

Bendik Wold
Jørgen Færestrand
Mari Lehne
Torstein Dybvad Haugdal

Verdsettelse av Entra ASA **Valuation of Entra ASA**

AF3015 - Semesteroppgave i finansiell styring

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon (ØABACHELOR)

Veileder: Are Oust

April 2020

Bendik Wold
Jørgen Færestrand
Mari Lehne
Torstein Dybvad Haugdal

Verdsettelse av Entra ASA **Valuation of Entra ASA**

AF3015 - Semesteroppgave i finansiell styring

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon (ØABACHELOR)
Veileder: Are Oust
April 2020

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen

Forord

Oppgaven i sin helhet er skrevet som en avsluttende semesteroppgave til bachelorgrad i Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen, våren 2020. Oppgaven representerer 7,5 studiepoeng og utgjør den siste vurderingen i spesialiseringen innen finansiell styring.

Verdsettelsesoppgaven har vært en rik mulighet til å utvikle bedriftsforståelsen, spesielt i retning av næringseiendomsbransjen. I tillegg til å kunne anvende mange av elementene som en har lært i løpet av studieløpet på Handelshøyskolen.

Forfatterne av oppgaven vil rette en stor takk Are Oust og Sofia Nesse. Deres hjelp og rådgivning under arbeidet med denne oppgaven har vært verdifull.

Vi ønsker videre også å rette en takk til de ansatte ved NTNU Økonomibiblioteket som bidro med assistanse til kilder og bruk av finansprogrammet *Thomas Reuters Eikon*.

NTNU har ingen ansvar for synspunkter eller innhold i oppgave.

Fremstillingen i denne oppgaven står utelukkende for studentenes regning og ansvar.

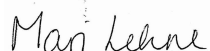
NTNU Handelshøyskolen
Trondheim, 15. april 2020



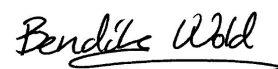
Jørgen Færestrand



Torstein Dybvad Haugdal



Mari Lehne



Bendik Wold

Sammendrag

En verdsettelsesoppgave er valgt som avsluttende oppgave grunnet vårt valg av retning på bachelorgraden, finansiell styring. Selskapet vi valgte å verdsette var det børsnoterte selskapet Entra ASA.

Målet med oppgaven var å svare på problemstillingen “*Hva er verdien av Entra ASA per 31.12.2019?*”. Vi benyttet oss av allmenn kjent sekundærdata for å svare på problemstillingen. Verdien er et resultat av den fundamentale analysen sett opp mot en intern- og ekstern analyse av selskapet.

Verdsettelsen er delt inn i flere kapitler, hvor det første kapitlet introduserer selskapet og ser på selskapets historie og eiendomsbransjen i Norge. Deretter foreligger strategiske analyser, bestående av en intern og en ekstern. I den interne analysen ser vi nærmere på styrkene og svakhetene til Entra gjennom å analysere deres ressurser med hjelp av SVIMA-modellen. I den eksterne analysen belyses de eventuelle mulighetene og truslene til Entra, der søkelyset settes på hvordan bransjens konkurransebilde ser ut og hvilke muligheter Entra vil kunne ha i fremtiden. Dette foreligger henholdsvis i Michael Porters konkurranseanalyse og i en PESTEL-analyse. Den interne- og eksterne analysen oppsummeres til slutt i en SWOT-analyse.

Videre vurderes Entra sitt konsernregnskap, der blant annet selskapets lønnsomhet og likviditet blir vurdert. Regnskapet vil også være grunnlaget for å utarbeide prognose for fremtidige konantstrømmer. I tillegg vil fremgå en markedsbasert verdsettelse av Entra.

Disse analysene og vurderingene vil i den avsluttende delen benyttes for å verdsette Entra ASA og konkludere med en verdi per aksje. Med denne verdien vil verdsettelsen kunne komme med en anbefaling på hva en aksjonær burde gjøre. For å verdsette selskapet har vi stort sett benyttet oss av årsrapporter og sett på hva den strategiske analysen peker på.

Av verdsettelsen av selskapet estimeres det en verdi per aksje på 151,68 kroner. Denne prisen er 4,6 prosent over den observerte markedsverdien per av 31.12.2019, på 145 kroner. Dette resulterer i en salgsanbefaling av aksjer i Entra ASA. Per dags dato, 17. mars 2020, ligger derimot markedsprisen for Entra på 110,60 kroner per aksje.

Abstract

This paper is part of our bachelor-degree at NTNU Business School Trondheim, and it is written as a term thesis.

In this paper we will give a valuation of the company Entra, which is listed on the Oslo Stock Exchange. Our task is to tell what the value of one share is worth by the 31 of december 2019. The valuation will be based on the company's free cash flow and compared to the strategic analysis of the firm. To do this, we have mainly applied secondary sources such as Entra's annually rapports.

The paper is split into several chapters. In the first chapter we will briefly give an introduction to the company and its history, then we'll look at the Norwegian real estate industry. Further we will examine a strategic analysis of the firm, consisting of both an internal and external analysis. The internal analysis reviews the companies resources by utilising an extended VRIO-analysis. Whereas the external will examine opportunities and threats by applying Michael Porter's competitive forces. These analysis are summarised lastly in a SWOT-analysis.

Next we will take a closer look at Entra's accounting and financial statements, and especially the company's liquidity, margins and profit. The financial statement supports furthermore a prognosis for further cashflow. The results from these analysis and a market-based evaluation are used to make an valuation of Entra ASA, by concluding a value for one stock in the company.

The paper concludes that the appropriate value of one stock from Entra is worth 151,68 NOK at 31.12.2019. This estimation concludes with an 4,6-percent higher price than observed in

the market at the time, which was 145 NOK. This results in a sales-recommendation of Entra stocks. The trading price as of today, march 17th 2020, is observed at 110,60 NOK.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Sammendrag	2
Abstract	3
Innholdsfortegnelse	5
1.0 - Innledning	7
1.1 - Motivasjon	7
1.2 - Problemstilling	7
1.3 - Avgrensning	8
1.4 - Oppbygning	8
2.0 - Selskaps- og bransjebeskrivelse	9
2.1 - Bransjepresentasjon:	9
2.2 - Entra ASA	10
2.3 - Entras historie	11
2.4 - Aksjonærer	12
2.5 - Utvikling	13
2.6 - Samfunnsansvar	14
3.0 - Strategisk analyse	17
3.1 - Intern analyse	17
3.1.1 - SVIMA-analyse	17
3.1.1.A - Fysiske ressurser	17
3.1.1.B - Kundekapital	19
3.1.1.C - Klimafokus	20
3.2 - Ekstern analyse	21
3.2.1 - PESTEL-analyse	21
3.2.1.A - Politiske forhold	22
3.2.1.B - Økonomiske forhold	23
3.2.1.C - Sosiokulturelle forhold	26
3.2.1.D - Teknologiske forhold	28
3.2.1.E - Miljømessige forhold	29
3.2.1.F - Juridiske forhold	29
3.2.2 - Porters fem krefter	31
3.2.2.A - Trusselen fra nye konkurrenter	31
3.2.2.B - Kundenes forhandlingsstyrke	32
3.2.2.C - Trusler fra substitutter	33
3.2.2.D - Leverandørenes forhandlingsstyrke	34
3.2.2.E - Konkurransesituasjonen	35
3.3 - SWOT	35
3.3.3 - Muligheter	36
3.3.4 - Trusler	37

4.0 - Regnskapsanalyse	39
4.1 - Lønnsomhet	40
4.1.1 - Driftsmargin	40
4.1.2 - Resultatmargin	42
4.2 - Soliditet	43
4.2.1 - Egenkapitalandel	43
4.2.2 - Gjeldsgraden	45
4.2.3 - Finansieringsgrad 1	47
4.4 - Likviditet	48
4.4.1 - Arbeidskapital	48
4.4.2 - Likviditetsgrad 1	50
4.5 - Konklusjon regnskapsanalyse	51
5.0 - Avkastningskrav	53
5.1 - Beta	53
5.2 - Kapitalverdimodellen (CAPM)	56
5.3 - Totalkapitalverdimodellen (WACC)	58
6.0 - Prognose av fremtidige kontantstrømmer	60
6.1 - Driftsinntekter	60
6.2 - Driftskostnader	62
6.3 - Skatt	64
6.4 - Avskrivninger	64
6.6 - Endring kundefordringer	66
6.7 - Endring i leverandørgjeld	67
6.8 - Investeringer	67
6.9 - Resultat	68
6.10 - Verdsettelse	69
7.0 - Sammenstilling markedsbasert verdsettelse	71
7.1 - Sammenlignbare selskaper	71
7.2 - P/E-metoden	72
7.3 - EV/EBITDA-metoden	74
7.4 - EV/driftsinntekter	75
7.5 - Oppsummering markedsbasert verdsettelse	77
8.0 - Sensitivitetsanalyse	80
9.0 - Oppgavekritikk	81
10.0 - Konklusjon	84
11.0 - Kilder	86

1.0 - Innledning

Målet for denne semesteroppgaven var å skrive en oppgave hvor vi bygger kunnskap innenfor verdsettelses-faget. Ved valg av selskap forelå det en rekke kriterier; Det valgte selskapet skulle være notert på børs, ettersom det tillater tilgang til regnskap, og muliggjør enklere sammenligningsgrunnlag til andre børsnoterte selskaper. Videre var det et kriterium at det forelå regnskapstall for de fem siste årene, for å kunne se en større historisk utvikling som vil bedre verdsettelsens nøyaktighet.

1.1 - Motivasjon

Selskapet som skal verdsettes er Entra ASA. Eiendomsbransjen er et spennende marked å se nærmere på, og som tidligere statlig eid selskap har Entra en interessant historie. Entra har ganske nylig oppført et signalbygg i Trondheim hvor NTNU holder til, samt intensivert sitt arbeid med å bygge en bærekraftig miljøprofil. Eiendomsbransjen er et felt med stor konkurranse, både lokalt og nasjonalt, og vi skal se nærmere på om Entra var kapabel til å skape meravkastning i en relativt stabilt, men også konkurranseutsatt sektor som eiendom. Dessuten er det også interessant å se hvordan statens uttog og annonsering av gradvis nedsalg av selskapet påvirker selskapets verdi.

1.2 - Problemstilling

Målet med oppgaven er å verdsette det børsnoterte selskapet Entra ASA, videre også benevnt Entra, som var et tidligere statlig eid selskap som opererer med forvaltning, eierskap og utvikling av eiendommer til bruk for offentlige etater eller private næringsdrivende. Av formålet med oppgaven, kan en konkret problemstilling utledes:

Hva er verdien av Entra ASA per 31.12.2019?

Av verdsettelsen ønsker vi å komme fram til et kursmål på Entra ASA-aksjen, og deretter gi en anbefaling om fremtidig investering.

1.3 - Avgrensning

Verdsettelsen av Entra ASA vil skje i sin helhet. Dette betyr at verdsettelsen ikke vil analysere verdien av hvert enkelt bygg/prosjekt som foreligger innenfor Entra ASA, men vil benytte seg av overordnede tall som foreligger offentlig.

Under bearbeidelsen av denne verdsettelsen, oppstod det stor økonomisk nedgang - grunnet folkehelsekrisen påført av Covid-19 viruset. Krisen har hatt store konsekvenser for verdsettelsen av selskapet, og påvirker hvor korrekt verdsettelsen blir. Oppgaven tar utgangspunkt i data som foreligger før denne krisen inntraff. Covid-19 vil bli nevnt, men det vil ikke tas utgangspunkt i data etter krisen inntraff.

1.4 - Oppbygning

Verdsettelsen er delt inn i fire seksjoner. I den innledende delen tar vi for oss en strategisk analyse av selskapet og eiendomsbransjen for øvrig. Intern og ekstern analyse vil bli vurdert, der vi ivaretar de omkringliggende faktorene som vil kunne påvirke selskapet.

Videre vil det gjennomføres en regnskapsanalyse og en utarbeidelse av avkastningskravet til selskapet. Dette vil gi oss grunnlag for å beskrive Entrass posisjon i dag

I den tredje seksjonen utarbeider vi prognoser for fremtidige kontantstrømmer samt en markedsbasert verdsettelse. Her settes det en verdi per aksje, som i tillegg vurderes opp mot markedet.

Til slutt vil det foreligge en konklusjon med en kort oppsummering og kritikk til oppgaven.

2.0 - Selskaps- og bransjebeskrivelse

Vi vil kortfattet presentere bransjen og Entra i den form selskapet er i dag, samt redegjøre for selskapets historikk.

2.1 - Bransjepresentasjon:

Entra opererer i eiendomsbransjen, og nærmere bestemt innenfor segmentet utleie og utvikling av næringsbygg i form av kontorlokaler. Næringsbygg tilrettelegger for verdiskapning og utvikling av gode bomiljøer bidrar til et sunt og livskraftig samfunn (Norsk Eiendom).

Andre selskaper innenlands som operer innenfor den samme bransjen er Veidekke, Olav Thon Eiendom og Norwegian Property, og de kan beskrives som Entra sine største konkurrenter i Norge. Samtlige er børsnoterte selskaper og tilbyr blant annet utleielokaler til store og mellomstore bedrifter. Veidekke driver landsdekkende virksomhet, mens Norwegian Property og Olav Thon Eiendom er konsentrert rundt Oslo og Akershus (Thon Eiendom). Veidekke har et bredere segment enn Entra og tilbyr industrieiendom i tillegg til næringsarealer (Veidekke).

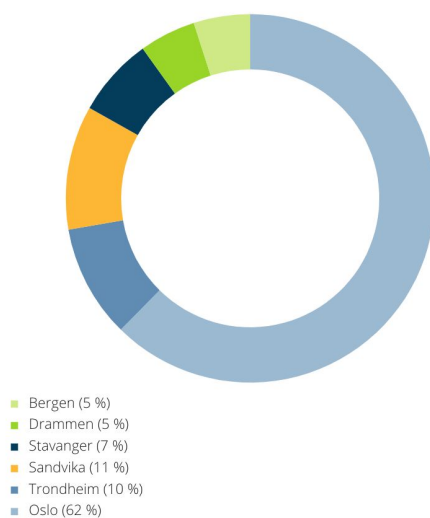
Andre konkurrenter innenfor eiendomsbransjen er KLP, OBOS, Selvaag, Aspelin Ramm, Ringnes, CityCon og Eiendomsspar. Hoteller og andre aktører som tilbyr korttidsutleie av lokaler til konferanser og lignende anses for å være substitutter, og i ytterste konsekvens direkte konkurrenter av Entra.

De nevnte selskapene er Entras nærmeste konkurrenter i det norske markedet, men de er ikke gode sammenligningsgrunnlaget for verdsettelsen. Det kommer av at de nevnte selskapene ikke tilbyr de eksakt samme produktene som Entra, der eksempelvis Veidekke tilbyr en rekke forskjellige produkter i forskjellige bransjer. Selskaper som Olav Thon Eiendom og OBOS fokuserer på helt annen industri. Det blir dermed argumentert for i den markedsbaserte verdsettelsen er det derav fornuftig å finne selskaper utenfor landegrensene som i mye større grad kan sammenlignes med Entra.

2.2 - Entra ASA

Entra er et av Norges største eiendomsselskaper (Proff). Som nevnt, satser selskapet på utleie av næringseiendom og kontorbygg, og er et av markedets ledende aktører (Eiendomsbransjen). Videre foreligger aktiv porteføljeforvaltning med kjøp og salg av eiendommer som også en sentral del av virksomheten. Primært går Entrass forretningsidé ut på å leie ut, forvalte og drive attraktive, miljøvennlige og sentralt beliggende lokaler. I de senere årene har fokuset på miljø blitt sterkere i selskapet, hvor Entra har som målsetning å være miljøledende i bransjen, og kunne bidra til å redusere miljøbelastningen bransjen bidrar til. Selskapet ønsker å være markedsledende på kundeopplevelser og være et fyrtårn innenfor eiendomsbransjen (Entra (1)).

I senere tid har utleievirksomheten rettet seg mot miljøvennlige bygg med sentral beliggenhet. Entra ønsker å skape byområder for hele lokalsamfunnet, og ikke bare for leietakere som benytter bygget i kontortiden. Selskapets strategiske satsingsområder er Oslo, Stavanger, Bergen og Trondheim, men det drives også virksomhet i Drammen og Sandvika (Entra (1)).



Figur: Entrass geografiske eksponering (Entra (1))

Entra har i underkant av 180 ansatte fordelt på hovedkontor i Oslo, og regionskontor i Stavanger, Bergen og Trondheim. Selskapets administrerende direktør er Sonja Horn, som

forholdsvis har sju års fartstid i selskapet. Siri Hatlen er styrets leder og har beholdt sin stilling siden 2012 (Entra (1)).

I dag eier, forvalter og utvikler Entra omtrent 1,3 millioner kvadratmeter fordelt på 89 eiendommer. Markedsverdien på porteføljen er estimert til 48,964 milliarder kroner per 31.12.2019 (Entra (15), s.16). Porteføljen av eiendommer inneholder velkjente bygg som Posthuset, Nasjonalbiblioteket og Litteraturhuset i Oslo, samt Rockheim i Trondheim og Media City Bergen (Entra (2)).

2.3 - Entrass historie

Selskapet ble stiftet 1. juli 2000 som Entra Eiendom AS. Etableringen av Entra Eiendom AS fant sted gjennom et vedtak fra Stortinget, der det ble bestemt at utleibare statseiendommer i velfungerende marked skulle skilles ut fra Statsbygg og overføres til Entra Eiendom AS. Formålet med statens eierskap i Entra Eiendom AS var å skaffe staten kontorlokaler i det konkurranseutsatte markedet og bidra til forretningsmessig drift og markedsmessig avkastning. Allerede ved stiftelsen ble det gjort klart at Entra Eiendom AS ikke skulle ivareta sektorpolitiske hensyn, og at staten ikke burde være en langsiktig eier av virksomheten (Stortinget).

I løpet av 2014 gjorde Nærings- og fiskeridepartementet det klart for å privatisere selskapet, og 17.oktober 2014 ble Entra ASA notert på Oslo børs (Regjeringen (1), 2014). Staten reduserte sin eierandel til 49,9 prosent med et utgangspunkt på 100 prosent. Siden har staten solgt seg gradvis nedover, der eierandelen ble redusert til 33,4 prosent i 2016 og videre til 22,3 prosent i 2019. Det siste nedsalget i Entra ASA var i juni 2019, hvor statens eierandel ble redusert til 8,2 prosent. Regjeringens mål med å redusere eierandel er å styrke det private eierskapet i Norge og legge til rette for at en økt andel private aksjonærer kan bidra til videre utvikling i Entra (Regjeringen (6), 2019).

2.4 - Aksjonærer

Nærings- og fiskeridepartementet har lenge vært hovedaksjonæren i Entra, men deres eierandel ble sterkt redusert i juni 2019. Fra og med 1. januar 2020 var fordelingen av de ti største investorene som følgende:

Investor	Antall aksjer	% eierskap	% av totale	Type	Nasjonalitet
FOLKETRYGDFONDET	16 062 672	19,51%	8,82%	Sels.	NOR
NÆRINGS- OG FISKERIDEPARTEMENTET	15 000 000	18,22%	8,24%	Sels.	NOR
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	13 770 365	16,73%	7,56%	Nom.	USA
THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	6 226 713	7,56%	3,42%	Nom.	NLD
JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	2 816 099	3,42%	1,55%	Nom.	USA
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	2 656 255	3,23%	1,46%	Nom.	GBR
DANSKE INVEST NORSKE INSTIT. II.	2 633 121	3,20%	1,45%	Sels.	NOR
VERDIPAPIRFONDET DNB NORGE	2 174 659	2,64%	1,19%	Sels.	NOR
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	2 080 315	2,53%	1,14%	Nom.	USA
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	2 049 510	2,49%	1,13%	Nom.	IRL

Tabell: Entras 10 største investorer, per av 31.12.2019. Kilde: (Entra (3))

Som nevnt, har regjeringen i lang tid vært klar på at de ikke ønsker å være langsiktige eiere. Stortinget har fullmakt til å selge inntil alle aksjene i Entra (Regjeringen (6), 2019), og staten kan i fremtiden ønske å selge seg ytterligere ned. Grafen under viser at aksjeverdien til Entra har hatt en markant stigning de siste fem årene. Regjeringens mål med nedsalget var å legge til rette for at private aksjonærer skal være med å bidra til videre utvikling i Entra, der aksjekursen viser at regjeringen har lyktes med denne strategien. Høyere aksjeverdi tilsier høyere profitt eller dividends for selskapet som gir økt bidrag til videre utvikling.



Figur: Kursoversikt for Entra ASA de siste fem årene, Kilde: (Oslo Børs (1))

2.5 - Utvikling

Entras utleieinntekter er avhengig av den generelle prisutviklingen for kontorlokaler. Et fall i leiepriser vil føre til at inntektsgrunnlaget svekkes, og en oppgang vil føre til at det styrkes. Historiske data viser at gjennomsnittlig utleieinntekt av én kvadratmeter kontor økte med 22,1 prosent fra 2010 til 2018, som tilsvarer en årlig gjennomsnittlig økning på 2,7625 prosent per kvadratmeter (SSB (4)).

Prisindeks:								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kontorlokaler	103,1	106,1	109,0	112,2	114,8	116,8	120,2	122,1

Tabell: Prisindeks, årlig gjennomsnittlig pris per kvadratmeter (SSB (4))

En utvidet statistikk av de historiske dataene viser at prisene har hatt moderat stigning fra år til år. Den årlige gjennomsnittlige prosentvise økningen hos kontorer skiller seg ikke særlig fra andre norske utleiemarkeder, som følger samme positive trend i perioden 2011 til 2018.

Endring fra forrige år								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Øvrig næringsseiendom</i>	2,9	2,9	2,6	3,0	2,5	1,8	2,9	1,9
<i>Butikk/ kjøpesenter</i>	2,0	1,9	1,1	2,3	2,3	2,0	2,1	2,2
<i>Hotell</i>	2,0	3,9	2,7	4,2	4,1	3,3	4,0	0,6
<i>Industri</i>	2,8	2,0	2,5	2,6	2,2	0,4	2,4	1,1
Kontor	3,1	2,9	2,7	2,9	2,3	1,7	2,9	1,6
<i>Lager</i>	4,7	4,5	3,4	3,3	2,4	2,8	4,1	2,7
<i>Verksted</i>	5,2	4,4	4,7	5,0	3,2	4,1	2,5	2,7
<i>Annet</i>	3,5	4,3	4,3	4,3	2,6	1,7	2,9	2,1

Tabell: Prisindeks, årlig gjennomsnittlig prisøkning for næringsseiendom og annet (SSB (4))

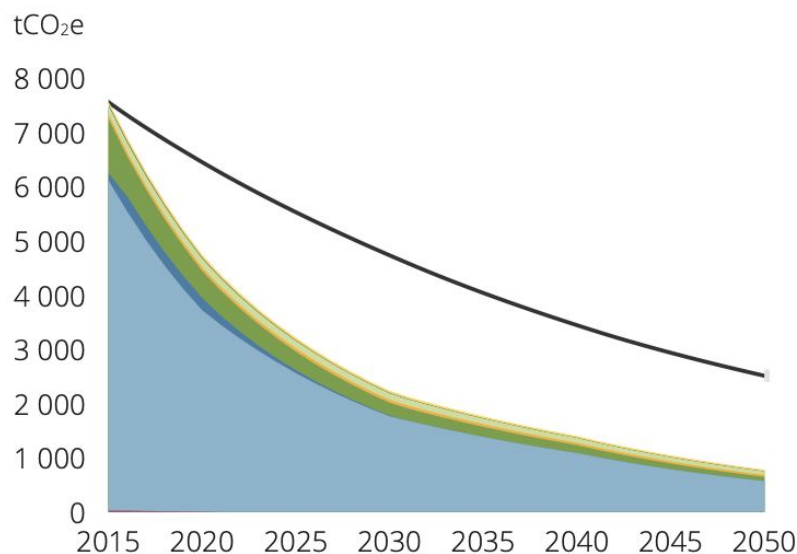
2.6 - Samfunnsansvar

Private selskaper som gir tilbake til samfunnet og bidrar positivt ut over hva som er nødvendig og forventet av dem er en trend som har vokst frem de siste årene. Entra har fulgt med på denne trenden, og siteres med at “*Entra skal drive sin virksomhet i overensstemmelse med prinsipper for ansvarlig, etiske og sunn forretningsdrift*” (Entra (4)). Entra prøver å oppnå dette ved å opprettholde tett dialog med sine interessenter, og mener samarbeid med andre er viktig for å gjøre fremskritt i arbeidet med å oppnå en bærekraftig verdikjede. De tre områdene Entra har definert som de viktigste for å levere et positivt bidrag til samfunnet er miljø, HMS og korrupsjonsbekjempelse og forretningskriminalitet (Entra (4)).

Hvert år publiserer Deloitte en *Sustainability Report* på vegne av Entra, hvor selskapet konkretiserer hvilke samfunnsansvar de har vist det siste året. Blant annet er Entra hovedsponsor for Ridderrennet, et vintersportsarrangement for funksjonshemmede, og har hatt et samarbeid med Kirkens bymisjon om å skape et bedre sosialt bymiljø (Entra (4)). Slike

samfunnsengasjement kan understreke Entras engasjement for å tilrettelegge for universell utforming.

Videre i *Sustainability* rapporten setter Entra nye mål for seg selv og sine interessenter. Entra jobber tett opp mot FNs bærekraftsmål, med spesielt fokus på det trettende målet; “*Climatic action*”. Dette målet går ut på å hjelpe verden med å nå “*togradersmålet*” fra Parisavtalen, der Entra innen 2030 ønsker å redusere sitt totale klimagassutslipp med nærmere 70 prosent (Entra (13), 2019, s.6).

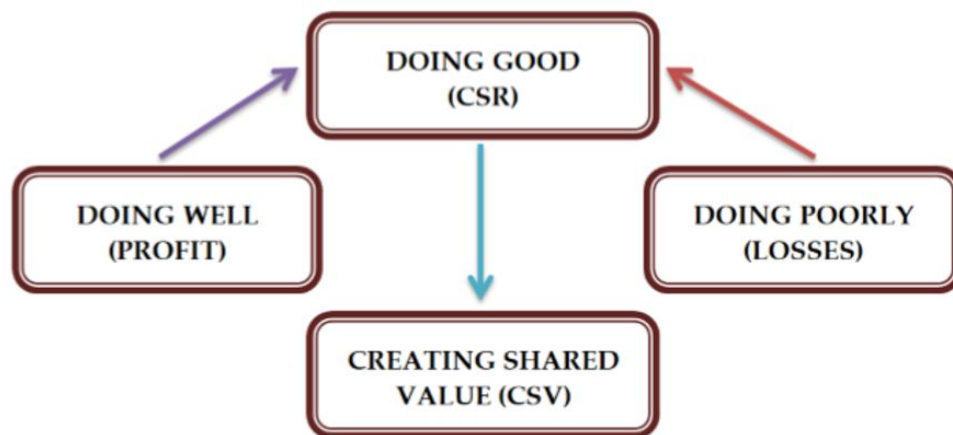


Figur: Minimum reduksjonskrav for å oppnå “togradersmålet”, kilde: Entra (15)

Et observerbart tiltak gjort for å nå de foreliggende klimamålene er Entras flaggskip Powerhouse på Brattørkaia i Trondheim. Dette bygget kalt Powerhouse er et bygg som skal bringe frem mer energi i løpet av byggets levetid enn det som brukes under oppføring, drift og avhending av bygget. Materiell og råstoff er valgt med omhu til energibruk og solceller montert på byggene skaper grønn energi. Overflødig energi fra solcellepanelene gjøres tilgjengelig for infrastruktur i umiddelbar nærhet (Powerhouse). Målet ved oppføring av bygget er å oppnå et såkalt *plusshus*, slik at Entra kan motta en BREEAM-sertifisering. Dette er en miljøsertifisering som er utbredt både i Norge og utlandet (WSP).

Tiltakene for å utvise samfunnsansvar kan også bli møtt med kritikk. Kritikk mot et selskaps samfunnsansvar stammer som oftest fra tilfeller der tiltakene som gjennomføres ikke er

genuine engasjement for klimaet, men heller tiltak med profitt i fokus. I podkasten “*Eiendomspodden*” uttaler Sonja Horn, administrerende direktør, seg om at Entra oppfatter en trend hvor leietakere ser seg nødt til å drive virksomhet i miljøvennlige bygg for å tiltrekke seg ung og innovativ kompetanse. Leieprisen kan dermed settes høyere enn i mindre miljøvennlige bygg (Spotify). Dette miljøinitiativet skaper høyere profitt, og er derfor ikke nødvendigvis genuine tiltak for å bidra til samfunnet, slik illustrasjonen under viser. Selskapene kan på en side drive virksomhet til fordel for klimaproblematikken, men samtidig tjene penger på det i dagens samfunn der det er en nødvendighet at virksomheter opererer bærekraftig. Samme om tiltakene er et genuint miljøansvar eller er til for å skape profitt, er tiltakene som gjennomføres positivt for miljøet.



Figur: Forholdet mellom samfunnsansvar og profitt (Hategan, C.D. m.fl., 2018)

3.0 - Strategisk analyse

Den strategiske analysen av Entra vil bestå av en intern- og ekstern analyse. Funnene gjort i analysene oppsummeres til slutt i en SWOT-analyse.

3.1 - Intern analyse

Den interne analysen er gjennomført for å belyse selskapets styrker og svakheter, og for deretter å vurdere disse opp mot markedet i den eksterne analysen. Analysen består av en SVIMA-analyse.

3.1.1 - SVIMA-analyse

SVIMA er et verktøy som analyserer i hvilken grad bedriften oppnår et varig konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter. Analysen vurderer konkurransefortrinnene som er basert på bedriftens interne ressurser. Analyseverktøyet bygger på fem grunnpilarer som beskriver hvorvidt ressursen er: *Sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og/eller approprierbar* (Lien m.fl., 2016. s. 153).

Analysen vil fokusere på tre aspekter, henholdsvis; fysiske ressurser, kundekapital og klimafokus. Analyseverktøyet skal avgjøre hvilke av disse tre faktorene som er, eller mulig kan bli, et konkurransefortrinn.

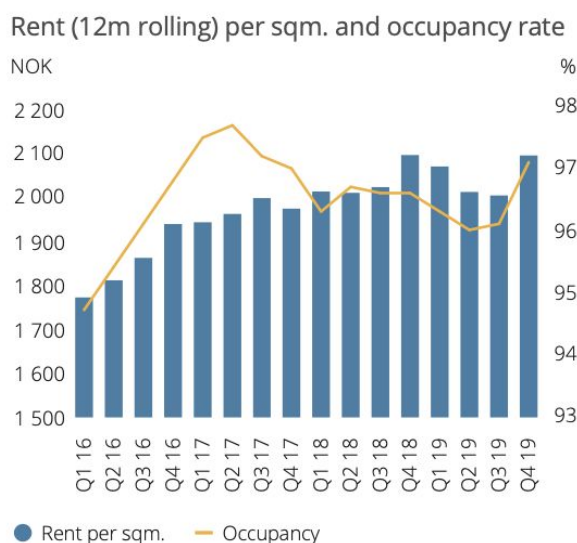
3.1.1.A - Fysiske ressurser

Fysiske ressurser i form av bygg og tomter er grunnlaget for Entrass lønnsomhet, kundekapital og fokus på klima. I hovedsak består markedsporteføljen til Entra av det som kan beskrives som alminnelige bygg, med det menes bygg uten store spesialtilpasninger eller utforming til spesifikke formål. Porteføljen består også av bygg som står som landemerker i deres nærområde, eksempelvis Havnelageret i Oslo eller Statens hus i Trondheim. Men porteføljen består også av unike bygg spesialdesignet for sitt formål. Et eksempel er Media City Bergen,

der ledende teknologi- og medieselskaper som Vizrt, Bergens Tidene, NRK og TV2 er samlet under samme tak. Andre unike bygg er Entras Powerhouse-konsept. Det er bygget to powerhouse lokalisert i Trondheim og Sandvika, av totalt fire Powerhouse-prosjekter. Bygget i Sandvika er det første av sitt design hvor en har restaurert et bygg fra 1980-tallet som vil produsere mer energi enn det bruker gjennom sin egen levetid (Entra (5)). Powerhousene er derfor unike og sjeldne bygg i det relevante marked.

Fysiske ressurser er av stor viktighet for et selskap innenfor eiendomsbransjen. For å kunne sikre inntektskilden, er det derfor i Entra sin interesse at byggene i porteføljen ikke er imiterbare. Entra har et godt utgangspunkt for en ikke-imiterbar portefølje, ettersom mange av deres bygg er lokalisert sentralt i de største norske byene, mye grunnet deres tidligere statlig eierskap. For en konkurrent vil det være kostbart å imitere sentrale lokasjoner, der bykjernen krever høyere egenkapital grunnet høyere boligpriser. Et trangt og komplekst bysentrum skaper også begrensninger, der det er gitt færre muligheter til å utvikle nye eiendommer. (Lien, m.fl., 2016, s. 155).

Videre er lokalene i deres portefølje i stor grad utleid. Siden første kvartal 2016 har utleiegraden ligget på et nivå over 95 prosent, som beskrevet i figur for utleiegrad under. Dette beskriver en god utnyttelse av selskapets fysiske ressurser, og fra denne utnyttelsen genererte Entra i 2019 en profitt før skatt på 3 735 millioner kroner fra deres utleie- og eiendomsforvaltning (Entra (15), side 73).



Figur: Utleiegrad fra første kvartal 2016 til fjerde kvartal 2019. Kilde: Entra (15), side 73.

3.1.1.B - Kundekapital

En av Entras grunnleggende strategier er fokus på fornøyde kunder gjennom å videreutvikle det tilbudet de gir i form av produkter og servicetilbud. Dette fremkommer av Entras visjon om at “*the most satisfied people work in Entra buildings*”. Denne visjonen er dannet for å oppnå en høy grad av tilfredshet fra deres kunder, og for å maksimere sjansene for fornyelse av utleiekontrakter (Entra (15), s. 18). Dette arbeidet kan defineres som kundekapital, som består av alle eksterne relasjoner til kunder. Lojale kunder styrker kundekapitalen og sørger for at relasjonen opprettholdes (Gottschalk, P., 2003).

For å opprettholde høy tilfredshet ønsker Entra konstant oppfølging av sine kunder, og gjennomfører derfor ofte ulike spørreundersøkelser. I 2019 introduserte Entra sertifiseringssystemet “*THE WELL*”, der målet var å sette søkelyset mot velværet til menneskene i byggene (Entra (7)). Dersom kundene opplever kundelojalitet, vil de ønske å benytte seg av Entra sine tjenester videre, og transaksjonskostnadene for kundene blir dermed større ved å benytte seg av en annen aktør. Tilfredse kunder styrker også omdømme overfor omgivelsene og bidrar til å tiltrekke bedriften potensielle kunder. Med andre ord kan en si at fokus på kundelojalitet og kundenes tilfredshet sikrer fremtidig inntekt og styrker rennommé.

Drift av Entra sine eiendommer gjennomføres av deres egne *eiendomsteam*, som gjennom påsyn og faglig kompetanse gjør at eiendommene opererer til høyest mulig standard (Entra (6)). Selve driften av eiendommene er ikke en sjelden ressurs i seg selv, men humankapitalen som de som overser byggene tilbyr er ikke like enkel å imitere for konkurrenter.

Humankapitalen er det som skaper et sjeldent konkurransefortrinn, og det er gjennom tilstedeværelse og faglig kompetanse fra menneskene som drifter eiendommene at kundelojaliteten og kundetilfredsheten blir etablert. En imitasjon av denne ressursen er mer krevende og ofte umulig for konkurrenter å imitere. De fysiske tilbudene forsterker inntrykket, men varig kundetilfredshet etableres gjennom menneskelig kontakt.

For at en ressurs skal kunne skape konkurransefortrinn er det viktig at verdien ressursen skaper tilfaller virksomheten. I eiendomsbransjen vil den mest konkrete målingen om verdien tilfaller virksomheten komme gjennom kundelojalitet ved fornyelse av leieavtaler, hvor Entra har en høy fornyelse. Forlengelse av kontrakter skaper økonomisk gevinst der

transaksjonskostnader spares ved å unngå å finne nye leietakere og utarbeide nye kontrakter. Entra kan vise til at de i slutten av 2019 og starten av 2020 har forlenget flere leiekontrakter med ulike bedrifter som for eksempel Gule (Folvik. H., 2019) og Codan Insurance (Seljehaug, J.I., 2020). Dette viser at kundene er fornøyde med samarbeidet, og den verdien som skapes gjennom at kunderelasjonen tilfaller bedriften. Entra scorer høyt på kundetilfredshet i ulike bransjeundersøkelser (Entra (8)), og i 2019 mottok de pris for ha de mest fornøyd leietakerne (Saltnes (2), D.J, 2019). Dette viser at Entra har klart å mobilisere kunnskapen deres ansatte besitter for å bedre deres kunders tilfredshet.

3.1.1.C - Klimafokus

Fokus på klima er et dagsaktuelt tema og viktig i moderne tid. Alle aktører i samfunnet må i større grad øke sin bevissthet rundt klimaavtrykk, der miljøfokus påvirker selskapets omdømme. Alene står byggesektoren for opp imot 40 prosent av verdens energiforbruk, og Entra ser på det å redusere energiforbruket i bransjen som en del av løsningen og ikke en del av utfordringen (Entra (1)). Entrass fokus er å redusere energiforbruket ved å bygge energieffektive næringsbygg og redusere forbruk i eksisterende bygg (Entra (9)). Miljøfokus er utbredt blant flere av aktørene i bransjen, og ikke i seg selv en sjeldenhet. Likevel er det viktig å være ledende i bransjen på dette området, da etterspørselen etter lokaler i bygninger som reflekterer grønne tiltak så en økning allerede for fem år siden (Solberg, M.G., 2015).

I 2017 fikk Entra plass på A-listen for miljø fra *Carbon Disclosure Project*, og var det eneste norske selskapet med på denne listen. Listen viser bedrifter som er verdensledende på miljø- og klimarapportering. Som eneste norske aktør på denne listen, besitter Entra store forkunnskaper på området i forhold til sine konkurrenter (Entra (9)). Denne kunnskapen er sjelden og vanskelig å imitere for konkurrenter, og vil dermed være et direkte konkurransefortrinn.

Entra har inngått grønne fordelsavtaler med sine leietakere. Disse avtalene innebærer et tett samarbeid om å redusere energiforbruket sine bygg. Avtalene forplikter Entra til blant annet å kartlegge miljøtiltak for bygninger og leietakeren til å ha miljøbevissthet i bruk av lokalene (Entra (10)). Grønne avtaler sender et signal utad om at selskapet er miljøbevisste, der

verdien som skapes styrker selskapets renommé. Det er likevel lett for konkurrenter å imitere slike avtaler.

Entra har vunnet årets grønne drift-team i både 2019 med sitt Oslo-team (Entra (11)) og i 2018 med sitt team i Bergen (Hågøy, T, 2016). Selskapet har også blitt nominert til priser for sin innovative bruk av brukt material (Bjørheim, K., 2019) og til en internasjonal BREEAM pris (Bygg.no, 2020). Slike bemerkelser viser at deres fokus og kunnskap innen klima har vært mulig å mobilisere, i tillegg til at det blir gjenkjent av andre aktører i bransjen.

Sonja Horn, Entras administrerende direktør, påpekte tilbake i 2015 at stadig flere forstår fordelene ved å betale litt høyere leiepris i måneden når energikostnadene bli mindre (Solberg, M.G., 2015). En kan eksempelvis observere dette gjennom etterspørselen bygg med miljøsertifiseringer slik som BREEAM har økt de siste årene. Derav kan man kreve en høyere pris, samtidig som at kostnadene ikke øker (Eiendomsmegler1). De miljøtiltakene Entra iverksetter, gjennom nye utbygginger eller utvikling av bygg de allerede eier i porteføljen til nye miljøstandarder, skaper dermed økonomisk verdi som tilfaller Entra.

3.2 - Ekstern analyse

For å se nærmere på Entras omgivelser vil vi i den eksterne analysen anvende PESTEL-analyse samt "Porters Five Forces". Modellene vil kunne gi et godt bilde av bransjen og Entras handlingsmuligheter når det gjelder trusler og muligheter som presenterer seg.

3.2.1 - PESTEL-analyse

PESTEL-analyse er en situasjonsanalyse av de makroøkonomiske omgivelsene til et gitt selskap. Analysen er begrenset til å ta for seg seks aspekter, henholdsvis; politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer. Hensikten er å undersøke hvordan endringer i de eksterne faktorene påvirker virksomhetens posisjon, lønnsomhet, vekst og eventuell kurs i fremtiden. Analysen gir bakgrunnskunnskap til å

predikere utvikling i eiendomsbransjen, samt hvilke ringvirkninger som kan oppstå (Roos, m.fl., 2014, s. 84).

3.2.1.A - Politiske forhold

Det første aspektet i PESTEL-analysen er de politiske forholdene. Dette omhandler all innflytelse myndighetene har på firmaet, som påvirker eksempelvis gjennom reguleringer og lover. Politikk kan føre til nye retningslinjer for aktørene i bransjen som kan ha påvirkning på fremtidige kontantstrømmer.

Entra ASA opererer i Norge og forholder seg til norsk politikk. Norge er et land med politisk stabilitet og et solid demokrati og rettsstat. Derav er den politiske risikoen minimal og relativ forutsigbar. Politiske beslutninger i eiendomsbransjen vil i de fleste tilfeller påvirke aktører i enkeltsaker. Eiendomsbransjen har vært en sentral næring i moderne tid, og viktige reguleringer har allerede satt sin fot.

I de senere årene har det kommet reguleringer i form av krav knyttet til miljø. Entra er verdensledende på miljø- og klimarapportering, derav ligger miljøpolitikk sentralt i analysen av de politiske forholdene (Entra (9)). Norge har som mål å redusere utslippet av klimagasser med minst 50 prosent innen 2030. Det skal koste å slippe ut klimagasser i Norge, og det er innført økonomiske virkemidler som avgift og kvoter (Regjeringen (3), 2019).

Disse miljøfaktorene er lovbestemte og vil bli drøftet nærmere under juridiske forhold.

Videre vil boligpolitikk være relevant for Entra. Regjeringen har foretatt forenklinger i boligkravene, og utbyggere kan nå planlegge byggeprosjekt raskere og slippe unna store kostnader med lange reguleringsprosesser (dibk (2)). En mer effektiv reguleringsprosess reduserer kostnader, som er positivt for fremtidige kontantstrømmer.

Regjeringen har også fokus på stabilitet, der egenkapitalkrav bremser boligspekulasjonen og motvirker store negative konsekvenser for samfunnet og eventuelle boligprisfall. Det vil alltid være en samvariasjon mellom boligpriser og leiepris, resulterende i at dersom boligprisene faller, vil også husleieprisene falle (Slettan, A., 2018), og motsatt. Stabilitet i boligprisene

kan føre til at kunder ønsker å kjøpe eiendom framfor å leie, noe som er negativt for fremtidige kontantstrømmer.

Et av regjeringens hovedpunkt i boligpolitikken er boligsosiale ordninger.

Regjeringen har de siste årene satset på kommunale utleieboliger, og tildelte startlån på 9,3 milliarder kroner i 2018 (Regjeringen (4), 2019). Satsing på kommunale boliger kan være en mulighet for samarbeid med kommunene, der Entra kan være med å løse de boligsosiale utfordringene ved å utvide sin portefølje. I slike boliger behøves kreative og innovative løsninger, et område der Entra allerede besitter god kunnskap.

Infrastruktur kan påvirke Entrass framtidsutsikter både positivt og negativt. Positiv i den grad av at regjeringen har fokus på bærekraftig arealutvikling i de store byområdene. Entra har sin virksomhet i de store byene, og ved at regjeringen legger stor vekt på transportpolitikk vil det bli enklere å ta seg fram til Entrass lokaler.

Med arealutvikling kan det komme store bygninger foran deres eksisterende, som gjør at de kan miste både utsikt og innsikt. Entra legger stor vekt på design, og tettbebyggelse kan ødelegge innsynet på byggene, som kan gjøre det mindre attraktivt for kunder å betale mer for spesialdesignede bygg, sett i et designmessig perspektiv.

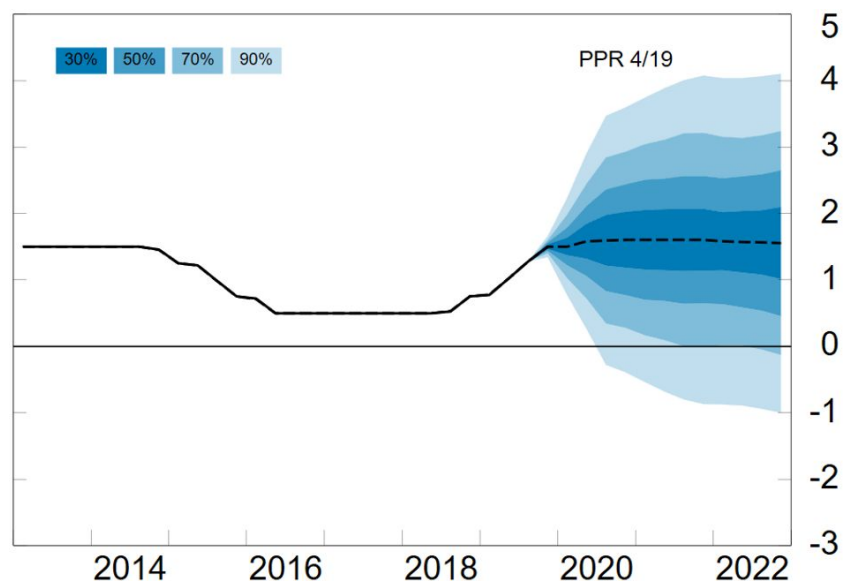
Selv om Norge ikke er medlem av EU, påvirker stabilitet og velferd i europeiske land norsk politikk, økonomi og samfunnsutvikling (Sverdrup, U., 2012), der de europeiske landene er viktige handelspartnere for Norge. Med stadig globalisering, vil det være nærliggende å tro at Entra vil signere flere samarbeidspartnere utenfor Norge kommende år, og at internasjonale makroøkonomiske faktorer påvirker Entra i større grad fremtiden (Regjeringen (2), 2018). Dette kan ha både negativ og positiv påvirkning på fremtidige kontantstrømmer, avhengig av utviklingen i Europa.

3.2.1.B - Økonomiske forhold

Økonomiske faktorer er bestemmende for økonomisk resultat og er svært sentralt for eiendomsbransjen, som er nært knyttet opp til den økonomiske situasjonen i Norge.

Endringer på styringsrenten, sysselsetting, arbeidsledighet og konjunkturer vil ha stor påvirkningskraft på Entra.

Veksten i Norsk økonomi per av dags dato er forholdsvis god, noe som gjenspeiler styringsrenten som i dag ligger på 1,5 prosent (Norges bank (1)). Renten økte 0,5 prosent fra 2018, som skyldes at prisveksten var nær inflasjonsmålet på 2 prosent (Norges Bank (2)) og at renten var for lav til å løfte aktivitet i samfunnet slik at flere kunne skaffe jobb. Høy arbeidsledighet er en fare for hele samfunnet. Slik som prognosen under viser, er det forventet at styringsrenten vil holde seg relativt uendret fremover i tid, i mellomrommet 1 til 2 prosent.



Figur: mulig utvikling av den norske styringsrenten, kilde: Norges Bank (3)

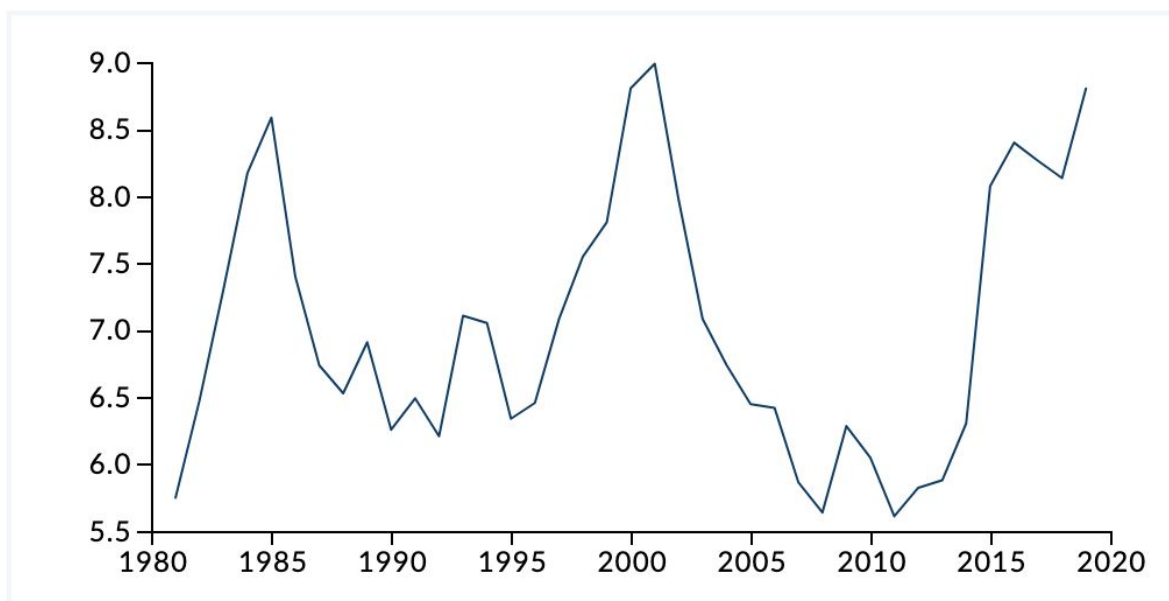
Økt styringsrente har utslag på innskudds- og utlånsrenter. Det blir mer kostbart å ha gjeld og mer gunstig å spare. Nordmenn har rekordmye gjeld med en trend der gjeldsveksten overstiger inntektsveksten (Gjensidige, 2020). Høyere rente kan være med å redusere mengden gjeld med tanke på at det blir mer kostbart, som gjør nordmenn mindre sårbare for uforutsette hendelser. Høyere rente gir også redusert kjøpekraft som fører til reduksjon i etterspørsel, som skaper konsekvenser for bedrifter som produserer varer og tjenester (Norges Bank (4), 2019). Økt utlånsrente vil kunne føre til at bedrifter ønsker å redusere sine

investeringer, ekspandere i lavere tempo og generelt forbruke mindre penger. Dette vil ramme hele eiendomsbransjen negativt.

Høyere rente vil i tillegg være negativ, ved at det gir Entra sine kunder høyere kredittrisiko, som kan føre til at færre betaler utstedte fordringer. Mer usikre kunder vil ha negativ påvirkning på fremtidige kontantstrømmer. Dette negative aspektet med høyere rente vil også kunne påvirke internt, dersom selskapet av driftsmessige grunner må øke mengden gjeld. Spørsmålet hvorvidt en aktør i eiendomsbransjen påvirkes av rentereguleringer i denne sammenheng, handler om den enkelte aktørs soliditet.

Den norske økonomien er god, men i løpet av 2020 vil konjunkturoppgangen i Norge trolig være over (SSB (3), 2019). Det skapes en forventning om nedgang i økonomien, som fører til høyere sparerate og lavere etterspørsel. Eiendomsbransjen er generelt lite påvirket av konjunktursvingninger på kort sikt, grunnet langsiktige leiekontrakter som garanterer inntekter. På lengre sikt kan derimot bransjen påvirkes gjennom økning i arbeidsledighet og reduksjon av lønnsomhet, som både kan finne sted hos sine kunder og internt i selskapet. Høykonjunktur er derfor den foretrukne situasjon, hvor det vil foreligge høyere etterspørsel etter utleielokaler og høyere betalingsvillighet som resultat av høyere lønnsomhet.

I februar 2020 ble kronemålet notert til 112,24 på I44-indeksen. Dette er det svakeste nivået på indeksen siden 80-tallet. Hoveddriveren til den svake kronkursen er risikoaversjon i markedene og en fallende oljepris. Den norske kronen er rammet av frykten for Koronaviruset, og kronen er en av valutaene som har gjort det verst sammenlignet mot dollaren (Hovland, K.M). Tall fra Norges Bank viser at den norske kronen aldri har vært så svak mot dollaren som den er nå (Norges Bank (5)).



Figur: Valutakurs: 1 USD = x NOK i perioden 1980 til 2020, kilde: Norges Bank (5)

Korona-viruset og tiltakene gjort for å begrense spredning kan ha store konsekvenser for næringslivet, i form av redusert etterspørsel og forsinkede vareleveranser. Bedrifter gjør ofte investeringer ut fra kronkursen, og svakere kronkurs fører til at prisene på utenlandske varer går opp. Importkostnader stiger og det blir dyrere å bygge. Dette kan ha store konsekvenser for byggekostnader og negativ påvirkning på fremtidige kontantstrømmer.

På en annen side kan svak kronkurs føre til økt etterspørselen etter norske varer og tjenester. Når kronkursen svekkes blir det billigere å kjøpe med andre valutaer. Dette vil føre til at BNP stiger og økonomien i Norge forbedres. Dette er bra for næringslivet og for Entras fremtidige kontantstrømmer.

3.2.1.C - Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold er knyttet til atferd og samhandling. Forholdene kan være alt fra demografi til religiøs tro, der forholdene kan utgjøre store forskjeller mellom regioner og byer.

Entra operer i flere av Norges største byer, og vil kunne være sensitiv til befolkningsutvikling i disse områdene. Det har foreligget en positiv befolkningsvekst i Norge, hvor den kraftigste veksten har foreligget i storbyer. Dette kommer både av en økende befolkning og et flyttemønster, der unge mennesker flytter til byene og eldre blir igjen i bygdene (Leknes, S., 2018). Det er også stadig flere unge som tar høyere utdanning (SSB (1), 2015), som også er med å forklare flyttemønstrene. Økt befolkningsvekst og flere høyere utdannede forsterker muligheten for Entras ambisjon om å tiltrekke seg de beste medarbeiderne (Entra (12)). Flere unge utdannede fører også til flere ut i arbeid, som vil gi et økende behov for forretningslokaler i fremtiden. Denne økte etterspørsel etter kontorlokaler vil være positivt for Entras fremtidige kontantstrømmer.

Sentralisering skyldes også et mer variert og større arbeidsmarked i byene, samt nåtidens urbane livsstil. Folk er opptatt å ha livskvalitet i hverdagen, som blant annet det å ha nærhet til kulturtilbud (Bodahl, A., 2018). Både Oslo, Bergen og Trondheim er opptatt av byutvikling. Eksempelvis er Trondheim en av storbyene i Norge som vokser mest, og som ønsker å bli en bærekraftig plass det er lett å leve miljøvennlig i (Trondheim Kommune) og Bergen ønsker å utvikle sin transport, grønnstruktur, natur, sine boliger og estetikk (Regjeringen (8)). For Entra som satser i disse områdene, vil dette være utelukkende positivt for fremtidige kontantstrømmer. Alle storbyene har det til felles å bli enda mer attraktive, noe som passer godt inn i Entras strategi om å drifte attraktive og miljøledende lokaler.

Til slutt kan Co-Working, det vil si kontorområder som er delt av flere selskaper, beskrives som en økende trend, med potensiell påvirkning på Entra sine operasjoner. Trenden går ut på at selvstendige næringsdrivende eller små selskaper, kan leie en plass/pult/rom i et felleskap, der de vil bli tilknyttet lunsj-, våtrom- og andre fasiliteter man trenger på arbeidsplassen. Med dette konseptet vil man kunne knytte seg selv, eller bedriften, til et sosialt kunnskapsnettverk uten store etableringskostnader (Rouse, M., 2011). Som nevnt i den interne analysen, er Media City Bergen et bygg som huser flere ledende teknologi- og medieselskaper. Den potensielle kunnskapskapitalen i dette bygget kan Entra dra nytte av dersom de klarer å mobilisere et samarbeid mellom de ulike aktørene. De eiendomsselskapene som lykkes med å oppfatte og anvende denne trenden på en god måte, vil kunne nå ut til et mye større klientell enn de eiendomsselskapene som kan beskrives som mer tradisjonelle. Trenden gir større

sannsynlighet for utleie av kontorlokaler i fremtiden, som er positivt for fremtidige kontantstrømmer.

3.2.1.D - Teknologiske forhold

Digitalisering er en av de globale trendene som er med på å omforme samfunn og næringslivet. Aktører står i dag overfor store utfordringer innen bærekraft og produktivitet, der digitalisering kan utgjøre store deler av løsningene. Utvikling av nye teknologier og markeder står sentralt i omstillingen til et lavutslippssamfunn med grønn utvikling (Regjeringen (3), 2019). Flere eksperter mener byggeeiendomsbransjen har vært dårlige til å ta i bruk ny teknologi, men at interessen og bruken stadig øker (Saltnes (1), D.J., 2019).

Teknologi skaper både utfordringer og løsninger for næringslivet. Bedre og smartere teknologi vil dukke opp, og Entra er avhengig av å benytte seg av ny teknologi for å være konkurransedyktige. Dette gjelder alt fra teknologien bak solcellene de benytter til tak på sine bygg, sjøvann som går til oppvarming og kjøling, samt innovasjon av nye løsninger.

Teknologiske forhold vil også ha stor innflytelse på Entra sine leietakere, og dermed Entras primære inntektskilde. Dagens leietakere ser på grønne bygg som mindre risikofylte, eksempelvis gjennom bedre isolering og sirkulasjon som gir bedre arbeidsforhold.

Levestandarden hos den norske befolkningen har steget, og det er større krav til god standard i hus og hjem. Ved bedre teknologi vil Entra kunne møte standardene til leietakerne ved å bygge energieffektivt, som resulterer i at også driftskostnader synker. Miljøbygg vil derfor være en vinn-vinn situasjon for både Entra og leietakere, men det krever utvikling og investering i teknologi.

Entra har gått inn i en samarbeidsavtale med CGI, en leverandør av tjenester innen IT og forretningsprosesser. Dette er et samarbeid der innovasjon og digitalisering står i fokus. Dette er med på å styrke Entra sin posisjon i et marked som står ovenfor store bærekraftige utfordringer der teknologi er løsningen for å vinne markedet. *“De som har produkter, tjenester og forretningsmodeller som bidrar til en løsning, vil ha bedre langsiktige prognoser enn de som ikke er med på å dra lasset”*, sitat av Bjørnar K. Haugland (Innomag).

3.2.1.E - Miljømessige forhold

Miljø og klima er satt på dagsorden i den vestlige verden de siste årene. Det er strengere krav til utslipp og miljøstandarder, og det er en tydelig miljøtrend der særlig unge har innsett alvoret.

Klimaendringer og miljøutfordringer er sammensatte problemstillinger. Både rike som fattige og privat som offentlig sektor vil bli påvirket av nye teknologiske løsninger, mer effektiv ressursutnyttelse og mindre belastning på miljøet (SSB (2), 2019). Det er ikke bare forskrifter som stiller krav til at bedriftene skal være miljøvennlige, nordmenn er mer opptatt av klima enn noen gang (NRK). Det har vokst fram en ny grønn generasjon, som frykter for fremtid hvis ikke klimaproblemene løses. Denne generasjon gir økt betalingsvilje for godt arbeidsmiljø og godt inneklima i grønne bygg. Dette gjør det viktig for bedrifter å ha fokus på miljø for å være attraktive i fremtiden.

Som en del av Entras forretningsstrategi, står det å være ledende innen miljø sentralt. Dersom Entra fortsetter fokuset og sin utvikling innen miljøkompetanse, vil det være gode framtidsutsikter for Entra. Som nevnt i den interne analysen, har Entra utviklet miljøbygget “Powerhouse Brattørkaia” i Trondheim, som viser Entras potensiale for fremtiden innen miljømessige forhold.

3.2.1.F - Juridiske forhold

Det er viktig å ha kunnskap om og være oppdatert på eventuelle endringer som kan påvirke driften. Dette omhandler også lover og regler selskapet og bransjen må rette seg etter.

Leieinntekter ved utleie av næringseiendom er skattepliktig inntekt, og i dag ligger denne satsen på 22 prosent (Regjeringen (5)). Inntekt etter skatt blir påvirket av denne satsen og gjelder for hele eiendomsbransjen. Dersom denne skattesatsen øker, vil nettoinntekt bli lavere- og motsatt. Skattesatsen var uendret fra 1992 til 2013 med 28 prosent (Regjeringen (7), 2020), og i de siste årene har skattesatsen blitt jevnt redusert fra dette utgangspunktet. Redusert skattesats følger av Høyre-regjeringens plan om å gjøre norske bedrifter mer

konkurransedyktig (Regjeringen (7), 2020). En synkende skattesats er positivt for fremtidige kontantstrømmer.

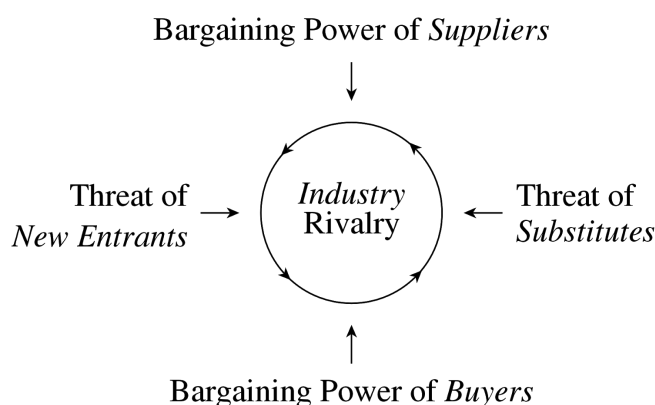
Det er viktig å kjenne til regler som gjelder kontrakter, ettersom dette er en viktig del av samarbeidet med leietakerne. Det er viktig å utarbeide gode kontrakter, som både Entra og leietaker anser som gunstige og rettferdige. Dette stiller både Entra og leietaker sterkere i en eventuell juridisk konflikt. Samtidig er det viktig å kjenne til lover, og eventuelle endringer i disse. Her fremmes regnskapsloven, avtalerett, husleieloven og arbeidsmiljøloven. Det er ulike bestemmelser for små og store foretak i regnskapsloven, der det stilles strengere krav til store foretak. Kravene store foretak må innrette seg etter til forskjell fra små foretak er noter i regnskapet og utarbeidelse av årsberetning eller kontantstrømoppstilling.

Regler for formuesverdsettelse er ufravikelig og bestemt i lov. Endringer i regnskapsprinsipper vil kunne påvirke verdien på egenkapitalen, som påvirker Entra i stor grad ettersom de eier et stort antall bygg. Dersom avskrivninger/nedskrivninger blir høyere (lavere), vil egenkapitalen bli redusert (øke). En redusert egenkapital kan påvirke muligheter for lån; dersom tilgangen på egenkapitalen til selskapet reduseres, blir lånet en større risiko for banken. Det kan også påvirke kunder til å vurdere bedriften som mindre gunstig å inngå avtale med. Regnskapet er offentlig allment tilgjengelig, og ser kunden en dårligere tilgang på egenkapital, vil den med større sannsynlighet vurdere konkurrenter ovenfor Entra.

Det er stadig endringer i byggeforskriftene. I 2017 ble det innført nye byggeforskrifter med strengere byggeregler. Kravene skal sikre bedre energieffektivitet og spare miljøet (dibk (1)). Forskriftene kan være med på å øke kostnadene for utbyggere og kjøpere, der det oppstår nye transaksjonskostnader. Byggeforskriftene ga også økt fleksibilitet og større rom for å lage de løsningene som markedet etterspør og det er opp til utbyggere å lage løsninger utover minimumskravene (dibk (2), 2017). Entrass forretningsidé er å utvikle, leie og forvalte attraktive og miljøledende lokaler, og har en virksomhet som passer godt under dagens utvikling av byggeforskriftene. Dette kan ha positiv påvirkning på fremtidige kontantstrømmer.

3.2.2 - Porters fem krefter

Porters fem krefter består av fem faktorer knyttet til et selskaps konkurranseevne som benyttes for å forstå bransjen som selskapet opererer i. Disse kreftene beskriver bransjens attraktivitet, og er avgjørende for hvordan selskapet posisjonerer seg i forhold til konkurrenter (Roos, m.fl., 2014., s. 85). Modellen består av fem krefter, henholdsvis kundenes forhandlingsstyrke, leverandørens forhandlingsstyrke, trusler fra nye konkurrenter, trusler fra substitutter og konkurransesituasjonen i bransjen.



Figur: Porters fem krefter, kilde: Roos, m.fl.

3.2.2.A - Trusselen fra nye konkurrenter

Nye konkurrenter i markedet vil føre til økt konkurranse for de etablerte aktørene. Entra må i stor grad omstille seg og tenke offensivt for ikke å tape markedsandeler. Potensielle nyetablerere vil til enhver tid analysere markedet for å vurdere om det er verdt å gå inn i. Viser det seg at markedet gir høye overskudd og dekningsbidrag, ønsker nye aktører å etablere seg. Øvrige juridiske og politiske forhold slik som eiendomsreguleringer kan øke trussel for nyetableringer, da kostnadene ved å etablere seg kan være vesentlige.

Økt konkurranse i form av flere aktører som kjemper om de samme markedsandelene vil som regel komme forbrukerne til gode. De konkurrerende aktørene må enten øke kvaliteten på sine produkter/tjenester eller senke prisen for å tiltrekke seg kundene. I eiendomsbransjen

tildeles mange av kontraktene tosidige tilpasninger rundt et selskapsforhold, som gjør at forbrukerne ikke bytter leverandører like fort som for eksempel innen dagligvarehandel. Videre vil nyetableringer i eiendomsbransjen kreve svært store etableringskostnader og markedskunnskap. Som en velkjent aktør med lang fartstid og godt renommé, vil Entra stå sterkt mot konkurranse fra nyetableringer. Deres bedriftskunnskap, stordriftsfordeler og gode nettverk vil være med på å stå imot konkurransen.

Eiendomsbransjen er pliktig til å følge EØS-reglene om konkurranse når anbud utstedes. Anbud i det norske eiendomsmarked er ikke forbeholdt norske selskaper, og utenlandske selskaper kan også delta i anbudskonkurransene. Man kan derfor ikke utelukke at det vil komme flere internasjonale aktører på banen i fremtiden. Det svenske eiendomsmarkedet er svært likt det norske, bare større, som betyr at særlig svenske eiendomsselskaper kan være en trussel. Også Finske CityCon som allerede har etablert seg med flere kjøpesentre rundt om på Østlandet kan være en trussel.

Michael E. Porter fremhever viktigheten av å sikre seg mot nyetableringer. En ny aktør i markedet vil stå på bar bakke, og da vil de allerede etablerte selskapene med ekspertise, renommé, stordriftsfordeler og bedriftskunnskap være foretrukket av forbrukerne. Dette går på bekostning av de nye aktørene, og er faktorene Entra kan dra nytte av for å sikre seg mot trusler fra nyetableringer.

3.2.2.B - Kundenes forhandlingsstyrke

Trusselen som medføres av kundenes økte forhandlingsstyrke vil alltid være til stede i eiendomsbransjen. Entra har en stor portefølje med bygg og er avhengig av å håndtere et stort antall kunder til enhver tid. I artikkelen "*How Competitive Advantage Shape Strategy*" skiller Michael Porter kundene mellom de som er sensitive ovenfor prisjusteringer, og de som ikke er det (Porter, M., 1979).

De prissensitive kundene er ikke opptatte av selve kvaliteten på produktet, men av at prisen ikke nevneverdig går opp. Forhandlingsmakten for de prissensitive kundene handler om den øvrige etterspørselen i markedet etter lokaler. Prisnivået vil være et godt forhandlingskort for

kunden dersom tilbudet av lokaler overstiger etterspørselen. Ved lav etterspørsel vil ikke Entra kunne kreve en høy leiepris fordi kunden vil bli tilbudt en lavere pris fra konkurrent, og motsatt.

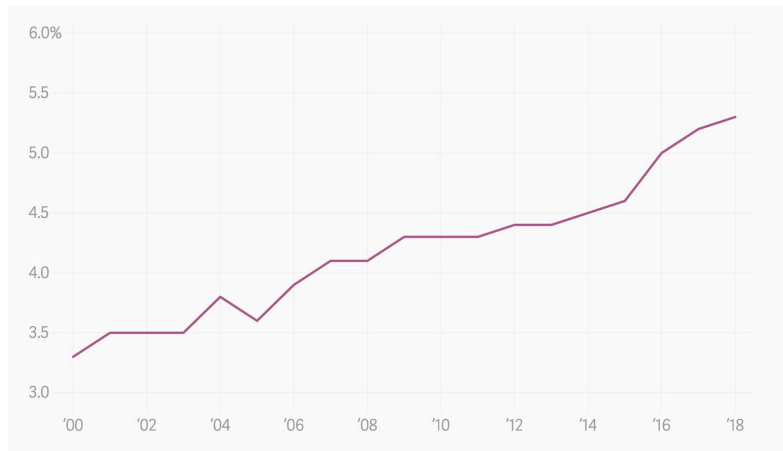
Entras majoritet av porteføljen befinner seg i sentrale områder av Norge med befolkningsvekst (mer under sosiokulturelle forhold i PESTEL-analysen). Framtidsutsiktene tilsier at prisenivået vil øke gradvis de kommende årene, da etterspørselen ser ut til å øke.

3.2.2.C - Trusler fra substitutter

Substitutter er ikke-identiske produkter som dekker det samme behov hos en kunde.

Krysspriselasitet viser mekanismen til et substitutt; dersom prisen på den ene varen går opp, øker etterspørselen etter den andre. Substitutter vil ha ulik påvirkningskraft og vil derfor være en trussel i ulik grad for de ulike selskapene. Selskapene må derfor ta hensyn til substituttene av størst påvirkningskraft på sin virksomhet i sine strategiformuleringer (Porter, M., 1979).

Innenfor markedet for utleie av kontorlokaler har det kommet flere substitutter som på sikt kan ta markedsandeler fra Entra. Ved Co-working, som tidligere nevnt, kan Entra legge til rette for at selvstendige næringsdrivende kan leie seg inn i et kontorfellesskap. Dersom konkurrerende aktører modifierer disse mulighetene før Entra, er dette en trussel. En annen økende trend som på sikt kan true Entras virksomhet er andelen ansatte som har hjemmekontor, som er et substitutt til det å leie kontorlokale (Kopf, D., 2018).



Figur: Graf, antall amerikanere som arbeider fra sitt hjem (2002-2018), kilde: The Atlas

Grafen ovenfor viser at andelen amerikanere som arbeider hjemmefra har økt gradvis de siste årene (The Atlas). Med ny teknologi har man nå muligheten til å arbeide fra hvor man vil i mange yrker. Dersom flere bedrifter i fremtiden velger å unnlate kontorlokaler og samlokalisering av ansatte, kan dette være en trussel for Entra sin fremtidige kontantstrøm. Samtidig kan muligheter for leie av konferanselokaler øke, der bedrifter med et stort antall som jobber hjemmefra vil trenge et møtepunkt for å diskutere og møte hverandre fysisk.

3.2.2.D - Leverandørens forhandlingsstyrke

Styrkeforholdet og den gjensidige avhengigheten til de ulike aktørene i eiendomsmarkedet vil kunne påvirke de ulike aktørenes profitt. Et selskap som er avhengig av én eneste underleverandør befinner seg i en dårlig situasjon. Situasjoner som kan oppstå kan være dersom leverandøren av årsaker ikke klarer å levere varene eller at leverandøren krever høyere pris. Begge tilfellene øker kostnadene for selskapet som forhandler med leverandøren. I Entras tilfelle er dette lite relevant, da bygging av kontorlokaler er et generisk produkt og de benytter seg av flere underleverandører.

3.2.2.E - Konkurransesituasjonen

Trusselen fra eksisterende konkurrenter er noe man alltid må ta hensyn til i et marked. Entra vil kontinuerlig måtte kjempe om de beste kontraktene og eiendommene med andre eiendomsselskaper. Konkurransesituasjonen som Entra forholder seg til er tidligere beskrevet i bransjepresentasjonen, og utdypes videre i den markedsbaserte analysen.

3.3 - SWOT

SWOT er en strategisk analyse hvor en oppsummerer de interne styrkene og svakhetene til en bedrift og de eksterne mulighetene og truslene til bedriften, slik drøftet under SVIMA-analysen, PESTEL-analysen og *Porters Five Forces*. SWOT er et akronym av de fire ordene *Strength, Weaknesses, Opportunities* og *Threats*. Analysen benyttes som et verktøy for å identifisere de viktigste faktorene internt og eksternt som vil være essensielle for en bedrift eller organisasjon for å oppnå sine mål eller visjon (Brudvik, M.)

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none">- Omdømme- Fysiske ressurser- Miljøledende- Kunderelasjoner	<ul style="list-style-type: none">- Lokasjon- Kostnader ved samfunnsansvar- Eldre bygg
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none">- Boligpolitikk- Høykonjunktur- Svak kronekurs- Sentralisering- Høyere utdanning- Byutvikling- Teknologi- Grønn generasjon- Byggeforskrifter	<ul style="list-style-type: none">- Miljøpolitikk- Lavkonjunktur- Styringsrenten- Svak kronekurs- Nyetablering- Teknologi- Høyere skattesats- Substitutter

Tabell: Sammendrag, innhold i SWOT-analyse for Entra

3.3.1 - Styrker

Et godt omdømme gjør Entra mer attraktivt og skaper etterspørsel etter deres tjenester. Dette oppnår de gjennom deres miljøfokus og kunderelasjoner.

Entras portefølje består av 1,3 millioner kvadratmeter spredt utover ulike sentrale lokasjoner. Sentrale lokasjoner og bygg er attraktive i eiendomsbransjen og dermed en styrke for Entra å besitte. Dette kan sees i sammenheng med sentraliseringen.

Med en voksende grønn generasjon vil det å være miljøledende være styrke. Dette gjør Entra mer attraktiv og styrer deres rennommé. Dessuten har Entra lojale kunder gjennom at flere forlenger kontraktene sine. Dette er en styrke i form av at det er kostnadsbesparende og et positivt signal utad.

3.3.2 Svakheter

Det er ikke bare de største byene i Norge som opplever vekst, og det er derfor en svakhet at Entra bare er lokalisert i fire sentrale områder. Det er få ledige områder å bygge på i byer, og Entra må ty til å kjøpe gamle bygg som må renoveres. Dette koster mer og blir derfor en svakhet. Dessuten er også samfunnsansvaret som Entra utøver kostbart, og kan ta mer ressurser enn det skaper verdi.

3.3.3 - Muligheter

Innenfor selskapets muligheter er det fire forskjellige forhold det er ønskelig å ta opp; politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle- og juridiske forhold.

Innenfor politiske forhold foreligger deriblant endringer i boligpolitikk, som har gjort det billigere å bygge boliger gjennom forenklete planprosesser. Regjeringen har i de siste årene satset på boligsosiale ordninger, som er en mulighet dersom Entra ønsker å utvide sin portefølje.

Innenfor de økonomiske forholdene, vil høykonjunktur og svak kronekurs og være muligheter for Entra. Høykonjunktur gir høyere etterspørsel og svakere kronekurs gir bedre økonomi i landet.

Under de sosiokulturelle forholdene vil videre sentralisering i fremtiden gi mulighet for høyere etterspørsel etter kontorlokaler. Høyere utdanning gir Entra mulighet til å tiltrekke seg de beste medarbeiderne, samt at det trengs flere lokaler til å huse flere arbeidere. Byutvikling i de store byene gjør det mer attraktivt å bo og ha næringseiendom, som gir Entra muligheter med tanke på deres lokalisering.

Det foreligger også en endring i samfunnet til de krav som settes til et selskaps hensyn til miljøet. Dette gir Entra mulighet til å tilegne seg leietakere som setter miljø i fokus. En kan allerede observere Entras retning mot å styrke sin posisjon mot leietakere som har et slikt fokus, med sine etableringen av miljøbygg som Powerhouse i Trondheim, og deres ønske om å være bransjeledende for å redusere miljøbelastningen slike kontorbygg genererer.

Til slutt, de juridiske forholdene. Som nevnt foreligger det nye byggeforskrifter, og det vil i fremtiden bli endringer på disse forskriftene. Bransjemessig vil alle aktørene som dekkes av disse forskriftene bli svekket av nye byggeforskrifter, ettersom de ofte medfører høyere kostnader. Dagens endringer i byggeforskriftene omhandler i stor grad miljø og energi. Entra besitter allerede kunnskap innen miljø, og endringer angående dette vil ikke medføre store endringer for driften. Entra er lett tilpasningsdyktige, og har mulighet til å være mer effektive i endringsprosessene enn sine konkurrenter.

3.3.4 - Trusler

Trusler henviser til ytre forhold som kan svekke selskapet. Miljøet er en av de politiske sakene som oftest er oppe til diskusjon. Nye og pålagte krav inne miljø fører til at aktørene i bransjen må oppdatere seg på standardene, og eventuelt innføre tiltak til sin virksomhet for å drifte i samsvar med lovgivningen. Utviklingen av miljøpolitikken fører til at andre selskaper innenfor den samme bransjen får innført nye miljørutiner, som reduserer det konkurransefortrinnet Entra har ønsket å etablere med miljøkunnskap.

En annen trussel er lavkonjunktur med forventet dårligere økonomi. Dette vil føre til lavere etterspørsel, høyere sparerate og høyere arbeidsledighet. Betydningen av dette er færre ut i arbeid, lavere etterspørsel etter kontorlokaler og lavere investeringsgrad i markedet.

Når det gjelder svak kronekurs som en trussel, gjelder dette økte importkostnader for Entra. Dette vil ha en stor innvirkning på utviklingskostnadene for nye bygg.

Videre er det også fare for at aktører i andre nordiske land ønsker å etablere seg i Norge, eksempelvis selskaper i Sverige. Ettersom konkurransen i Norge innenfor kontor- og næringsbygg ikke har direkte vesentlig konkurranse, vil det være mulighet for andre selskaper å etablere seg og ta over deler av markedet.

Til slutt foreligger det trusler som kommer av ny teknologi og innovasjon innenfor bransjen, eller tilhørende bransjer. Innenfor miljø ville det vært uetisk om aktører velger å holde tilbake kunnskap knyttet til teknologiske nytuvinninger som vil være med på å nå mål innen miljømessige forhold. Dette medfører at all teknologi og innovasjon som Entra utvikler, vil måtte deles med bransjen- og vice versa. Resultatet blir lavere økonomisk gevinst, men styrket omdømme.

4.0 - Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å formidle et oversiktlig bilde av Entras økonomiske situasjon fra 2015 til 31.12.2019. Regnskapsanalyse kan defineres som alle “*teknikker som benyttes for å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og stilling*” (Kristoffersen. 2016. s. 437). Med regnskapstall fra de nevnte årene forsøker analysen å belyse Entras historiske utvikling frem til dagens økonomiske situasjon, for å muliggjøre en vurdering av mulig fremtidig utvikling.

Regnskapsanalysen benytter mange nøkkeltall, men alle kan legges under fire hovedkategorier: lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet.

Regnskapsanalysen er basert på konsernregnskapet til Entra ASA. Konsernet er strukturert slik at de har dannet et aksjeselskap for hver av bygningene i deres eiendoms-portefølje. Alle inntektene og utgiftene knyttet til byggene blir dermed registrert i hvert sitt aksjeselskap. Konsernstrukturen registrert i Brønnøysundregisteret viser at Entra ASA er morforetak med 100 prosent eierandel til alle disse aksjeselskapene. Eksempelvis Brattørkaia 17A, som er adressen til tidligere nevnte Powerhouse i Trondheim, er registrert som et aksjeselskap ved navn Brattørkaia 17A AS. Disse underliggende aksjeselskapenes vedtektsfestede formål er å; “*erhverve, utvikle og forvalte fast eiendom, og dertil hørende virksomhet*”. Derfor, for å kunne få et ordentlig bilde av bedriftens økonomiske utvikling og stilling, må disse inkluderes og da konsernregnskapet benyttes.

Tallene fra konsernregnskapet som benyttes i analysen fremkommer fra Entra sine interne årsrapporter, kvartalsrapporter, og Entra sin årlige innsending av årsregnskap til Brønnøysundregisteret, Tallene fra 2019 er tatt ut fra kvartalsrapport fjerde kvartal 2019 og årsrapporten 2019. Under dannelsen av verdsettelsesoppgaven, var ikke årsregnskapet for regnskapsåret 2019 ferdigstilt. Derfor vil flere av verdiene, slik som driftsinntekter, -kostnader og -resultat være utledet fra årsrapporten. Det vil derfor være mulig at de verdiene som blir oppgitt i årsregnskapet som blir innsendt til Brønnøysundregisteret avviker fra de

oppgitte tallene fra denne oppgaven, grunnet eventuelle avrundinger eller justeringer som kan forekomme i fremtiden.

4.1 - Lønnsomhet

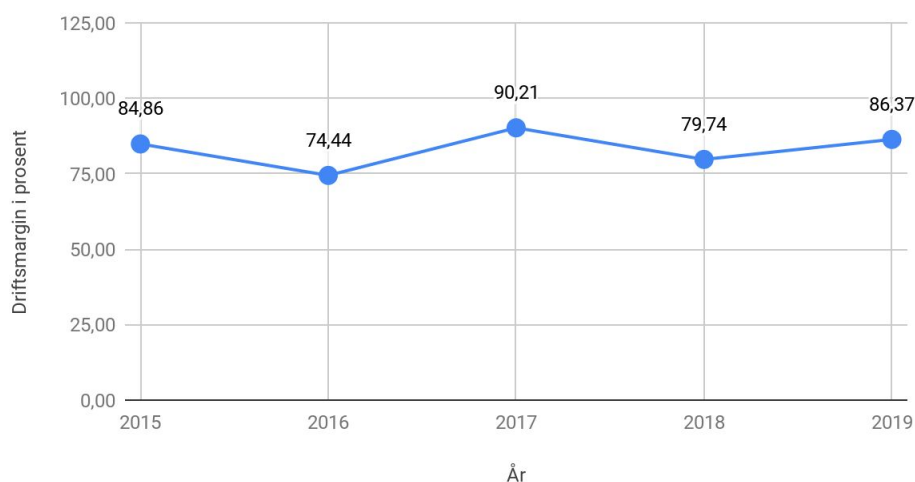
Lønnsomhetsanalysen benyttes som et verktøy for å vurdere Entra sitt overskudd i forhold til resultat og ressurser (Berg T., 2017, side 21), og dermed kunne gi en nøyaktig og representativ vurdering av deres lønnsomhet. Nøkkeltallene som er valgt representerer en standard lønnsomhetsanalyse og vil kunne gi et representativt bilde av lønnsomheten.

4.1.1 - Driftsmargin

Driftsmargin i prosent presenterer andelen Entra har tjent på operasjonell drift, før eventuelle finansinntekter og -kostnader. Vurderingen av prestasjonen til Entra avhenger av driftsmarginen i tidligere år, og hva relevante konkurrenter oppnår i markedet (Berg T., 2017, s. 74).

$$(1). \text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} \times 100\%$$

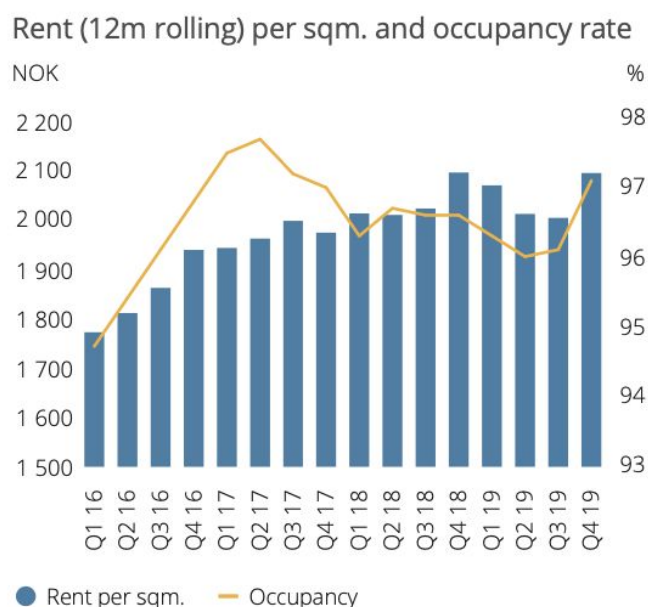
Konsernets driftsmargin i prosent, 2015 - 2019



År	Driftsmargin i prosent	Driftsresultat	Driftsinntekter	Driftskostnader
2015	84,86	3 240 000 000,00	3 818 000 000,00	578 000 000,00
2016	74,44	3 603 000 000,00	4 840 000 000,00	1 237 000 000,00
2017	90,21	5 250 000 000,00	5 820 000 000,00	570 000 000,00
2018	79,74	3 310 000 000,00	4 151 000 000,00	841 000 000,00
2019	86,37	3 928 000 000,00	4 548 000 000,00	620 000 000,00

Som det fremkommer av konsernets driftsmargin i tabellen og grafen, har det vært større variasjon i driftsresultatet. Driftsinntektene i 2017 steg til 5 820 millioner kroner og falt deretter ned til 4 151 millioner i 2018. I 2019 steg det opp til 4 548 millioner kroner.

Driftsresultatet hadde en tilsvarende oppgang og nedgang. Driftskostnadene hadde derimot en stor økning fra 2015 til 2016, fra 578 millioner til 1 237 millioner. Deretter sank det tilbake til 570 millioner i 2017, videre med en økning til 841 i 2018 og til slutt 620 millioner i 2019. Endringene i driftsinntektene følger utleieaktiviteten, ettersom disse inntektene består i stor grad av leieinntektene de mottar fra sine bygg. Grafen under beskriver utleieaktiviteten fra første kvartal 2016 til siste kvartal 2019, og viser at utleieaktiviteten har vært varierende de siste årene, men alltid over 96 prosent.



Figur: Utleiegrad og leieinntekter fra første kvartal 2016 til fjerde kvartal 2019, kilde: Entra (15), s.73

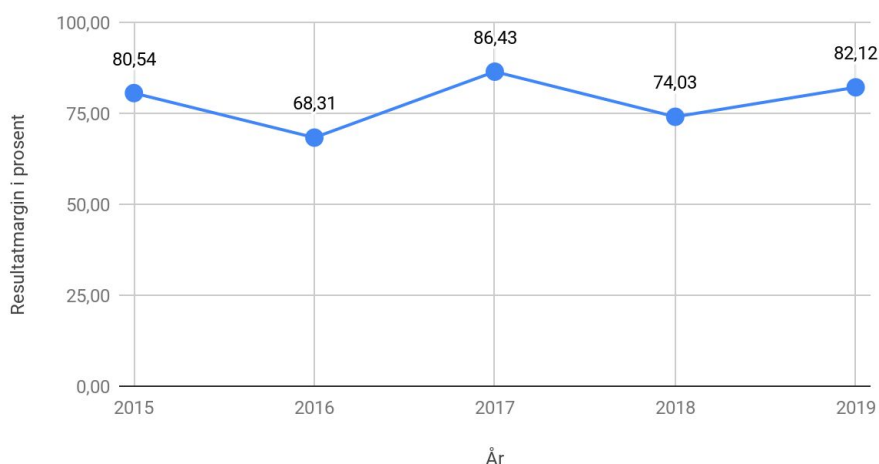
Driftskostnadene hadde en markant økning fra 2015 til 2016. Driftskostnadene består av administrative kostnader, eiendomskostnader, og andre kostnader. Det er “andre kostnader”-posten som førte til den store økningen. Denne kostnadsposten består igjen av en rekke poster, deriblant innleiekostnader, avskrivninger og nedskrivning, øvrige kostnader, kostnader til anleggskontrakter og til sist utviklingskostnader. “Kostnader anleggskontrakter” og “utviklingskostnader - eiendom og bolig for salg” forklarer den markante økningen.

4.1.2 - Resultatmargin

Resultatmargin i prosent, henviser til prosentandelen av resultatet som blir utgjort av driftsinntektene. Marginen avslører hvordan bedriften har valgt å finansiere seg i henhold til finanspostene (Berg T., 2017, s. 74).

$$(2). \text{Resultatmargin} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Driftsinntekter}} \times 100\%$$

Konsernets resultatmargin i prosent, 2015 - 2019



År	Resultatmargin i prosent	Ordinært resultat før skatt	Driftsinntekter
2015	80,54	3 075 000 000	3 818 000 000
2016	68,31	3 306 000 000	4 840 000 000
2017	86,43	5 030 000 000	5 820 000 000
2018	74,03	3 073 000 000	4 151 000 000
2019	82,12	3 735 000 000	4 548 000 000

Tilsvarende som driftskostnadene har resultatmarginen hatt en “opp-og-ned” utvikling de siste årene. Driftsinntektene og det ordinære resultatet før skatt har hatt lik utvikling; stigende fra 2015 til 2017, og deretter synkende i 2018, for å så øke i 2019.

Igjen vil denne utviklingen i størst grad forklares av endringene i leieinntekter, slik som det fremkommer i grafen presentert ovenfor. Entra sitt resultat og lønnsomhet vil kunne sies å være tett korrelert med deres inntekter fra utleiemarkedet.

4.2 - Soliditet

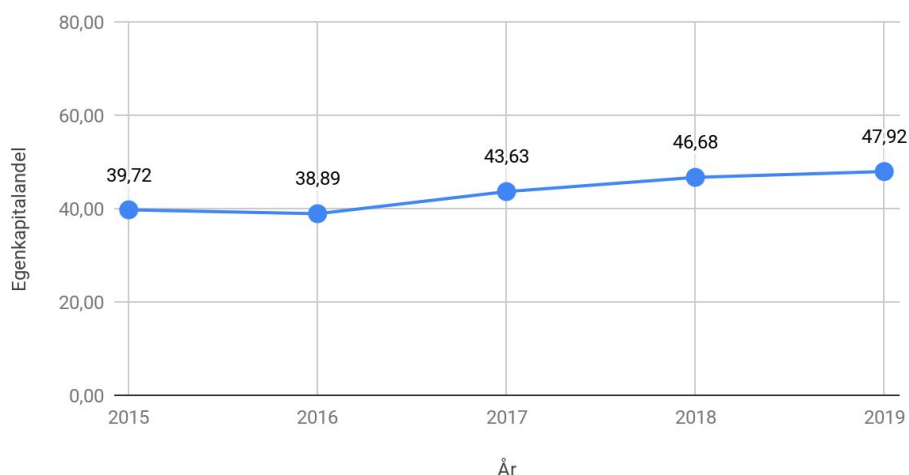
Soliditet er selskapets evne til å tåle potensielle tider med svak lønnsomhet (Berg T., 2017, s. 70). Soliditeten vurderes ut fra et selskaps egenkapitalandel. Desto større andel, desto bedre soliditet. Andre kjennetegn som kan identifisere god soliditet er et selskaps inntjening, likviditet, rentabilitet og strukturen for finansiering (Visma (1)).

4.2.1 - Egenkapitalandel

Henviser til andelen egenkapital i forhold til total kapital. Nøkkeltallet vil dermed avsløre hvor mange prosent av eiendelene til Entra som finansieres av egenkapital (Berg T., 2017, s. 81). Gjennomsnittet for norske bedrifter ligger i mellomrommet 30 til 35 prosent.

$$(3). \textit{Egenkapital} = \left(\frac{\textit{Egenkapital}}{\textit{Totalkapital}} \right) \times 100\%$$

Konsernets egenkapitalandel, 2015 - 2019



År	Egenkapitalandel	Egenkapital (total equity)	Totalkapital (total assets)	Total gjeld
2015	39,72	13 354 000 000,00	33 618 000 000,00	20 264 000 000,00
2016	38,89	15 124 000 000,00	38 890 000 000,00	23 766 000 000,00
2017	43,63	18 938 000 000,00	43 410 000 000,00	24 472 000 000,00
2018	46,68	22 269 000 000,00	47 709 000 000,00	25 349 000 000,00
2019	47,92	24 517 000 000,00	51 160 000 000,00	26 642 000 000,00

Tabellen og grafen 5.3 viser at andelen egenkapital har hatt en jevn økning fra 2015 til 2019. I 2019 har Entra en egenkapitalandel på tilnærmet 48 prosent, som er høyere enn gjennomsnittet for norske bedrifter og andre sammenlignbare selskaper.

Egenkapitalandelen for den gjeldende tidsperioden har steget for hvert år. Fra 2016 til 2017 steg egenkapitalandelen med 4,74 prosent, 3,05 prosent fra 2017 til 2018 og med 1,24 prosent frem til 2019. Denne økningen kommer av en sterk vekst i egenkapitalen, møtt av en mindre sterk vekst i selskapets gjeld.

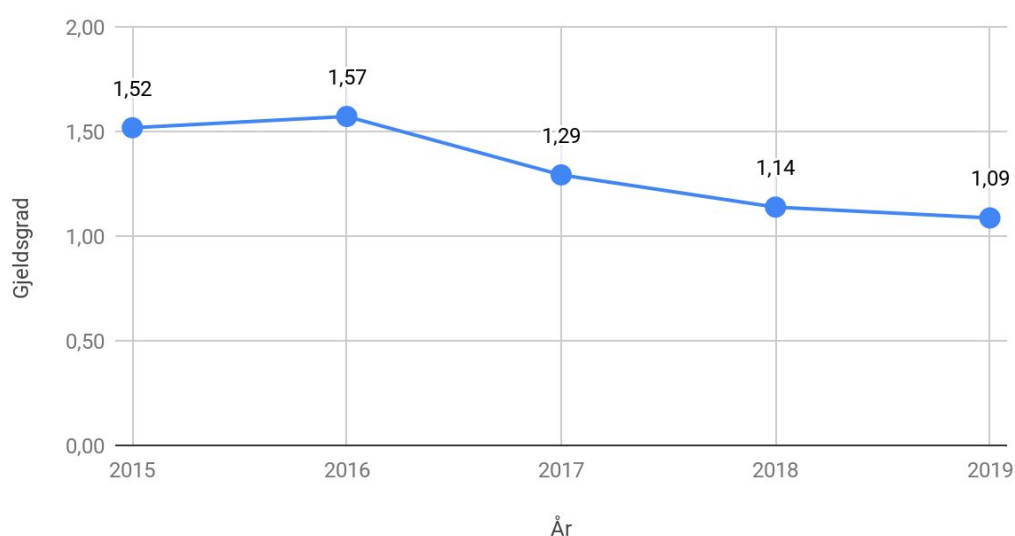
Økningen av egenkapital av totalkapitalen viser at Entra har blitt mindre avhengig av eksterne midler for sine investeringer. Dette kan sees som litt besynderlig grunnet de høye kapitalkravene som kreves i bransjen, men allikevel en meget positiv utvikling.

4.2.2 - Gjeldsgraden

Gjeldsgraden er et mål på gjeld i forhold til selskapets egenkapital, og viser andelen av finansieringen som stammer fra gjeld og fra selskapets aksjonærer (Visma (2)). Soliditeten til et selskap vil dermed stå sterke med en lavere gjeldsgrad (Berg T., 2017, s. 81). Hva som kan defineres som en tilfredsstillende gjeldsgrad er individuelt og må vurderes både i lys av selskapet og bransjen det operer i. Likevel foreligger det antatt risiko å benytte gjeld til finansieringen av virksomhet, og det er ofte blitt brukt en etablert norm at gjeldsgraden ikke burde overstige verdien 3.

$$(4). \text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Konsernets gjeldsgrad, 2015 - 2019



År	Gjeldsgrad	Egenkapital (total equity)	Total gjeld (total liabilities)
2015	1,52	13 354 000 000,00	20 264 000 000,00
2016	1,57	15 124 000 000,00	23 766 000 000,00
2017	1,29	18 938 000 000,00	24 472 000 000,00
2018	1,14	22 269 000 000,00	25 349 000 000,00
2019	1,09	24 517 000 000,00	26 642 000 000,00

Gjeldsgraden til Entra har sunket fra 2015 til 2019, fra 1,52 til 1,09. Fra 2015 til 2016 forelå det en økning av gjeldsgraden, men har sunket til årsavslutning 2019. Den største endringen forelå i tidsrommet 2016-2017, hvor gjeldsgraden sank med 0,28 poeng. Denne reduksjonen, og de senere reduksjonene fram til i dag, kommer av større endringer av selskapets årsresultat. Fra 2016 til 2017 forelå det en økning i årets resultat fra 2 722 til 4 514 millioner kroner. Denne inntektsøkningen og veksten av egenkapital har fortsatt fra 2016 til 2019.

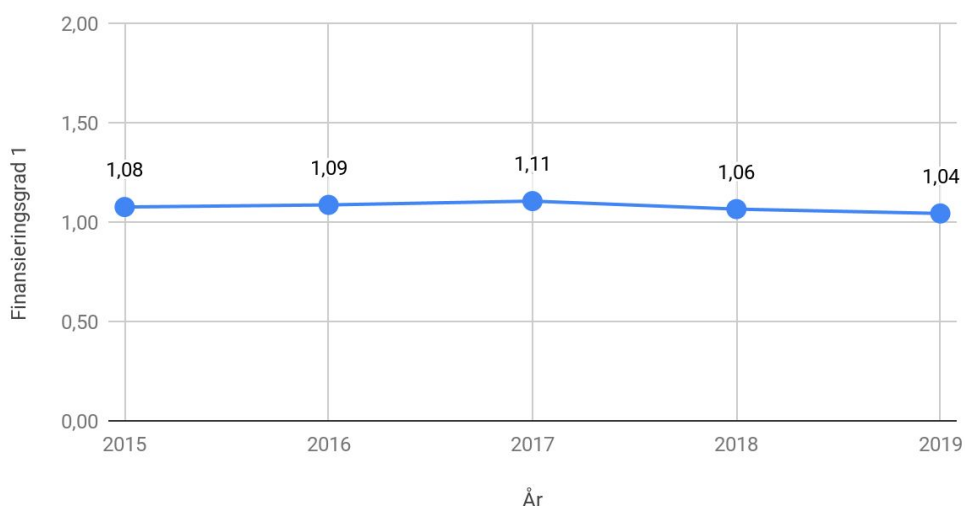
Ettersom selskapet har redusert sin gjeldsandel, har de blitt mindre sensitive mot svingninger i rentenivå. I 2019 forelå det en gjeldsgrad på kun 1,09, som tilsier at gjelden og egenkapitalen er tilnærmet like. En så lav gjeldsgrad er ikke forventet i et selskap som Entra, ettersom bransjen de opererer i krever store mengder kapital.

4.2.3 - Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 henviser til andelen av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. Langsiktig kapital består av egenkapital og langsiktig gjeld (Berg T., 2017, s. 82).

$$(5). \text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}} \times 100\%$$

Konsernets finansieringsgrad 1, 2015 - 2019



År	FG 1	Anleggsmidler	Langsiktig gjeld	Egenkapital
2015	1,08	32 391 000 000	16 764 000 000	13 354 000 000
2016	1,09	37 976 000 000	19 841 000 000	15 124 000 000
2017	1,11	42 159 000 000	19 209 000 000	18 938 000 000
2018	1,06	45 788 000 000	20 730 000 000	22 269 000 000
2019	1,04	50 161 000 000	23 576 000 000	24 517 000 000

Finansieringsgraden til Entra har vært meget jevn, uten store endringer. De siste årene, fra 2017 og ut til slutten av 2019 har den sunket. Denne reduksjonen kommer av en ikke relativ lik økning av anleggsmidlene som den langsiktige kapitalen. Selv om anleggsmidlene, den langsiktige gjelden og egenkapitalen har alle økt, foreligger det størst vekst i den langsiktige kapitalen.

Ettersom finansieringsgraden er større enn 1, betyr det finansieringen av anleggsmidler kommer i større grad av egne eiendeler enn langsiktig gjeld. Dette fremkommer også av endringen i egenkapital, som i løpet av perioden 2015-2019 har hatt en større endring enn den langsiktige gjelden.

4.4 - Likviditet

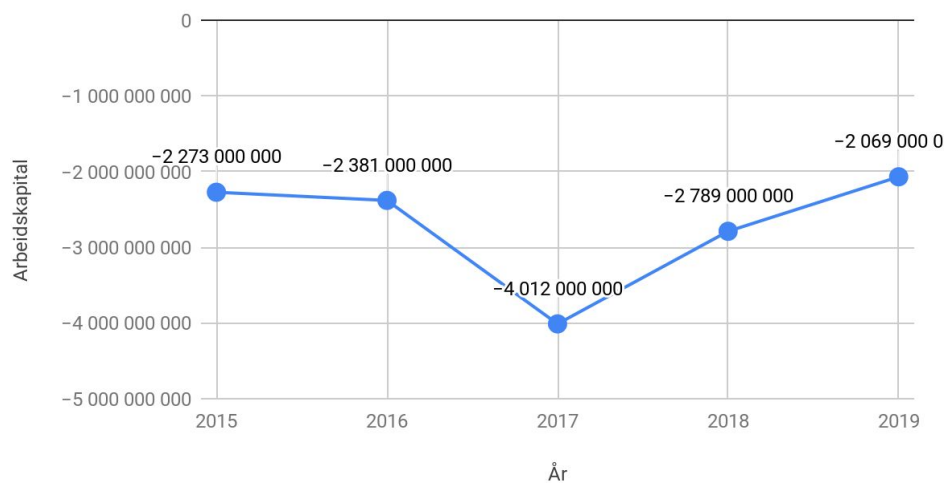
Likviditetsanalysen beskriver selskapets betalingsevne og deres potensielle kjøpekraft ved at selskapet har midler som ikke er bundet ned, eller bundet i gjeld. Nedbetalingsevnen av kortsiktig gjeld er en indikator på god likviditet (Visma (3)).

4.4.1 - Arbeidskapital

Arbeidskapitalen beskriver den kapitalen som “arbeider” for bedriften i det daglige. En positiv arbeidskapital er en indikasjon om selskapets likviditet, og i hvilken grad finansieringen deres kan beskrives som sunn (Berg T., 2017, s. 79).

(6). *Arbeidskapital = Omløpsmidler – Kortsiktig gjeld*

Konsernets arbeidskapital, 2015 - 2019



År	Arbeidskapital	Omløpsmidler (Total current assets)	Kortsiktig gjeld (Total current liabilities)
2015	-2 273 000 000	1 227 000 000	3 500 000 000
2016	-2 381 000 000	914 000 000	3 295 000 000
2017	-4 012 000 000	1 251 000 000	5 263 000 000
2018	-2 789 000 000	1 921 000 000	4 710 000 000
2019	-2 069 000 000	998 000 000	3 067 000 000

Arbeidskapitalen har hatt lite endring fra 2015 til 2019, utenom større reduksjon i 2017. Fra konsernregnskapet fremkommer det at de har - 4 012 millioner i arbeidskapital, mens de resterende årene har det ligget på - 2 000 millioner. Den store endringen i arbeidskapital i 2017 forekommer av en stor økning i den kortsiktige gjelden, på -1 968 millioner norske kroner. Det foreligger en mindre endring av omløpsmidler på - 337 millioner. Ettersom det foreligger en negativ arbeidskapital, vil dette tilsi at selskapets kortsiktige forpliktelser er

større enn selskapets faktisk tilgjengelige midler, som da kan føre til finansieringsproblemer (Pareto bank, 2019).

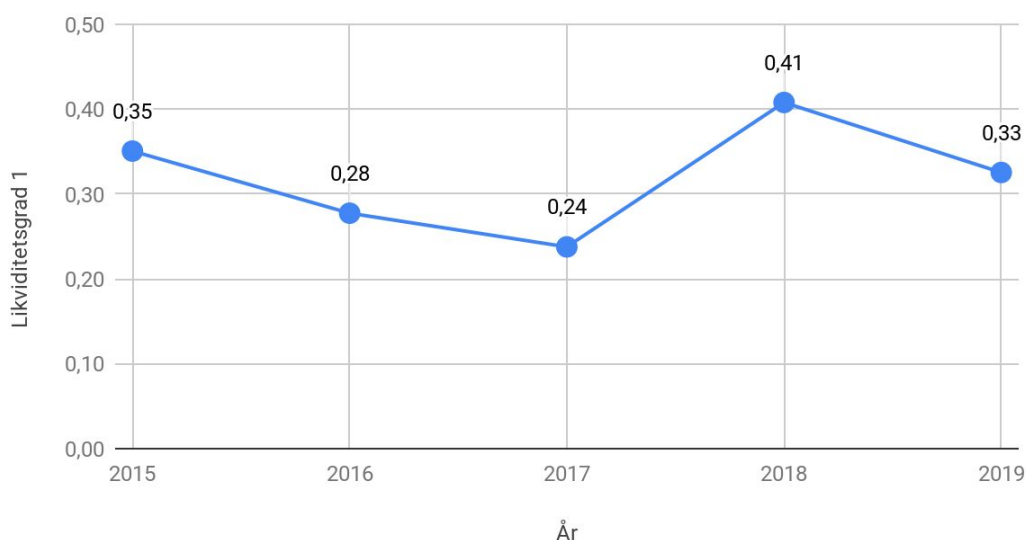
Endringen i 2017 kommer i hovedsak av en stor økning i den rentebærende gjelden. Rentebærende gjeld klassifiseres i Entra sine regnskap som kortsiktig gjeld, ettersom gjelden forfaller mindre enn 12 måneder fra balansedatoen (Brønnøysund 3). Denne kortsiktige gjelden er høyst sannsynlig resultat av påtagningen av utviklingsprosjekter i 2016, som også ble merket i driftskostnadene ved store kostnader relatert til utvikling av eiendom og bolig for salg.

4.4.2 - Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 beskriver Entrass likviditet og undersøker hvor andel av omløpsmidlene som er finansiert av kortsiktig gjeld. Det foreligger ikke et ønsket nivå L1, bortsett fra at det *antakelig* bør være større enn 1 (Berg T., 2017, s. 79). Ifølge Visma foreligger det en gammel norm som tilsier at forholdet burde være høyere enn 2.0 (Visma (3)).

$$(7). \text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Konsernets likviditetsgrad 1, 2015 - 2019



År	Likviditetsgrad 1	Omløpsmidler (total current assets)	Kortsiktig gjeld (total current liabilities)
2015	0,35	1 227 000 000	3 500 000 000
2016	0,28	914 000 000	3 295 000 000
2017	0,24	1 251 000 000	5 263 000 000
2018	0,41	1 921 000 000	4 710 000 000
2019	0,33	998 000 000	3 067 000 000

Uansett vurderingsgrunnlag for utregningen av likviditetsgraden til Entra, er verdiene lave. Den lave likviditetsgraden tilsier at Entra, i potensielle uventede utgifter, kan ha vanskeligheter for utbetalinger. Det foreligger argumentasjon om at det ikke er nødvendig med kontantbeholdninger for eiendomsselskaper slik som Entra som har stabile utbetalinger i form av forventede gjeldsnedbetalinger og utbytte.

Grafen og tabellen viser en stor økning i likviditetsgraden i 2018, etterfulgt av en reduksjon i 2019. Svingningene skyldes store endringer i både omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden for de gjeldende årene.

4.5 - Konklusjon regnskapsanalyse

Som vi kan utarbeide fra nøkkeltallene og grafene har det foreligget en positiv utvikling hos Entra i tidsperioden 2015 til 2019. Regnskapsanalysen tyder på at selskapet har, selv med store variasjoner i noen av nøkkeltallene, hatt en positiv utvikling i regnskapet, hovedsakelig de siste årene ledende opp til 2019.

Entra sin lønnsomhet har vært varierende i tidsrommet; Det har gått opp og det har gått ned. Svingningene kan i stor grad forklares av utleiegraden. Det har også vært varierende

lønnsomhet grunnet forskjellige utbyggingsprosjekter, men som parallelt bidrar til økte inntekter påfølgende år ved ferdigstilling av prosjektene.

Soliditeten har hatt en forbedring i tidsperioden- dog en meget rolig utvikling. Det viktige å ta med seg er at det har foreligget en konstant økning av egenkapitalen over tidsperioden. Tilsvarende har også gjelden til Entra økt i perioden, men ikke i tilsvarende tempo som egenkapitalen. Selv om andelen egenkapital mot gjeld i selskapet er merkelig for et selskap innenfor deres bransje, er den ennå veldig positiv.

Selskapets likviditet har opplevd store endringer. De utregnede nøkkeltallene har variert mye grunnet store endringer i gjeld og omløpsmidler, som i all hovedsak forklares av utbyggingsprosjekter. For et selskap som Entra er det ikke av høyeste relevans å benytte likviditet som vurderingsgrunnlag, grunnet deres bransjetilhørighet, som tidligere nevnt.

Ettersom selskapet hovedsakelig ikke har opplevd store svingninger i inntektene, vil dette også være et tegn på en lite volatil bransje. Det foreligger ikke mange aktører på det norske markedet som leverer tilsvarende tjenester som Entra. En av de nærmeste konkurrentene som kan inkluderes er KLP, som ikke er børsnotert. Grunnet få direkte konkurrenter i markedet, og de gode utsiktene for bransjen vil vi argumentere for at det foreligger en relativt god stabilitet i markedet. Med denne stabiliteten vil det være naturlig at risikoen ved investeringer i bransjen vil være lav. Det er derimot viktig å huske at kundene til Entra kan være utsatt for større risiko, som vil føre til at selskapet ikke operer med lavere risiko i forhold til det resterende markedet.

5.0 - Avkastningskrav

Et avkastningskrav må beregnes for å kunne representere avkastningen som eierne og andre investorer kunne ha mottatt ved å plassere kapitalen i en annen investering med tilsvarende risiko. For en eventuell neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer må en benytte seg av et avkastningskrav. Avkastningskravet skal kompensere for inflasjon, verdi over tid og risiko (Dahl, m. fl., 1997, s.39).

Det foreligger flere metoder for å kalkulere et selskaps avkastningskrav, men de to mest kjente - og som skal benyttes videre - er kapitalverdimodellen og total kapitalverdimodellen, henholdsvis CAPM og WACC.

5.1 - Beta

Beta måler den bestemte aksjes markedsrelaterte risiko. Beta er en del av aksjens systematiske risiko- risiko spesifikk for selskapet. Beta brukes derfor til å velge aksjer for å redusere volatilitet og skape en mer diversifisert portefølje. Beta verdi lik 1 viser at utviklingen i aksjekursen svinger like mange prosent som markedet. Ved dette tilfellet er avkastningen risikofri og upåvirket av hvordan aksjemarkedet utvikler seg. Er beta mindre enn 1, vil aksjen bevege seg mindre enn markedet. Gitt en beta på 0,7, vil aksjen være 30 prosent mindre volatil enn markedet, og motsatt dersom beta er større enn 1. Aksjer med negativ beta er omvendt korrelert til markedets benchmark.

Beta beregnes på basis av aksjen og markedet forøvrig. Aksjen bør ha en høy R-kvadratverdi i relasjon til benchmarken, som er en indikasjon på nøyaktighet. R-kvadratverdien er et statistisk mål som viser hvor stor prosentandel av variasjoner i aksjen som kan forklares av endringer i markedet.

$$(8). \beta_i = \frac{Cov(r_i, r_M)}{\sigma_M^2}$$

Betakoeffisienten antar at aksjeavkastningen distribueres fra et statistisk perspektiv. Markedet er utsatt for uforutsigbare overraskelser, og i virkeligheten vil ikke avkastningen alltid distribueres normalt- dermed er ikke den predikerte beta alltid sann. Beta er et godt mål for kortsiktig risiko og for å analysere volatilitet. Det er mindre meningsfullt for en investor å bruke beta til å predikere aksjens fremtidige bevegelser. Ny informasjon i markedet benyttes ikke som en faktor i målingen. Beta er også mindre egnet for langsiktige investeringer, fordi aksjens volatilitet kan endre seg betydelig fra år til år, avhengig av vekstrate og andre faktor.

Tabellen under viser beregningen for en 5-årig månedlig beta for forskjellige sammenlignbare selskaper til Entra. Disse selskapene er sammenlignet med markedsstandarden OSEBX-hovedindeksen på Oslo Børs. Denne indeksen skal være en investerbar indeks som inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo Børs (Oslo børs (2)). Ved å benytte en beta bygget opp av prisendringer i Entra og OSEBX-indeksen har en et godt hjelpemiddel for å forklare den systematiske risikoen i markedet. Sammenligningen mellom OSEBX og de andre aktørene i sektoren er utregnet ved å benytte finansprogrammet *Thomson Reuters Eikon*.

Selskap	Beta (5Y Monthly)
Entra ASA	0,29
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	0,52
Veidekke ASA	0,37
Norwegian Property ASA	0,01
Eiendomsspar AS	0,39
Peer median	0,316
Real estate	0,35

Beta for Entra og sammenlignbare selskaper, innhentet fra Thomson Reuters Eikon

28.02.2020

Fra denne tabellen har Entra en beta tilnærmet lik medianen til selskapene valgt som sammenligningsgrunnlag. For hele eiendomsbransjen foreligger det en gjennomsnittlig beta på 0,35 ifølge *Thomson Reuters Eikon*, som er noe høyere enn verdien tilgitt Entra. Selv om det har foreligget mye vekst hos Entra, som nevnt i den strategiske analysen, har Entra en forholdsvis lav beta sammenlignet med de andre aktørene. Dette kan komme av at det foreligger mindre konkurranse innenfor den delen av eiendomsbransjen Entra operer i.

Den beregnede betaverdien på 0,25, og det gjennomsnittlige 0,35 for de sammenlignbare selskapene, er derimot veldig lavt. Det er ikke sannsynlig at de oppgitte selskapene har aksjer som er rundt 70 prosent mindre volatil enn det resterende markedet. Selv om det er gode utsikter for eiendomsbransjen innenlands, foreligger det trolig ikke noen selskaper med så lave reelle beta-verdier som oppgitt fra Thomas Reuters Eikon. I utgangspunktet foreligger det svært få selskaper med en beta som faller utenfor intervallet 0,5 til 2,0 - og det foreligger ikke noe som tilsier at Entra burde falle inn i denne kategorien. Det er konkludert i den strategiske- og i regnskapsanalysen at Entra operer innenfor et lite volatilt marked, men allikevel er utsatt for markedsendringer ut fra politiske forhold eller den økonomiske situasjonen til sine kunder.

Søker derfor etter en beta som består av flere selskaper og en større tidsperiode, for å mer presist kunne predikere potensiell fremtidig risiko. Damodaran har laget for Stern School of Business ved Universitet i New York, et stort datasett bestående av selskaper innenfor vestlig Europa og Storbritannia. Dataene for å danne dette datasettet er samlet fra en rekke kilder, deriblant Bloomberg, Morningstar, Capital IQ og Compustat (Damodaran, 2019).

Industri	Antall selskaper	Beta
Real Estate (Development)	58	0,88
Real Estate (General/Diversified)	65	0,76
Real Estate (Operations & Services)	216	0,59

Tabell: Beta-estimer for Europeiske industrier, kilde: Damodaran (2019)

Fra denne databasen foreligger det tre forskjellige inndelinger innenfor eiendom. I *Thomas Reuters Eikon* sin database er Entra definert innenfor *real estate operating* og *real estate management*, som vil plassere selskapet i *general/diversified* og *operations and services*. Selv

om Entra muligens er bedre definert innenfor de bransjebeskrivelsene som har betaverdier på 0,76 og 0,59 er det ønskelig å benytte den høyeste betaverdien. Selv om vi har konkludert i den strategiske analysen at Entra operer i et lite volatilt marked, foreligger det fra regnskapsanalysen at selskapet er meget påvirket av leieinntekter. Disse inntektene er i stor grad påvirket av den økonomiske situasjonen til sine kunder, som det er sannsynlig at følger markedet. Vi kan konkludere med at kundeporteføljen vil i stor grad følge markedet grunnet prinsippet om diversifisering av porteføljer.

Som det følger av denne argumentasjonen vil verdsettelsen av Entra benytte betaverdien på 0,88, gitt fra Real Estate Development, for videre beregninger.

5.2 - Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen (CAPM eller KVM) kan benyttes for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen, og består av risikofri rente pluss risikotillegget. Dette risikotillegget beskriver hvordan, i et konkurrerende marked, den forventede risikopremien variere direkte med beta.

$$(9). \text{CAPM} = \text{Risk free rate} + (\text{Market risk premium}) * \beta$$

Risk free rate = risikofri rente

Market risk premium = markedets forventede risikopremie

$\beta = \text{Beta}$

Det er kun den systematiske risikoen en investor ikke kan diversifisere seg vekk fra, og desto mer av denne risikoen en tar på seg - desto større avkastning vil en investor kreve for investeringen. Denne kompensasjonen er ikke kun på bakgrunn av risikoen ved investeringen, men også tidsverdien av pengene. Derav må avkastningskravet tilfredsstillende investeringen ved å dekke den risikoen investoren har tatt på seg, og dagens verdi av avkastningen i forhold til nåverdien av investeringen.

Den risikofrie renten (R_f) representerer som oftest renten på lange statsobligasjoner. Denne risikofrie renten representerer den avkastning en investor kan kreve for en investering uten risiko. Renten defineres som oftest av renten på lange statsobligasjoner fra Norges Bank. Et slikt lån er risikofritt ettersom det er tilsvarende lik null prosent sannsynlig at staten ikke skal kunne innfri lånet.

Det foreligger 3-, 5- og 10-årig renter som kan benyttes som grunnlag for risikofri rente. Det er standard å benytte seg av renten som tilsvarer tidshorisonten på investeringen.

Årsgjennomsnitt, statsobligasjoner	3 år	5 år	10 år
2019	1,23	1,28	1,49
2018	1,15	1,44	1,88
2017	0,77	1,07	1,64
2016	0,61	0,84	1,33
2015	0,76	0,99	1,57

Årsgjennomsnitt for norske statsobligasjoner, tre-, fem- og tiårige (Norges Bank (6))

Det er valgt å benytte en risikofri rente for 5 års statsobligasjoner, ettersom det er ønskelig å se på kontantstrømmen for de 5 neste årene. Den risikofrie renten som benyttes i videre utregner er dermed 1,28 prosent.

Risikopremien for markedet defineres som differansen mellom risikofri rente og markedsavkastningen. Premien beskriver avkastningskravet en investor vil kreve for å påta seg risiko, i motsetning til å ta opp et risikofritt lån. En kan ikke måle markedets risikopremie nøyaktig (Brealey R. m. fl. 2017. s. 200)

PwC har i samarbeid med NFF (Norske Finansanalytikers Forening) gjennomført en undersøkelse i det norske markedet for å kunne få et innblikk på størrelsen av markedets risikopremie. Undersøkelsen gjennomført desember 2019 fastslo at markedsrisikopremien i det norske markedet lå uendret fra tidligere år, på 5 prosent. Markedsrisikopremien har

foreligget på 5 prosent siden 2015. De videre analysene vil dermed benytte seg av en markedsrisikopremie på 5 prosent (PwC).

Med de oppgitte verdiene er det mulig å beregne selskapets egenkapitalavkastningskrav, ettersom vi har kommet frem til selskapets risikofrie rente, beta og markedets risikopremie.

$$(10). CAPM = 1,28\% + 5\% * \beta$$

Ved benyttelse av den 5-årige månedlige betaen til Entra, på 0,29, ville egenkapitalavkastningskrav for 31.12.2019 bli 1,73 prosent. Det foreligger slik at lånerenten, eller gjeldskostnaden, til et selskap er alltid lavere enn kostnaden til egenkapital (Brealey R. m. fl. 2017. s. 229). Dette er enda en indikasjon på at en slik lav beta ikke er reell for Entra, ettersom det fra Q4-rapporten kan hentes ut at den gjennomsnittlige renten for gjelds-porteføljen var på 2,99 prosent per 31.12.2019.

Ved benyttelse av den høyere beta-verdien på 0,88, avkastningskravet for egenkapitalen per av 31.12.2019 på 5,68 prosent. Denne beregningen tilfredsstiller forholdet mellom egenkapitalavkastningskravet og gjeldsavkastningkravet.

For videre utregninger vil 5,68 prosent benyttes for egenkapitalkostnad.

5.3 - Totalkapitalverdimodellen (WACC)

Videre vil avkastningskravet for totalkapitalen bli benyttet, også kalt WACC - *weighted average cost of capital* - ettersom det tar hensyn til ulike finansieringskilder.

WACC beskriver et vektet, gjennomsnittlig kapitalkostnad, og vil kunne fortelle hvor stor avkastning en kunne forvente å motta ved å investere kapital i et alternativt prosjekt med lik risiko. Den matematiske formelen for utregningen av WACC er som følger.

$$(11). WACC = R_e \frac{E}{E+D} + R_d(1-t) \frac{D}{E+D}$$

R_e = Entras egenkapitalkostnad

E = Markedsverdi for egenkapital

D = Markedsverdi for gjeld

R_d = Entras lånerente

t = nominell skattesats

Fra de tidligere avsnittene foreligger alle de nødvendige tallene for å kunne beregne en WACC for Entra. Fra CAPM-modellen foreligger Entras egenkapitalkostnad på 5,68 prosent, og fra Q4-rapporten til Entra kan egenkapital, gjeld og totalkapital uthentes, i tabellen under.

Egenkapital	Gjeld	Totalkapital
24 517 000 000,00	26 642 000 000,00	51 160 000 000,00

Tabell: Total egenkapital, gjeld og totalkapital. Kilde: Entra (14)

For beregning av avkastningskravet, mangler det kun skattesatsen og Entras lånerente.

Skattesatsen i Norge for 2019 er 22 prosent (Regjeringen (5)).

Som tidligere nevnt, kan det fra Q4-rapporten kan hentes ut at den gjennomsnittlige renten for gjelds-porteføljen var på 2,99 prosent, per av 31.12.2019.

Med dette foreligger alle verdiene som er nødvendig for en WACC-utregning.

$$(12). WACC = CAPM \times \frac{24\,517\,millioner}{51\,160\,millioner} + 2,99\% \times (1 - 0,22) \times \frac{26\,642\,millioner}{51\,160\,millioner}$$

$$WACC = 3,94\%$$

Avkastningskravet til Entra for totalkapitalen er med denne utregningen, med de gitte verdiene, på 3,94 prosent.

Dette avkastningskravet vil benyttes for å diskontere fremtidige kontantstrømmer for Entra.

6.0 - Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Vi ser det hensiktsmessig å vurdere utviklingen av fremtidige kontantstrømmene for å finne riktig verdi på Entra. I eiendomsbransjen, og i alle andre bransjer, er det vanskelig å estimere markedet over lengre tid ettersom det inneholder mye usikkerhet knyttet til uforutsette hendelser. Vi ser det derfor lite hensiktsmessig å gjøre en prognose av kontantstrømmer lengre enn fem år fram i tid. Verdien av Entra vil reflektere den akkumulerte summen av de neddiskonterte estimatene av fremtidige kontantstrømmer frem mot 2024.

Verdiene som er brukt i dette kapitlet baserer seg på historiske data i tillegg til vår egne strategiske analyse. Tallene er hentet fra Entras årsrapporter fra 2015 til 2019 med utgangspunkt i Entras konsernregnskap. Alle tall er oppgitt i millioner norske kroner, med mindre noe annet er oppgitt.

6.1 - Driftsinntekter

Av de historiske driftsinntektene fra år 2014 til 2019 beregnes en gjennomsnittlig endring i inntekter. Dette gir informasjon over hvordan inntektsgrunnlaget har utviklet seg over tid, og kan brukes som et verktøy på estimatet over fremtidig utvikling av driftsinntekter.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Leieinntekt	1772	1760	1899	2075	2243	2338
Andre inntekter	225	240	950	285	521	300
Andre eierposter	36	44	150	244	156	312
Driftsinntekter	2033	2044	2999	2604	2920	2950

Endring (%) 1 % 47 % -13 % 12 % 1 %

Gjennomsnitt endring 9,45 %

Tallene viser en gjennomsnittlig årlig endring på 9,45 prosent- et oppsiktsvekkende høyt tall. Andre inntekter fra 2016 og 2018 skiller seg ut, som vi av konsernregnskapet ser at skyldes henholdsvis et salg på 638 millioner kroner og inngåelse av en ny kontrakt. For å finne en mer nøyaktig verdi på gjennomsnittlig årlig endring velger vi å redusere posten “andre inntekter” ved å se bort i fra salget i år 2016 og redusere andre inntekter i 2018 med 40 prosent. De nye tallene gir en mer realistisk fremtidsprognose.

Tabellen under viser de nye verdiene:

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Leieinntekt	1772	1760	1899	2075	2243	2338
Andre inntekter	225	240	312	285	313	300
Andre eierposter	36	44	150	244	156	312
Driftsinntekter	2033	2044	2361	2604	2712	2950
Endring (%)		1 %	16 %	10 %	4 %	9 %

Gjennomsnitt endring 7,85 %

Med disse endringene får vi en gjennomsnittlig årlig endring på 7,85 prosent, som også er en noe optimistisk vekst i driftsinntekter. Slik vi argumenterer for i den strategiske analysen ser

Entras framtidsutsikter lyse ut, noe som kan gjøre veksten på 7,85 prosent til et realistisk mål. Det nye vekstestimatet legges til grunn for å beregne de fremtidige driftsinntektene.

År	2019	e2020	e2021	e2022	e2023	e2024
Driftsinntekter	2950	3182	3432	3701	3992	4305
Økning (%)	9 %	7,85 %	7,85 %	7,85 %	7,85 %	7,85 %

Med denne prognosen vil driftsinntektene øke med hele 45,93 prosent fra 2019 til 2024, som tilsvarer en stor økning. Likevel er ikke dette en altfor stor økning med tanke på at driftsinntektene økte med 45,1 prosent i perioden fra 2014 til 2019.

6.2 - Driftskostnader

De historiske driftskostnadene viser endringen fra år til år og tydeliggjør hvordan driftskostnadene endrer seg i forhold til inntektene. Dette gir et utgangspunkt til å estimere utviklingen av fremtidige kostnader.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vedlikeholdskostnader	148	185	159	161	184	189
Andre kostnader	205	206	881	239	485	252
Administrative kostnader	227	168	152	163	157	171
Netto realiserte finanskostnader	624	625	572	550	491	551

Driftskostnader	1204	1184	1764	1113	1317	1163
------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

De historiske tallene viser relativt stabile driftskostnader i perioden. Unntaket er 2016, der andre kostnader tilsvarte 881 millioner kroner. De høye kostnadene henger sammen med andre inntekter, som var tilsvarende høye samme år. Videre analyseres forholdet mellom kostnader og inntekter i samme periode for å utarbeide en prognose av fremtidig utvikling av driftskostnader.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftskostnad	1204	1184	1764	1113	1317	1163
% av driftsinntekt	59 %	58 %	75 %	43 %	49 %	39 %
Gjennomsnitt	54 %					

I løpet av perioden tilsvarte kostnadene i gjennomsnitt 54 prosent av inntektene tilsvarende år. Vi benytter oss av samme ratio for å estimere videre utvikling av driftsinntekter. Det har vært en gradvis nedgang i driftskostnader i perioden. Driftskostnader tilsvarende 54 prosent av inntektene kan derfor være et for høyt estimat når driftskostnadene tilsvarende 39 prosent av inntektene i 2019- en reduksjon på cirka 51 prosent fra 2014.

År	2019	e2020	e2021	e2022	e2023	e2024
Driftskostnader	1163	1711	1845	1990	2146	2315
% andel av driftsinntekt	39 %	54 %	54 %	54 %	54 %	54 %

6.3 - Skatt

I en prognose over fremtidige kontantstrømmer må man vurdere fremtidig utvikling av skatte- og avgiftsnivået i Norge. I 2019 var skatten på bedrifters overskudd 22 prosent- en nedgang på 1 prosent fra 2018. Under juridiske forhold i PESTEL-analysen er skattesatsens utvikling drøftet nærmere.

Skatten på bedrifters overskudd vil være uendret på 22 prosent i 2020 (Regjeringen, 7.oktober 2019), og vi forutsetter at den vil holde seg stabilt på dette nivået når vi estimerer fremtidige kontantstrømmer.

6.4 - Avskrivninger

Avskrivninger og nedskrivninger er en periodisering av levetiden til en investering. Investeringsbeløpet er allerede utbetalt, og avskrivningene/nedskrivningene har således ingen likvid effekt. Derav skal de ikke beregnes i endelig kontantstrøm, men medregnes i resultat før skatt da de gir skattemessig reduksjon.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Avskrivninger og nedskrivninger	18	18	16	7	15	8

Avskrivninger og nedskrivninger har variert mye de siste årene. I tabellen er posten justert for de opprinnelige høye avskrivningene i 2016 (45 millioner). Vi har beregnet oss fram til en ny avskrivningsverdi på 16 millioner, som er kalkulert med samme prosentsats benyttet for å redusere andre inntekter i 2016. Dette vil gi en mer forutsigbar fremtidsprognose ettersom de opprinnelige avskrivningene dette året har en unormalt høy verdi. Videre vil vi beregne denne

postens prosentandel av driftsinntektene i tilhørende periode for å finne et verdiestimat for avskrivninger som skal benyttes i fremtidige kontantstrømmer.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Avskrivning og nedskrivning	18	18	16	7	15	8
% av driftsinntekt	1 %	1 %	1 %	0 %	1 %	0 %
Gjennomsnitt	1 %					

De årlige gjennomsnittlige avskrivningene og nedskrivningene utgjør om lag 1 prosent av driftsinntektene. Denne prosentandelen benyttes for å estimere fremtidig utvikling av avskrivninger og nedskrivninger.

År	2019	e2020	e2021	e2022	e2023	e2024
Avskrivninger og nedskrivninger	8	19	20	22	24	25
% andel av driftsinntekt	0 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %

Nye bygg og prosjekt som ferdigstilles kommer til å øke størrelsen på avskrivningene i årene fremover. Vi regner derfor med at det vil skje en økning i avskrivninger og eventuelle nedskrivninger i årene som kommer.

6.6 - Endring kundefordringer

Endringer i kundefordringer er relativt små i forhold til øvrige inntekter/kostnader. Vi ser det derfor hensiktsmessig å inkludere kundefordringene som en andel av driftsinntektene i prognosen for fremtidig utvikling.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kundefordringer	45	56	27	34	47	43
% av driftsinntekt	2 %	3 %	1 %	1 %	2 %	1 %
Gjennomsnitt	2 %					

Fra historiske data har kundefordringene utgjort om lag 2 prosent av driftsinntektene, som er raten vi velger å benytte oss av i kalkuleringen av fremtidige kontantstrømmer.

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Kundefordringer	43	56	61	65	70	76
% andel driftsinntekt	1 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Endring i kroner	4	13	4	5	5	6

En andel på 2 prosent fører til at kundefordringene stiger i takt med driftsinntektene. I vår prognose regner vi med en forsiktig økning i kundefordringer i årene som kommer.

6.7 - Endring i leverandørgjeld

Endring i leverandørgjeld er beregnet ved å finne leverandørgjeldens størrelse som andel av driftskostnadene. Gjennomsnittlig utgjør leverandørgjeld 19 prosent av driftskostnadene, som er estimatet vi benytter oss av i fremtidig prognose. Med denne verdien vil leverandørgjelden øke i perioden.

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Leverandørgjeld	324	142	290	306	190	200
% av driftskostnad	27 %	12 %	16 %	27 %	14 %	17 %
Gjennomsnitt	19 %					

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Leverandørgjeld	200	326,33	351,96	379,60	409,41	441,56
% andel driftskostnader	17 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
Endring i kroner	10	126,33	25,63	27,64	29,81	32,15

6.8 - Investeringer

Entra har som mål å betale 60 prosent utbytte til sine aksjonærer. Resterende 40 prosent benyttes til reinvestering i selskapet og gir selskapet økt mulighet for ekspansjon. (Entra (15), s. 76).

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Kontantstrøm fra drift	1402	1291	1272	1372	1480	1596
Investering		516	509	549	592	638

6.9 - Resultat

Av de justeringene som er gjort fremkommer prognosen for fremtidige frie kontantstrømmer som følgende;

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Sum Driftsinntekt	2950	3182	3432	3701	3992	4305
Driftskostnader	1163	1711	1845	1990	2146	2315
Avskrivninger	8	19	20	22	24	25
Sum Driftskostnader	1171	1729	1865	2012	2170	2340
Resultat før skatt	1779	1452	1566	1689	1822	1965
Skatt (22%)	391	320	345	372	401	432
Resultat etter skatt	1388	1133	1222	1318	1421	1533
Avskrivninger	8	19	20	22	24	25
Endring kundefordringer	-4,0	13,2	4,4	4,8	5,1	5,5

Endring leverandørgjeld	10,0	126,3	25,6	27,6	29,8	32,2
Kontantstrøm fra drift	1402	1291	1272	1372	1480	1596
Investering		516	509	549	592	638
Frie kontantstrømmer		775	763	823	888	958

6.10 - Verdsettelse

Det Entra sitter igjen med av frie kontantstrømmer ved periodens slutt er grunnlaget for verdsettelsen av selskapet som helhet og estimering av verdien på hver enkelt aksje. Ut ifra vårt estimat, vil frie kontantstrømmer utvikle seg slik fram mot 2024:

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Frie kontantstrømmer		775	763	823	888	958

I regnskapsanalysen kom vi fram til en WACC (vektet gjennomsnittskostnad) på 3,94 prosent. Entra operer i eiendomsmarkedet der det er vanskelig å skape merverdi ut over inflasjonsmålet. Vi velger derfor å sette den årlige veksten lik inflasjonsmålet til Norges Bank på 2 prosent.

År	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Fri kontantstrøm		775	763	823	888	958
Netto nåverdi		745,55	706,12	732,70	760,53	789,30

Med de foreliggende verdiene er det mulig å beregne en verdi for Entra sine aksjer.

Fremgangsmåten herfra blir først å summere netto nåverdi av alle frie kontantstrømmer, som gir en verdi på 3 735,20 millioner. Videre finner vi terminalbeløpet ved å benytte oss av den siste kontantstrømmen på 789,30 millioner og sette inn i den gitte formelen under.

$$(13). \frac{CF_5 \times (1-g)}{r-g}$$

Med årlig vekst på 2 prosent og avkastningskrav på 3,94 prosent, gir dette en terminalverdi på 50 110,76 millioner kroner. Med netto nåverdi fra den frie kontantstrømmen blir selskapets totale netto nåverdi på 54 104,36 millioner.

Av denne totale nåverdien utgjør om lag 27 460 millioner egenkapital, som delt på summen av antall aksjer gir en verdi på 150,81 kroner per aksje. Denne verdien ligger 4 prosent over markedsverdien per 31.12.2019, på 145 kroner.

PV Free CF	3 735 287 118,49 kr
PV Horizon Value	50 360 072 164,95 kr
PV of Company	54 104 359 283,44 kr
Debt (31.12.2019)	26 642 000 000,00 kr
Total value of equity	27 462 359 283,44 kr
Shares outstanding	182 100 000
Value per share	150,81 kr

7.0 - Sammensetning markedsbasert verdsettelse

Den markedsbaserte verdsettelsen går ut på å verdsette Entra mot lignende selskaper i markedet. For å kunne estimere en slik markedsbasert verdi, vil verdsettelsen benytte seg av multipler P/E, EV/EBITDA og EV/driftsinntekter basert på tall fra 2019 for sammenlignbare selskaper. Verdsettelsen vil benytte seg av gjennomsnittet av multipler fra de sammenlignbare selskapene for å estimere Entra sin aksjeverdi.

7.1 - Sammenlignbare selskaper

Entra er i en meget særskilt posisjon da det ikke er mange selskaper som operer innenfor den eksakt samme bransjebeskrivelse. KLP er et av selskapene Entra kunne sammenlignes med, men av den grunn at de ikke er børsnoterte, vil sammenligningsgrunnlaget være svakt. Andre selskaper som man ved første øyekast tror kan være sammenlignbare driver virksomhet i helt andre segmenter eller bransjer. Det tidligere nevnte selskapet Olav Thon Eiendomsselskap AS driver i all hovedsak med hotell og Veidekke AS har en bred portefølje av forskjellige prosjekter de tar på seg som viker fra Entrás. Veidekke AS utfører alle typer bygg- og anleggsoppdrag, utvikler boligprosjekter, vedlikeholder veier og produserer asfalt, pukk og grus (Veidekke). Vanskeligheten med å finne gode sammenlignbare norske selskaper fører til at en må se forbi landegrensene.

Innenfor bransjen, som definert av *Thomas Reuters Eikon* sin database som *real estate operating* og *real estate management*, finner vi følgende selskaper i våre naboland: svenske Castellum AB, Fabege AB og Hufvudsstaden AB, tyske Grand City Properties SA og LEG Immobilien AG, finske Citycon Oyj og norske Norwegian Property ASA. Ettersom selskapene opererer innenfor de samme bransjene, tilfredsstiller de kravet om bransjetilhørighet for å kunne være sammenlignbare.

Ettersom hovedmengden av selskapene inkludert i sammenligningen er utenlandsbaserte kan dette føre til dårligere multipler, grunnet at selskapene ikke er utsatt for de samme makroøkonomiske forholdene. Det har foreligget større forskjeller i de makroøkonomiske forholdene i de forskjellige nasjonene, eksempelvis Sveriges Riksbank som innførte negativ styringsrente som ikke er adoptert av de andre nevnte landene. Det kan også debatteres at de

kulturelle forskjellene mellom de tysk-baserte selskapene og de nordiske også vil kunne ha en innvirkning på makroøkonomiske forhold.

Grunnet det store tidsspennet som selskapene ble etablert utover, vil de trolig være på ulike utviklingsstadium, noe som vil gi påfølgende mindre pålitelig multipler. Det tidligste selskapet var Hufvudsstaden som ble etablert i 1915, og den seneste Grand City i 2011 (eller Entra hvis en regner med deres løsrivelse fra den norske stat i 2014).

Selv om det foreligger ulemper med å benytte seg av disse selskapene i en markedsbasert verdsettelse, er det få andre alternativer. Disse selskapene representerer de nærmeste sammenlignbare selskapene mot Entra som opererer innenfor den samme bransjen. Derfor vil disse selskapene benyttes i videre analyse.

7.2 - P/E-metoden

P/E er en forkortelse for "*Price-to-earnings*", og viser forholdet mellom en bedrifts markedsverdi og årsresultat, og evaluerer et selskaps aksjeverdi relativt til deres EPS (*earnings per share*). P/E har her blitt hentet fra finansdatabasen Eikon:

Selskapsnavn	P/E LTM
Entra ASA	9,53
Castellum AB	11,14
Citycon Oyj	187,81
Fabege AB	9,12
Hufvudstaden AB	11,66
Norwegian property ASA	7,18
Grand City Properties SA	9,03
LEG Immobilien AG	8,56

Median	9,12
Real estate	12,35

Tabell: P/E multipler hentet fra Thomson Reuters Eikon 04.03.2020

Som det foreligger i tabell 9,1 er “price-to-earnings” for Citycon mye større enn for de andre aktørene i markedet. Den utrolig store forskjellen fører det til et mindre nøyaktig snitt mellom disse selskapene, og Citycon vil anses for å være en uteligger ettersom snittet for resten av bransjen ligger på 12,35 ifølge Eikons database. Fjernes denne uteliggeren, vil snittet for resterende selskaper ligge på 9,46. Dette er en verdi som vil gi en mye bedre representasjon av virkeligheten, og vil dermed benytte denne verdien som en multippel videre.

Men denne gjennomsnittlige P/E for Entra og de andre sammenlignbare selskapene kan en beregne et estimat for Entras aksjeverdi. Utregning med en slik multippel er som følger.

$$(14). P/E = \frac{(Multippel \times \text{Resultat etter skatt})}{\text{Antall aksjer}}$$

Price-to-earnings (P/E)	Sum
<i>Multippel</i>	9,46
× <i>Resultat etter skatt</i>	3 225 000 000
= <i>Verdi egenkapital</i>	30 508 500 000
<i>Antall aksjer (31.12.2019)</i>	182 132 055
<i>Verdi per aksje = $\frac{\text{Verdi egenkapital}}{\text{Antall aksjer}}$</i>	167,50 NOK

Den beregnede aksjeverdien er her 167,50 kroner, en verdi som er 10,2 prosent større enn den observerte verdien på 150,4 kroner per 06.03.2020. Prisforskjellen kan være en indikasjon på at Entra sine aksjer er underpriset i markedet.

7.3 - EV/EBITDA-metoden

EV/EBITDA er en mye brukt multiplenummer ved en verdivurdering av et selskap. EV er en forkortelse for *enterprise value* - konsernverdien - og EBITDA er et engelsk akronym for *earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations* (resultat før skatt, skatt, avskrivninger og til slutt nedskrivninger) (Terje Berg, side 73). Ved bruk av denne multiplenummeren må man trekke fra verdien av netto rentebærende gjeld eller legge til netto rentebærende innskudd for å beregne markedsverdien av egenkapitalen.

EV/EBITDA benyttes i stor grad for å verdsette driften i selskaper med store avskrivninger. Ved å fjerne avskrivningene muliggjør det sammenligning av selskaper som operer i samme bransje som har forskjellige investeringsprofiler og ulike avskrivningsplaner. Multiplenummeret definerer ikke selskapets reelle investeringsbehov, og det kan derav være gunstig å korrigere for dette for en mer presis verdivurdering av selskapet.

Selskapsnavn	EV/EBITDA
Entra ASA	23,99
Castellum AB	26,43
Citycon Oyj	17,71
Fabege AB	40,03
Hufvudstaden AB	31,41
Norwegian property ASA	23,66
Grand City Properties SA	23,43
LEG Immobilien AG	27,96
Snitt	26,83

EV/EBITDA for Entra og sammenlignbare selskaper, hentet fra Thomson Reuters Eikon

07.03.2020

Det er ikke like klare uteliggere med EV/EBITDA, slik som observert med P/E. Det gitte snittet med alle selskapene er 26,83. Med denne multiplere kan en estimere aksjeverdien for Entra med den gitte formelen.

$$(15). \text{Verdi Entra} = \left(\frac{EV}{EBITDA} \times EBITDA_{\text{Entra}} \right) - \text{Netto rentebærende gjeld}_{\text{Entra}}$$

EV/EBITDA	Sum
<i>Multipel</i>	26,83
$\times EBITDA_{\text{Entra}}$ (i NOK)	2 134 842 340,31
= <i>EV</i>	51 214 867 744,04
– <i>netto rentebærende gjeld</i>	19 585 000 000
<i>Verdi egenkapital</i>	31 629 867 744,04
$\frac{\text{Verdi egenkapital}}{\text{Antall aksjer}} =$	173,66 NOK

Denne metoden gir en aksjepris som er 13,4 prosent enn den observerte prisen på markedet. Det må sies at grunnet bransjen de opererer i er denne verdsettelsesmetoden mindre gunstig for å estimere en aksjeverdi for Entra. Metoden indikerer også at Entra sine aksjer er underpriset i markedet.

7.4 - EV/driftsinntekter

Grunnet bransjen Entra opererer i, er det vanskelig å finne gunstige multipler å benytte seg av. Price-to-books ville for eksempel være lite gunstig grunnet store variasjoner i bokført verdi. Det ble vurdert å benytte EV/driftsmargin, men grunnet marginer fra 60 til over 200 prosent, ville dette med stor sannsynlighet også lede til en mindre nøyaktig verdi. Vi har derfor valgt å bruke en multiplere basert på konsernverdien delt på driftsinntekter.

Denne multippelen vil kunne gi et bilde over selskapenes effektivitet, i form av forholdet mellom konsernets verdi og deres driftsinntekter for året.

Driftsinntektene til de sammenlignbare selskapene var samlet fra sine respektive årsrapporter for 2019. Selskapene er lokalisert i forskjellige land og i rapportene benyttes det ulike valutaer. De svenske selskapene Castellum, Fabege og Hufvudstaden benyttet i sine regnskap svenske kroner. De resterende selskapene, utenom de to norske, benyttet seg av Euro.

Selskapsnavn	Enterprice Value (NOK)	Driftsinntekter (NOK)	EV/Driftsinntekter (NOK)
Entra ASA	48 689 097 595,25	2 338 000 000	20,83
Castellum AB	102 873 789 904,85	6 752 360 000	15,24
Citycon Oyj	35 778 021 184,85	4 053 612 000	8,83
Fabege AB	80 106 133 586,98	3 312 960 000	24,18
Hufvudstaden AB	43 595 013 467,65	2 297 960 000	18,97
Norwegian property ASA	14 265 569 865,71	1 118 000 000	12,76
Grand City Properties SA	70 759 081 889,24	7 345 572 330	9,63
LEG Immobilien AG	124 665 142 864,87	10 611 234 000	11,75
Snitt:	74 390 264 337	5 404 242 619	17,45

EV og driftsinntekter for Entra og sammenlignbare selskaper, hentet fra Thomson Reuters

Eikon 07.03.2020

EV/EBITDA	Sum
<i>Multippel</i>	17,45
× <i>Driftsinntekter (NOK)</i>	2 338 000 000
= EV	40 798 100 000
– <i>netto rentebærende gjeld</i>	19 585 000 000
<i>Verdi egenkapital</i>	21 213 100 000
$\frac{\text{Verdi egenkapital}}{\text{Antall aksjer}} =$	116,47 NOK

Som det fremkommer, gir denne tilnærmingen en pris per aksje på 116 kroner for Entra. Dette er langt lavere enn den tidligere benyttede observerte aksjekursen per av 06.03.2020, samt også i klar kontrast til de tidligere utregnede verdiene i markedsanalysen. Verdien vil derimot bli tatt med videre for å justere de øvrige verdsettelsene, ettersom de verdiene virker kunstig oppblåste, og denne multippelen vil bidra til å justere dette.

7.5 - Oppsummering markedsbasert verdsettelse

	P/E	EV/EBITDA	EV/Driftsinntekt
Entra	9,53	23,99	20,83
Snitt	9,46	26,88	17,45

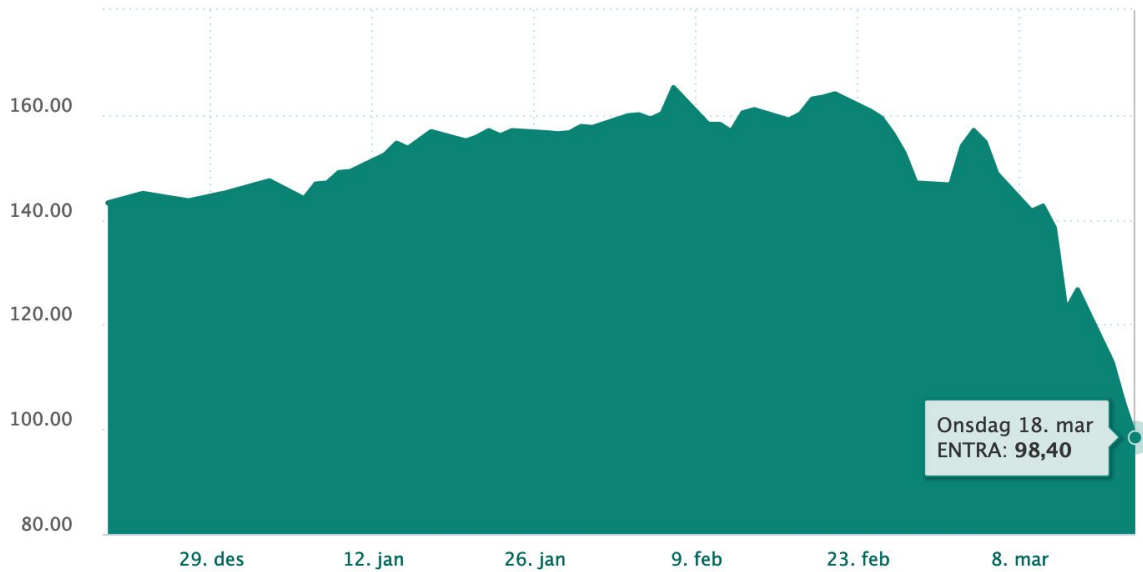
Multiplene som ble beregnet for Entra ligger nært det observerte gjennomsnittet for de tre vurderingsgrunnlagene tatt opp i markedsbaserte analysen. Dette vil indikere at Entra ikke har en konkurransefordel som hever selskapet over de andre konkurrentene. Som nevnt i den strategiske analysen foreligger det flere konkurransefordeler for Entra, men fra markedsanalysen vil disse konkurransefordelene være begrenset til innad i det norske

markedet. Det vil dermed konkluderes at det ikke foreligger noen nevneverdig konkurransefordel for Entra i det større markedet.

Multipel	Pris per aksje
P/E	167,50
EV/EBITDA	173,66
EV/Driftsinntekter	116,47
Snitt	152,54

Som en kan observere i tabellen ovenfor, foreligger det en større spredning i de beregnede aksjeverdiene. Den gjennomsnittlige aksjeverdien for disse tre multiplene blir 152,50 kroner, som er tilnærmet lik den observerte verdien på 150,4, per av 06.03.2020. Denne verdien er litt høyere enn den observerte prisen ved 31.12.2019, som var på 145 kroner. Denne gjennomsnittsprisen er tilnærmet lik den beregnede verdien ved å benytte fremtidige kontantstrømmer, som konkluderte med en verdi på 150,81 kroner.

Senere utvikling i markedet grunnet Koronaviruset har ført til et stort prisfall, hvor prisen for Entra sine aksjer har per av 18. mars falt til under 100 kroner per aksje. Med denne store endringen i pris som markedet har opplevd, har dagens observerte pris blitt kraftig svekket i forhold til markedsanalysen og verdsettelsen ved å benytte fremtidige kontantstrømmer.



Figur: Kursoversikt for Entra, de siste tre månedene, kilde: Oslo Børs (1)

Mellom 1. januar, og dette kraftige fallet opplevd rundt slutten av februar, var den observerte prisen i markedet rundt den gjennomsnittlige estimerte aksjeverdien på 152,54 kroner.

Etttersom den estimerte aksjeverdien er tilsvarende lik den observerte verdien før det kraftige fallet som vi har hatt i verdensøkonomien grunnet Korona-utbruddet, vil vi konkludere med at 152,54 kroner et godt estimat i et normalt marked.

8.0 - Sensitivitetsanalyse

Konklusjonene som trekkes fra kontantstrømanalysen og den markedsbaserte verdsettelsen foreligger med liten avstand til hverandre. Fra både kontantstrøm- og den markedsbaserte analysen foreligger det beregnede verdier som ligger over den observerte prisen fra 31.12.

Basert på den foreliggende fremtidige kontantstrømanalysen, ble det estimert en aksjeverdi på 150,81 kroner, som lå over den observerte markedsverdien 31.12.2019. Utrekningen av denne verdien ble gjennomført med et avkastningskrav (WACC) på 3,94 prosent og en terminalvekst tilsvarende inflasjonsmålet på 2 prosent. Ved å foreta en sensitivitetsanalyse kan en justere for eventuelle endringer i pris ved å endre det gitte avkastningskravet eller terminalveksten.

g/WACC	3,60%	3,70%	3,80%	3,94%	4,00%	4,10%	4,20%
1,50%	128,69	117,07	106,46	93,05	87,76	79,49	71,82
1,75%	163,76	148,86	135,41	118,63	112,08	101,90	92,54
2,0%	209,79	190,00	172,41	150,81	142,48	129,64	117,97
2,25%	272,87	245,33	221,34	192,50	181,56	164,88	149,91
2,50%	364,63	323,72	289,09	248,68	233,66	211,14	191,25

Sensitivitetsanalyse, aksjeverdi til Entra med forskjellige verdier i WACC og terminalvekst

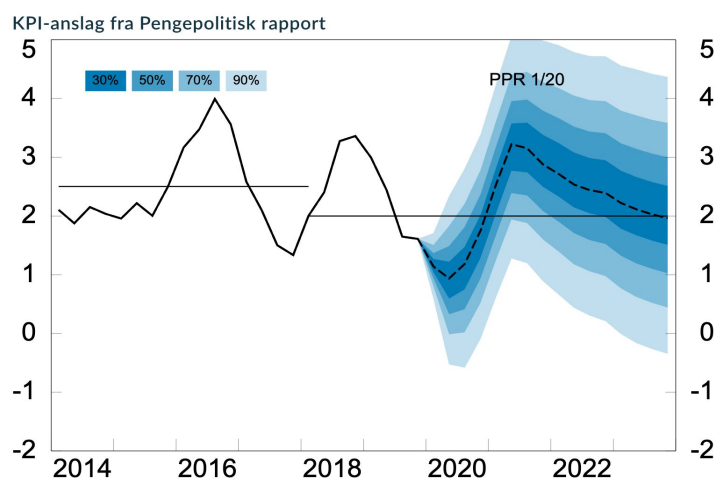
Selv om endringen i vekst og WACC i analysen ikke gjennomgår endringer større enn 0,5 prosent, foreligger det verdier fra 364,63 kroner per aksje til kun 71,82 kroner. Med disse store endringer i verdien ved små endringer i avkastningskrav og vekst, kan en fra denne sensitivitetsanalysen konkludere med at aksjekursen til Entra er meget sensitiv overfor endringer i WACC og selskapets vekst. At et selskap slik som Entra skal være så sensitivt overfor endringer i WACC og vekst er overraskende, ettersom bransjen de opererer i ikke karakteriseres som sensitiv.

9.0 - Oppgavekritikk

Det siste steget før en konklusjon er å undersøke og vurdere om funnene gjort i verdsettelsen av Entra representerer virkeligheten. De forskjellige kalkulative analysene, eksempelvis prognosen for fremtidig kontantstrømmer, baseres primært på historiske data. Historiske data vil ikke kunne predikere hva som vil skje fremover i tid, og estimatene vi har regnet aksjekursen ut fra vil derfor være unøyaktige.

De historiske dataene som er brukt fremkommer av Brønnøysundregisteret og internt fra Entra. Ved dannelsen av denne verdsettelsen har det ikke blitt utgitt årsrapport for Entra fra Brønnøysundregisteret for året 2019. Alle de dataene som er benyttet for dette året er kommet fra den interne årsrapporten eller Q4-rapporten. Det er mulig at verdiene som vil foreligge i årsregnskapet som blir innsendt til Brønnøysundregisteret avviker fra de oppgitte tallene fra denne oppgaven, grunnet eventuelle avrundinger eller justeringer som kan forekomme fram til innleveringen. Det er derfor en del usikkerhet knyttet til fremtidsprognosene og de historiske tallene.

Fra sensitivitetsanalysen ser vi relativt små endringer i avkastningskrav, og vekstestimer vil få aksjekursen til å avvike mye fra vårt kursmål. Som det foreligger fra den underliggende tabellen om den mulige utviklingen av inflasjonen observert i det norske markedet, kan det i de nærmeste årene bevege seg i rommet mellom 4,5 prosent og inn i -0,25 prosent. I sensitivitetsanalysen har vi kun inkludert vekst fra 1,5 prosent til 2,5 prosent. Vi har lagt til grunn Norges Banks inflasjonsmål på 2 prosent for å måle vekst i Entra. Som tidligere nevnt vil denne veksten være tilnærmet lik markedsveksten.



Figur: Konsumprisindeks-anslag, kilde: Norges bank (7)

Med kun den forskjellen i prosent inkludert i vår analyse, fremkommer det endringer i aksjekurs på over 100 kroner. Denne sensitiviteten til endringer i vekst vil også være et moment som gjør skaper usikkerhet rundt konklusjonene som blir dratt frem i denne verdsettelsen.

Et element av stor betydning er den verdensomspennende pandemien Covid-19. Alle konsekvenser av tiltak gjort på bakgrunn av pandemien trekker markedene ned. Som følge av dette sank Entra's aksjepris med 38 prosent i perioden 19.februar til 19.mars 2020. Entra blir i stor grad påvirket av de makroøkonomiske forholdene, og sett i lys av pandemien vil særlig endringer i de politiske og økonomiske forholdene ha stor påvirkning. Regjeringen står overfor en situasjon med mye eksperimentering i sine beslutninger grunnet en situasjon de aldri har erfart tidligere. Nye tiltak vil påvirke Entra og fremtidsprognosene blir derav mer usikre.

Videre påvirkning i markedet kommer fra Norges Bank, som har redusert styringsrenten ned til 0,25 prosent fra vår drøfting på 1,5 prosent (Norges Bank (8)) under de økonomiske forholdene. SSB ble benyttet som kilde for fremtidsprognosen av det som så ut til å bli en stabil styringsrente. Dette er et estimat som ikke er reelt som følge av hele verdensbildet som nå har endret seg grunnet Covid-19. SSB dropper derfor videre prognoser av norsk og internasjonal økonomi (Knudsen, 2020). Selv en stabil sektor som eiendom er ikke upåvirket av et urolig verdensmarked.

Det siste momentet vi ønsker å ta opp for mulig påvirkning på resultatet av verdsettelsen, er subjektiviteten til forfatterne. Gjennom en slik langvarig prosess som denne verdsettelsen har vist seg å være, vil det foreligge mulighet for at forfatterne har dannet et mer positivt syn på selskapet enn hva det egentlig foreligger i virkeligheten. Selv om det har foreligget et ønske om å holde et objektivt syn på verdsettelsen, foreligger det ingen garanti for at dette er oppnådd.

10.0 - Konklusjon

Verdsettelsesoppgaven har svart på følgende problemstilling: “*Hva er verdien av Entra ASA per 31.12.2019?*”. For å kunne besvare problemstillingen ble de potensielle fremtidige kontantstrømmene beregnet frem til 2024 og sammenlignet disse verdiene opp mot den strategiske analysen, for så å diskontere kontantstrømmene på grunnlag av avkastningskravet for å finne en nåverdi.

Ved siden av verdsettelsesanalysen har vi sammenlignet noen av Entras multipler opp mot sammenlignbare selskaper. Dette ga oss muligheten til å se om verdien vi fant fremstår som plausibel i et kompetitivt eiendomsmarked.

I de nevnte analysene ble det utledet forskjellige aksjekurser. Ved å benytte seg av fremtidige kontantstrømmer ble det estimert en aksjeverdi på 150,81 kroner, og markedsanalysen konkluderte med en aksjeverdi på 152,54 kroner. For å kunne konkludere med en gitt sluttkurs, vil vi benytte oss av det vektete gjennomsnittet mellom de to verdiene. Dette resulterer i en aksjeverdi på 151,68 kroner. Denne avsluttende verdien er kun 4,6 prosent over den reelle verdien per 31.12.2019, som ble observert til 145 kroner. Per dags dato (17.03.2020) omsettes Entra sine aksjer for 110,60 NOK på Oslo Børs, noe som vil gi en sterk kjøpsanbefaling.

Det vil dermed konkluderes at den estimerte aksjekursen på 151,68 kroner uttrykker selskapets reelle verdi. Dette kursmålet avviker ikke i stor grad den observerte verdien i markedet, før det forekom større urolighet i markedet. Urolighetene som i senere tid har skapt stor variasjon i de observerte prisene til Entra er det nevnte Korona-utbruddet og kraftige prisfall på olje, som gjør at vårt estimerte kursmål vil kunne avvike mer i fremtiden. Dette ser vi nærmere på i sensitivitetsanalysen, hvor vi peker på hvordan små endringer i vekstprognoser og forventninger til avkastningskrav vil kunne påvirke aksjekursen.

Om vi i tiden fremover skal gi noen anbefalinger til handelsstrategi, vil det være å trå forsiktig med tanke på de urolige forholdene i dagens marked. Per dags dato, 17. mars 2020, foreligger vårt estimat over kursen i markedet. Den prisen vi observerer i markedet i dag er ifølge vår vurdering ikke den reelle verdien til Entra. Med denne underprisingen vil det

foreligge en kjøpsanbefaling, da vi tror markedet vil normalisere seg - og vår estimerte verdi av aksjeprisen vil gjøre seg gjeldende.

11.0 - Kilder

Berg, T., & Keeping, D. (2017). *Grunnleggende økonomistyring*. Oslo: Cappelen Damm akademisk.

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2017). *Principles of corporate finance* (12th ed., The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estates). New York: McGraw-Hill Education.

(1) Brønnøysund. *Nøkkelopplysninger fra enhetsregisteret*. Hentet fra <https://w2.brreg.no/enhet/sok/detalj.jsp?orgnr=999296432> (Hentet 27. januar 2020)

(2) Brønnøysund. *Årsrapport Entra 2016*. Tilgjengelig fra: <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/velg.jsp?enhetsnr=999296432&action=getList> (Hentet 07. februar 2020)

(3) Brønnøysund. *Årsrapport Entra 2017*. Tilgjengelig fra: <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/velg.jsp?enhetsnr=999296432&action=getList> (Hentet 07. februar 2020)

(4) Brønnøysund. *Årsrapport Entra 2018*. Tilgjengelig fra: <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/velg.jsp?enhetsnr=999296432&action=getList> (Hentet 07. februar 2020)

Bjørheim, K. (1. november 2019). *Prosjektleder Håvar Hauken Espelid er med på å gå opp ombruksløypa for byggebransjen*. Tilgjengelig fra: <https://www.tu.no/artikler/entra-bygger-atte-etasjer-med-brukte-materialer-et-kick-hver-gang-vi-kommer-over-noe-vi-kan-bruke-br/477521> (Hentet 16. februar 2020)

Bodahl, A. (9. februar 2018). *Vi flytter til byene og vraker distriktene*. Tilgjengelig fra: <https://www.dagsavisen.no/nyheter/innenriks/vi-flytter-til-byene-og-vraker-distriktene-1.1099412> (Hentet 30. januar 2020)

Brudvik, M. *Strategisk analyse (SWOT-analyse)*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/krd/kampanjer/ry/swot-analyse.pdf> (Hentet 15. februar 2020)

Bygg.no (22. januar 2020). *Entra nominert til internasjonal BREEAM-pris med to bygg*. Tilgjengelig fra: <https://www.bygg.no/article/1421103> (Hentet 16. februar 2020)

Castellum (3. februar 2020). *Annual report 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.castellum.se/investor-relations/> (Hentet 19. mars 2020)

Citycon (5. februar 2020). *Financial review 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.citycon.com/investors/financial-reports> (Hentet 19. mars 2020)

Dahl m.fl. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag

Damodaran, Aswath (2019). *Levered and unlevered beta by industry*. Tilgjengelig fra: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html (Hentet 28. mars 2020)

(1) Direktoratet for byggkvalitet (dibk). *Byggteknisk forskrift (TEK17) med veiledning*. Tilgjengelig fra: <https://dibk.no/byggereglene/byggteknisk-forskrift-tek17/> (Hentet 5. februar 2020)

(2) Direktoratet for byggkvalitet (dibk). (1. juli 2017). *Her er de mest sentrale endringene i TEK17*. Tilgjengelig fra: <https://dibk.no/om-oss/Nyhetsarkiv/her-er-de-mest-sentrale-endringene-i-tek17/> (Hentet 3. februar 2020)

Hovland, K.M. (3. februar 2020). *Den norske kronen er rammet av frykten for Coronavirus: -Har fått litt vel hard juling*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/vQ1BjV/den-norske-kronen-er-rammet-av-frykten-for-coronavirus-har-faatt-litt-vel-hard-juling> (Hentet 24. februar)

Eiendomsbransjen. *Entra*. Tilgjengelig fra: <https://www.eiendomsbransjen.no/aktorer/entra/> (Hentet 28. januar 2020)

Eiendomsmegler1. *Hvorfor satse på BREEAM-NOR sertifisering?* Tilgjengelig fra: <https://www.eiendomsmegler1.no/hjemtildeg/prosjekt-nybygg/2018/hvorfor-satse-paa-breeam-nor-serifisering/> (Hentet 16. februar 2020)

(1) Entra. *Om Entra*. Tilgjengelig fra: <https://www.entra.no/about>. (Hentet 27. januar 2020)

(2) Entra. *Properties*. Tilgjengelig fra: <https://www.entra.no/properties> (Hentet 27. januar 2020)

(3) Entra. *Våre 20 største aksjonærer*. Tilgjengelig fra: <https://www.entra.no/investor-relations/article/aksjonærer/41> (Hentet 25. februar 2020)

(4) Entra. *Samfunnsansvar*. Tilgjengelig fra: <https://entra.no/about/article/samfunnsansvar/36> (Hentet 31. januar 2020)

(5) Entra 7. *Kjørboveien 12-26*. Tilgjengelig fra: <https://www.entra.no/properties/kjorboveien-12-26/44> (Hentet 15. februar 2020)

(6) Entra. *Slik drifter vi våre bygg*. Tilgjengelig fra: <https://www.entra.no/customer-service> (Hentet 15. februar 2020)

(7) Entra. *Entras første sertifiserte rådgiver innen helsefremmende bygg*. Tilgjengelig fra: <https://www.entra.no/news-and-media/entras-forste-sertifiserte-radgiver-innen-helse-fremmende-bygg/1800> (Hentet 15. februar 2020)

(8) Entra. *Entra- på pallen igjen i Norsk Leietakerindeks med 84 poeng*. Tilgjengelig fra: <https://www.entra.no/news-and-media/entra-pa-pallen-igjen-i-norsk-leietakerindeks-med-84-poeng/1707> (Hentet 16. februar 2020)

- (9) Entra. *Best i klassen på miljørapportering*. Tilgjengelig fra: <https://entra.no/news-and-media/best-i-klassen-pa-miljorapportering/1552> (Hentet 16. februar 2020)
- (10) Entra. *Sparer miljøet, reduserer regningen*. Tilgjengelig fra: <https://entra.no/news-and-media/sparer-miljoet-reduserer-regningen/813> (Hentet 15. februar 2020)
- (11) Entra. *Entras Team Oslo Sentrum er kåret til Årets grønne driftsteam*. Tilgjengelig fra: <https://entra.no/news-and-media/entras-team-oslo-sentrum-er-karet-til-arets-gronne-driftsteam/1696> (Hentet 15. februar 2020).
- (12) Entra. *Jobbe i Entra*. Tilgjengelig fra: <https://www.entra.no/about/article/jobbe-i-entra/18> (Hentet 4. februar 2020)
- (13) Entra. (4. mars 2019). *Sustainability report 2018*. Tilgjengelig fra: https://entra.no/storage/uploads/article-documents/3_entra-sustainability-report-2018-v1-130519.pdf. (Hentet 31. januar 2020)
- (14) Entra. (07. februar 2020). *Q4: Quarterly report 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.entra.no/investor-relations/article/rapporter-og-presentasjoner/38> (Hentet 07. februar 2020)
- (15) Entra. (13. mars 2020). *Annual report 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.entra.no/investor-relations/article/rapporter-og-presentasjoner/38> (Hentet 13. mars 2020)
- Folvik, H. (13. desember 2019). *Nye leiekontrakter for Entra*. Tilgjengelig fra: <https://finansavisen.no/nyheter/bors/2019/12/13/7482015/nye-leiekontrakter-for-entra>
- Gjensidige (3. februar 2020). *Nordmenn har rekordmye gjeld*. Tilgjengelig fra: <https://www.gjensidige.no/godtforberedt/content/nordmenn-har-rekordmye-gjeld> (Hentet 30. januar 2020)
- Gottschalk, P. (2003). *Ledelse av intellektuell kapital*. Oslo, Universitetsforlaget.
- Grand City Properties. *Consolidated financial statements 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.grandcityproperties.com/investor-relations/> (Hentet 19. mars 2020)
- Hategan, C.D. m.fl. (2018). *Doing Well or Doing Good: The Relationship between Corporate Social Responsibility and Profit in Romanian Companies*. Tilgjengelig fra: <https://www.mdpi.com/2071-1050/10/4/1041> (Hentet 15. februar 2020)

Hufvudstaden. *Annual report 2019*. Tilgjengelig fra:
<https://www.hufvudstaden.se/en/investor-relations/reports-and-presentations/> (Hentet 19. mars)

Hågøy, T (21. november 2016). *Entra stakk av med prisen for landets beste grønne driftsteam*.
Tilgjengelig fra:
<https://www.estatevest.no/entra-stakk-av-med-prisen-for-landet-beste-gronne-driftsteam/> (Hentet 15. februar 2020)

Innomag. *Nordmenn mer opptatt av bærekraft enn resten av norden*. Tilgjengelig fra:
<https://www.innomag.no/nordmenn-mer-opptatt-av-baerekraft-enn-resten-av-norden/> (Hentet 3. februar 2020)

Knudsen, C. (12. mars 2020). *SSB: -Hele verdensbildet har endret seg på to dager*. Tilgjengelig fra:
<https://e24.no/norsk-oekonomi/i/8mk7qG/ssb-hele-verdensbildet-har-endret-seg-paa-to-dager>. (Hentet 20. mars 2020)

Kopf, D. (17. september 2018). *Slowly but surely, working at home is becoming more common*.
Tilgjengelig fra:
<https://qz.com/work/1392302/more-than-5-of-americans-now-work-from-home-new-statistics-show/>
(Hentet 15. februar 2020)

LEG Immobilien. *Consolidated financial statements 2019*. Tilgjengelig fra:
<https://www.grandcityproperties.com/investor-relations/> (Hentet 19. mars 2020)

Leknes, S. (26. juni 2018). *Befolkningsframskriving fram til 2040 for hver enkelt kommune- søk i kart*.
Tilgjengelig fra:
<https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/befolkningsframskrivinger-ram-til-2040-for-hver-enkelt-kommune-sok-i-kart> (Hentet 30. januar 2020)

Lien, L., Knudsen, E., & Baardsen, T. (2016). *Strategiboken*. Bergen: Fagbokforl.

(1) Norges Bank. *Endringer i styringsrenten*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/> (Hentet 24. januar 2020)

(2) Norges Bank. *Rentemøte september 2019*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2019/september-2019/> (Hentet 20. januar 2020)

(3) Norges Bank. *Om styringsrenten*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/> (Hentet 21. januar 2020)

(4) Norges Bank. (10. april 2019). *Hvordan påvirker styringsrenten deg?* Tilgjengelig fra:
<https://www.norges-bank.no/kunnskapsbanken/styringsrenten/hvordan-pavirker-styringsrenten-deg/>
(Hentet 30. januar 2020)

(5) Norges Bank. *Valutakurser*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=USD> (Hentet 12. mars 2020)

(6) Norges Bank. *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (Hentet 18. mars 2020)

(7) Norges Bank. *Om inflasjon*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Inflasjon/> (Hentet 25. mars 2020)

(8) Norges Bank. *Endringer i styringsrenten*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/> (Hentet 25. mars 2020)

NRK. *Valgresultat 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/valg/2019/resultat/nb/parti/MDG> (Hentet 3. februar 2020)

Norwegian Property. *Delårsrapport, fjerde kvartal og året 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegianproperty.no/rapportering/> (Hentet 19. mars 2020)

(1) Oslo Børs. *Entra - kursoversikt*. Tilgjengelig fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/ENTRA.OSE/overview> (Hentet 13. mars 2020)

(2) Oslo Børs. *Hovedindeksen - Kursoversikt*. Tilgjengelig fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview> (Hentet 28. februar 2020)

Pareto bank. (7. august 2019). *Hva er arbeidskapital, og hvorfor er det viktig*. Tilgjengelig fra: <https://blogg.paretobank.no/hva-er-arbeidskapital-og-hvorfor-er-det-viktig> (Hentet 14. mars 2020)

Porter, M. (1979). *How Competitive Forces Shape Strategy*. Tilgjengelig fra: <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy> (Hentet 15. april 2020)

Powerhouse. *Hva er et powerhouse?*. Tilgjengelig fra: <https://www.powerhouse.no/hva-er-et-powerhouse/> (Hentet 30. januar 2020)

Proff. *Entra ASA*. Tilgjengelig fra: <https://www.proff.no/selskap/entra-asa/oslo/eiendomshandel-og-utleie/IGIYE2810MV/> (Hentet 28. januar 2020)

PwC. *Risikopremien 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> (Hentet 19. mars 2020)

- (1) Regjeringen (14. januar 2014). *Privatiserer Entra*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/privatiserer-entra/id749227/> (Hentet 15. februar 2020)
- (2) Regjeringen (24. januar 2018). *Norges samarbeid med EU*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/tema-norge-eu/norge-eu/id684934/> (Hentet 30. januar 2020)
- (3) Regjeringen (19. mars 2019). *Klimaendringer og norsk klimapolitikk*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/innsiktsartikler-klima-miljo/klimaendringer-og-norsk-klimapolitikk/id2636812/> (Hentet 15. april 2020)
- (4) Regjeringen (18. juli 2019). *Boligpolitikk for alle*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/boligpolitikk-for-alle/id2663311/> (Hentet 3. februar 2020)
- (5) Regjeringen (7. oktober 2019). *Skattesatser 2020*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2020/id2671009/> (Hentet 20. februar 2020)
- (6) Regjeringen (3. desember 2019). *Staten har solgt aksjer i Entra*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/staten-har-solgt-aksjer-i-entra2/id2680739/> (Hentet 28. januar 2020)
- (7) Regjeringen (17. januar 2020). *Direkte skatter*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/direkte-skatter/id2353512/> (Hentet 20. februar 2020)
- (8) Regjeringen. *Byutvikling i Bergen*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/contentassets/4b43a698a35a44418c7225f775efc7d0/svanes.pdf> (Hentet 30. januar 2020)
- Roos, m.fl., 2014. *Strategi: en innføring*. 6. utg. Bergen: Fagbokforlaget
- Rouse, M. (juli 2011). *Coworking*. Tilgjengelig fra: <https://whatis.techtarget.com/definition/coworking> (Hentet 15. april 2020).
- (1) Saltnes, D.J. (10. november 2019). *Nå våkner eiendomsbransjen*. Tilgjengelig fra: <https://www.estatenyheter.no/2019/11/10/na-vakner-eiendomsbransjen/> (Hentet 13. mars 2020)
- (2) Saltnes, D.J. (22. november 2019). *Har de mest fornøyde leietakerne*. Tilgjengelig fra: <https://www.estatenyheter.no/2019/11/21/har-de-mest-fornoyde-leietakere/> (Hentet 16. februar 2020)
- Seljehaug, J.I. (21. januar 2020). *Entra fornyer leiekontrakter i Oslo*. Tilgjengelig fra: <https://finansavisen.no/nyheter/bors/2020/01/21/7490239/entra-forny-er-leiekontrakter-i-oslo> (Hentet 25. januar 2020)

Slettan, A. (22. august 2018). *Det er blitt billigere å kjøpe bolig og dyrere å leie. Ganske forutsigbart.* Tilgjengelig fra: <https://www.nettavisen.no/na24/boligpriser-og-husleie/2154641.html> (Hentet 29. januar 2020)

Solberg, M.G (15. mai 2015). *Flere vil ha grønne bygg: Derfor lønner deg seg.* Tilgjengelig fra: <https://www.tu.no/artikler/flere-vil-ha-gronne-bygg-derfor-lonner-det-seg/223408> (Hentet 25. januar 2020)

Sverdrup, U. (29. januar 2012). *Norge og EU: utenfor og innenfor.* Tilgjengelig fra: <https://www.nupi.no/Skole/HHD-Artikler/2012/Norge-og-EU-utenfor-og-innenfor> (Hentet 30. januar 2020)

Spotify (Desember 2019). *Eiendomspodden: #32 - Sonja Horn // Entra.* Tilgjengelig fra: <https://open.spotify.com/episode/1fral96mF6ys7GsOBHziY2?si=Yvyjy0ftSYGDHKnecS9b6w> (Hentet 11. Februar 2020)

(1) SSB (18. juni 2015). *Befolkningens utdanningsnivå, 1.oktober 2014.* Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/utdanning/statistikker/utniv/aar/2015-06-18> (Hentet 30. januar 2020)

(2) SSB (1. august 2019). *Grønt skifte og andre endringer.* Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/natur-og-miljo/artikler-og-publikasjoner/gront-skifte-og-andre-endringer> (Hentet 3. januar 2020)

(3) SSB (5. desember 2019). *Oppturen i norsk økonomi.* Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/oppturen-i-norsk-okonomi-snart-over> (Hentet 30. januar 2020)

(4) SSB. *Prisindeks for utleie av næringseiendom.* Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/11574/tableViewLayout1/> (Hentet 15. februar 2020)

Stortinget. *12. Entra Eiendom AS.* Tilgjengelig fra: <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2001-2002/inns-200102-264/14/> (Hentet 25. februar 2020)

The Atlas. *The share of Americans working from home.* Tilgjengelig fra: https://theatlas.com/charts/BynW7E6_m (Hentet 19. mars 2020)

Thon Eiendom. Tilgjengelig fra: <https://thoneiendom.no/> (Hentet 1. februar 2020)

Trondheim Kommune. *Byutvikling.* Tilgjengelig fra: <https://www.trondheim.kommune.no/byutvikling/> (Hentet 30. januar 2020)

Veidekke. *Fakta om Veidekke.* Tilgjengelig fra: <http://veidekke.no/om-oss/article8949.ece> (Hentet: 1. februar 2020)

(1) Visma. *Hva er soliditet?*. Tilgjengelig fra:

<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/s/soliditet/> (Hentet 01. februar 2020)

(2) Visma. *Gjeldsgrad*. Tilgjengelig fra:

https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-debt-to-equity-ratio.htm

(Hentet 10. februar 2020)

(3) Visma. *Hva er likviditet?*. Tilgjengelig fra:

<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/l/likviditet/> (Hentet 7. februar 2020)

WSP. *BREEAM og miljøsertifisering av bygg*. Tilgjengelig fra:

<https://www.wsp.com/nb-NO/tjenester/breem-og-miljoesertifisering-av-bygg> (Hentet 30. januar 2020)

