løsninger, automatisering eller offentlig forskning.

Digitalisering

En av de mest sentrale trendene som er med på å utvikle og påvirke næringslivet og samfunnet, er digitalisering. Nye innovative og teknologiske løsninger kan

bidra til å løse utfordringer knyttet til bærekraft og produktivitet, som aktører slik som Entra står overfor i dag. Det vil også være viktig at Entra holder følge med den teknologiske utviklingen for å være konkurransedyktige, da konkurrerende selskaper stadig utvikler seg og finner bedre og smartere løsninger. I 2021 tok selskapet et skritt inn i den digitale verdenen da de sammen med teknologiselskapet Docsream utviklet en ny digital løsning for eiendomsdrift. Den digitale plattformen ble utviklet med mål om at den skulle deles med andre aktører i bransjen, og på denne måten skapte den ikke bare positive konsekvenser for Entra, men bidro også til å løfte hele bygg – og anleggsbransjen (S. S. Strand, 2021).

Teknologien vil også ha en innflytelse på Entras leietakere, og dermed også selskapets hovedinntektskilde. Selv om kontorbyggenes beliggenhet fremdeles er å anse som viktigst for potensielle leietakere, viser erfaring fra hele verden at forhold som inneklima og «godfølelsen» man oppnår ved bærekraftig drift stadig rangeres høyere (Stabell Monby, 2018). Dagens leietakere bryr seg mer om helsefordelene ved de mer bærekraftige kontorlokalene, som eksempelvis at det er lettere å puste og opprettholde konsentrasjonen når man jobber. I tillegg viser forskning at det gir store økonomiske gevinster for selskapet selv, å innføre mer bærekraftige løsninger i kontorbyggene. «Den første investeringen vil riktignok trolig være større. Men store datasett viser at vi kan oppnå bedre langsiktig avkastning ved å investere i bærekraft» (Stabell Monby, 2018). Miljøbygg vil skape en vinn-vinn-situasjon som vil utgjøre positive konsekvenser for både Entra og deres leietakere.

7.1.5 Miljømessige drivkrefter

De miljømessige faktorene som dreier seg om forhold knyttet til eksempelvis værforhold, klima – og klimaendringer, naturkatastrofer, forurensing, global oppvarming eller ressursmangel.

Bekymringer knyttet til klimaendringer øker stadig. Det påvirker ikke bare retningslinjene som vedtas av myndighetene, men påvirker også forbrukerne og kundene. På etterspørselssiden vektlegger de fleste store leietakere miljø, når de

etterspør nye lokaler. De fleste bedrifter ønsker at hovedkontoret skal brukes som en arena der de ansatte møtes og bidrar til å markedsføre selskapet. Da er det naturlig at leietakerne etterspør kontorlokaler som reflekterer det bildet de ønsker å tegne av seg selv utad til kunder og andre interessenter (Nystad, u.å). I en hverdag der miljø og klima står høyt på dagsorden, vil «bildet» de fleste ønsker å tegne trolig være et «grønt» bilde.

Betalingsvilligheten er høyere for grønne bygg, noe som gjør det viktig for selskaper som Entra å fokusere på mer miljøvennlige og bærekraftige bygg.

7.1.6 Lovmessige drivkrefter

De lovmessige faktorene dreier seg om lover, regler og reguleringer knyttet til eksempelvis diskriminering, skatt, de ansatte, patenter, helse og miljø.

Skatt på leieinntekt

Det finnes en rekke lovgivninger som rammer eiendomsbransjen og som Entra derfor må forholde seg til. En av dem er skatteloven som blant annet regulerer skatt på leieinntekt. Leieinntekter ved utleie av næringsseiendom er skattepliktig inntekt, og beskattes i dag med 22% (Skatteetaten, u.å). Skatten på leieinntekt har vært den samme de siste 5 årene, men var tidligere så høy som 28%. Redusert skatt vil utgjøre en positiv konsekvens for Entra og Entras fremtidige kontantstrømmer, da selskapets nettoinntekt vil øke.

Kontrakter/avtaler

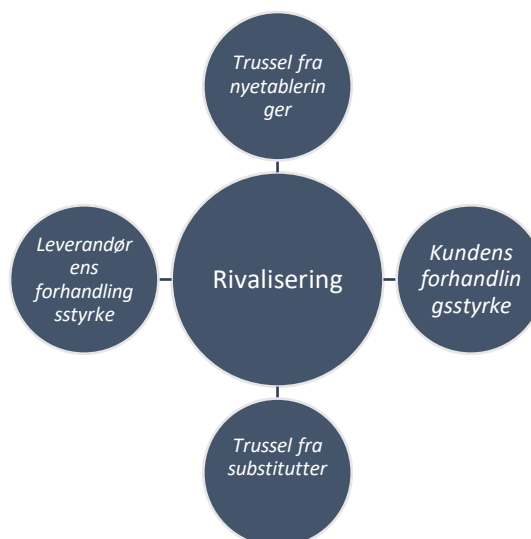
Videre vil også reguleringer knyttet til kontrakter og avtaler være noe Entra er nødt til å forholde seg til, da det utgjør en vesentlig del av samarbeidet med leietakerne deres. Det vil være viktig at det utarbeides gode avtaler eller kontrakter som både Entra og leietaker anser som rettfærdige og gunstige, og for å kunne gjøre dette er det viktig å kjenne til lovverket. Det vil være fordelaktig å ha oversikt over bestemmelser i eksempelvis avtaleloven, husleieloven og regnskapsloven dersom det på et senere tidspunkt skulle oppstå en juridisk konflikt mellom Entra og leietaker.

Byggeforskrifter

Det er stadig endringer i byggeforskriftene som Entra må ta hensyn til. Lovendringer som trådte i kraft fra 1. januar 2023 skal gjøre det enklere å endre bygg, samt sikre mer effektiv og bærekraftig gjenbruk av bygg. Regelendringene skal også bidra til en raskere og mer forutsigbar byggesaksbehandling av tiltak på eksisterende byggverk (Regjeringen, 2022c). Ettersom Entrass forretningsidé går ut på å utvikle, leie ut og forvalte attraktive og miljøledende lokaler, vil de nye regelendringene som blant annet har fokus på miljø og bærekraft, være til fordel for selskapet og trolig positivt for fremtidens kontantstrømmer. Entra bør til tross for dette være oppmerksomme på at det i fremtiden kan komme nye reguleringer som er mer innstrammende eller som potensielt kan utgjøre negative konsekvenser.

7.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter er en konkurrentanalyse utviklet av Michael E. Porter, som går ut på å kartlegge et selskaps konkurransesituasjon og aktivitet i markedet (Vikøren, 2023). Målet med å gjennomføre en slik analyse er at selskapet på sikt kan oppnå konkurransefortrinn ved å posisjonere seg strategisk overfor de fem ulike konkurransekraftene nevnt under.



Figur 7.2: Porters fem krefter

7.2.1 Trussel fra nyetableringer

Nye konkurrenter på bolig – og utleiemarkedet vil føre til økt konkurranse for de allerede etablerte aktørene. Dersom det viser seg at det ligger til rette for høyt overskudd og dekningsbidrag, vil dette være en av flere faktorer som tiltrekker seg nye aktører. Om eiendomsbransjen er å anse som gunstig for nyetableringer eller ikke, avgjøres midlertid også av andre forhold enn potensialet for avkastning.

Bransjens inngangsbarrierer er eksempel på forhold som vil være avgjørende. Dersom man skal etablere seg i eiendomsbransjen kreves det først og fremst mye kapital da næringseiendom er svært kapitalkrevende, spesielt i de store byene som Entra opererer i. Det kan ta lang tid å opparbeide seg nok kapital til å kunne etablere seg, og bankenes utlåsvillighet er heller ikke ubegrenset. En annen fordel som krever tid å opparbeide er et godt rennommé. For de etablerte aktørene i bransjen er dette svært verdifullt og de tjener godt på et positivt rykte og omtale. Dette vil det være vanskelig for å nye aktører å kopiere eller anskaffe på kort tid. Vi kan konkludere med at eiendomsbransjen kan være en attraktiv bransje å etablere seg i, men at på bakgrunn av de overnevnte grunnene er ikke nyetableringer å anse som en sterk trussel for Entra.

7.2.2 Kundens forhandlingsstyrke

Kundenes forhandlingsmakt baserer seg på i hvilken grad kundene er i stand til å presse ned priser eller få økt kvalitet på bekostning av selskapets lønnsomhet. Forhandlingsmakten vil være høy dersom kundene enkelt kan velge andre leverandører enn din, eller dersom produktet eller tjenesten som selges har lav byttekostnad.

I eiendomsbransjen vil leietakernes forhandlingsmakt i stor grad styres av forholdet mellom tilbud og etterspørsel etter kontorlokaler. Dersom tilbudet av kontorlokaler overstiger etterspørselen, vil kundene ha en relativt stor forhandlingsmakt, og motsatt. I dag har majoriteten av de store selskapene som tilbyr utleie av kontorlokaler relativt lav ledighet, noe som kan indikere at kundemakten i bransjen er forholdsvis lav i dag. Entra sin utleiegrad er på hele 96% (Entra, u.åb). Indikasjonen kan også underbygges med at leieprisene på

næringseiendom har hatt en jevn økning de siste årene (SSB, u.å). Trolig ville vi sett en reduksjon i leieprisene dersom kundemakten var høy.

Det er mange kunder innen kontorsektoren og næringseiendom, og som nevnt over, tilsynelatende større etterspørsel enn tilbud. I usikre perioder, slik som under pandemien eller i forbindelse med «strømkrisen», ønsker aktører i eiendomsbransjen solide leietakere som gir trygghet til fremtidige kontantstrømmer. På denne måten kan man si at offentlige leietakere har noe mer forhandlingsmakt, da disse gjerne er mer ettertraktet i mindre sikre tider. Videre kan det også tenkes at forhandlingsmakten potensielt kan øke i tiden fremover, ettersom hjemmekontor og hybrid-løsninger for alvor har inntatt arbeidshverdagen til mange.

7.2.3 Trussel fra substitutter

Som nevnt i avsnittet om kundenes forhandlingsmakt, så avhenger denne blant annet av om det finnes gode substitutter til det selskapet tilbyr. Det vil si ikke-identiske produkter eller tjenester som dekker samme behov hos en kunde. Dersom det eksempelvis foreligger substitutter som enkelt kan erstatte kontorlokalene Entra tilbyr, vil dette utgjøre en trussel for selskapet. Motsatt vil få eller ingen substitutter gjøre at Entra kan øke prisene og oppnå bedre lønnsomhet.

Historisk sett har det vært få konkrete substitutter som kan erstatte næringseiendom og kontorlokaler. I forbindelse med pandemien dukket det midlertidig opp et fenomen som kan komme til å true de tradisjonelle kontorlokalene. Hjemmekontor og hybrid-løsninger ble en del av hverdagen til mange, og grunnet fordelene flere arbeidsplasser opplevde med de nye løsningene, har enkelte valgt å videreføre disse løsningene selv etter pandemiens slutt. Den økte bruken av hjemmekontor må samtidig også sees i sammenheng med den teknologiske utviklingen som har gjort at flere og flere arbeidstakere har en mobil arbeidsplass der jobben kan utføres fra andre steder enn kontoret. Om hjemmekontor er et fullverdig substitutt for kontorlokalene kan diskuteres, og noe vi har valgt å konkludere med at det ikke er. Det er fremdeles mange som har behov for, eller som anser det som helt nødvendig å møtes fysisk for å gjennomføre arbeidsoppgavene sine.

Selv om enkelte arbeidsplasser har benyttet hjemmekontor i lang tid før pandemien oppsto, er det store omfanget av dem som benytter det nå, relativt nytt. Hjemmekontor har ikke blitt tatt i bruk lenge nok, til at man kan konkludere med om det har god effekt over tid eller ikke. Derfor kan det være sannsynlig at flere vil gå tilbake til den tradisjonelle arbeidshverdagen etter hvert, dersom man erfarer at hjemmekontor eller hybridløsningene ikke fungerte like bra som først antatt. Dersom det på den andre siden skulle vise seg å utvikle seg i motsatt retning, og føre til at flere ønsker slike løsninger, vil hjemmekontor kanskje i fremtiden anses som et fullverdig substitutt.

7.2.4 Leverandørens forhandlingsstyrke

Leverandørens forhandlingsmakt baserer seg på i hvilken grad leverandørene kan presse kundenes lønnsomhet ved å redusere kvaliteten på tjenester eller produkter, eller øke prisene. I eiendomsbransjen er eksempler på viktige leverandører bankene, entreprenører og arkitektelskaper, der førstnevnte kanskje utgjør den viktigste. Ettersom aktørene i bransjen er så avhengig av kapital, kan dette bidra til at bankene får relativt stor forhandlingsmakt. Leverandørmakten blir midlertidig noe redusert da det finnes mange banker som tilbyr finansiering, samtidig som antall obligasjonslån har økt, ettersom disse ble ansett som mer attraktive etter renteøkningen (Pareto Securities, 2022).

Videre har Entra underleverandører knyttet til eksempelvis eiendomsutvikling og utleie. Det vil naturligvis variere fra leverandør til leverandør hvor høy deres forhandlingsstyrke er, men på generelt grunnlag kan man konkludere med at det eksiterer mange tilbydere av både de praktiske og finansielle tjenestene, noe som resulterer i at forhandlingsmakten er å anse som svak.

7.2.5 Rivaliseringen blant dagens konkurrenter

Rivaliseringen blant konkurrentene i bransjen vil blant annet påvirkes av antall konkurrenter, om konkurrentene tilbyr lignende produkter eller tjenester, kundeloyalitet og størrelsesforholdet mellom konkurrentene.

Konkurrentene til Entra vil være tilbydere av næringseiendom og kontorlokaler i de samme strategiske satsningsområdene som de selv opererer i. Eksempler er NPRO og Olav Thon som begge er store aktører i den norske eiendomsbransjen. Flere store tilbydere av samme produkt/tjeneste vil i utgangspunktet føre til høy grad av konkurranse, men dersom produktene/tjenestene er diversifiserte vil dette gjøre at aktørene ikke nødvendigvis konkurrerer om akkurat de samme kundene, slik at konkurransen svekkes. Som nevnt innledningsvis skiller spesielt Olav Thon seg noe fra Entra ved at de har sitt hovedfokus på kjøpesenter – og hotellsegmentet, i tillegg til at de selger boliger og fritidsleiligheter. Kunder som etterspør kontorlokaler vil kanskje derfor først henvende seg til Entra, fremfor til en konkurrent som har sitt hovedfokus på andre segmenter enn kontorlokaler.

NPRO på den andre siden er i likhet med Entra tilbyder av først og fremst kontorlokaler, men opererer i færre områder. Majoriteten av eiendommene deres finner sted i Oslo, i tillegg til en eiendom i Stavanger. Selskapet er derfor å anse som en konkurrent for Entra i Oslo, men ikke i de resterende storbyene. Med en over tredoblet eiendomsportefølje og markedsverdi på porteføljen, gjør størrelsesforholdet mellom de to aktørene at konkurransen svekkes. Til tross for dette er NPRO likevel å anse som en konkurrent Entra må hensynta i fremtiden, da de er en av de største norske eiendomsselskapene som eier, utvikler og forvalter næringseiendom i et av de mest sentrale satsningsområdene, Oslo.

Intern analyse

7.3 VRIO

VRIO-analysen utviklet av Jay Barney er en ressursanalyse virksomheten kan benytte for å kartlegge egne ressurser og videre vurdere om disse gir vedvarende konkurransefortrinn eller ikke. Dette vil avgjøres av om ressursene er verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare og/eller mulig å organisere (Gjønnes & Tangenes, 2016).

For å kunne vurdere hvorvidt Entra har ressurser som gir dem vedvarende konkurransefortrinn eller ikke, har vi valgt å identifisere noen av ressursene vi anser som viktigst for selskapet, hvilket er følgende ressursgrupper; eiendomsporteføljen, kundekapital, humankapital og tilgang på finansiering.

7.3.1 Eiendomsporteføljen

Entras eiendomsportefølge er trolig selskapets hovedressurs. Det er eiendommene og bygningene som legger grunnlaget for Entras lønnsomhet, kundekapital, samt miljø – og klimafokus.

Det er flere forhold som har innvirkningen på eiendomsporteføljen, og et av dem er selve bygningsmassen. I hovedsak består Entras eiendomsportefølge av det som kan beskrives som alminnelige bygg. Det vil si bygg uten utforminger til et bestemt mål eller gruppe kunder, eller bygg med store spesialtilpasninger. Med tanke på dette, kan det konkluderes med at Entras eiendommer ikke skiller seg betydelig ut ifra konkurrentens. De oppfyller heller ikke derfor kriteriet om å være sjeldne, ettersom konkurrentene tilbyr tilsvarende bygg med lignende utforming. Selv om ikke eiendommene i seg selv kan anses som sjeldne vil vi påstå at eiendomsporteføljens størrelse oppfyller dette kriteriet, ettersom Entra er det største selskapet i Norge på kontormarkedet. Per fjerde kvartal i 2022 eier og forvalter selskapet omtrent 1,6 millioner kvadratmeter, fordelt på 102 bygg (Entra, u.åc). Dette er et stort hopp fra konkurrenter som eksempelvis NPRO, som eier og drifter henholdsvis omtrent 500 000 kvadratmeter (Norwegian Property, u.å).

Porteføljen er verdifull, men i hvilken grad kriteriet om at ressursen skal være ikke-imiterbar oppfylles, vil avhenge om man ser på hver enkelt eiendom, eller porteføljen som en helhet. Hver enkelt eiendom kan trolig imiteres av konkurrenter, men den sammensatte porteføljen vil være mer utfordrende å imitere. Som nevnt i kapittel 5.1 har den samlede porteføljen til Entra en netto yield på 4,3% i utgangen av 2022, veldig nærme prime yield. Den samlede porteføljen er med andre ord veldig eksklusiv og vanskelig å kopiere. Ved å legge hele porteføljen til grunn, konkluderer vi med at denne er både sjelden og vanskelig å kopiere, og at ressursen derfor har et varig konkurransefortrinn.

7.3.2 Kundekapital

Et av Entras hovedmål er å være markedsledende når det gjelder kundetilfredshet, noe som fremkommer i deres visjon om at «the most satisfied people work in

Entra buildings” (Entra, 2022). Bakgrunnen for at de fokuserer på tilfredse kunder og opererer med denne visjonen, er at fornøyde kunder er mer sannsynlig til å forlenge leiekontraktene sine. På denne måten sikrer Entra seg stabilitet og lønnsomhet over lengre tid. Muligheten til å kunne forhandle med potensielle kunder om andre forhold enn pris, samt økt sannsynlighet for forlengelse av leiekontrakter, fører til at Entra kan skape verdi gjennom kundetilfredshet. Denne verdien kan betegnes som kundekapital. Lojale kunder sørger for at relasjonen med selskapet opprettholdes, at renommeet bedres og at kundekapitalen styrkes.

Hvert år gjennomfører Entra en undersøkelse som kartlegger hvordan kundene deres opplever leieforholdet, og i 2019 lanserte de også sertifiseringssystemet «The Well» som skal fokusere på leietakernes velvære (Entra, u.åa). Ved å identifisere forbedringspunkter og følge opp disse, kan Entra videreutvikle sin kundeoppfølging og opprettholde kundekapitalen.

Per fjerde kvartal i 2022 er omtrent 56% av Entras kunder offentlige leietakere (Entra, 2023b). Dette kan anses som en verdifull ressurs ettersom de offentlige leietakerne er mindre følsomme for konjunktursvingninger, enn det de private er. En slik kundemasse vil være utfordrende for selskapets konkurrenter å imitere, blant annet fordi leietakerne har en gjennomsnittlig leiekontrakt på 6,3 år (Entra, 2023b). Videre er det også ingen av Entras hovedkonkurrenter som kan vise til en så høy andel av offentlige kunder. Helhetlig er kundetilfredsheten i eiendomsbransjen nokså høy, så denne alene kan ikke sies å gi vedvarende konkurransefortrinn. Entras offentlige leietakere må imidlertid forstås som en både ikke-imiterbar, sjelden og organisert ressurs. Dermed kan vi konkludere med at kundekapitalen gir eiendomsselskapet konkurransefortrinn. Om konkurransefortrinnet vil vare, vil påvirkes av flere forhold som kan være vanskelig å forutse. Leiekontraktens varighet og stabiliteten de medfører taler midlertidig for at fortrinnet vil beholdes lenge nok til å anses som varig.

7.3.3 Humankapital

Humankapital eller menneskelig kapital, dreier seg om kunnskapen og ferdighetene til de ansatte i Entra, og hvordan dette kan benyttes til å skape verdi. (Johansen, 2023). Gjennom å være en av Norges største aktører, samt ha lang

erfaring med eiendomsforvaltning, vil vi påstå at Entra har oppnådd særegen innsikt i - og kunnskap om eiendomsbransjen.

De ansattes kompetanse knyttet til sine leietakere, eiendomsforvaltning, rapportering, samt bærekraft og miljø tilsier at Entra har opparbeidet seg en humankapital som kan skille dem fra konkurrerende selskaper. I årsrapporten kommer det frem at Entra er opptatt av kompetanseutvikling og kompetanseheving hos sine ansatte, og at kurs og opptrening tilbys til alle som jobber i selskapet (Entra, 2023a). Humankapitalen bidrar til økt verdiskapning gjennom å legitimere selskapets stilling overfor kundene, finansmarkedet, eiendomsbransjen og samfunnet.

Samtidig opplever Entra for første gang i sitt korte liv på Oslo børs kurshavari. Fra børsnotering i 2014 klatret aksjekursen jevnt oppover til høsten 2021 og siden er kursen mer enn halvert. Ledelsen med Sonja Horn i spissen mangler kanskje erfaring i en slik situasjon. Manglende erfaring med motgang/nedgang kan føre til at ledelsen tyr til upassende eller ineffektive tiltak.

7.3.4 Tilgang på finansiering

I Entras årsrapport for 2022 kommer det frem at de har tilgang på grønn finansiering og at omtrent 45% av finansieringen var grønn per 31. desember 2022 (Entra, 2023a). Entra er godt posisjonert til å utnytte denne gunstige kapitalkilden og utnyttelse av den vil være fordelaktig for Entra, da investorer med fokus på miljø og bærekraft trolig vil plassere kapitalen sin i grønne prosjekter fremfor de som ikke er grønne. Med betingelsen om at de får lik avkastning.

Entra er også etablert som Green Bond-utsteder. Det er strenge krav som på være oppfylt for en slik utsteder og CICERO, Norges fremste institutt for klimaforskning, har gitt Green Bond-utstederne den beste vurderingen som er mulig å oppnå. Dette kan gi selskapet en finansieringsfordel, da de gjennom obligasjonene får tilgang på kapital til bedre vilkår (Entra, 2023a).

Som tidligere nevnt i regnskapsanalysen har Entra en historisk høy gjeldsandel. Selskapet har allerede startet et avhendingsprogram, men vi anser likevel den store gjelden som en midlertidig svakhet. Selskapet står også i fare for å få nedgradert kredittrating, og dette kan gjøre det vanskeligere å oppnå gunstige låneavtaler. Vi diskuterte også innledningsvis i kapittel 2.3 at Balder og Castellum (de største eierne til Entra) sliter med høy gjeld og at dette også kan være ugunstig for Entras tilgang på kapital.

Entras tilgang på grønn finansiering i tillegg til deres sterke relasjon med flere av Nordens største banker bygger opp under argumentasjonen for at dette er en verdifull ressurs. Høy gjeld hos både selskapets eiere og selskapet selv er dog med på å redusere verdien noe. Andre store og etablerte aktører i bransjen kan trolig også oppnå tilsvarende fordeler, så ressursen er ikke å anse som ikke-imiterbar eller veldig sjelden.

7.4 SWOT

Gjennom en SWOT-analyse vil vi oppsummere funnene som er drøftet i PESTEL-analysen, VRIO-analysen og femkraftsmodellen. «SWOT» representerer forbokstavene i de engelske ordene «Strengths», «Weaknesses», «Opportunities» og «Threats». Analysen benyttes som et verktøy for å identifisere og forstå Entras interne styrker og svakheter, samt eksterne trusler og muligheter (Vikøren & Pihl, 2023).

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> - Høy andel offentlige leietakere - Lang erfaring i bransjen - Høyt kunnskapsnivå - Miljøledende - Stor og eksklusiv eiendomsportefølje 	<ul style="list-style-type: none"> - Eiernes gjeldsproblemer - Entras høye gjeldsandel - Lite erfaring med motgang
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> - Sentralisering 	<ul style="list-style-type: none"> - Substitutter (hjemmekontor) - Miljøpolitikk

<ul style="list-style-type: none"> - Utdanningsnivå - Bærekraft og miljø - Teknologisk utvikling - Befolkningsvekst 	<ul style="list-style-type: none"> - Trender etter pandemien - Styringsrenten - Økonomisk usikkerhet - Nedsatt kreditt-rating
---	---

Tabell 7.1: SWOT-analyse.

8.0 Prognoser

I dette kapittelet går vi fra å se på historiske tall, til å lage prognoser for de neste årene. Vi skal anslå hvordan Entra sine fremtidige regnskap vil komme til å se ut basert på trender i de historiske regnskapsanalysene og de strategiske analysene vi har utarbeidet. Prognosene legger grunnlag for DCF-analysen i kapittel 10.

Ifølge Koller, Goedhart og Wessels bør prognoseperioden generelt være 10-15 år, fordi en kort prognoseperiode ofte fører til undervurdering av selskapet. De erkjenner også at det med prognoser på 10-15 år frem i tid også kan være vanskelig å predikere selskapet sin prestasjon på enkelte poster (Koller et al., 2020, s. 270). Kaldestad og Møller hevder at mange setter den eksplisitte prognoseperioden til 5 år uten nærmere refleksjon, men at det i noen tilfeller faktisk kan være et bedre valg med to eller ti år. Det er dog viktig at den eksplisitte perioden om mulig inkluderer tiden frem til selskapet er i en stabil fase. Bransjer hvor det kan være lurt med en prognoseperiode på mer enn fem år kan være sykliske selskaper, oppstarts-virksomheter eller vekstbransjer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). Eiendomsbransjen anses derimot som stabil. Vi antar at Entra vil bruke et par år på å redusere gjeldandelen sin før de går inn i en mer stabil fase. På bakgrunn av det overnevnte setter vi Entra sin eksplisitte prognoseperiode til syv år.

I arbeidet med prognosene følger vi en salgsdrevet metode anbefalt av Plenborg og Kinserdal der ulike regnskapsposter, som for eksempel driftskostnader eller investeringer avhenger av forventet aktivitetsnivå (leieinntekter for Entra), og der vi etter hvert utvikler et pro forma statement for både resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen til Entra. Et pro forma statement (også kalt projected statement) sin hensikt er å prøve å presentere selskapet sin finansielle, fremtidige tilstand. I utarbeidelsen bruker vi analysene fra kapittel 7 og 8, og vi fortsetter

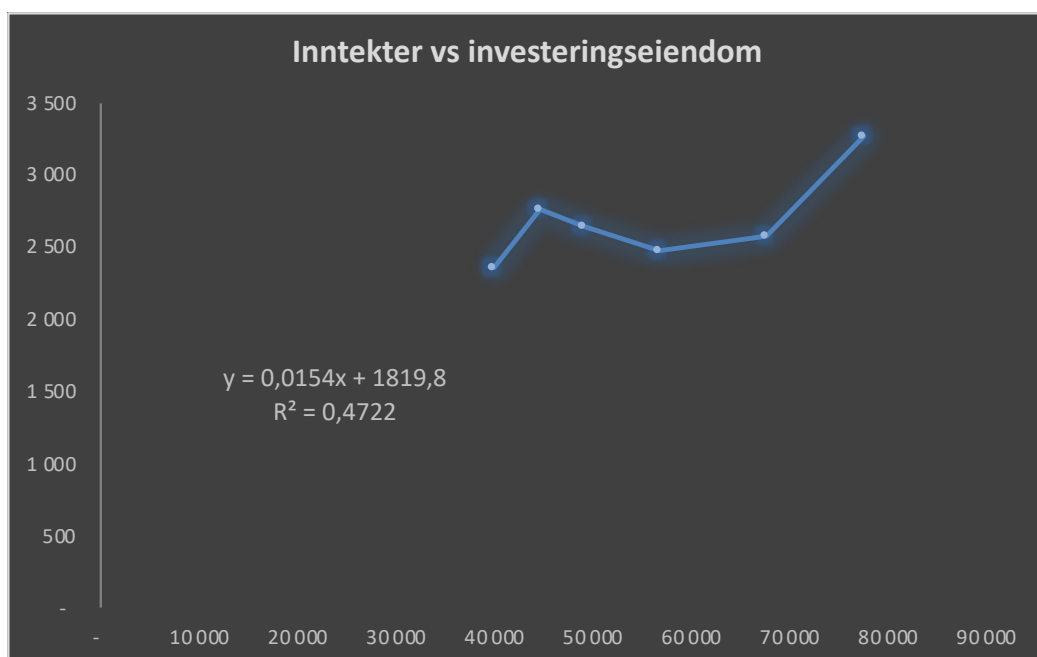
med å separere operasjonelle fra finansielle aktiviteter. Alternativet til den salgsdrevne metoden er å benytte en ”line-by-line” metode, der hver enkelt post i regnskapet blir behandlet alene uten link til aktivitetsnivået. Plenborg og Kinserdal argumenterer for at den salgsdrevne metoden sikrer en bedre kobling mellom aktivitet og tilhørende investeringer og kostnader (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 254–256), og vi har derfor valgt å benytte denne.

Vi følger oppskriften til Plenborg og Kinserdal der de presenterer åtte verdidrivere som må beregnes (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 257).

8.1 Verdi-drivere

Inntekter

Å beregne Entra sine fremtidige inntekter legger grunnlaget for denne salgsdrevne metoden. Regresjonen under viser hvordan inntektene har beveget seg som en funksjon av verdien på investeringseiendommene til Entra siden 2017.



	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<i>Inntekter</i>	2 360	2 764	2 638	2 466	2 581	3 270
<i>Eiendom</i>	39 875	44 714	49 095	56 834	67 568	77 404

Figur 8.1: Inntekter vs størrelse på investeringseiendom.

Hvis vi følger antagelsen at Entra selger eiendom for et sted mellom 7-10 mrd NOK, la oss si 8,5 mrd NOK, sitter Entra igjen med investeringseiendom for 68,9 mrd. Da kan vi ved hjelp av regresjonen estimere inntekter med den justerte porteføljen av investeringseiendommer:

$$y = 0,0154 * x + 1.820 = 0,0154 * 68.904 = 2.881$$

Regresjonen anslår inntekter på 2,88 mrd NOK hvis Entra selger eiendom for 8,5 mrd NOK.

Inntektsvekst

Value driver	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Revenue growth		17,1 %	-4,6 %	-6,5 %	4,7 %	26,7 %	7,5 %

Tabell 8.1: Revenue growth

Tabellen over viser inntektsveksten Entra har generert fra 2017-2022, store svingninger med et gjennomsnitt på 7,5% per år. Fra den strategiske analysen tror vi styringsrente og yields skal videre oppover som ikke vil være gunstig for videre vekst. Som nevnt tidligere i oppgaven sliter de svenske eierne Castellum og Balder med dårlig likviditet, og dette anser vi som et uromoment. Vi tror heller ikke Entra har vesentlige langsiktige fordeler i forhold til sine konkurrenter. Etter at Entra har solgt seg ned setter vi fremtidig inntektsvekst likt inflasjonsnivå på 2% i den eksplisitte perioden.

EBITDA

EBITDA beregnes som en prosentsats av inntektene. Snittet fra 2017-2022 har ligget på 54,4% vist ved tabellen nedenfor. Vi velger å bruke dette snittet som fremtidig sats.

Value driver	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
EBITDA-margin (EBITDA/revenue)	64,7 %	63,5 %	69,4 %	22,8 %	26,6 %	79,5 %	54,4 %

Tabell 8.2: EBITDA-margin

Avskrivning, amortisering og verdjusteringer

Avskrivninger og amortiseringer for Entra er en veldig liten post i regnskapet. Verdi-justeringene på både eiendom og finansielle instrumenter er derimot store. Dette er poster som inkluderes i resultatet, men som ikke er kontantstrømmer og postene må derfor justeres for i kontantstrømanalysen. Verdi-justering samlet beregnes som en proSENTSATS av NONCA. Snittet fra 2017-2022 har vært på 5,8% vist i tabellen nedenfor. Med samme argumenter som for inntektsvekst setter vi også verdijusteringen lik inflasjonsnivået på 2% i den eksplisitte perioden.

Value driver	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
Value changes (% of NONCA)	9,6 %	3,7 %	4,4 %	11,3 %	8,8 %	-2,9 %	5,8 %

Tabell 8.3: Value changes in % of net operating non current assets.

Skattesats på EBIT

For å gjøre analysene konsistente bruker vi selskapsskatten på 22% som fremtidig sats.

Netto finansielle kostnader før skatt

Denne posten beregnes som en lånekostnadsrate multiplisert med NIBD. Gjennomsnittsraten fra 2017-2022 ligger på 2,7% vist ved tabellen nedenfor. Vi bruker 2,7% som fremtidig sats.

Value driver	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
NFEBT (cost rate * NIBD)	-2,9 %	-2,7 %	-2,8 %	-2,6 %	-2,2 %	-2,8 %	-2,7 %

Tabell 8.4: Netto finansielle kostnader før skatt.

NONCA

Netto operasjonelle anleggsmidler beregnes som en proSENTSATS av inntekter. Snittet fra 2017-2022 viser 18,65x. Vi bruker snittet i den eksplisitte perioden.

Value driver	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
NONCA	15,70	14,53	16,68	20,39	23,19	21,43	18,65

Tabell 8.5: Net operating non current assets as % of revenues.

NOWC

Denne posten beregnes som en proSENTSATS av inntekter. Vi bruker snittet fra 2017-2022 på 20,8% i den eksplisitte perioden.

Value driver	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
NOWC	24,9 %	30,5 %	13,4 %	18,4 %	18,4 %	19,3 %	20,8 %

Tabell 8.6: Net operating working capital.

NIBD

Denne posten beregnes som en prosentsats av investert kapital. Vi bruker det historiske snittet på 47% som sats i den eksplisitte perioden.

Value driver	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Average
NIBD	49,7 %	45,7 %	44,7 %	42,4 %	44,3 %	55,2 %	47,0 %

Tabell 8.7: Net interest bearing debt.

8.2 Terminalverdi

Ved slutten av den eksplisitte perioden er det vanlig å forutsette at kontantstrømmen varer “evig” ved å anslå en langsiktig vekstrate. Konseptet blir ofte referert til som “continuing value”. Kaldestad og Møller mener at den langsiktige vekstraten sjelden bør være høyere enn inflasjonen (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 122–123). Plenborg og Kinserdal argumenterer for at 2% er en fornuftig prosentsats som reflekterer den forventede vekstraten i økonomien (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 258). Vi velger derfor å bruke 2% som vekstrate.

8.3 Pro forma statements

Nå har vi det vi trenger for å utvikle pro forma statements. Nedenfor viser vi pro forma statements til resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen:

Pro forma income statement - Entra - NOK in millions	2022	E1	E2	Forecast period			Continuing	
				E3	E4	E5	E6	E7
Revenue	3 270	2 878	2 935	2 994	3 054	3 115	3 177	3 241
Operating expenses	-670	1 295	1 321	1 347	1 374	1 402	1 430	1 458
EBITDA	2 600	1 583	1 614	1 647	1 680	1 713	1 747	1 782
Depreciations, amortizations and changes of value	-2 046	1 232	1 095	1 117	1 139	1 162	1 185	1 209
EBIT	554	2 814	2 709	2 763	2 819	2 875	2 932	2 991
Tax on EBIT	-268	-619	-596	-608	-620	-632	-645	-658
NOPAT	286	2 195	2 113	2 155	2 199	2 242	2 287	2 333
Net financial expenses before tax	-1 079	-839	-747	-762	-778	-793	-809	-825
Tax shield	237	185	164	168	171	174	178	182
Net earnings	-556	1 540	1 530	1 561	1 592	1 624	1 656	1 689

Tabell 8.8: Pro forma income statement. Kilde: Plenborg & Kinserdal

Pro forma balance sheet - Entra - NOK in millions	Forecast period							Continuing
	2022	E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7
ASSETS								
NONCA	70 068	61 581	54 741	55 835	56 952	58 091	59 253	60 438
NOWC	632	604	616	629	641	654	667	681
Invested capital	70 700	62 185	55 357	56 464	57 593	58 745	59 920	61 119
EQUITY AND LIABILITIES								
Equity, beginning of period	33 571	31 676	31 093	27 679	28 233	28 798	29 374	29 961
Net earnings	-556	1 540	1 530	1 561	1 592	1 624	1 656	1 689
Dividends/issues of new shares	-1 339	-2 123	-4 944	-1 007	-1 027	-1 048	-1 069	-1 090
Equity, end of period	31 676	31 093	27 679	28 233	28 798	29 374	29 961	30 560
NIBD	39 025	31 092	27 678	28 232	28 797	29 373	29 960	30 559
Invested capital	70 701	62 186	55 358	56 465	57 594	58 746	59 921	61 120
Control	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1

Tabell 8.9: Pro forma balance sheet. Kilde: Plenborg & Kinserdal

Pro forma cash flow - Entra - NOK in millions	Forecast period							Continuing
	2022	E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7
NOPAT	286	2 195	2 113	2 155	2 199	2 242	2 287	2 333
Depreciations, amortizations and changes of value	-2 046	1 232	1 095	1 117	1 139	1 162	1 185	1 209
Changes in NOWC	-158	28	-12	-12	-13	-13	-13	-13
Net investments (non current assets)	-8 177	7 256	5 745	-2 212	-2 256	-2 301	-2 347	-2 394
Free cash flow to the firm (FCFF)	-10 095	10 710	8 941	1 048	1 069	1 091	1 112	1 135
Changes NIBD	12 276	-7 933	-3 414	554	565	576	587	599
Net financial expenses after tax shield	-842	-655	-583	-595	-606	-619	-631	-644
Free cash flow to equityholders (FCFE)	1 339	2 123	4 944	1 007	1 027	1 048	1 069	1 090
Dividends/issues of new shares	-1 339	-2 123	-4 944	-1 007	-1 027	-1 048	-1 069	-1 090
Cash surplus	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 8.10: Pro forma cash flow statement. Kilde: Plenborg & Kinserdal

8.4 Prognose evaluering

Det er viktig at prognosene er realistiske. Plenborg og Kinserdal mener at å sammenligne historiske nivåer på ROIC vs prognose-nivåene er en god måte å teste resultatene på (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 281).

ROIC	
Historisk	8,5 %
Prognose	3,5 %

Tabell 8.11: Prognose-test.

8,5% er Entra sitt ROIC-gjennomsnitt fra 2017-2022, og 3,5% er nivået vi anslår ROIC vil ligge på i den eksplisitte perioden. Vi ser at prognosene våre er pessimistiske i forhold til de historiske nivåene, men samtidig hadde vi blitt mer skeptiske til nivåer på noe særlig mer enn 4,23% (WACC), da det er assosiert med meravkastning/superprofitt. Som nevnt i kapittel 2.4, er sist gang styringsrenten

var så høy som 3% tilbake i 2008. Basert på analysene våre mener vi et ROIC-nivå på 3,5% i den eksplisitte perioden er å anse som realistisk.

9.0 Verdiberegning

I dette kapittelet vil vi utføre DCF-analysen og den relative verdsettelsen.

9.1 DCF (Discounted Cash Flow)

Under vil vi gjennomføre en DCF-analyse for Entra. Vi bruker 2% som vekstrate i terminalperioden og totalkapitalkostnad på 4,23%. Første verdi-anslag vises i tabellen nedenfor der vi først anvender selskapsverdi-metoden (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 342).

Discounted cash flow EV - Entra - NOK in millions	Forecast period						Continuing
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Free cash flow to the firm (FCFF)	10 710	8 941	1 048	1 069	1 091	1 112	1 135
WACC	4,23 %	4,23 %	4,23 %	4,23 %	4,23 %	4,23 %	4,23 %
Discount factor	0,959	0,920	0,883	0,847	0,813	0,780	
Present value, FCFF	10 276	8 230	926	906	887	868	
Present value of FCFF in forecast period	22 091						
Present value of FCFF in continuing period	39 683						
Estimated enterprise value	61 775						
NIBD	-39 025						
Estimated market value of equity	22 750						
/Outstanding shares (million)	182						
Price per share (NOK)	125						

Tabell 9.1: DCF-modell. Selskapsverdi-metoden.

Selskapsverdi-metoden gir en markedsverdi på egenkapitalen til Entra på 22,75 mrd NOK. Dette tilsvarer en aksjekurs på 125 kr per aksje. Aksjekursen 24.april 2023 ligger på 103,6 kr per aksje. Analysen indikerer en mulig oppside på 21%.

Vi anvender deretter egenkapital-metoden:

Discounted cash flow equity - Entra - NOK in millions	Forecast period						Continuing
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Free cash flow to equity (FCFE)	2 123	4 944	1 007	1 027	1 048	1 069	1 090
Required rate of return on equity	8,44 %	8,44 %	8,44 %	8,44 %	8,44 %	8,44 %	8,44 %
Discount factor	0,922	0,850	0,784	0,723	0,667	0,615	
Present value, FCFE	1958	4205	790	743	699	657	
Present value of FCFE in forecast period	9 051						
Present value of FCFE in continuing period	10 412						
Estimated market value of equity	19 463						
/Outstanding shares	182						
Price per share	107						

Tabell 9.2: DCF-modell. Egenkapital-metoden.

Egenkapital-metoden gir en markedsverdi på egenkapitalen på 19,46 mrd NOK. Dette tilsvarer en aksjekurs på 107 kr per aksje. Analysen indikerer en mulig oppside på 3%.

Vi bruker et likevektet gjennomsnitt av metodene til å anslå vårt første verdierestimert. Vi lander på 116 kr pr. aksje som indikerer en mulig oppside på 12%:

	NOK per share
<i>Enterprise value approach</i>	125
<i>Equity approach</i>	107
<i>Average</i>	116

Tabell 9.3: Gjennomsnitt verdierestimert DCF.

9.2 Relativ verdsettelse

I dette delkapittelet skal vi utføre en multipl-analyse. Multiplene vi har valgt ut er Price/Book, Price/Earnings og Price/NRV. Vi bruker aksjekurser i analysen, og siden NPRO ble tatt av børs i slutten av 2021 inkluderes de derfor ikke i analysen. For en multipl verdsettelse vil det være et tynt grunnlag å kunne benytte Olav Thon som sammenligningsgrunnlag, og derfor har vi valgt å inkludere flere peers i undersøkelsen. I mangel på norske sammenlignbare selskaper har vi valgt å inkludere de svenske eiendoms-selskapene Castellum, Fabege og Hufvudstaden. Alle multiplene vi har valgt ut er forholdstall, så valutaforskjell vil ikke ha noen innvirkning.

Price/Book

P/B viser aksjekursen i forhold til de bokførte verdiene av eiendelene i et selskap. Aksjeprisen gjenspeiler hva markedet mener selskapet er verdt, ved å ta aksjekurs multiplisert med antall utestående aksjer. For å finne bokverdiene bruker vi årsrapporter til de respektive selskapene, inkluderer alle eiendeler og trekker fra gjelden.

Price/Sales

Vi tenkte i utgangspunktet at det var mest hensiktsmessig å benytte en Price/Earnings multiplum som også inkluderer utgifter, men årsresultatet til Entra var negativt i 2022, og da blir denne ratioen ubrukelig. Derfor bruker vi heller Price/Sales multiplum, som måler prisen på selskapet i forhold til hvor mye inntekter selskapet genererer.

Price/Net Reinstatement Value

Entra og alle peers unntatt Olav Thon blir vurdert eksternt av EPRA, og et nøkkeltall alle presenterer er NRV. NRV måler den langsiktige verdien av et selskap sine netto eiendeler i en situasjon der selskapet i fremtiden ikke selger eiendelene. EPRA måler flere nøkkeltall tilknyttet NAV (netto verdi av eiendelene, net asset value), men NRV er mest frekvent i de valgte selskapene sine finansielle nøkkelratios beskrevet i årsrapportene.

Tabellen under viser nøkkeltallene til de sammenlignbare selskapene, der vi bruker aksjekursen per 24.april 2023, og deler prisen på bokverdier, salg og NRV. Olav Thon inkluderer ikke EPRA-vurderinger i årsrapporten sin og måles derfor ikke med P/NRV multiplum.

Multiplum	Castellum	Fabege	Hufvudstaden	Olav Thon	Gjennomsnitt
P/B	0,53	0,57	0,92	0,55	0,64
P/S	4,43	6,91	10,51	3,22	6,27
P/NRV	0,52	0,45	0,71	-	0,56

Tabell 9.4: Multiplum-analyse. Peer-group.

Tabellen under viser Entra sine nøkkeltall sammenlignet med bransjegjennomsnittet:

Multiplum	Entra	Bransje
P/B	0,60	0,64
P/S	5,77	6,27
P/NRV	0,50	0,56

Tabell 9.5: Multiplum-analyse. Entra vs bransje-gjennomsnitt.

Tallene indikerer at Entra den 24. April blir handlet med en liten rabatt på alle multiplene. Vi legger merke til at Hufvudstaden drar opp bransjegjennomsnittet. Olav Thon og Castellum handles med enda større rabatt på både P/B og P/S.

I verdsettelse basert på pris/bok tar vi Entra sin balanseførte egenkapital og multipliserer med P/B bransje-gjennomsnittet på 0,64 finner estimert aksjekurs på 112 kr pr. aksje:

P/B	
Balanseført egenkapital	31 671 000 000
* P/B bransjegjennomsnitt	0,64
= Verdi av egenkapitalen	20 335 486 243
/ Antall aksjer	182 100 000
= Verdi per aksje	112

Tabell 9.6: P/B verdiestimat.

I verdsettelsen basert på price/sales tar vi Entra sine inntekter i 2022 og multipliserer med P/S bransjegjennomsnittet på 6,27 og finner estimert aksjekurs på 113 kr pr. aksje:

P/S	
Sales (revenue) Entra	3 270 000 000
*P/S bransjegjennomsnitt	6,27
= Verdi av egenkapitalen	20 494 725 000
/ Antall aksjer	182 100 000
= Verdi per aksje	113

Tabell 9.7: P/S verdiestimat

I verdsettelsen basert på price/net reinstatement value tar vi Entra sin NRV og multipliserer med P/NRV bransjegjennomsnittet på 0,56 og finner estimert aksjekurs på 116 kr pr. aksje:

P/NRV	
Entra NRV	37 694 700 000
*P/NRV bransjegjennomsnitt	0,56
=Verdi av egenkapitalen	21 119 349 665
/ Antall aksjer	182 100 000
= Verdi per aksje	116

Tabell 9.8: P/NRV verdiestimat.

Vi mener at ingen av multiplene skiller seg betydelig ut med hensyn til sammenlignbarhet eller prediksjonskraft, og velger derfor å bruke et likevektet gjennomsnitt på 113 NOK kr pr. aksje som vårt multiplbaserte verdiestimat gitt ved tabellen nedenfor.

Multipel	Verdiestimat
P/B	112
P/S	113
P/NRV	116
Likevektet gjennomsnitt	113

Tabell 9.9: Verdiestimat multiplanalyse.

I DCF-analysen kom vi frem til et endelig estimat på 116 kr pr. aksje. Vi velger å bruke gjennomsnittet av metodene som vårt endelige verdiestimat. Helt nøyaktig blir det gjennomsnittet av 113,4 og 115,9 som er 114,65 som vi runder opp til **115 kr per aksje**.

24.april ligger konsensus blant meglerhusene på 108 kr per aksje, noe som gir estimatet vårt reliabilitet. Syv meglerhus inngår i konsensus der kursmålet svinger fra 95 kr per aksje til 125 kr per aksje (Yahoo, 2023a).

10.0 Usikkerhetsbetraktninger

10.1 Sensitivitetsanalyse

I følge Plenborg og Kinsedal burde en verdivurdering alltid inkludere en sensitivitetsanalyse som viser hvordan utfallet av analysen endrer seg hvis man justerer på de viktigste verdidriverne (Plenborg & Kinsedal, 2021, s. 371). I arbeidet med prognosene merket vi at veldig små endringer på spesielt terminalveksten og WACC utgjorde kraftige utslag på det endelige verdiestimatet. Vi bruker selskapsverdi-metoden og undersøker disse faktorene i sensitivitetsanalysen:

		Terminalvekst				
		1 %	1,50 %	2 %	2,50 %	3 %
2 %		84	115	160	232	362
3 %		71	101	144	211	334
4,23 %		57	85	125	188	302
5 %		49	76	114	174	283
WACC	6 %	39	64	100	157	260

Tabell 10.1: Sensitivitetsanalyse. Terminalvekst og WACC.

Tabellen viser eksempelvis at ved å kun endre terminal-veksten fra 2% til 3% gjør dette at selskapsverdi-metoden estimerer en aksjekurs på hele 302 kr pr. Aksje, istedenfor 125 kr pr. aksje. Analysen er litt mindre sensitiv ved endring i WACC. Ved kun å endre WACC opp til for eksempel 6% fra 4,23% gir dette en aksjekurs på 100 kr pr. aksje istedenfor 125 kr pr. aksje.

10.2 Monte Carlo simulering

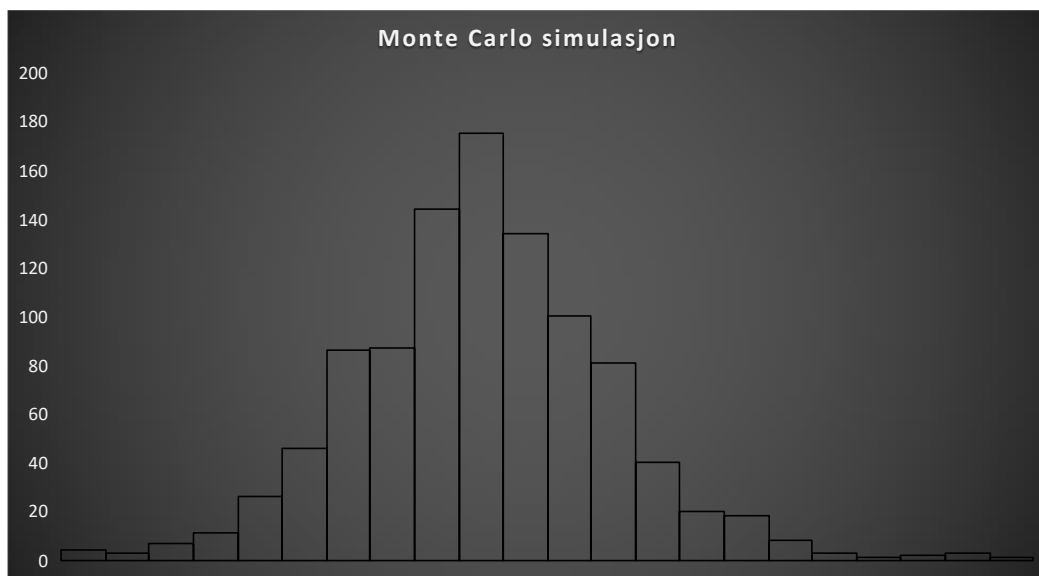
En måte å vurdere usikkerheten i en analyse på er ved å benytte en Monte Carlo simulasjon. Monte Carlo simulasjon er den mest anerkjente metoden internasjonalt for denne type usikkerhetsanalyser, der fleksibiliteten til å modellere alt fra enkle til komplekse problemstillinger er overlegen (Grøn, 2023).

Vi bruker Excel i simulasjonen. Utgangspunktet vårt er usikkerheten i verdidriverne, der vi anslår et forventet utfall, et høyt og et lavt utfall og et standardavvik. Deretter bruker vi en NORMINV/RAND-funksjon der vi legger til forventet verdi og standardavvik og hvor funksjonen gir oss en tilfeldig løsning på problemet innenfor rammene vi har satt. Vi gjør dette på alle våre valgte parametere, kobler parameterne til DCF-selskapsverdi-metoden og kjører simulasjonen som gir oss et tilfeldig utfall.

I simulasjonen velger vi ut verdidriverne vi mener er mest relevante og basert på analysene anslår vi volatiliteten til hver enkelt faktor. Vi inkluderer inntektsvekst der vi har 2% som forventet verdi og velger et standardavvik på 1%, EBITDA-margin der vi har forventet verdi på 55% og standardavvik på 15%, NONCA i forhold til inntekter der vi har forventet verdi på 18,65 og standardavvik på 2,

terminal-verdi på 2% med standardavvik på 0,5%, og WACC med forventet verdi på 4,23% og standardavvik på 1%.

Vi kjørte simulasjonen 10.000 ganger og fikk ut følgende resultater:



Figur 10.1: Monte Carlo simulasjon.

Modellen gir gjennomsnittsverdi på 122 kr pr. aksje, og bekrefter antagelsene våre fra DCF-analysen der vi anslår en liten mulig oppside. Standardavviket var på hele 160, noe som indikerer at analysen er enormt sensitiv for endringer i verdidriverne. Vi kunne dog lagt inn en ekstra forutsetning i simulasjonen som sa at verdier mindre enn 0 eller over 250 tas bort (mindre enn 0 gir ikke mening og over 250 er urealistisk gitt analysene våre), og dette kunne justert standardavviket betraktelig.

11.0 Drøfting og kritikk

Etter å ha utarbeidet analysene, konkluderer vi med at de viktigste funnene angår Entra sin gjelds-situasjon. Både Entra og markedet går en usikker tid i møte med et høyt yield-nivå, økt styringsrente og høy inflasjon. På bakgrunn av det overnevnte, tror vi en større egenkapital-andel kan bli viktig for Entra, samtidig som de holder på sin gode kredittrating, for å sikre robust finansiering i fremtiden. Vi får likevel inntrykk av at selskapet har situasjonen under kontroll, selv om det

samtidig kan virke som at markedet ikke er like overbevist som oss. Markedet verdsetter egenkapitalen til omtrent 60% av de bokførte verdiene, til tross for at selskapet nylig solgte eiendom til 98% av de bokførte verdiene. Vi antar at markedet i størst grad frykter de makroøkonomiske forholdene, da vi finner få svakheter som utpeker seg ved Entra internt, annet enn en høy gjeldsandel. Overordnet anser vi Entrass posisjon i det norske eiendomsmarkedet som solid. Selskapet har en stor, eksklusiv og sentralisert portefølje, i kombinasjon med lange og trygge leieavtaler.

Etter å ha gått grundig til verks med nøyaktige beregninger gjennom hele oppgaven, og etter beste evne utført analysen i tråd med lærebøkene, er vi likevel overrasket over hvor enkelt det er å justere estimatene i ønsket retning. DCF-analysen, som står for største del av oppgaven, er enormt sensitiv for små endringer i verdi-driverne. Så sensitiv at vi har problemer med å anerkjenne resultatene vi har kommet frem til i analysen. Hvis aksjekursen og konsensus lå på nivåer rundt 300 kr pr. aksje istedenfor 105 kr pr. aksje kunne vi med de samme argumentene fint gjort små justeringer på enkelte parametere for at estimatene landet på omtrent samme kurser.

Multipel-analysen derimot, er etter vårt synspunkt å anse som mer pålitelig. Det vil også være mulig å manipulere resultatene med denne metoden ved å eksempelvis justere for ”unusual items”. Store engangs-hendelser eller andre store utslag på inntjening og resultat mener vi absolutt at skal inkluderes i analysene, men vi sier at det må gjøres grundig rede for, dersom man skal justere på regnskapstall. Dersom vi hadde valgt å fjerne Hufvudstaden fra analysene ville Entra blitt handlet på en liten premium, istedenfor en liten rabatt. Det hadde med andre ord vært gunstig med flere peers for å gjøre multipel analysen mindre sensitiv. Med mange nok sammenlignbare selskaper, virker metoden fornuftig som et verktøy til verdivurdering, og ved å inkludere en nøye utarbeidet strategisk analyse så synes vi en slik verdivurdering virker pålitelig. Kontantstrøms-analysen er anerkjent som den mest avendte - og presise metoden, men etter våre analyser anser vi det som fornuftig å se på metoden som ett supplement, og et verktøy for å matematisk validere de andre analysene.

12.0 Konklusjon

Problemstillingen vi skulle besvare var: *Hva er den fundamentale aksjeverdien for Entra ASA per 24.april 2023 vurdert fra et eksternt investorperspektiv? med delproblemstillingen: Bør en fiktiv investor kjøpe, selge, eller holde aksjen per 24.april 2023?.*

Etter å ha gjennomført en DCF-analyse, en multippel analyse, samt vurdert usikkerheten, har vi kommet frem til en estimert aksjekurs på 115 kr pr. aksje for Entra, der vi bruker gjennomsnittet av DCF-analysen og multippel analysen som verdiestimat.

	DCF	P/B	P/S	P/NRV	Monte Carlo
<i>Pris per 24.4.2023</i>	103,6	103,6	103,6	103,6	103,6
<i>Estimert verdi</i>	116	112	113	116	122
<i>Avvik</i>	12 %	8 %	9 %	12 %	18 %

Tabell 12.1: Pris vs estimert verdi.

Aksjekursen per 24. april 2023 er på 103,6 kr per aksje. De fleste forutsetninger vi har tatt gjennom analysen har vært pessimistiske og estimatene indikerer likevel en mulig oppside på 11%. Vi er derfor komfortable med å gi den fiktive investoren en kjøpsanbefaling.

13.0 Kildeliste

- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*.
- Brudvik, S. av J. L. og P. (2020). *Koronaviruset og situasjonen i eiendomsbransjen*. Simonsen Vogt Wiig.
<https://svw.no/artikler/coronaviruset-og-situasjonen-i-eiendomsbransjen>
- Brøske, R., & Johannson, V. (2023, februar 2). *Et bærekraftskifte i eiendomsbransjen*. Et bærekraftskifte i eiendomsbransjen.
<https://www.sands.no/aktuelt/et-baerekraftskifte-i-eiendomsbransjen/>
- Byberg, Ø. (2023, februar 10). *Balder skriver ned eiendommene – vil kutte gjelden betydelig*. <https://eiendomswatch.no/nyheter/article15006345.ece>
- Bøe, E. (2021, september 2). *Staten var tidlig ute med Entra-salg – kunne fått 615 mill. Mer for aksjene*. <https://e24.no/i/47b0WV>
- Bøhren, Ø., Michalsen, D., & Norli, Ø. (2017). *Finans: Teori og praksis*. Fagbokforl. https://urn.nb.no/URN:NBN:no-nb_digibok_2019022248500
- Dahlum, S. (2023). Validitet. I *Store norske leksikon*.
<https://snl.no/validitet>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, university edition* (Third edition.). Wiley.
- Deloitte. (2023). *IAS 36—Impairment of Assets* [Standard].
<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias36>
- Direktoratet for høyere utdanning og kompetanse. (u.å). *Database for statistikk om høyere utdanning—DBH*. https://dbh.hkdir.no/tall-og-statistikk/statistikk-meny/studenter/statistikk-side/3.1/param?visningId=124&visKode=false&admdebug=true&columns=arstall&hier=insttype%20%20instkode%20%20fakkode%20%20ufakkode%20%20progkode&formel=222&index=1&sti=¶m=arstall%3D2022%20%20dep_id%3D1%20%20kategori%3Ds%20%20nivakode%3Db3%20%20b4%20%20hk%20%20yu%20%20ar%20%20ln%20%20m2%20%20me%20%20mx%20%20hn%20%20m5%20%20pr&binInst=1101

- DnB. (2023). *DNB Næringsmegling – Markedsrapport*. DNB Næringsmegling. <https://www.dnbnaringsmegling.no/no/markedsrapport/>
- Dyrnes, S. (2011). Innløsning av aksjer etter aksjeloven og almennaksjeloven—En taksonomi for verdibegreper. I *Moderne foretningsjuss II*. Fagbokforlaget.
- Entra. (2022). *Entra annual report 2021*. <https://entra.no/storage/uploads/reports/155/entra-annual-report-2021-web.pdf>
- Entra. (2023a). *Entra annual report 2022*. <https://www.bumacas.com/mainui/dashboard/#>
- Entra. (2023b). *Kvartalsrapport 2022*. <https://www.entra.no/storage/uploads/reports/163/kvartalsrapport-q4-2022.pdf>
- Entra. (u.åa). *Entras første sertifiserte rådgiver innen helse-fremmende bygg*. Entra. <https://www.entra.no/news-and-media/entras-forste-sertifiserte-radgiver-innen-helse-fremmende-bygg/1800>
- Entra. (u.åb). *Om Entra*. Entra. <https://www.entra.no/about>
- Entra. (u.åc). *Portefølje*. Entra. <https://www.entra.no/properties>
- EPRA. (2022). *LTV FAQ*. https://www.epra.com/application/files/5716/7662/8142/LTV_FAQ_-_Final_-_2022.pdf
- Finansdepartementet. (2017, oktober 12). *Skattesatser 2018* [Innhold]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/>
- Fornybar Norge. (2022). *Alt om strømpriser*. <https://www.fornybarnorge.no/strommarked/derfor-er-stromprisen-hoyere-i-ar-enn-i-fjor/>
- Gjønnnes, S. H., & Tangenes, T. (2016). *Økonomisk styring 2.0*. Fagbokforl. https://urn.nb.no/URN:NBN:no-nb_digibok_2021113048025
- Grøn, Ø. (2023). Monte Carlo-metode. I *Store norske leksikon*. https://snl.no/Monte_Carlo-metode
- Grønmo, S. (2023a). Kvalitativ metode. I *Store norske leksikon*. http://snl.no/kvalitativ_metode

- Grønmo, S. (2023b). Kvantitativ metode. I *Store norske leksikon*.
https://snl.no/kvantitativ_metode
- Hagen, M. (2016). *Næringseiendom i Norge*. Norges Bank.
https://www.norges-bank.no/contentassets/093fda53ce45407aba78d88a97243e10/aktuell_kommentar_6_2016.pdf?v=03/09/2017123525&ft=.pdf
- Hansen, T. (2015, mars 19). *Sekundærdata*. Strategi- og analyseforeningen. <https://www.analysen.no/sekundaerdata/>
- Investing. (2023, mai 26). *MSCI World Historical Rates (MIWO00000PUS)*. Investing.Com.
<https://www.investing.com/indices/msci-world-historical-data>
- Johansen, K. (2023, januar 23). *Humankapital*. Store norske leksikon.
<https://snl.no/humankapital>
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Fagbokforl.
https://urn.nb.no/URN:NBN:no-nb_digibok_2021082048592
- Knudsen, C. (2023, februar 6). *Svakeste krone på over to år: – Risiko for ytterligere svekkelse*. Kronekursen. <https://e24.no/i/eJdA8g>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (Seventh edition.; University edition.). Wiley Blackwell.
- Loo, A. (2019). *Credit Spread*. Corporate Finance Institute.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/capital-markets/credit-spread/>
- Lothe, R. (2022, oktober 6). *Øker skatten på utbytte og gevinster*. Skattebetalerforeningen. <https://www.skatt.no/2022/10/06/oker-skatten-pa-utbytte-og-gevinster/>
- Mathisen, G. (2022, januar 2). *Folk vil fortsette på hjemmekontor, det gir dårligere kollektivtilbud*. <https://forskning.no/arbeid-samferdsel/folk-vil-fortsette-pa-hjemmekontor-det-gir-darligere-kollektivtilbud/1957381>
- Morningstar. (2013). *Obligasjoner for nybegynnere*. Morningstar NO.
<https://www.morningstar.no/no/news/107730/obligasjoner-for-nybegynnere.aspx>
- Nordnet. (u.å). *ENTRA (ENTRA) aksje*. Nordnet.

- <https://www.nordnet.no/market/stocks/16330511-entra>
- Norges Bank. (u.åa). *Endringer i styringsrenten*. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>
 - Norges Bank. (u.åb). *Styringsrenten*. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>
 - Norsk eiendom. (2022, november 24). *Hva kan eiendomsbransjen gjøre i krisetider?* <https://www.norskeiendom.org/aktuelt/hva-kan-eiendomsbransjen-gjore-i-krisetider>
 - Norwegian Property. (u.å). *Om oss*. NORWEGIAN PROPERTY. <https://www.norwegianproperty.no/om-oss/>
 - Nystad, R. (u.å). *Er leietakerne opptatt av miljø?* | UNION. <https://union.no/analyse/fagartikler/er-leietakerne-opptatt-av-miljo>
 - Pareto Securities. (2022, oktober 31). *Stigende renter gjør nordiske high-yield-obligasjoner mer attraktive enn på lenge*. <https://www.paretosec.no/Default.aspx?ID=8&itemid=Aktuelt:1889>
 - Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2021). *Financial statement analysis: Valuation - credit analysis - performance evaluation* (Second edition.). Fagbokforlaget.
 - Porter, M. E. (1996). What is strategy? *Harvard Business Review*.
 - PwC. (2022). *Risikopremien 2022*. PwC. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
 - PwC. (2023). *Eiendomsmarkedet i 2023: Her er de viktigste trendene*. PwC. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/nye-trender-i-eiendomsbransjen.html>
 - Regjeringen. (2016, september 15). *Staten har solgt aksjer i Entra* [Pressemelding]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/nfd/pressemeldinger/2016/staten-har-solgt-aksjer-i-entra/id2511243/>
 - Regjeringen. (2022a, januar 1). *Miljøvennlige boliger og bygg* [Redaksjonellartikkel]. Regjeringen.no; regjeringen.no. https://www.regjeringen.no/no/tema/plan-bygg-og-eiendom/plan_bygningsloven/bygg/innsikt/byggkvalitet/miljovennlige-

- boliger-og-bygg/id2345447/
- Regjeringen. (2022b, desember 20). *Skattesatser 2023* [Innhold].
Regjeringen.no; regjeringen.no.
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2023/id2929581/>
 - Regjeringen. (2022c, desember 21). *Endringer i lover og forskrifter fra 1. Januar 2023 fra Kommunal- og distriktsdepartementet* [Nyhet].
Regjeringen.no; regjeringen.no.
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/endringer-i-lover-og-forskrifter-fra-1.-januar-2023-fra-kommunal-og-distriktsdepartementet/id2952360/>
 - Riksrevisjonen. (2014, november 11). *Undersøkelse av kapitalstruktur i selskaper med statlige eierinteresser*.
<https://www.riksrevisjonen.no/rapporter-mappe/no-2014-2015/undersokelse-av-kapitalstruktur-i-selskaper-med-statlige-eierinteresser/>
 - Rød Husøy, E. (2022, juni 22). *Derfor skal renten opp*.
<https://e24.no/i/rEqGrK>
 - Saltnes, D.-J. (2022, september 21). – *Den største utfordringen gir store muligheter for eiendomsbransjen*. <https://www.estatenyheter.no/den-storste-utfordringen-gir-store-muligheter-for-eiendomsbransjen/349352>
 - Saltnes, D.-J. (2023, februar 13). *Castellum henter 10 milliarder i emisjon*.
<https://www.estatenyheter.no/castellum-henter-10-milliarder-i-emisjon/365194>
 - Sander, K. (2022, november 29). *Induktiv og deduktiv studier*. eStudie.no.
<https://estudie.no/induktiv-deduktiv/>
 - Skatteetaten. (u.å). *Hvor mye skatt skal du betale*. Skatteetaten.
<https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/bolig-og-eiendeler/bolig-eiendom-tomt/utleie-arkiv/naringseiendom/hvor-mye-skatt-skal-du-betale/>
 - Sonja Balci. (2021, mars 2). *Det lønner seg for kvinner å flytte fra bygda*.
<https://www.oslomet.no/forskning/forskningsnyheter/det-loenner-seg-for-kvinner-aa-flytte-fra-bygda>
 - SSB. (u.å). *Prisindeks for utleie av næringseiendom*. SSB.
<https://www.ssb.no/statbank/table/11574/tableviewlayout1/>

- Stabell Monby, P. (2018, januar 23). *Bærekraftige løsninger i kontorbygg gir høyere avkastning for investorer*. COWI.
<https://www.cowi.no/innsikt/baerekraftige-loesninger-i-kontorbygg-gir-hoeyere-avkastning-for-investorer>
- Stortinget. (2002, juni 13). *Entra Eiendom AS* [Inns]. Stortinget; Næringskomiteen. <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2001-2002/inns-200102-264/14/>
- Strand, N. P. (2023, februar 22). *Befolkningsutviklingen i Oslo gjennom 2022*. Oslo kommune.
<https://www.oslo.kommune.no/statistikk/befolkning/befolkningsutviklingen-i-oslo-gjennom-2022>
- Strand, S. S. (2021, februar 1). *Entra med ny digital løsning for eiendomsdrift*. <https://www.bygg.no/article/1456955/>
- Svartdal, F. (2023). Reliabilitet. I *Store norske leksikon*.
<https://snl.no/reliabilitet>
- Thon Eiendom. (u.å). *Om oss* / *Thon Eiendom*.
<https://thoneiendom.no/om-oss/>
- Tønnesen, M. (2021, juni 16). Hvem er korona-utflytterne, og vil de komme tilbake? – Urban OsloMet. *Bybloggen*.
<https://urban.oslomet.no/2021/06/hvem-er-korona-utflytterne-og-vil-de-komme-tilbake/>
- Vidhammer, K. (2022, desember 21). *Entra selger fire eiendommer for 1,9 milliarder kroner*. Finansavisen.
<https://www.finansavisen.no/nyheter/naeringseiendom/2022/12/21/7971236/entra-selger-fire-eiendommer-for-1-9-milliarder-kroner>
- Vikøren, B. M. (2023, januar 24). *Michael Porter*. Store norske leksikon.
http://snl.no/Michael_Porter
- Vikøren, B. M., & Pihl, R. (2023). SWOT-analyse. I *Store norske leksikon*. <https://snl.no/SWOT-analyse>
- World Government Bonds. (2023). *World Government Bonds—Daily updated yields*. World Government Bonds.
<http://www.worldgovernmentbonds.com/>
- Wæhle, E., Dahlum, S., & Grønmo, S. (2020). Case-studie. I *Store norske*

leksikon. <https://snl.no/case-studie>

- Yahoo. (2023a). *Entra ASA (ENTRA.OL) Analyst Ratings, Estimates & Forecasts—Yahoo Finance*. Yahoo Finance.
<https://finance.yahoo.com/quote/ENTRA.OL/analysis/>
- Yahoo. (2023b). *Entra ASA (ENTRA.OL) Stock Historical Prices & Data—Yahoo Finance*. Yahoo Finance.
<https://finance.yahoo.com/quote/ENTRA.OL/history/>
- Ytrehus, T. (2019, juni 5). *Staten selger seg ned i Entra: – Vårt mål er å styrke det private eierskapet i Norge*.
<https://frifagbevegelse.no/forside/staten-selger-seg-ned-i-entra--vart-mal-er-a-styrke-det-private-eierskapet-i-norge-6.158.632427.39fc5e1e5a>