

Forord

Denne semesteroppgaven er skrevet av tre studenter som et avsluttende verk på bachelorstudium i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Alle forfatterne har spesialisert seg innen finansiell styring.

Vi ble enige om å konsentrere oss om en verdsettelsesoppgave av et selskap med stabile og forutsigbare kontantstrømmer med potensiale for vekst som har sin operasjon konsentrert i en lokalisasjon. Vi bestemte oss for å konsentrere oss om utleiemarkedet for boliger, mer spesifikt for utleiemarkedet for forretningsbygg.

Det norske boligmarkedet har i den siste tiden opplevd en fenomenal utvikling særlig da i Oslo og Akershus. Vi hadde med hensyn av dette lyst til å se hvordan boligprisutviklingen har påvirket verdien av selskap som driver med utleie av forretningsbygg og prøve å evaluere et slikt selskap. Norwegian Property ASA (også kjent som NPRO) var et naturlig valg for oss da dette er en av de eneste selskapene som er børsnoterte og som opererer i utleiemarkedet med de alle fleste av lokalene sine stasjonert i Oslo og Akershus. Vi skal undersøke hva egenkapitalen til selskapet er verdt og kaller dermed oppgaven vår “Verdsettelse av Norwegian Property ASA”.

Vi har lyst å takke vår veileder og førsteamanuensis Mike Denis Becker ved fakultet for økonomi, NTNU Handelshøyskolen for veiledning og hjelp underveis i oppgaven. En takk rettes også til Ane Grimsmo ved Norwegian Property som gav oss godt innblikk i deres operasjon og fremtidige planer for selskapet.

Innholdet i oppgaven står for forfatterens egen regning.

Trondheim 22.04.2019

Morten Lepland

Amund Lund-Kristensen

Nicolas F. Nilsen

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å beregne aksjeverdien til Norwegian Property per 31.12.2018. I verddivurderingen har det blitt benyttet forskjellige analyser innenfor strategi, regnskap og finans i et forsøk på å gi et så godt bilde som mulig av selskapet.

Det er tydelig at utleiemarkedet i sentrale områder i Oslo er sterkt, og vil fortsette å være det. Dette er en bransje hvor det er potensiale for fremtidig verdiskapning.

I den strategiske analysen presenteres de interne og eksterne faktorene som påvirker Norwegian Property. Oppsummert viser analysen at selskapet har gode finansielle utsikter og den eneste reelle trusselen for deres drift er rask, uforventet renteøkning fra Norges Bank. NPRO står sterkt i dagens konkurransebilde.

Av de ulike regnskapsanalysene har vi sett at NPRO svarer bra på lønnsomhet og soliditet. Av soliditeten ser vi at det er liten risiko tilknyttet selskapet, og har dermed høy lønnsomhet med i forhold til risikoen. Finansieringen og likviditeten er derimot ikke like bra, men dette skyldes mye overføring fra langsiktig gjeld til kortsiktig. Når dette er tatt hensyn til, er nøkkeltallene for lønnsomhet, soliditet, likviditet og finansiering sterke.

Avslutningsvis i oppgaven benyttes det verdsettelsesmetodene DCF og multippelanalyse for å anslå verdien av én aksje. Denne oppgaven kom fram til en verdi på NOK 10,72 per aksje ved utgangen av 2018. På grunnlag av dette har vi vurdert Norwegian Property til å være omtrent korrekt priset i markedet. Kan dermed ikke konkludere med noen kjøp eller selg-anbefaling ved et kursmål på NOK 10,60.

Abstract

The purpose of this paper is to estimate the stock value of Norwegian Property per 31.12.2018. In the valuation, various analyzes within strategy, accounting and finance have been used in an attempt to provide the most accurate representation of the company possible.

It is evident that the rental market in central areas of Oslo is strong and will continue to be so. This is an industry where there is potential for future growth.

The strategic analysis presents the internal and external factors that affect Norwegian Property. In conclusion, the analysis shows that the company has optimistic financial prospects, and that the only real threat is a sharp, unexpected interest increase by the norwegian central bank. NPRO is in a strong position in today's market competition.

Of the various accounting analyzes, we have seen that NPRO is strong in regards to profitability and solidity. From the equity ratio we see that there is little risk, and thus NPRO has a high profitability with regard to the risk. Funding and liquidity, on the other hand, are not as good, but this is due to large transfers from long-term debt to short-term. When this is taken into consideration, the key figures involving profitability, liquidity and funding for NPRO are strong.

The valuation methods DCF and multiples approach are used to estimate the value of one share. This paper concluded with a stock value of NOK 10,70 per share. On this basis, we have considered Norwegian Property to be approximately correctly priced in the market. We can therefore not conclude with any purchase or sales recommendation for a price target of NOK 10,60.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Sammendrag	2
Abstract	3
Figurliste	6
Tabelliste	7
1. Innledning	8
1.1 Problemstilling	8
1.2 Motivasjon	8
1.3. Oppbygging av oppgaven	8
2. Metode	10
3. Om selskapet	11
3.1 Norwegian Property - Fakta	11
3.2 Historie	11
3.3 Org. Struktur	12
3.4 Aksjonærer	12
3.5 Aksjen	14
4. Kontoreiendomsmarkedet i Norge med fokus på Oslo og Stavanger	15
4.1 Dagens leiemarkedet	15
4.2 Transaksjonsmarkedet	18
4.3 Konkurrenter	19
5. Strategisk analyse - Norwegian Property	20
5.1 PESTEL	20
5.1.1. Politiske forhold.....	20
5.1.2. Økonomiske forhold	21
5.1.3. Sosiale forhold	23
5.1.4 Teknologiske forhold.....	24
5.1.5. Miljømessige forhold	25
5.1.6. Lovmessige forhold	27
5.2. Bransjeanalyse ved hjelp av Porters fem konkurransekrefter	28
5.2.1. Dagens konkurrenter	28
5.2.2. Potensielle nye aktører:	29
5.2.3. Substitutter.....	30
5.2.4. Leverandørens forhandlingsposisjon	30
5.2.5. Kundernes forhandlingsposisjon.....	31
5.2.6. Oppsummert:.....	31

5.3 Intern analyse med VRIO-Modellen.....	32
5.3.1 Modellbeskrivelse	32
5.3.2 Analyse av Norwegian Property i VRIO-modellen.....	34
5.4 SWOT.....	37
5.4.1. Styrker	37
5.4.2. Svakheter.....	37
5.4.3. Muligheter.....	38
5.4.4. Trusler	38
5.4.5 Oppsummering.....	39
6. Regnskapsanalyse.....	40
6.1 Innledning.....	40
6.2 Lønnsomhet.....	40
6.2.1 Totalkapitalrentabilitet før skatt:	40
6.2.2 Egenkapitalrentabilitet etter skatt.....	42
6.2.3 Resultatgrad:	43
6.3 Likviditet	44
6.3.1 Likviditetsgrad 1:	44
6.3.2 Likviditetsgrad 2.....	45
6.4 Soliditet	46
6.4.1 Gjeldsgrad	46
6.4.2 Egenkapitalandel	47
6.5 Finansiering.....	48
6.6 Oppsummering regnskapsanalyse	49
7. Verdsettelsesmetoder	50
7.1 Discounted Cash Flow (DCF)	50
7.1.1 Beregning av avkastningskrav.....	50
7.1.2 Fremtidige kontantstrømmer	55
7.2 Multippelanalyse	58
8. Konklusjon.....	61
9. Kritikk av oppgaven	62
10. Kilder	63

Figurliste

Figur 1: NPRO's aksjepris i forhold til Oslo Børs Benchmark Index, 2018

Figur 2: Kontorledighet i Oslo

Figur 3: Nybygg og konvertering

Figur 4: Nybygg, absorpsjon og ledighet

Figur 5: Krav for bærekraftighet, i forhold til det økonomiske, miljømessige og sosiale.
(NPROs årsrapport 2018)

Figur 6: Porters fem konkurransekrefter

Figur 7: Totalkapitalrentabilitet før skatt for NPRO fra 2014-2018

Figur 8: Egenkapitalrentabilitet etter skatt for NPRO fra 2014-2018

Figur 9: Resultatgrad for NPRO år 2014 - 2018

Figur 10: Likviditetsgrad 1 for NPRO i år 2014-2018

Figur 11: Likviditetsgrad 2 for NPRO i år 2014-2018

Figur 12: Gjeldsgrad for NPRO i år 2014-2018

Figur 13: Egenkapitalandel for NPRO i år 2014-2018

Figur 14: Finansieringsgrad 1 for NPRO år 2014-2018

Figur 15: Sammenligning av de ulike selskapenes multipler

Tabelliste

Tabell 1: Fordeling av aksjonærer

Tabell 2: Oversikt over utstedte obligasjoner

Tabell 3: Utviklingen i energieffektivitet og utslippsrate hos NPRO

Tabell 4: Typer konkurransefortrinn

Tabell 5: Type konkurransefortrinn NPRO har

Tabell 6: SWOT til NPRO

Tabell 7: Oversikt over risikotall for NPRO

Tabell 8: Oversikt over tidsperspektiv for gjelden til NPRO

Tabell 9: Oversikt over markedsverdi på NPRO sin egenkapital og rentebærende gjeld. Tall i millioner.

Tabell 10: Oversikt over grunnlag for rentebærende gjeld. Tall i millioner

Tabell 11: Oversikt over andel og avkastningskrav på egenkapital og fremmedkapital.

Tabell 12: Oversikt over bakgrunn for frie kontantstrømmer, samt "Horizon Value".

Tabell 13: Multipeldata for de ulike selskapene

1. Innledning

1.1 Problemstilling

Denne oppgaven vil forsøke å svare utfyllende og akademisk på en økonomisk problemstilling på basis av kunnskap akkumulert gjennom bachelorstudium i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Vi har valgt følgende problemstilling: «Hva er aksjeverdien på Norwegian Property ASA per 31.12.2018?»

1.2 Motivasjon

Svingninger i private boligpriser er noe som får mye oppmerksomhet i media ettersom de stor grad påvirker konsumet og livene til veldig mange individer. Et marked som i lik grad som boligpriser er utsatt for konjunkturer er markedet for næringseiendom. Næringseiendom i sentrale områder er preget av lav ledighet og høye leiepriser. Det har i nyere tid vært stor vekst i markedet for utleie av næringseiendom, noe som har ført spekulasjoner og spenning relatert til framtiden. Verdiskapingen har vekket interesse hos investorer, noe som har ført til at nye aktører som Norwegian Property har blitt etablert og tredd inn i markedet. Dette er en bransje med stort potensiale, da flere og flere arbeidsplasser flytter inn i kontorer i sentrale områder.

Fordi markedet for næringseiendom, spesielt da utleie, er i såpass vekst, og fordi det er lite allment kunnskap om temaet, mener vi det vil være interessant å undersøke denne bransjen. Grunnen for at vi valgte nettopp Norwegian Property er fordi de er så fokusert på spesifikke kontoreiendommer i sentrale områder i Oslo. Denne rendyrkingen ser vi som interessant fordi vi kan se for oss fordelene og ulempene ved å gjøre det slik. I tillegg er selskapet relativt nytt, mye mindre enn sine konkurrenter, og i en voksende fase.

1.3. Oppbygging av oppgaven

For å få best mulig grunnlag for å besvare problemstillingen vil denne oppgaven innledningsvis gå i dybden på selve selskapet og på bransjen selskapet operer i. Oppgaven begrenses til de siste fem årene (regnskapsdata er fra perioden 2014-2018), dermed vil også denne perioden vektlegges i bransjebeskrivelsen. Norwegian Property et konsern med et morselskap og flere datterselskap, vi vil i tillegg begrense oss til en verddivurdering av hele konsernet.

Deretter vil en strategisk analyse vurdere de interne og eksterne faktorene som påvirker selskapet. Analysene som vi har valgt å gjennomføre er PESTEL-analyse, analyse av Porters konkurransekrefter og VRIO-analyse. Disse analysene vil oppsummeres i en SWOT-analyse. Etter den strategiske analysen gjennomføres det en regnskapsanalyse hvor vi ser på sentrale nøkkeltall og utviklingen av disse i perioden 2014-2018. Data er hentet fra selskapets årsrapporter. Videre vil vi forsøke å verdsette selskapet gjennom diskontert kontantstrømmetoden (der vi først kommer fram til et avkastningskrav) og multippelanalyse. Dette skal til slutt gi en konklusjon til problemstillingen, før vi diskuterer kritikk av oppgaven.

2. Metode

En metode dreier seg om den planmessige framgangsmåten som anvendes for å tilegne seg kunnskap om virkeligheten. Metode handler da om de teknikker som benyttes for å samle inn data, analysere og tolke den innsamlede data, og for å kunne bevise sammenhenger. (Jacobsen, 2015). Metodene vi benytter i verdsettelsen avhenger av tiden og informasjonen vi hatt tilgjengelig. De historiske talldata benyttet i oppgaven går tilbake til 2014. Norwegian Property er også et konsern,

I denne oppgaven har vi hentet informasjon om Norwegian Property AS for å kunne besvare problemstillingen på best mulig måte. Data som er hentet inn består av sekundærdata fra årsrapporter og andre rapporter fra selskapet, fagbøker og faglitteratur fra nettsider. Hovedgrunnlaget for analysene baserer seg på data fra årsrapporter hentet fra selskapets egen nettside. Gyldigheten og relevansen til empirien vi har samlet inn er kritisk for at analysene vi har gjennomført faktisk reflekterer virkeligheten. Vi har dermed stilt oss kritisk til informasjon, spesielt informasjon hentet fra internett og ikke offisielle rapporter.

Vi benytter kvalitativ metode for å gjennomføre den strategiske analysen i den første delen av oppgaven. Vi vil her forsøke å si noe om Norwegian Property sin konkurranseposisjon og potensial for fremtidig utvikling. Vi vil her se på både interne og eksterne faktorer. Vi benytter kvantitativ metode i den etterfølgende regnskapsanalysen. Her vil målet være å danne et oversiktlig og forståelig bilde av den finansielle situasjonen til Norwegian Property.

I verdsettelsen kombinerer vi både kvalitativ og kvantitativ analyse. Disse to tilnærmingene har for seg selv styrker og svakheter, men sammen utfyller de hverandre til å gi et mest mulig helhetlig bilde av selskapet. Målet er at disse sammen skal danne grunnlag for å anslå verdien av Norwegian Property per 31.12.2018.

3. Om selskapet

3.1 Norwegian Property - Fakta

Norwegian Property ASA (NPRO) er et rendyrket og helintegrert kontoreiendomsselskap. Selskapets formålparagraf er: "Selskapets virksomhet er drift, kjøp, salg og utvikling av næringsseiendom, herunder gjennom deltagelse i andre selskaper, samt virksomhet som står i forbindelse med dette." (NPRO, 2019). Eiendomsvirksomheten omfatter sentralt beliggende eiendommer i Oslo og Stavanger, og er operert ut ifra Oslo kommune. Selskapet er notert på Oslo Børs med tickerkodene NPRO. Selskapets markedsverdi per 31. desember 2018 var 5,8 milliarder kroner.

Ved utgangen av 2018 eide Norwegian Property til sammen 30 kontor- og forretningseiendommer. Eiendommene er lokalisert i sentrale deler av Oslo og Bærum (92,0 prosent av løpende årsleie ved utgangen av september 2018), Gardermoen (3,8 prosent) og i Stavanger (4,2 prosent). Ved årsskiftet hadde eiendommene en samlet markedsverdi eksklusiv felleskontrollert virksomhet på 15,6 milliarder kroner. Gruppens eiendommer omfatter ca. 85 prosent (av leieinntekter) kontorlokaler, de resterende 15 prosent består av forretnings- og serveringsarealer. Hovedvekten av kontoreiendommene, både målt i areal, verdi og leieinntekter ligger i Oslo CBD (Central Business District), altså de beste eiendommene i et sterkt marked.

Selskapet presenterer seg selv i stor grad som meget miljøbevisst. Det betyr for dem at de fokuserer på en bærekraftig utvikling som innebærer at miljø og økonomi spiller på lag med det som til enhver tid er sosialt akseptert i befolkningen. NPRO har investert i energibesparende initiativ i sine kontorlokaler, og i prosjekter som skal bevare hav- og marine ressurser på en bærekraftig måte.

3.2 Historie

SEB Enskilda ASA ("Enskilda") har initierte etableringen av Norwegian Property og identifiserte eiendommene som Norwegian Property har kjøpt, og har, med hensyn til sistnevnte, bistått med tilrettelegging og forhandling av eiendom oppkjøpene, sammen med rådgivere.

Fra november 2005 til mai 2006 ble et stort antall eiendommer (ca NOK 25mrd) grundig undersøkt og verdivurdert av selskapet. Awilhelmsen konsernet og Fram Management, to store norske eiendomsutviklere, bisto som grunnleggere i 2006. I mai 2006 ble de første 30 eiendommene anskaffet (verdsatt omtrent NOK 9,1mrd), og i løpet av året ble 11 eiendommer i tillegg anskaffet (verdsatt omtrent NOK 5,5mrd).

3.3 Org. Struktur

Norwegian Property har 49 ansatte, med et hovedkontor lokalisert på Aker Brygge i Oslo. Det var noen endringer i ledergruppen i 2018, hvor Bent Oustad ble satt som administrerende direktør 1. januar 2018. NPRO har Geveran Trading Co., LTD som moderorganisasjon, og en rekke AS som datterselskap. Datterselskapene består av alle de separate eiendommene til NPRO, hvor Aker Brygge AS som driver området og kjøpesenteret Aker Brygge, er den største. Geveran Trading Co., LTD og Norwegian Property er børsnotert på Oslo børs, mens datterselskapene er ikke det.

3.4 Aksjonærer

John Fredriksens Geveran Trading Co., LTD (moderorganisasjonen) er den største aksjonæren med 59,53 % aksjeandel per 31.12.2018. Selskapet har én aksjeklasse og hver aksje har én stemme. Dette gjør Geveran Trading Co LTD en sentral aktør med sin aksjeandel. Styremedlemmene Cecilie Aastrup Fredriksen, Kathrine Aastrup Fredriksen og Lars Erich Nilsen er tilknyttet Geveran Trading Co., LTD. De fire største aksjonærene, inkludert Geveran Trading Co LTD, eier 90,15 % av aksjene. Folketrygdfondet, som forvalter Statens pensjonsfond Norge i Norge, Danmark, Finland og Sverige på vegne av Finansdepartementet, er andre største aksjonær og sitter på 13,45 % av aksjene. (Folketrygdfondet n.d. 2019)

Hovedaksjonærer	Konto- type	Land	Antall aksjer	Eier- andel
GEVERAN TRADING CO LTD	ORD	CYP	326 468 339	59,53
FOLKETRYGDFONDET	ORD	NOR	73 751 642	13,45
NIAM V PROSJEKT AS	ORD	NOR	67 437 425	12,30
THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	NOM	NLD	23 131 995	4,22
DANSKE BANK AS	NOM	USA	4 285 692	0,78
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	ORD	NOR	3 481 459	0,63
SALT VALUE AS	NOM	USA	2 017 969	0,37
NIKI AS	ORD	NOR	2 000 000	0,36
THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	NOM	GBR	1 752 264	0,32
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	ORD	NOR	1 656 436	0,30
KAS BANK N.V.	ORD	NOR	1 591 737	0,29
ECKHOFF HOLDING AS	NOM	LUX	1 489 780	0,27
MATHIAS HOLDING AS	ORD	NOR	1 400 000	0,26
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	NOM	FIN	1 377 813	0,25
EIKA NORGE	NOM	NLD	1 364 325	0,25
ESPEDAL & CO AS	ORD	NOR	1 264 767	0,23
MORGAN STANLEY INVESTMENT FUNDS	ORD	NOR	1 207 608	0,22
JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	ORD	NOR	1 102 326	0,20
SANDEN AS	NOM	USA	1 000 000	0,18
BANAN II AS	ORD	GBR	1 000 000	0,18
ANDRE			29 665 255	5,41
Totalt antall aksjer per 31. desember 2018			548 446 832	100,00

Tabell 1: Fordeling av aksjonærer

3.5 Aksjen

Aksjekapitalen på kroner 274 223 416 har både i 2017 og 2018 bestått av 548 446 832 aksjer hver med pålydende kroner 0,50. Selskapet eide 21 236 egne aksjer ved utgangen av 2018 .

På selskapets egne sider angående utbytte står det: “Norwegian Property har som ambisjon å gi aksjonærene høy og stabil avkastning på investeringen i selskapet gjennom en kombinasjon av verdistigning og utbytte. Styret har ambisjon om at betydelige deler av Norwegian Property's verdiskapning over tid skal utdeles til aksjonærene i form av utbytte. Det langsiktige målet er at utbyttet skal utgjøre 30 til 50 prosent av resultat før verdiendringer, men etter beregnet skatt.” (NPRO, 2019). Foreløpig betaler Selskapet utbytte på NOK 0,07 per aksje per kvartal, noe som i Q4 2018 tilsvarte 45,1 % av utbyttegrunnlaget. Utbytte på totalt 0,28 kroner per aksje tilsvarer 45 % for hele 2018. Målet om utbytte 30 til 50 prosent av utbyttegrunnlaget fortsetter. Før utbytte fastsettes gjøres det en vurdering av selskapets finansielle situasjon, herunder om endring i kapitalbehov som følge av investeringer eller endring i inntektsgrunnlag som følge av salg som påvirker utbyttegrunnlaget.

Ikke veldig mange leiekontrakter hadde utløp i 2018, i tillegg var det heller ikke mange kontrakter som ble skrevet. Dette, til tross for nye investeringsbeslutninger, resulterte i en relativt stabil aksjekurs gjennom 2018. NPRO's aksjekurs startet i 2018 med en pris på 10,82 kroner, og avsluttet året på 10,60 kroner. Det bemerkes at det er en lite omsatt aksje hvor det er et fåtall aksjonærer som besitter hoveddelen av aksjeandelen.



Figur 1: NPRO's aksjepris i forhold til Oslo Børs Benchmark Index, 2018 .

4. Kontoreiendomsmarkedet i Norge med fokus på Oslo og Stavanger

4.1 Dagens leiemarkedet

Over 90 % av virksomheten til Norwegian Property foregår i Oslo området, derfor vil vi hovedsakelig fokusere på denne delen av eiendomsmarkedet. I tillegg har Norwegian Property noe eiendom i Stavanger, dermed vil vi også se litt på dette markedet.

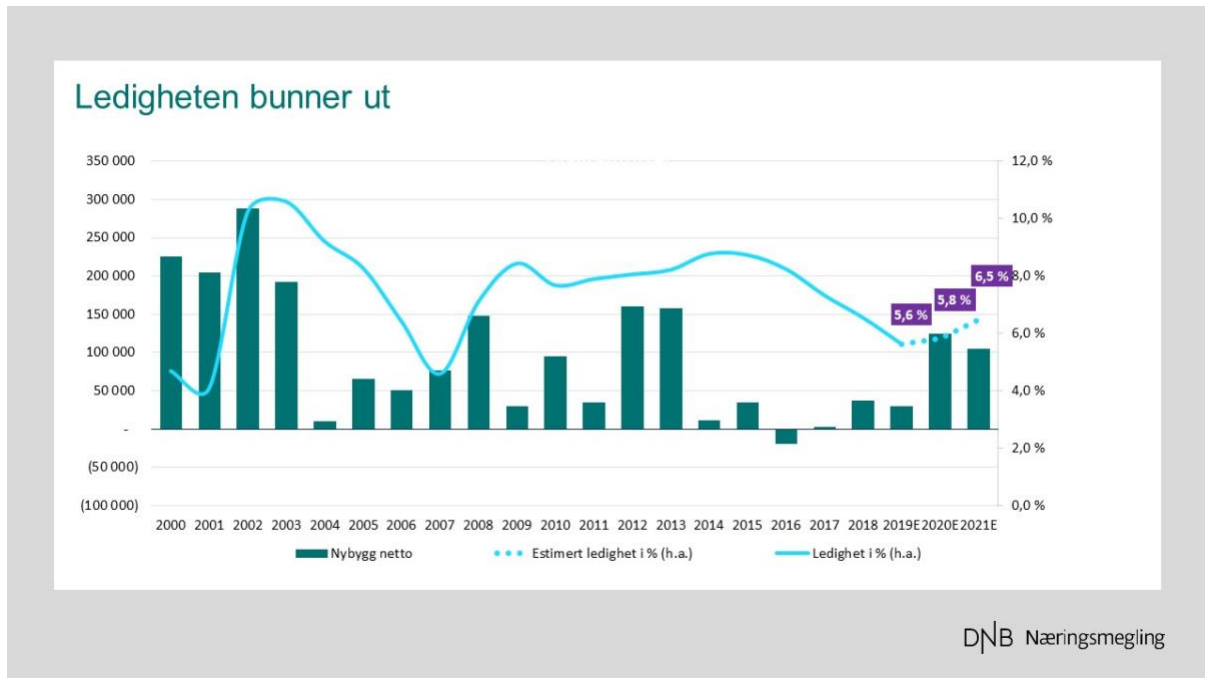
Trenden fra de siste hundre år med at mer og mer sysselsetting flytter inn til storbyene fortsetter. Det sentrale business distriktet (hvor NPRO har store deler av sin virksomhet) er det mest attraktive området i Oslo for kontorlokaler. Her vil det dermed i størst grad dreie seg om prime yield. Yelden er øyeblikksbildet av leieinntektene dividert på markedsverdien av eiendommen, der det i kontor eiendomsmarkedet skilles mellom prime yield og normal yield. Prime yield referer til kontoreiendom med høy standard, beste beliggenhet, med leietakere i øverste kategori og med etterspørselssikkerhet lengere tid framover.

Næringseiendom i Oslo sentrum er i stor grad preget av høy etterspørsel og begrenset tilbud. Ledigheten har far falt jevnt siden 2014, drevet av lite nybygging og fortsatt sysselsettingsvekst. Ledigheten i Oslo er nå på 5,6 %, noe som er det laveste det har vært siden finanskrisen. Den historisk gjennomsnittlige ledigheten har vært på rundt 8 %, dette følger av ledighetstellingene til DNB næringsmegling. I Oslo sentrum, hvor NPRO besitter mest eiendom, er ledigheten historisk lav på ca. 3,7 %. Dette innebærer at det er i høyeste grad utleiers marked i sentrum. (DNB, 2019)

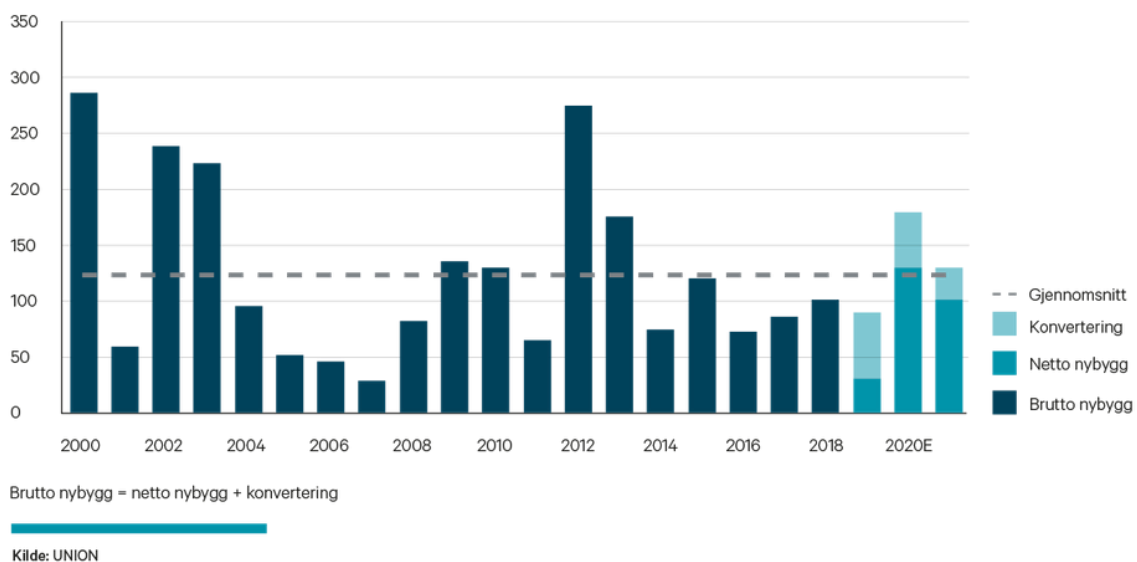
Tilbudssiden bærer preg av flere år med lite nybygg. Ledigheten i Oslo ligger vår 2019 1,5 % lavere enn samme periode i 2018. Nybyggvolumet i Oslo er predikert å øke fra og med 2020. Det ferdigstilles kommende år 90 000 m² nytt kontorareal, og så anslår UNION Gruppen i sin markedsrapport at det vil ferdigstilles 180 000 m² nytt kontorareal i 2020, og enda mer i de kommende årene. Det er ikke signert kontrakter blant omtrent 25 % av prosjektene som ferdigstilles i 2019.

Det vil konverteres mindre kontorareal om til boliger ettersom vi i Oslo er i en tid med et mer balansert boligmarked og et sterkt kontormarked, i tillegg er de best egnede

konverteringsobjektene allerede blitt konvertert. UNION Gruppen predikerer at volum av kontorareal som konverteres til andre formål vil fortsette å falle fra toppen i 2017 på 100 000 m² til 30 000 m² i 2021. Netto økning i kontorareal i Oslo når man tar hensyn til konvertering er da kun 30 000 m² i 2019. Prognoser i næringseiendom forutser da at ledigheten vil bunne ut i 2019 på 5,5 %. Økt arealtilførsel som følge av nybygg fra og med 2020 vil resultere i økende ledighet.



Figur 2: Kontorledighet i Oslo



Figur 3: Nybygg og konvertering

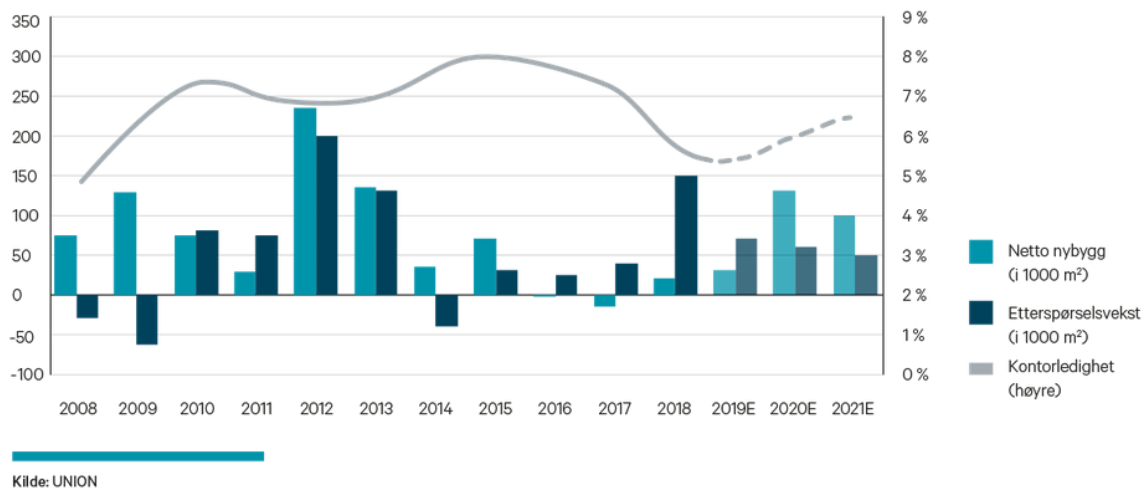
På etterspørselssiden er økningen i sysselsetting isolert sett den viktigste faktoren i eiendomsmarkedet. Statistisk sentralbyrå (SSB) anslår en vekst i sysselsetting på landsbasis på 2,1 % i perioden 4. kvartal 2017 til 4. kvartal 2018. Dette er den høyeste veksten siden 2012. (SSB, 2019). NAV Oslo predikerer at sysselsettingen i Oslo vil øke med 1,7 % i 2019, noe som tilsvarer en folkemasse på 8 000 personer. Dette er nedgang fra 2,4 % i 2017. Med 18 % av den totale sysselsettingen, så er den mest dominerende næringen i Oslo teknisk tjenesteyting og eiendomsdrift. NAV Oslo venter at mer enn halvparten av veksten i sysselsetting i 2019 vil komme fra denne kontortunge bransjen, med en vekst på 5 %. Andre kontortunge bransjer som informasjon og kommunikasjon venter også i 2019 stor økning i sysselsetting med 4 %, mens i finansiering og forsikring venter en vekst på kun 1 %. DNB Markets venter at sysselsettingsveksten vil falle fra 2021, noe som vil bli reflektert i redusert etterspørsel. Prognosene til DNB Markets estimerer en kontorledighet på rundt 6,5 % ved utgangen av 2021, noe som fortsatt er godt under historisk snitt. (DNB, 2019)

Det er et sterkt arbeidsmarked som drar opp etterspørselen etter næringseiendom i Oslo sentrum. Etterspørselsveksten i 2018 var på 150 000 m² (i kontrast til netto tilbudsvekst på 30 000 m²) og resulterte i fortsatt fall i arealledighet. UNION Gruppen rapporterer i sin markedsrapport at de venter at etterspørselsveksten vil halveres i 2019. (Union Gruppen, 2019)

Trenden med at nye leietakere foretrekker arealeffektive kontorløsninger fortsetter. Eiendomsadvokat Thorvald Nyquist i Deloitte Legal tror markedet for kontoreiendom vil gjennomgå en revolusjon som følge av såkalt co-working. Han forventer stor økning i fleksible kontorlokaler og ulike konsepter for kontorfellesskap fremover. Disse nye løsningene innebærer at mer effektiv bruk av areal og redusert arealkrav per ansatt, og dermed en lavere etterspørselsvekst enn sysselsettingsveksten skulle tilsvare.

Det er mange store leietakere som har utløp for sine kontrakter i 2019 og 2020, noe som forklarer økningen i søkevolumet siden 2016. Det er færre som har utløp for sine leiekontrakter i 2021 og 2022, dermed er det ventet at søkevolumet vil falle tilsvarende.

Oslo sentrum fortsetter å være det mest attraktive området for kontorlokaler. Dette kombinert med svak vekst på tilbudssiden resulterte i at leieprisene i prime yield i Oslo lå fra kr 5 500 til kr 6 000 per kvadratmeter per år.



Figur 4: Nybygg, absorpsjon og ledighet

NPRO har også en del eiendommer i Stavanger, og det har siden 2017 blitt skapt 14 000 nye arbeidsplasser i Rogaland. Aktiviteten i oljesektoren har økt igjen, noe som bidrar til at bedriftene etterspør mer areal. Kontorledigheten er i dag på 9,7 %, til kontrast med 13,5 % i 2017.

På tilbudssiden tilføres det ca. 50 000 m² nytt kontorareal, samtidig som etterspørselen forventes å stige med økt oljeaktivitet. Det ventes fortsatt at tilbudssiden kommer til å dominere markedet, og økt bygging de kommende årene kommer til å bremse leieprisveksten. I investor undersøkelsen til DNB ventet de største Stavanger-aktørene moderat prisvekst i sentrum, og ellers en flat utvikling.

Totalt venter vi noen år med fortsatt prisvekst før tilbudssiden tar igjen etterspørselen. NPRO har de beste eiendommene i Oslo i et sterkt leiemarked, og er dermed optimistiske framover.

4.2 Transaksjonsmarkedet

Transaksjonsvolumet i 2018 endte på 90,4 milliarder kroner. Dette er tre millioner lavere enn 2017, men høyere enn årene før det igjen. Det ble gjennomført 293 transaksjoner i fjor, som er det høyeste som har blitt registrert utenom 2017 (330). Dette indikerer at likviditeten i transaksjonsmarkedet fortsatt er høyt, noe som også er ventet fremover. Både renter og renteforventninger er lavere nå enn de var ved slutten av 2017. Dette vil i kombinasjon med et

fungerende lånefinansieringsmarked, og mange aktører som har god tilgang på egenkapital, gi grunnlag til å forvente at den høye aktiviteten i transaksjonsmarkedet kommer til å fortsette.

4.3 Konkurrenter

Eiendomsmarkedet i sentrale deler av de store byene er sterkt, dermed er det flere som ønsker en del av kaken. Det stilles høye krav og utleier utfordres kontinuerlig på kvalitet og fleksibilitet. Norwegian Property må da til enhver tid være klar for å tilpasse seg markedet ettersom det alltid er konkurrenter som ønsker å kapre markedsandeler.

De største konkurrentene til Norwegian Property er Entra og Olav Thon Eiendomsselskap. Begge selskapene fokuserer på utleie av lokaler i sentrale områder i de største norske byene. Entra og Olav Thon Eiendomsselskap har markedsverdier på henholdsvis fire og tre ganger markedsverdien til Norwegian Property (Oslo Børs, 2019). Selv om NPRO er et betydelig mindre selskap så er det de som stiller med de beste eiendommene på Aker Brygge, området med landets høyeste leiepriser. I tillegg er NPRO veldig åpen om sine miljø initiativ.

5. Strategisk analyse - Norwegian Property

En strategisk analyse gjennomføres for å avdekke selskapets konkurranseposisjon og utvikling. Her vurderes selskapet internt og eksternt for å se på hvordan de stiller i forhold til markedet, og man får et godt innblikk i styrker og svakheter. Den strategiske analysen vil også gi et innblikk i hvilke forhold som påvirker selskapet. Vi kommer til å gjennomføre to eksterne analyser, og en intern. Til slutt avslutter vi med en SWOT-analyse, der vi setter sammen analysene, til en helhetlig vurdering av selskapet. (Jacobsen, 2015)

Den eksterne analysen vurderer de eksterne omgivelsene som påvirker selskapet. Dette for å se hvilke ytre faktorer som påvirker selskapet, både de direkte og indirekte. Vi kommer til å gjennomføre den eksterne analysen ved bruk av to ulike analyseformer, PESTEL-analyse og Porters bransjeanalyse.

5.1 PESTEL

PESTEL står for Political (Politiske), Economical (Økonomiske), Social (Sosiokulturelle), Technological (Teknologiske), Environmental (Miljømessige) og Legal (Juridiske). Dette er de ulike faktorene som brukes i analysen, for å vurdere påvirkningen av bedriftens virksomhet på et overordnet nivå. (Roos m.m, 2014)

5.1.1. Politiske forhold

Norge, sammen med de fleste vestlige land opererer i et trygt og forutsigbart politisk miljø som gir næringslivet en viss trygghet til å foreta investeringer. Selv om man i nyere tid ser tendenser til en vekst av høyrepopulisme og fremmarsjen av proteksjonistiske handelsstrategier – spesielt da i USA, kan ikke dette sies å ha merkverdig innvirkning i NPRO sine operasjoner eller inntjeningsmuligheter. Dette følger av at markedet de betjener er primært lokalisert i Oslo/Akershus-område og er ikke *direkte* eksponert for skiftende politiske forhold i utlandet.

Med mindre politisk stabilitet i verden skulle degenerere i en voldsom hastighet mener vi at slike forhold ikke vil spille en vesentlig rolle i prisingen til NPRO.

Nasjonale politiske forhold *kan* derimot tenke å ha påvirkning i ytre forhold som eksempelvis reguleringer eller endring av selskapsskatt som igjen kan få utfall i bunnlinjen til NPRO – enten

direkte ved å redusere profitten tilgjengelig eller indirekte ved å endre forretningsvilkårene som NPRO forholder seg til i dag.

5.1.2. Økonomiske forhold

Som de fleste andre store selskap i Norge, så har NPRO endel gjeld å forholde seg til. Dette er kanskje ikke overraskende ettersom, det er snakk om et stort børsnotert selskap som har sitt primære fokus på utleie av forretningsbygg. Belåning for anskaffelse av positive netto nåverdi-prosjekt er ikke uforsvarlig i seg selv og er vanlig praksis blant selskap som ønsker å oppnå en større avkastning på investert egenkapital.

Nedsiden med belåning kommer derimot frem når gjeldsbyrden blir for stor sammenlignet med inntjeningen – noe som kan oppstå ved at rentene øker raskere enn forventet når estimatet av kontantstrømmen for prosjektet ble laget eller ved svikt i inntjeningen gjennom reduserte leiepriser eller etterspørselsvikt.

Etterspørselen etter forretningsbygg ser ut til å være mer knyttet til sysselsettingen i landet enn boligprisvekst. Ettersom NPRO primært holder til i Oslo området vil sysselsettingen i dette området bestemme majoriteten av etterspørselen til forretningsbygg, og selskapet vil derfor være eksponert for denne faktoren.

Grunnet den sentrale plasseringen av eiendommene vil det være lavere risiko for signifikant inntjeningssvikt, gjennom reduserte leiepriser. Det er de med høyest betalingsvillighet som vil benytte seg av disse lokalene.

En uforventet og rask renteøkning fra Norges Bank vil trolig være den største faren til NPRO når det gjelder deres evne til å betjene lån av flytende renter gitt ut fra kommersielle banker. Per 31.12.2018 er den 3 månedlige NIBOR renten på 1,27 % per år og har økt sakte fra en lokal bunn på 0,75% (06.11.2017). Manglende informasjon over lånevilkårene til NPRO fra de kommersielle bankene gjør det vanskelig å anslå hvor stor denne rentebyrden er, men vi kan anta at den ligger noe høyere en for lån til privatpersoner. (Andersen, 2018). Grunnen til at vilkårene er svakere for bedrifter enn privatpersoner er at privatpersoner må stå personlig ansvarlig for gjelden de pådrar seg, mens aksjeselskap og allmennaksjeselskap ikke vanligvis kan tape noe utover egenkapitalen i selskapet ved en eventuell konkurs. Denne økte risikoen

for banken resulterer i høyere renter for de kommersielle aktørene som tar opp lån hos banken for eiendomsinvesteringer.

Finansieringen av boligene er derimot nesten ikke knyttet til lån fra kommersielle banker, dette bekrefter regnskap fra 2013-2017 hvor posten «Gjeld til kredittinstitusjoner» er hhv. 30, 13, 4900, 11.4 og 8.7 millioner. Beløpet på 4,9 milliarder kroner lånt 2015 ser ut til å være tilbakebetalt og den nåværende utestående gjelden til kommersielle banker ser ut til å være ikke-problematisk.

Grunnen til at finansieringen primært har tatt sted gjennom obligasjonslån kan være boligforskriftene fra 2018 som blant annet krever en 40% egenkapital for kjøp av sekundærboliger, denne forskriften gjelder også selskaper.

Objektene som NPRO har kjøpt ser ut til å primært være finansiert med utstedte obligasjoner som følger 3-måneders NIBOR med et påslag (risikopremie) fra 0,98% til 1,5%. Noen få prosjekter er finansiert med obligasjoner uten tilknytning til NIBOR (fast rente) fra 2,525% til 2,93% årlig der risikopremien for de flytende og faste obligasjonene antageligvis avhenger av panteobjektet sin verdi og sikkerhet ved utsendelse av obligasjonen i tillegg til andre forhold som måtte tale for den finansielle situasjonen til selskapet i utsendelsestidspunktet. Nedbetalingstiden for de ulike prosjektene er relative korte sett fra et større perspektiv og mesteparten varer omkring fem år, hvor renten betales ut kvartalsvis og hovedstolen gis tilbake etter forfall.

I tabellen nedenfor er den en kort oversikt over de ulike obligasjonene som er utstedt.

ISIN nr	Navn	Dokument (linker)	Hovedstol	Rente	Løpetid	Panteobjekt
NO 0010809346	NPRO 12	Securities Note	400 mnok	FRN	2017-2020	Terminalbygget
NO 0010809338	NPRO 11	Securities Note	1 230 mnok	FRN	2017-2022	Terminalbygget
NO 0010805104	NPRO 10	Securities Note	570 mnok	2,525 %	2017-2022	Gullhaugveien 9-13
NO 0010799547	NPRO 09	Securities Note	300 mnok	2,93 %	2017-2024	Drammensveien 60
NO 0010794258	NPRO 08	Securities Note	450 mnok	2,95 %	2017-2024	Fondbygget
NO 0010794241	NPRO 07	Securities Note	220 mnok	FRN	2017-2024	Fondbygget
		Supplement to Registration Document 2017.06.26				
NO 0010768195	NPRO 06	Securities Note	1 335 mnok	FRN	2016-2020	Verkstedhallene
		Registration Document 2017.01.03				
NO 0010720600	NPRO 05	Securities Note	350 mnok	FRN	2014-2019	Bryggegata 9
		Supplement to Registration Document 2014.10.20				
		Registration Document 2013.10.30				

Tabell 2: Oversikt over utstedte obligasjoner

“FRN” er obligasjonene som har et påskudd i tillegg til NIBOR mens de andre obligasjonene har fast rente. Det kan være interessant å merke seg at NPRO har valgt å forholde seg til flytende rente for de prosjektene som er fem år eller kortere, men valgt en fast rente for prosjektene med lengre tidshorison. Dette kan trolig skyldes i at NPRO mistenker en mulig renteøkning i fremtiden - som vil gjøre det mer attraktivt å forholde seg til fast rente.

5.1.3. Sosiale forhold

Demografiske forhold som alder, inntekt, kjønn og livsstil til befolkningen er viktige elementer i det lokale næringslivet. Kulturelle trekk i den lokale og brede populasjonen kan også sies å ha stor innvirkning i næringslivet, men ettersom mer fundamentale kulturelle aspekter med den vide populasjonen endrer seg sakte og til dels i en uforutsigbar retning er det vanskelig å kartlegge spesifikke forhold som kan sies å ha særlig innvirkning i den fremtidige verdien til NPRO. Det er også usannsynlig at aksjonærene har vektlagt en slik endring i kulturen som en vesentlig faktor i verdien til selskapet.

Etterspørselsforholdene etter forretningsbygg ser ut til å være tett knyttet til sysselsettingen til befolkningen - spesielt da i næringer hvor kontorlandskap er hovedarenaen for forretningsvirksomheten. Ifølge statistisk sentralbyrå vil sysselsettingen på landsbasis øke med 1,1% i 2019, en nedgang med 0,4% prosentpoeng fra 2018. Fra 2020 frem til 2025 vil sysselsettingen i Oslo øke med ca. 0,5% for hvert år. Denne økningen i sysselsetting kommer

primært fra de tre mest dominerende næringene i Oslo hhv eiendomsdrift, teknisk og faglig tjenesteyting, helse og sosialtjenester og varehandel. Andre konturtunge bransjer som kommunikasjons og informasjon sammen med finans og forskning vil også øke i tiden fremover. (Union Gruppen, 2019).

Ifølge en annen undersøkelse av Union Gruppen, så er interessen for kontorlokalet i sentrum høyt. Ifølge Unions Markedsrapporten for 2018 oppgir over åtte av ti leietakere som er på søk etter nye lokaler at sentrum er et aktuelt kontorområde.

De sosiale forholdene beskrevet ovenfor peker i favør for NPRO sin operasjon da prognosene for sysselsettingen i Oslo-område er positive med hovedvekten av veksten konsentrert i selskapets sitt satsingsområde. Den brede kulturen støtter også opp mot NPRO sin vekst, da ingen plutselige, dramatiske endringer er å vente i tiden fremover.

5.1.4 Teknologiske forhold

Teknologiske nyvinninger kan ikke sees å ha merkverdig påvirkning på kort/mellomlang sikt annet en automatisering av yrker som igjen vil virke på etterspørselen etter kontorlandskap, denne effekten spiller ikke inn før en stund derimot. Ifølge en rapport fra NHO vil det være en økning på antall ansatte i teknisk tjenesteyting og eiendomsdrift, og andre kontortunge yrker. på totalt 141 356 individer tjue år frem i tid. Samme rapport viser også til et jobbtap fra kontormedarbeidere, salgsbransjen, regnskaps og lønnsmedarbeider, sekretærer og arbeidsledere for kontorphersonell, forretningstjenester, reisebyrå-, resepsjons- og opplysningsmedarbeidere på totalt 41 309. Yrkene ovenfor benytter alle kontorlandskap og prognosene viser dermed en netto økning i yrker som benytter seg av kontorlandskap, funnet til NHO rapporten stemmer altså overens med SSB sine prognoser.

Selv om det er stor usikkerhet knyttet til prognoser som er satt tjue år frem i tid er konsensus fra NHO og SSB at etterspørselen etter flere “kontortunge” yrker vil vokse i tiden fremover. Selv om automatiseringen tar over for mange tradisjonelle kontorbaserte arbeidsoppgaver trenges det ny teknologibasert kompetanse. (Haugan, 2018).

5.1.5. Miljømessige forhold

I årsrapporten for 2018 vektlegger NPRO viktigheten av det å være proaktiv når gjelder klima spørsmålet. De skriver at virksomheten styres i stor grad av leietakers ønsker om bærekraftige løsninger og at det offentlige sammen med kommersielle aktører vektlegger viktigheten av bærekraft. Daglig leder Bent Oustad viser til viktigheten av at miljøet og økonomien må spille på lag med det som enhver tid er sosialt akseptert i befolkningen og at slike forhold blir sentrale i den videre driften i selskapet.



Figur 5: Krav for bærekraftighet, i forhold til det økonomiske, miljømessige og sosiale. (NPROs årsrapport 2018)

Konkrete tiltak som selskapet har gjort er blant annet å satse på “levende bygg” (bygg som har flere bruksområder og som har en effektiv energiprofil gjerne med overskuddsenergi å levere ut), inngå samarbeid med organisasjonen “*In the same boat*” som satser på å rydde havbunnen utenfor Aker Brygge og sponser teknologiske nyvinninger som “*Seabin*” som er et automatisk apparat som kontinuerlig rydder opp overflate forsøpling i marinaen. Overordnet skriver også styret at de miljømessige hensyn og tiltak som blir innført skal støtte opp under FN’s bærekraftsmål, men at de også tar på seg et ekstra ansvar utover bærekraftsmålene.

I oktober 2018 vedtok også styret konkrete mål for perioden frem til 2022 som skal gjelde for alle eksisterende forretningslokaler de leier ut. De konkrete målene for redusert ressursbruk er:

- 30-50 prosent reduksjon i energiforbruk ved totalrehabilitering av bygg (de byggene som rehabiliteres)
- 5-10 prosent reduksjon i energibruk i eksisterende portefølje
- 10-20 prosent reduksjon av CO2 utslipp
- 60-65 prosent kildesorteringsgrad i byggene

- 5 prosent reduksjon i vannforbruket i byggene/etablere gode målemetoder og oppfølging av vannforbruk i byggene

(NPROs årsrapport, 2018)

Miljøhensyn har siden starten av 2011 vært et prioriteringsområde for NPRO og de har som følge av dette fått innvilget 33 millioner fra ENOVA som ble benyttet i arbeidet om å redusere energibruken og klimagasser forbundet med driftsoperasjon.

I tabellen nedenfor vises utviklingen i energieffektivitet og utslippsrate.

	2018	2017	2016
Totalt forbruk (MWh)	62 216	61 455	66 008
Energiforbruk per kvm (kWh)	266	281	300
Endring fra året før (prosent)	(6)	(6)	
Kontor (kWh per kvm)	181		
Butikk (kWh per kvm)	511		
Restaurant (kWh per kvm)	792		
Totalt CO ² -utslipp (tonn)	3 548	4 026	4 275
CO ² -utslipp (kg per kvm)	10	12	13
Endring fra året før (prosent):	(17)	(10)	
Kontor (kg per kvm)	6		
Butikk (kg per kvm)	16		
Restaurant (kg per kvm)	28		
Kildesorteringsgrad i byggene (prosent)	62	63	59
Miljø-KTI ¹	-	77	80

¹ Siste undersøkelse er gjennomført rett før inngangen til 2018, og neste undersøkelse gjennomføres i 2019.

Tabell 3: Utviklingen i energieffektivitet og utslippsrate hos NPRO

Tabellen viser en positiv utvikling i totalt energiforbruk, utslippsrate og kildesorteringsgrad.

NPRO er fremoverlente når det kommer miljøtiltak internt i organisasjonen og vi anser ikke det for mulig for at det skal komme miljørestriksjoner som ville skadet bunnlinjen til selskapet frem i tid, dette argumenterer vi ved å vise til fokusområde innad organisasjonen sammen med at forretningsområdet deres er kjøp og utleie av allerede eksisterende bygg (annenhåndskjøp) og blir dermed ikke så utsatt for miljørestriksjoner som staten må iverksette.

5.1.6. Lovmessige forhold

Selskapet har utarbeidet en separat redegjørelse for samfunnsansvar i henhold til regnskapsloven § 3-3a ledd 9-12 knyttet til arbeidsmiljø, likestilling, diskriminering og selskapets påvirkning på det ytre miljø hvor hovedfokuset er på bærekraft og miljøhensyn.

Ut fra årsrapporten 2018 skriver styret om gode resultat knyttet til denne utviklingen og vi anser ikke for miljøreguleringer for å være en latent fare for NPRO.

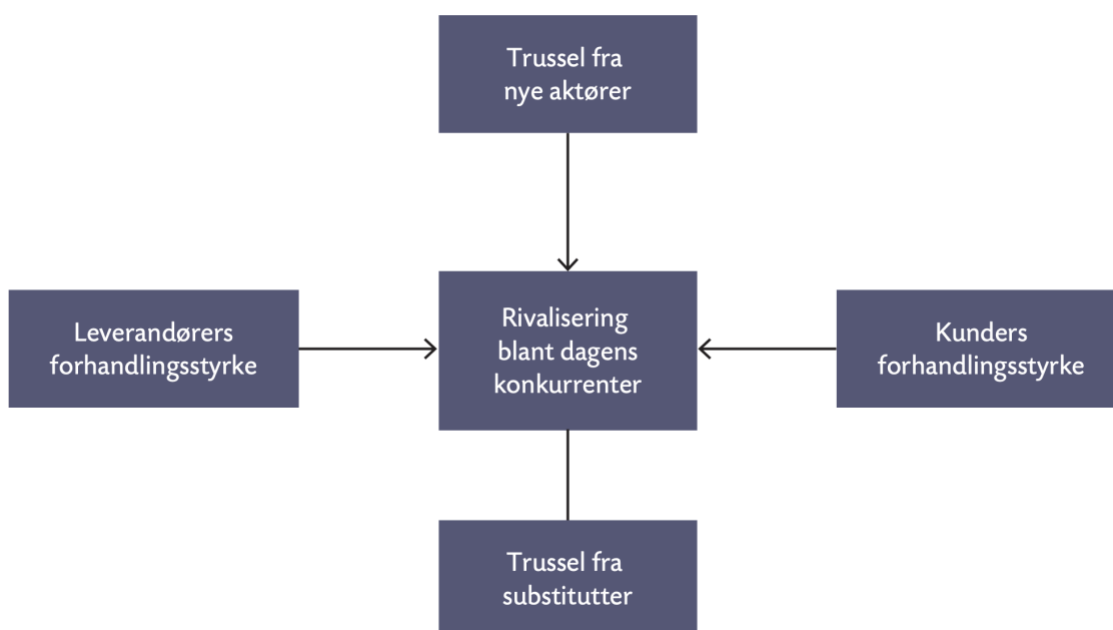
Boligforskriftene fra 1. juli 2018 reduserer evnen pirvatpersoner og selskap (inkludert ASA) til å ta på seg gjeld ved kjøp av sekundærbolig, spesielt i Oslo-området hvor sekundærboliger må finansieres med 40% egenkapital - dette er klart en hindring for et selskap som driver med kjøp og utleie av forretningsbygg. NPRO har derimot klart å finansiere sine prosjekter ved obligasjoner til privatpersoner og finansielle institusjoner. En oppmykning i byggeforskriftene som letter egenkaptailbyrden for ASA ved kjøp av bygg og boliger vil kunne bidra til økt konkurranse mellom kommersielle banker og private investorer som kan resultere i gunstigere vilkår for NPRO. Vi anser ikke en slik oppmykning i forskriftene for å være aktuelle da dette lener på spekulasjon uten særlig grunnlag.

Når det gjelder andre restriksjoner som kan påvirker driften til NPRO på en negativ måte så finner vi ingen andre alvorlige, latente, trusler og konkluderer med at selskapet ikke vil møte store utfordringer i kort/mellomlang sikt.

5.2. Bransjeanalyse ved hjelp av Porters fem konkurransekrefter

Der PESTEL-analysen ser på makroforhold som NPRO må forholde seg til, ser Porters bransjeanalyse (*Porters five forces*) på forhold på mikronivå. Denne modellen prøver å si noe om konkurranseintensiteten i den gitte bransjen. Målet er å danne et kvalitativt grunnlag for å vurdere hvor attraktiv bransjen NPRO opererer i er. Vi skal i VRIO-modellen vurdere Norwegian Property's evne til å takle både makro- og mikroforholdene. (Erichsen m.m, 2015), (Roos m.m, 2014)

De fem konkurransekreftene i en bransje er ifølge Porter *leverandører, kunder, dagens konkurransebilde, potensielle nye aktører i bransjen og substitutter*. Disse kreftene er illustrert i modellen under.



Figur 6: Porters fem konkurransekrefter Kilde: (Erichsen m.m, 2015)

5.2.1. Dagens konkurrenter

Virksomhetens forutsetninger for suksess avhenger i stor grad av hvor intens dagens konkurranse er. Konkurransbildet vil forme strategier for videre utvikling, og det er dermed nødvendig for NPRO å kartlegge denne i høy detalj. For å avgjøre hvem som er konkurrenter må en først undersøke hvilke behov NPRO tilfredsstiller, hvordan det blir gjort, og hvilke kundegrupper dette innebærer.

Hoveddelen av virksomheten til Norwegian Property baserer seg på å anskaffe, utvikle, og drifte for å leie ut kontoreiendom av høy standard til selskaper med høy betalingsvillighet i de beste områdene i sentrale deler av Oslo og Nydalen. Det er altså kontoreiendom til de som trenger de dyreste lokalene midt i kollektive knutepunkt. I dette markedet er det en del aktører der det er noen få store som regjerer. Det er i hovedsak to selskaper av signifikans for Norwegian Property som i tillegg til dem driver med drift, kjøp, salg og utvikling av næringseiendom i storbyene i Norge. Dette er Olav Thon Eiendomsselskap og Entra som nevnt i kapittel 4.3. Disse selskapene vil kontinuerlig forsøke å posisjonere seg best mulig i forhold til sine konkurrenter.

Næringseiendom er mest verdifullt i storbyene, spesielt i Oslo, det er dermed sterk konsentrasjon av konkurrenter i disse områdene. Sysselsettingen er som sagt størst i de kontortunge bransjene, noe som igjen skaper vekst i utleiemarkedet for næringseiendom. Veksten vil likevel heller klassifiseres som moderat ettersom etterspørselen etter kontorlokaler vokser stabilt vært mellom 5- og 8 prosent de siste ti årene. Dette innebærer at det er heller konkurranse i å ta markedsandeler fra hverandre, noe som tvinger selskapene til å opprettholde høy kvalitet og høy kundetilfredshet for å ikke miste andeler.

Næringseiendom er mest verdifullt i storbyene, spesielt i Oslo, det er dermed sterk konsentrasjon av konkurrenter i disse områdene. I CBD, hvor NPRO i hovedsak konkurrerer, er det høy standard på det aller meste av eiendom. Her er det da hovedsakelig beliggenhet som vil avgjøre hvilken pris selskapene kan tilby, det er dermed ikke noen grunn til å vente at noen vil føre noen form for priskrig. Totalt sett mener vi det er moderat konkurranseintensitet mellom eksisterende aktører.

5.2.2. Potensielle nye aktører:

Det å kartlegge potensielle aktører som kan tre inn i markedet, og ta hensyn til at en kan bli utsatt for sterkere konkurranse i fremtiden, er sentralt for å kunne utvikle og tilpasse seg fremtidens konkurransebilde. Spørsmålet er: Hvor høye er bransjens inngangsbarrierer mot nye inntrengere? I utleie av næringseiendom foreligger det betydelige etableringshindringer, spesielt i de områdene hvor Norwegian Property opererer. Det kreves enormt kapital for å anskaffe og renovere tilsvarende eiendommer som Norwegian Property besitter. I tillegg er selskapene i bransjen heller store, med mange større kontrakter. Dette innebærer at selskapene i bransjen allerede har troverdig image og etablerte nettverk, noe som igjen er en barriere for

nye aktører. Selv om bransjen er lønnsom, så trenger nok ikke NPRO i stor grad utvikle strategier for å håndtere potensielle nye aktører.

5.2.3. Substitutter

Produkter og tjenester som dekker de samme behovene som Norwegian Property er substitutter. Dersom det finnes mange alternative løsninger til å leie næringsseiendom i sentrale områder, vil det påvirke vekstmulighetene og lønnsomheten i bransjen. Det som kan være relevant å se på for NPRO (som vil påvirke etterspørselen) er kjøp i stedet for leie, og alternative steder for kontorlokaler. Det som påvirker leieprisene mest i sentrale områder er kontorledigheten. Som nevnt i bransjeanalysen er denne veldig lav i områdene hvor NPRO besitter eiendom, og er ventet å holde seg lav i tid fremover. Selv om flere aktører bestemmer seg for å kjøpe i stedet for å leie i sentrum, vil dette redusere ledigheten og styrke leiemarkedet.

Å leie kontorlokaler i andre beliggenheter er en substitutt. Bransjeanalysen viste at etterspørselen etter sentrale beliggenheter vokser stadig, og er forventet å fortsette å vokse, så ved første øyekast ser det ikke ut som kundemassen vurderer andre steder som substitutter. Likevel er det klart at teknologi gjør det mindre viktig for folk å være på samme geografiske sted, så langt fram i tid er det vanskelig å si noe om attraktiviteten av sentral beliggenhet. Vi vil fortsatt i dag vurdere konkurranse fra substitutter til å være lav.

5.2.4. Leverandørenes forhandlingsposisjon

Leverandørene kan påvirke overskuddet i en bransje ved å øke prisene eller redusere kvaliteten. I de områdene som Norwegian Property opereres i, drives det mye renovering og ombygging for å sikre de beste, fleksible løsningene til en kvalitets-krevende kundemasse. For at NPRO skal kunne fortsette med ombygging og skape vekst i selskapet, kreves det at kostnadene ved en slik aktivitet ikke spiser opp fortjenesten.

Norwegian Property har ikke egne entreprenører og går heller ut i markedet og ansetter arbeidskraft til hvert enkelt prosjekt. For å sikre kvalitet og overkommelige priser krever dette da at det er solid konkurranse blant entreprenørene i markedet. På den ene siden er entreprenører essensielle for virksomheten, men samtidig er det høy konkurranse blant dem, og lave byttekostnader (ettersom de velges for hvert prosjekt). Sammenlagt vil vi konkludere med at det er relativt lav konkurransekraft fra leverandørene.

5.2.5. Kundenes forhandlingsposisjon

Kundene ønsker naturligvis hele tiden å senke prisene, øke kvaliteten, og oppnå bedre service. I leiemarkedet i sentrale Oslo er det flere faktorer som er relevante å vurdere med hensyn til konkurransebildet.

Produktet som er tilbudt utgjør en betydelig andel av kundens totale kostnader, i tillegg har kunden god tilgang på informasjon (lett å finne ut om f.eks. Etterspørsel, pris per km, og alternativer). Til sammen fører disse faktorene til at kundene er heller prissensitive og kritiske i sitt valg blant alternativer. Dette styrker kundens forhandlingsposisjon.

Kundenes forhandlingsposisjon er svekket av de store kostnadene som er knyttet til relokalisering. Ikke bare direkte kostnader ved flytting, men også de indirekte kostnadene ved arbeidsløse dager.

Oslo CBD er veldig lav på kontorledighet, noe som man ser igjen i at store arealer er utleid før de er ferdigstilt. Forhandlingskraften overfor kundene stammer da fra at hvis kundene skal ha areal i de beste områdene så har de ikke så stor mulighet til å velge fritt. Eiendom i prime yield er relativt standardisert lokalt per definisjon (beste beliggenhet til beste pris), men differensiert i den forstand at det er ingen områder i Norge som sammenlikner. Dette styrker forhandlingssituasjonen til utleierne. Totalt er det da i dag "utleierens marked", som betyr moderat til lav konkurransekraft hos kundene. Som nevnt i bransjebeskrivelsen er det predikert at tilbud av lokaler vil øke en del fremover, og da er det mulig situasjonen endrer seg til kundenes favør.

5.2.6. Oppsummert:

Ved å se på disse kreftene har vi kommet fram til at det er moderat konkurranse i utleie av næringseiendom markedet. Dette indikerer moderat lønnsomhet, men også at posisjonen til eksisterende selskaper er relativt trygg. Det er ikke noen ekstrem profitt å hente fra en mangel på konkurranse. Vi mener da det er andre forhold enn mikroforholdene som er avgjørende for å oppnå sterke resultat.

5.3 Intern analyse med VRIO-Modellen

I motsetning til den eksterne analysen, så brukes den interne til å se på selve selskapet. Hva som er deres styrker og svakheter, og hva de kan bygge videre på for å forbedre seg. Ved å se på selskapets ressurser og konkurransefortrinn, så kan man se hva bedriften må fortsette å jobbe med. Har man f.eks. et godt konkurransefortrinn, så er det viktig å jobbe med å bevare og utvikle dette. Hvis ikke kan konkurrentene komme å ta deg igjen. I vår interne analyse kommer vi derfor til å fokusere på VRIO-modellen.

5.3.1 Modellbeskrivelse

VRIO handler om å identifisere og etablere langsiktige konkurransefortrinn for bedriften. VRIO er en forkortelse for hvilke krav et konkurransefortrinn skal vurderes etter, og er som følgende:

V (Value/Verdi) - Hvor verdifull er ressursen for kundene?

R (Rarity/Sjeldenhet) - Hvor sjelden/unik er ressursen i markedet?

I (Imitability/Imiterbarhet) - Hvor lett er ressursen å kopiere for konkurrentene?

O (Organization/Organisering - Hvordan er bedriften organisert for å utnytte og videreutvikle ressursen?

Hvis ressursene ikke er verdifulle for kundene, så har de ingen hensikt til markedet. For å bli valgt av kundene må man finne noe som er viktig for dem.

Ressursen må være sjelden, dette for å gjøre det unikt. Det hjelper ikke å ha et bra produkt hvis konkurrentene har det samme, da har ikke kundene noen insentiver til å velge deg. Det blir heller ikke noe konkurransefortrinn hvis du er på lik linje med konkurrentene, da mangler man jo fortrinnet.

Ressursen må være vanskelig å imitere, dette er avgjørende for at ressursen skal kunne holde seg sjelden. Det er ulike måter å gjøre det vanskelig for konkurrenten å kopiere ressursen, patenter, geografiske forhold og lovgivninger er eksempler på barrierer som kan gjøre det vanskelig. Immaterielle eiendeler kan ha et fortrinn her, de er gjerne vanskeligere å imitere, da de kan være mer komplekse å sette seg inn i. Du kan for eksempel ikke kopiere konkurrentens ansatte hvis de er eksepsjonelle, derfor kan immaterielle ressurser ha størst mulighet til å bli varige konkurransefortrinn.

Til slutt kommer vi til organiseringen. Bedriften må klare å utnytte ressursen for at den skal kunne komme til nytte, og være et konkurransefortrinn. Den må altså være godt implementert, og det må jobbes for at organisasjonen hele veien videreutvikler ressursen. Hvis de ikke videreutvikler seg vil de tilslutt sitte igjen med ressurser som ikke lenger er etterspurt i markedet, og da mister de verdien.

Modellen brukes i rekkefølge, man starter ved “V” og går trinnvis nedover til “O”, hvis ressursen oppfyller kriteriene i de ulike trinnene. Dette gjøres fordi hvert trinn er avgjørende for det neste. Det hjelper for eksempel ikke at det svarer bra på de tre andre kriteriene, hvis det ikke har noe verdi for kundene. Slik er det for de andre kriteriene også. Hvis konkurransefortrinnet derimot svarer bra på alle, så har det potensiale til å bli et godt og varig konkurransefortrinn. Hvordan type konkurransefortrinn det er, er avhengig av hvor langt i modellen det kommer. Dette ses i modellen under:

Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Utnyttet av organisasjonen	Type konkurransefortrinn
Nei				Negativt konkurransefortrinn
Ja				Konkurranseparitet
ja	ja			Midlertidig konkurransefortrinn
ja	ja	ja		Utnyttet konkurransefortrinn
ja	ja	ja	ja	Betydelig konkurransefortrinn

Tabell 4: Typer konkurransefortrinn

(Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2015)

5.3.2 Analyse av Norwegian Property i VRIO-modellen

Ifølge Norwegian Property selv, så har de to fortrinn som kundene får ved å velge dem. Disse er:

- Tomtebanken
- Kundetilfredshet
- Ledelsen
- Ansatte
- Nettsiden

Det største konkurransefortrinnet til NPRO er tomtebanken. NPRO sitter med eiendommer sentralt i Oslo og Stavanger, i områder der det er veldig attraktivt å leie. I tillegg har NPRO en fleksibel portefølje med eiendommer, slik at kunden finner det lokale som passer dem. Eiendommene er hovedsakelig kontorlokaler, men det finnes oss lagringslokaler og parkering tilknyttet lokalene. Det er stor etterspørsel etter utleielokaler i spesielt Oslo, noe som fører til at utleieprisene har økt de siste årene. Grunnet begrensninger i nybygging øker også verdien på eiendommer og tomter.

Disse tomtene er helt klart verdifulle, for kunden og selskapet. De er derimot ikke veldig sjeldne, det finnes mange slike bygg i Oslo og Stavanger. Tomtebanken blir dermed et konkurranseparitet fortrinn.

NPRO skryter også av deres kundetilfredshet, her scorer de jevnt høyt i ulike undersøkelser de siste årene. Det er flere grunner til dette, en av dem er deres miljøhensyn. Det å ta vare på miljøet har blitt mye viktigere de siste årene, og mange kunder stiller derfor store krav til dette. NPRO er blant de beste i markedet på dette, og jobber videre med å bli enda bedre. De kan blant annet vise til at under en oppussing av en av deres eiendommer i 2018, så ble 92 % av det totale avfallet på 415 tonn sortert. Og lokalene deres ved Aker Brygge bruker kun 180 Kwh per kvadratmeter. I tillegg har de et godt kundesenter, som hjelper kundene med det de skulle trenge. De bruker blant annet mye tid på å tilpasse lokalene på best mulig måte til leietaker. Dette skaper stor kundetilfreds, som igjen skaper lojalitet og gjør dem attraktive på markedet.

Styre og ledelsen i NPRO er satt sammen av kompetente aktører, med mye erfaring med ledelse. De fleste styremedlemmene sitter også i styret til andre store selskap, f.eks. sitter Ceilie Astrup Fredriksen i styret til blant annet Mowi ASA i tillegg til NPRO. Kunnskapen og

erfaringene styre sitter med, gjør dem vel egnet til å ta kloke beslutninger for selskapets beste. Nytt av 2018 så fikk styret blant annet fullmakt til å forhøye selskapets aksjekapital med inntil 27 420 000 kr, ved å utstede nye aksjer. Dette ble gitt til styret på bakgrunn av aksjonærenes tiltro til dem. Denne fullmakten gir styre mer handlingsfrihet til å tilegne seg egenkapitalen de mener de trenger, når de trenger den. Aksjonærene har på denne måten gitt styret en frihet, som lar dem utøve kompetansen deres. På denne måten får NPRO utnyttet det fortrinnet de har i styre sitt.

NPRO har fokus på at de ansatte er en viktig ressurs, ved rekruttering blir det dermed lagt stor vekt på fagkompetanse og bransjeerfaring, samtidig som personlige egenskaper. Dette for å sørge for at sammensetningen av de ansatte skal være så god som overhodet mulig. Det jobbes kontinuerlig med kunnskapsutvikling, for å kunne beherske skiftende behov i markedet. Det gjennomføres individuelle utviklingsplaner for hver ansatt, for å passe på at de har den kompetansen de trenger. NPRO gir også økonomisk støtte til de som ønsker videre- og etterutdanning, da kompetanse er en ferskvare, og må jevnlig fornyes. Gjennom dette sitter NPRO igjen med den nyeste og beste kompetansen, som de kan gi til kundene sine.

For å gjøre det lettere for kundene, så har NPRO utviklet en enkel og funksjonell nettside. Denne gir dem svar på det de skulle lure på, eventuelt henvisning til hvem de kan kontakte for mer informasjon. Det er en veldig åpen nettside, der de har en oversikt over alle ansatte og hvilke avdelinger de jobber innen. Dette gjør at man blir raskere kjent med selskapet, og kan ta direkte kontakt med dem man ønsker. Kundene trenger dermed ikke gå gjennom flere ledd, men heller direkte til kilden. Dette effektiviserer prosessen for både kunden og NPRO, og gjør dermed nettsiden til en verdifull ressurs for selskapet.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å imitere	Organisering	Type konkurransefortrinn
Tomtebanken	Ja	Nei			Konkurranseparitet
Kundetilfredshet	Ja	Nei			Konkurranseparitet
Ledelsen	Ja	Ja	Ja	Ja	Betydelig konkurransefortrinn
Ansatte	Ja	Ja	Ja	Ja	Betydelig konkurransefortrinn
Nettsiden	Ja	Nei			Konkurranseparitet

Tabell 5: Type konkurransefortrinn NPRO har

Det at tomtebanken ikke er sjelden skyldes at det finnes endel slike eiendommer innenfor CBD, men det kan argumenteres for at nybygging er svært begrenset. Dette vil føre til at lokalene blir mer og mer sjeldne, etterhvert som etterspørselen etter dem øker. I vår analyse velger vi allikevel å beholde dem som en konkurranseparitet, da tilgangen fra konkurrenter fortsatt er stor. Kundetilfredsheten og nettsiden er begge veldig verdifulle, men er heller ikke veldig sjeldne. Dette er et marked der kundenes tilfredshet er vitalt for at de kommer tilbake, og de andre aktørene har dermed også sterkt fokus på dette. NPRO skiller seg dermed ikke ut her, men lar heller ikke konkurrentene få et fortrinn, noe som kan være minst like viktig.

Mennesker og deres personlig egenskaper, er og vil alltid være unike. Man kan ikke kopiere ett annet menneske. Det at NPRO i tillegg er påpasselig på å utnytte deres ledelse og ansatte i driften, gjør disse til to betydelige konkurransefortrinn. Det kan argumenteres for at dette finnes så mange mennesker med mye kompetanse, at ingen dermed blir unike. Konkurrentene vil jo også sitte med kompetente folk, så kan man si disse er sjeldne? Selv om personer kan erstattes av hverandre, og at mange besitter den samme kompetansen, så er ethvert menneske unikt. De ansattes personlighet og samarbeidsevne er ikke alltid lett å finne en erstatter til. En kunde vet at en inngåelse av et kundeforhold, vil bety mye samarbeid og kontakt med utleier. Det knyttes en form for samhold, og det har dermed en betydning hvem dette blir med. Her vil hver ansatt være unik, og vi velger derfor å se på ledelsen og de ansatte som en sjelden og unik ressurs.

5.4 SWOT

SWOT-analyse brukes til å identifisere de viktigste elementene til et selskap, og er et verktøy som er mye brukt i strategiarbeid. Bokstavene i SWOT står hhv. for «Strength, Weakness, Opportunities and Threats» hvor de to første bokstavene er knyttet til den interne strukturen til selskapet, og deres styrker og svakheter. De to siste bokstavene i SWOT belyser de eksterne forholdene utenfor selskapet, og viser til muligheter og trusler som organisasjonen står ovenfor. (Roos m.m, 2014)

5.4.1. Styrker

Den største styrken til NPRO som organisasjon må være den interne kompetansen de har innenfor kontorutleiemarkedet innen CBD-området sammen med tomtebanken de har lokalisert i samme området. Administrerende direktør Bent Oustad skriver selv i årsrapporten 2018 *«Hovedvekten av våre kontoreiendommer, både målt i areal, verdier og leieinntekter ligger i Oslo CBD. Fordelen med dette er åpenbare og vi vil forsøke å utnytte stordriftsfordelene og all kunnskapen vi har om området, leietakerne og leienivået fremover. Vi har også størstedelen av vår organisasjon lokalisert i CBD og har derigjennom nærhet og kontakt med våre leietakere tilnærmet 24/7».*

Vektleggingen av bærekraft og miljøhensyn innad i organisasjonen må også ansees for å være en styrke hos NPRO da fokuset og etterspørselen etter slike løsninger er voksende og er et område hvor selskapet er meget fremoverlent og proaktiv.

5.4.2. Svakheter

Selv om lokaliseringen innen CBD-området er et stort satsningsområde for NPRO har det vært spørsmål knyttet til boligprisene til Norge. I IMF's utsikt rapport for norsk økonomi 2019 viser de til boligprisene antageligvis er for høye og at den norske husholdningsgjelden kan være en utfordring i fremtiden. (Knudsen, 2019). Spesielt vises det til den boligprisutviklingen de siste årene i Oslo. Porteføljen til Norwegian Property er lite diversifisert, med mål om å få enda større andeler av sine eiendommer i CBD. Svakheten til NPRO er da at hvis det skulle være noen endringer i konkurranseforholdene i sentrale Oslo vil dette slå sterkt ut på verdiskapningen til selskapet. En mer variert samling av eiendommer kunne fordelt risikoen over flere ben.

NPRO driver primært med oppkjøp og utleie av forretningsbygg i dette utsatte området. Ettersom de ikke «flipper» bygningene vil ikke en nedgang i boligprisen være en automatisk dårlig for selskapet da det kan tillatte kjøp av nye objekter. En nedgang i boligprisene vil derimot føre til en reduksjon av bokverdien til selskapet noe som igjen vil virke på egenkapitalverdien som investorene har krav til. Mest viktig er det at den norske økonomien er avhengig av boligprisen i markedet – en slik nedgang kan da føre til redusert sysselsetting i Oslo noe som igjen vil slå ut på leieprisene som NPRO kan kreve for sine objekter.

5.4.3. Muligheter

En oppmykning i boligforskriftene som gjelder for privatpersoner og selskap i Oslo-området som kan føre til gunstigere lånevilkår for NPRO da det skapes økt konkurranse mellom kommersielle banker og private investorer som kjøper obligasjoner. Denne eventuelle oppmykningen av forskriftene vil ikke være til eksklusiv fordel for NPRO, men vil gjelde alle aktører innen bransjen og kan dermed ikke sees på som en ren mulighet som utelukkende gjelder for organisasjonen.

Miljøhensyn og fokus på bærekraft kan derimot sees på som en mulighet som NPRO kan benytte seg av i større grad sine konkurrenter. Om norske myndigheter for eksempel innfører strengere krav for miljøtiltak hos næringen eller at slike hensyn vektlegges tyngre hos brukerne av eiendommene vil NPRO uten tvil ha et fortrinn med tanke på allerede implementerte løsninger og fremtidige tiltak startet hos dem.

5.4.4. Trusler

Trusselen om en rask renteøkning fra Norges Bank eksisterer i dag selv om samtlige sentralbanker har signalisert at de ikke vil sette opp renten dramatisk innen nær fremtid. En rask renteøkning vil føre til at det blir vanskeligere for selskapet å betjene eksisterende gjeld som ikke har faste kuponger men som følger 3mnd-NIBOR + et påslag. Det blir også dyrere å finansiere oppkjøp av andre objekter ved at renten investorene krever blir høyere med tanke på høyere risikofri rente og økt risikopåslag. Denne økonomiske trusselen er igjen ikke eksklusivt rettet mot NPRO men gjelder for alle eiendomsselskap som finansierer sine kjøp gjennom gjeld (nesten alle selskap i bransjen) og kan dermed ikke sees på trussel som ikke deles av andre aktører.

Nye aktører som treer inn i markedet er en trussel, men ettersom inngangsbarrieren for bransjen er stor vil dette trolig ikke være en akutt trussel for selskapet. Boligprisfall som igjen resulterer i redusert sysselsetting kan ramme NPRO og skade bunnlinjen – denne faktoren vil også ramme de nærmeste konkurrentene til NPRO som for eksempel Entra og Olav Thon Eiendomsselskap likt.

5.4.5 Oppsummering

Men hensyn på styrker, svakheter, muligheter og trusler som gjelder spesielt for NPRO og ikke generelt i bransjen kan vil sette opp denne oppsummerende SWOT-matrisen.

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> - Tomtebanken - Kunderelasjon - Lokal markedskunnskap 	<ul style="list-style-type: none"> - Liten spredning i eiendomsporteføljen - Utsatt for makroøkonomiske forhold

Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> - Større miljøkrav fra markedet og regjeringen, med tanke på at NPRO er blant markedslederne på dette området. - Økt fokus på bærekraft og miljø 	<ul style="list-style-type: none"> - Renteøkning - Nyetableringer - Fall i sysselsetting - Boligprisfall

Tabell 6: SWOT til NPRO

6. Regnskapsanalyse

6.1 Innledning

Vi skal nå foreta en analyse av regnskapet til Norwegian Property. Her vil vi bruke regnskapsdata fra 2014 til 2018, for å foreta en vurdering av selskapets økonomiske tilstand og utvikling. Vi skal se på nøkkeltall som viser til selskapets lønnsomhet, soliditet, deres finansiering og likviditet. Totalkapitalrentabiliteten før skatt, egenkapitalrentabilitet etter skatt og resultatgraden skal belyse selskapets lønnsomhet. Vi bruker likviditetsgrad 1 for å måle bedriftens likviditet, mens gjeldsgraden skal fortelle oss om selskapets soliditet. Finansieringsgrad 1 forteller om hvordan selskapets eiendeler er finansiert.

6.2 Lønnsomhet

6.2.1 Totalkapitalrentabilitet før skatt:

$(\text{Resultat før skatt} + \text{finanskostnad}) / \text{Gjennomsnittlig totalkapital}$



Figur 7: Totalkapitalrentabilitet før skatt for NPRO fra 2014-2018

Totalkapitalrentabilitet er et måleinstrument som beregner selskapets avkastning på selve eiendelene. Denne burde være høyere enn gjeldsrenten, for at selskapet ikke skal tape penger.

Senere i oppgaven finner vi at gjeldsrenten til Norwegian Property ligger på 2,10 %, altså ligger NPRO godt an ifølge den. Vi ser også at den varierer veldig fra år til år, men likevel med en tydelig vekst. Den sluttet på 5,15 % i 2018, dette er et greit nivå, men den kunne gjerne vært noe høyere. Det har vært en trend gjennom hele regnskapsanalysen at det går dårligere i 2018, dette skyldes at verdiendringene på eiendommene begynner å stabilisere seg. Det gjør at

verdiskapingen blir lavere enn tidligere, men den er fortsatt god. Gjennom 2018 har NPRO samlet mer av eiendomsporteføljen rundt CBD (Central Business District), der det er et veldig sterkt leiemarked med lav ledighet. Denne samlingen gjør porteføljen mer stabil, og tro på mer fremtidig vekst for NPRO. (*Totalrentabilitet før skatt 2019*)

6.2.2 Egenkapitalrentabilitet etter skatt

Resultat etter skatt / Gjennomsnittlig Egenkapital



Figur 8: Egenkapitalrentabilitet etter skatt for NPRO fra 2014-2018

Egenkapitalrentabiliteten er et måleinstrument som viser avkastningen på egenkapitalen. Altså avkastningen aksjonærene får på den egenkapitalen de har tilført selskapet. Denne kan brukes for å sammenligne med andre alternative pengeplasseringer, og opp mot investors avkastningskrav, for å se om investoren får avkastningen den krever.

Vi ser at det har vært en veldig positiv utvikling på egenkapitalrentabiliteten etter skatt for NPRO, men at den falt veldig det siste året. Som nevnt tidligere skyldes dette at verdiendringene på eiendommene begynner å stabilisere seg, men NPRO har fortsatt solide tall. Vi har tro på at den vil igjen stige framover. Egenkapitalrentabiliteten etter skatt lå på 6,27 % i 2018, dette er betydelig høyere enn det man får i banken og gode tall for selskapet.

(Egenkapitalrentabilitet, 2019)

6.2.3 Resultatgrad:

(Driftsresultat + finansinntekter) / driftsinntekter



Figur 9: Resultatgrad for NPRO år 2014 - 2018

Resultatgraden viser hvor mye av inntektene som tilfaller selskapet. Altså hvor mye av hver krone det omsettes for, som selskapet sitter igjen med. Det er dermed positivt å ha en høyest mulig resultatgrad.

Vi har valgt å bruke driftsresultat før verdiendringer, da verdiendringene utgjør så stor forskjell at selve driften blir "gjemt" bort. Vi ser her at resultatgraden er veldig høy, den lå på 76 % i 2018. Det vil si at for hver krone NPRO får inn i leieinntekter, så sitter de igjen med 76 øre. Det er naturlig at eiendomsselskap har høy resultatgrad, da kostnadene for det meste ligger i kjøp og oppussing av eiendommer. Derfor har de forholdsmessig lave driftskostnader, og sitter igjen med mye av driftsinntektene. Da NPRO har flyttet eiendomsporteføljen sin til mer sentrale og dyrere strøk, pluss at fremtiden ser lys ut, så ser det positivt ut for den framtidige resultatgraden.

(Resultatgrad, 2019)

6.3 Likviditet

6.3.1 Likviditetsgrad 1:

Omløpsmidler / Kortsiktig gjeld



Figur 10: Likviditetsgrad 1 for NPRO i år 2014-2018

Likviditetsgrad 1 er et mål på hvilken grad selskapet evner å betale ned deres kortsiktige gjeld, ved bruk av omløpsmidlene. Her får vi sett på likviditeten til bedriften. Kortsiktig gjeld skal betales ned innen 1 år, og det er da omløpsmidlene som brukes for å betale dette. Et høyere forholdstall vil signalisere en gunstigere situasjon. En generell regel er at forholdstallet bør være større enn 2, og ikke mindre enn 1. Dette for at man er godt rustet til å til å betale forventede og uforventede utgifter etter som de påløper.

Vi ser at Norwegian Property har ganske lav likviditetsgrad 1, den har vært gjennomgående lav de siste årene og bør gjøres noe med. Vi ser at det er i 2015 og 2018 det er store fall i likviditetsgraden, dette skyldes hovedsakelig veldig store økninger i kortsiktig gjeld. Samtidig faller langsiktig gjeld for NPRO, det er ingen store lån som er tatt opp i perioden, dette skyldes at NPRO har overført noe av den langsiktige gjelden til kortsiktig. Den korrekte likviditetsgraden er dermed mer stabil mellom 0.8 og 1.0, fortsatt lav, men ikke like skremmende. Med våre antagelser om at markedet vil fortsette å gjøre det bra fremover, så er har vi tro på at denne vil øke til et mer akseptabelt nivå framover.

(Likviditetsgrad 1, 2019)

6.3.2 Likviditetsgrad 2

(Omløpsmidler - Varelager) / Kortsiktig gjeld



Figur 11: Likviditetsgrad 2 for NPRO i år 2014-2018

I motsetning til likviditetsgrad 1, så ser likviditetsgrad 2 på de enda mer likvide midlene. Derfor trekkes varelageret ut av ligningen, da de kan bruke noe tid på å bli solgt, og gjort om til penger. Når varelageret er tatt ut av ligningen, så senkes også kravene til likviditetsgraden. En tilfredsstillende likviditetsgrad 2 ligger på mellom 0.8-1.0, mens en god er fra 1.1 og oppover.

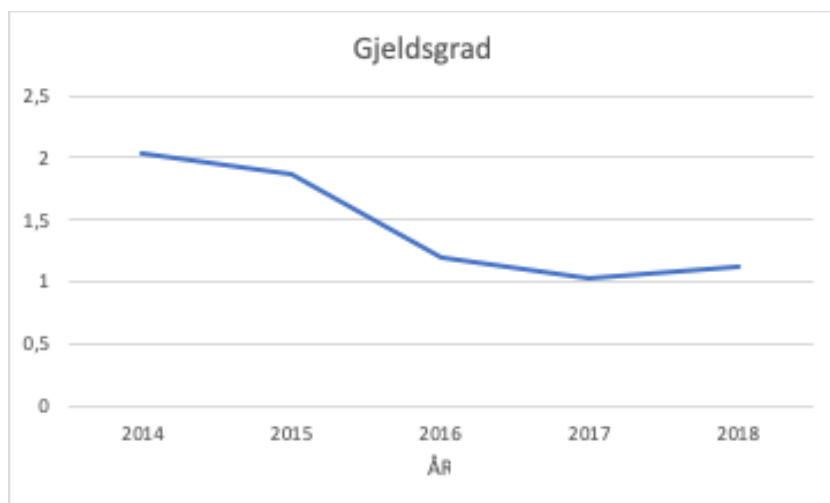
I denne modellen er NPRO litt nærmere tilfredsstillende nivåer, da de uansett ikke har noe varelager og dermed har en fordel av mildere krav. Men vi ser fortsatt at likviditeten er for lav, og av samme grunner som nevnt i likviditetsgrad 1. Og av med samme grunner som for likviditetsgrad 1, så har vi tro på at utviklingen fremover vil bli bedre. I tillegg skal det sies at NPRO har en høy grad av sikring mot svingninger i markedsrenta, noe som gjør at det blir mindre grad av uforutsette likviditetsbehov der. Derfor tillater de seg også å ha litt lavere likviditet enn de ellers ville hatt.

(Likviditetsgrad 2, 2019)

6.4 Soliditet

6.4.1 Gjeldsgrad

Sum gjeld/sum egenkapital



Figur 12: Gjeldsgrad for NPRO i år 2014-2018

Gjeldsgraden er et forholdstall mellom bedriftens gjeld og egenkapital, dette brukes for å se på soliditeten til en bedrift. En synkende gjeldsgrad vil styrke soliditeten, mens en økende gjør det motsatte. En høy gjeldsgrad utgjør en høyere risiko, og vil føre til at eventuelle investorer vil kreve høyere avkastningskrav når de skal vurdere å investere i selskapet, dette for å få kompensasjon for risikoen. Det er også noen fordeler med en høy gjeldsgrad, da dette vil føre til at man får større skattefradrag for renter. En god gjeldsgrad ligger mellom 1 og 2, og en veldig god en ligger under 1.

Vi ser her at Gjeldsgraden til NPRO er god. Den stiger litt i 2018, men det er ikke noe farlig. Som sagt kan det nesten være en fordel med tanke på skattefradrag for renter. Dette viser at soliditeten til NPRO er solid, og de er godt rustet mot tap eller dårlige perioder.

(Gjeldsgrad, 2019)

6.4.2 Egenkapitalandel

Egenkapital / Totalkapital



Figur 13: Egenkapitalandel for NPRO i år 2014-2018

Egenkapitalandel er et annet mål for soliditeten til selskapet, og forteller hvordan eiendelene er finansiert. Jo høyere egenkapitalandelen er, jo lavere risiko. Dette fører igjen til at for høy egenkapitalandel kan gi lavere avkastning på egenkapitalen, så dette må vurderes. Men hovedsakelig, så er høy egenkapitalandel bra, da det sikrer soliditeten til selskapet. Egenkapital på under 100 000 regnes alltid som dårlig, men det er ikke et problem for NPRO. Ellers regnes god egenkapitalandel når den ligger mellom 18 % og 40 %, og meget god når den er over 40 %.

Som vi ser av grafen har NPRO stabilt hatt en høy egenkapitalandel, til og med en meget god en. Dette er i veldig samsvar med gjeldsgraden, og styrker det at soliditeten til NPRO er veldig høy. De er dermed godt rustet mot eventuelle dårlige perioder.

(Egenkapitalandel, 2019)

6.5 Finansiering

Finansieringsgrad 1:

Anleggsmidler / (Langsiktig gjeld + Egenkapital)



Figur 14: Finansieringsgrad 1 for NPRO år 2014-2018

Finansieringsgrad 1 viser i hvilken grad anleggsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld. Denne burde ligge under 1, for hvis den ligger over 1 impliserer det i prinsippet at anleggsmidlet er delvis finansiert kortsiktig gjeld. Den kortsiktige gjelden er mye dyrere, og dermed ikke ønskelig. Dette medfører en høyere risiko for selskapet, enn om de var finansiert med langsiktig gjeld eller egenkapital.

Vi ser at finansieringsgraden er litt høy, da den ligger på 1,09. Vi ser at utenom 2015 og 2018 så ligger den ca på 1, altså har overføringen fra langsiktig gjeld til kortsiktig ført til at finansieringsgraden har blitt over 1. Hvis vi ser bort fra dette er finansieringsgraden grei, men kunne gjerne vært noe lavere.

(Finansieringsgrad 1, 2019)

6.6 Oppsummering regnskapsanalyse

Av de ulike regnskapsanalysene har vi sett at NPRO svarer bra på lønnsomhet og soliditet. Av soliditeten ser vi at det er liten risiko tilknyttet selskapet, og de har dermed høy lønnsomhet med tanke på risikoen. Finansieringen og likviditeten er derimot ikke like bra, men dette skyldes mye overføring fra langsiktig gjeld til kortsiktig. Derfor er ikke tallene så ille, og med stigende markeder fremover ser det ut som NPRO gjør det godt ifølge regnskapstallene.

(NPRO, 2018), (NPRO, 2017), (NPRO, 2016), (NPRO, 2015), (NPRO, 2014)

7. Verdsettelsesmetoder

7.1 Discounted Cash Flow (DCF)

DCF er en måte å verdsette selskapet basert på fremtidige estimerte kontantstrømmer. Man estimerer forventet kontantstrømmer, og neddiskonterer disse etter diskonteringsrenten. Dette vil gi nåverdien av selskapet, og man kan vurdere å investere hvis denne er høyere enn investeringskostnaden. Det er tidsverdien til pengene som gjør dette nødvendig, for penger har mer verdi i dag enn i morgen. Dette skyldes den alternative avkastningen man kan få for pengene.

Vi ser på de estimerte fremtidige estimerte kontantstrømmene i vår analyse, disse blir som sagt neddiskontert med avkastningskravet, slik at vi finner nåverdien av selskapet. For å finne de fremtidige estimerte kontantstrømmene tar vi utgangspunkt i historiske regnskapstall, og vår strategiske analyse.

(Chen, 2018) (Brealey, Myers og Allen, 2016)

7.1.1 Beregning av avkastningskrav

Markedstall og parametere

For å kunne finne verdien av fremtidige kontantstrømmer, så må vi først finne diskonteringsfaktoren/ avkastningskravet. For å finne avkastningskravet til totalkapitalen må man ta hensyn til den risikofrie avkastningen man kan få, samt risikoen til selskapet. Først finner vi derfor et estimert avkastningskrav til både egenkapitalen og fremmedkapitalen, så vi kan beregne totalkapitalkravet. Da finner vi vår diskonteringsfaktor, også kalt Weighted Average Cost of Capital (WACC).

Avkastning til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen viser hva man forventer å få igjen på egenkapitalen. Her er det to ting investorene må kompenseres for, tidsverdien av pengene og den systematiske risikoen som investeringen har. Tidsverdien av pengene kan ses på som den risikofrie avkastningen man ellers har mulighet til å få over tid. Videre trenger investorene kompensasjon for risikoen de tar ved investeringen, her ser man på den gjennomsnittlige avkastning premien man kan forvente i markedet. Dette må ses i forhold til hvor risikabel investering i selskapet er i henhold til markedet. Ut av dette får man følgende formel:

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

Risikofri rente (Rf)

Den risikofrie renta skal illustrere renta vi kan forvente å få med minimal risiko. Denne er med fordi investorer vil kreve å minimum motta dette, i og med de kan være sikret denne avkastningen uten risiko ellers. Som mål på den risikofrie renta bruker vi renta til den norske tiårige statsobligasjonen, da risikoen for disse er minimale. Denne renta ligger på rundt 1,75 % i dag. Norwegian Property må altså minst gi like høy forventet avkastning.

Markedets risikopremie (Rm-Rf)

Markedets risikopremie tilsvarer den ekstra avkastningen en investor forventer å få for en risikabel investering, mot en risikofri en. PWC har gitt ut en rapport om markedets risikopremie i 2018, med risikopremie på 5 %. Denne har vært stabil på 5 % siden 2012, og vi velger å bruke denne i våre analyser.

(PWC, 2018)

Systematisk risiko (β)

Den systematiske risikoen er den risikoen man ikke kan diversifisere bort, og dermed må kompenseres for. Her er beta et mål på hvor mye selskapets aksje svinger i forhold til markedet. På E24.no finner vi at betaen til Norwegian property er på 0,20. Dette er veldig lavt, og tilsvarer at NPRO har betydelig lavere risiko enn markedet. Dette stemmer nok for tidligere år, men ikke nødvendigvis fremover. Vi tenker NPRO bør ha høyere beta i og med at Oslo børs er et relativt lite marked i forhold til andre børser. Dermed har den ikke kapasitet til å reflektere risikoen som ligger i boligmarkedet. Med de lave rentene det har vært de siste årene, så har det vært veldig attraktivt å investere i eiendom. Prisene har dermed økt kraftig, og er på et veldig høyt nivå. Fremover er det planlagt økte renter, og det vil senke kjøpekraften og verdien på eiendom. Dermed ligger det en mye høyere risiko i boligmarkedet, enn det som blir reflektert i denne betaen. Dette er en risiko som ikke kan bli diversifisert bort, og dermed må tas hensyn til. På bakgrunn av dette øker vi betaen til 0,91, da vi mener dette bedre reflekterer risikoen.

Vi kan nå beregne avkastningen til egenkapitalen:

Risikofri rente	1,75 %
Markedets risikopremie	5 %
Systematisk risiko	0,91

Tabell 7: Oversikt over risikotall for NPRO

$$Re = 1,75 \% + 5 \% * 0,91 = \mathbf{6,30 \%}$$

Avkastning på fremmedkapital

Gjelden til NPRO med tilhørende rente 31.12.2018 ligger i tabellen under.

Maturity profile of interest hedges	Amount (NOK mill.)	Interest ¹ (per cent)	Share of total liabilities (per cent)
< 1 year	3 200	1,1	44
1 > 2 year	550	3,2	8
2 > 3 year	900	3,9	13
3 > 4 year	650	3,4	9
4 > 5 year	500	2,2	7
> 5 year	1 400	2,1	19
Total	7 200	2,1	100

Tabell 8: Oversikt over tidsperspektiv for gjelden til NPRO

Som man ser er den gjennomsnittlige renten til Norwegian Property 2,1 %. Vi velger å bruke denne i videre beregninger.

Avkastning til totalkapitalen (WACC)

Vi har nå funnet avkastningskravet til egenkapitalen og til fremmedkapitalen, disse kan vi bruke for å finne avkastningen til totalkapitalen. Dette gjøres ved legge sammen den vektete verdien av de to avkastningskravene. Vi ser dermed på hvor stor andel egenkapitalen er av totalkapitalen, og det samme med gjelden.

(i millioner)	Markedsverdi egenkapital	netto rentebærende gjeld
Størrelse	5813,5	7368,5
Andel	44,10 %	55,90 %

Tabell 9: oversikt over markedsverdi på NPRO sin egenkapital og rentebærende gjeld. Tall i millioner.

Netto rentebærende gjeld beregnes på følgende måte (alle tall er i millioner):

Langsiktig rentebærende gjeld	4679,6
Kortsiktig rentebærende gjeld	3153,8
Balanseførte lånekostnader	13,7
Rentebærende fordringer	(354,0)
Kontanter og kontantekvivalenter	(124,6)
Netto rentebærende gjeld	7368,5

Tabell 10: Oversikt over grunnlag for rentebærende gjeld. Tall i millioner.

Markedsverdien av egenkapitalen beregnes ved å ta markedsverdien av en aksje 31.12.18, ganget med antall utstedte aksjer 31.12.18. Markedsverdien av en aksje var 10,60 kr, og antall utstedte aksjer var 548 446 832. Dette gir markedsverdien på egenkapitalen på 5 813,5 millioner.

Da kan vi beregne avkastningen til egenkapitalen:

	Egenkapital	Fremmedkapitalen
Avkastningskrav	2,75 %	2,10 %
Andel	44,10 %	55,90 %

Tabell 11: Oversikt over andel og avkastningskrav på egenkapital og fremmedkapital.

Avkastningskravet til totalkapitalen beregnes da ved å ta avkastningskravet til egenkapitalen, ganget med andelen + avkastningskravet til fremmedkapitalen ganget med andel. Da får vi følgende:

$$R_t = 6,30 \% * 44,10 \% + 2,10 \% * 55,90 \% = \mathbf{3,95 \%}$$

7.1.2 Fremtidige kontantstrømmer

Vi skal nå beregne de estimerte frie fremtidige kontantstrømmene til NPRO. Fri kontantstrøm er de pengene selskapet sitter igjen med etter å ha satt av til fremtidige investeringer. Dette er altså penger som kan brukes til blant annet utbytte til aksjonærer. Driftsresultat (EBIT) er fortjeneste før renter og skatt. For å beregne frie kontantstrømmer brukes følgende formel:

$$FK = EBIT * (1 - S) + \text{avskrivninger} - \text{endring arbeidskapital} - \text{investeringer i varige driftsmidler}$$

Her finner vi først driftsresultatet etter skatt og legger til avskrivningene. Videre må vi korrigere for endringer i arbeidskapitalen, og fjerne investeringer til varige driftsmidler.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sum Driftsinntekter	738,60	858,30	900,00	784,30	798,90	840,50	865,72	891,69	918,44	945,99
Sum driftskostnader	-199,50	-221,50	-168,10	-177,70	-194,60	-184,91	-190,46	-196,17	-202,06	-208,12
Verdiendringer	354,80	387,40	475,10	1046,70	161,10	171,50	188,65	207,52	228,27	251,09
Driftsresultat før skatt	893,90	1024,20	1207,00	1653,30	765,40	827,09	863,91	903,03	944,65	988,97
Skatt (22%)	196,66	225,32	265,54	363,73	168,39	181,96	190,06	198,67	207,82	217,57
Resultat etter skatt	697,24	798,88	941,46	1289,57	597,01	645,13	673,85	704,37	736,83	771,39
Net investment	1649,60	626,60	381,30	188,00	577,70	354,82	370,62	387,40	405,25	424,27
Avskrivninger	8,20	9,10	9,00	7,50	10,10	9,63	10,30	11,02	11,78	12,60
Arbeidskapital/fordringer	192,10	181,60	115,90	81,40	445,70	209,44	215,72	222,20	228,86	235,73
Frie kontantstrømmer	-1136,26	-0,22	453,26	1027,67	-416,29	90,50	97,81	105,79	114,49	124,01

Horizon Value
NOK 5 344,22

Tabell 12: Oversikt over bakgrunn for frie kontantstrømmer, samt "Horizon Value". Tall i millioner.

Tallene fra 2014 til 2018 er hentet fra årsrapportene til NPRO, mens 2019 til 2023 er de estimerte fremtidige tallene til selskapet. Vi har også lagt inn “Horizon Value”, som er nåverdien av de evigvarende kontantstrømmene etter år 2023. Ved beregning av “Horizon Value” bruker vi en vekstrate på 2 %, etter anbefalinger fra PWC sin rapport. Under forklarer vi hvordan de ulike tallene er funnet.

(PWC, 2018)

$$P_H = \frac{CF_1 * g}{r - g}$$

Driftsinntekter

Ifølge Yahoo Finance, så vil NPRO ha en årlig vekstrate de neste 5 årene på 5,70 %. Noe vi synes er høyt, det er vanlig at analytikere setter vekstraten rundt dobbelt så høyt som den egentlig er. Vi så at den gjennomsnittlige vekstraten de siste 5 årene hadde vært på 2,52 %, og dette virket litt mer fornuftig. Vi valgte allikevel å øke den litt til 3 %, da vi tror det går enda bedre de neste årene. Vi fant så den gjennomsnittlige driftsinntekten til selskapet, og lot denne øke hvert år med vekstraten.

(Yahoo Finance, 2019)

Driftskostnader

Som vi fant ut i resultatgraden, så sitter NPRO igjen med gjennomsnittlig 78 % av hver krone de får inn. Dette vil si at 22 % av driftsinntektene vil gå til driftskostnader, og slik vi regnet ut disse.

Verdiendringer

Da vi antar at det blir mer moderat økning i verdien på eiendom framover, så har vi valgt å holde verdiendringene nærmere det de var i 2018. (NPROs årsrapport 2018). NPRO har som mål å årlig øke eiendomsporteføljen sin med mellom 5 % og 15 %, vi har dermed tatt til grunn at denne i snitt øker med 10 % i våre beregninger. Videre antar vi at verdien på eiendommene øker i snitt med 1,1 %, og slik har vi fått de fremtidige verdiendringene.

Skatt

Fra årsrapporten til NPRO finner vi at deres gjennomsnittlige skatterate er på 22 %, vi antar at det ikke blir endringer i dette i vår analyse.

Net Investment

Vi antar at delen av overskuddet som ikke går til utbytte, går til videre investering. NPRO har som mål å gi ut utbytte på mellom 30 og 50 prosent, men de siste årene har det lugget nærme 45 prosent, noe som vi forventer vedvarer. Vi har dermed lagt til grunn at 55 % av overskuddet går til videre investering i de fremtidige årene.

Avskrivninger

For å finne de fremtidige avskrivningene så fant vi snitt avskrivninger, og økte disse med den gjennomsnittlige økningen av avskrivningene (7 %). Det ser ut til å bli fornuftige tall.

Arbeidskapital / Fordringer

For å finne disse tok vi hva det hadde vært tidligere, og økte med vekstraten på 3 %.

Konklusjon

Ved å summere sammen dataen vi fant kunne vi nå finne de frie kontantstrømmene. Videre fant vi nåverdien av disse og "Horizon Value", ved bruk av avkastningskravet vårt på 3.95 %. Dette svaret delte vi på antall aksjer, for å se verdien på hver aksje, og verdien vi fikk ble **10,72 kr**. Resultatet høres veldig fornuftig ut, da aksjen pleier å ligge mellom 10.40 og 10,90 kr. Vi vurderer ikke denne kursen til å være signifikant forskjellig fra den faktiske aksjeprisen, da det er usikkerheter til fremtidige kontantstrømmer. Dermed ser vi på dette som en korrekt prising av aksjen.

7.2 Multippelanalyse

En supplerende til vår DCF-analyse vil være å se på ulike forholdstall som price/earning, og EV/EBITDA. Multippelanalyse blir ofte brukt ved å sammenligne lignende selskap som betjener det samme markedet - altså selskap som opererer i samme bransje og som har lignende kapitalstruktur. Styrken ved slike multippelanalyser er at man kan få et raskt innblikk i hvordan ulike selskaper er priset til forhold hverandre - problemet med slike analyser er derimot at man ikke går i dybden på den faktiske kontantstrømmen som gir en mer nøyaktig bilde av kontantstrømmen som selskapet genererer. En annen feilmargin er at man antar markedet er riktig priset. Dette gjelder ikke alltid, og bør tas i betraktning.

En annen fallgrube ved multippelanalyse er at selskapene som sammenlignes må være så like som mulig. Selskap som opererer innen samme bransje er utsatt for andre markedskrefter, dette gjelder spesielt for selskap som ikke er i direkte konkurranse med hverandre og som betjener ulike nisjer i markedet.

Av de svenske eiendomsselskapene har vi Atrium Ljungberg, Castellum og Wihlborgs Fastigheter som holder til primært i Stockholm og har en lignende (men ikke identisk) forretningsprofil som NPRO. Det er valgt å sammenlikne med svenske selskap i tillegg fordi det var ikke nok sammenliknbare selskaper i det norske markedet.

De norske motpartene til NPRO vil være Entra og Olav Thon Eiendomsselskap.

I tabellen under vises det markedsdata, finansdata og evalueringforholdene vi har valgt å fokusere på.

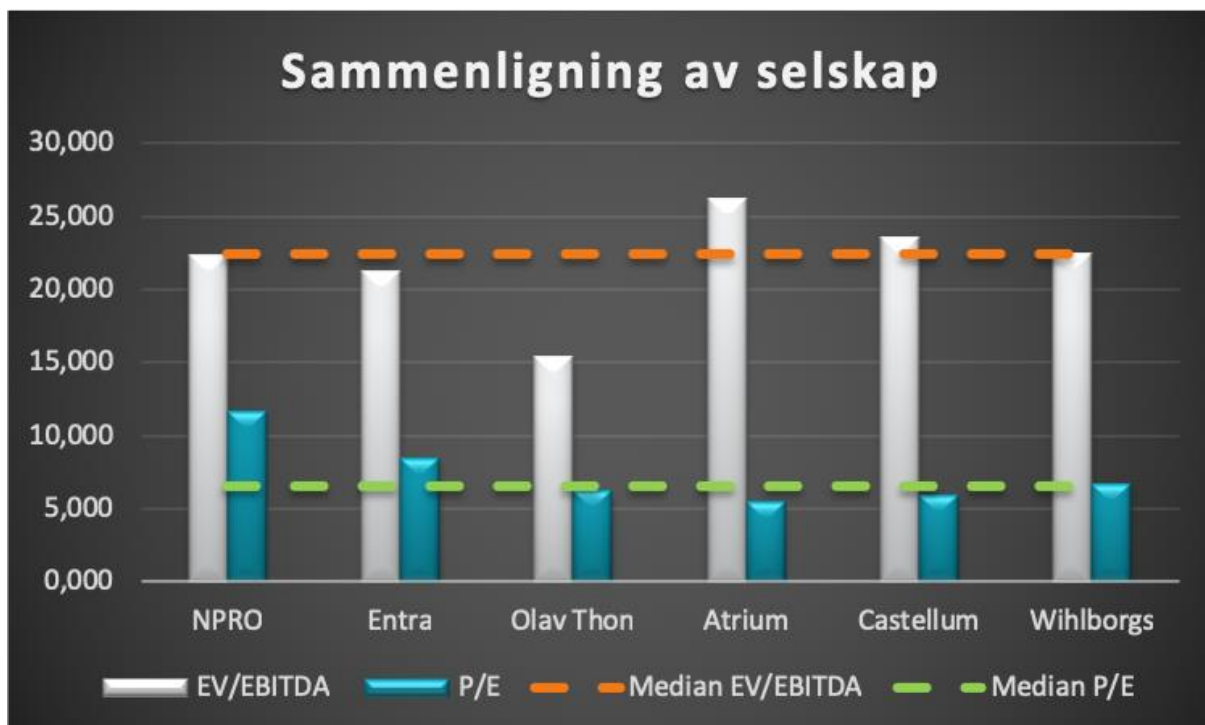
Company Name	Markedsdata						Evalueringforhold	
	Outstanding shares (\$M)	Price (lokalvalutta/aksje)	Market Cap (M)	EV (M)	EBITDA (M)	Earnings (M)	EV/EBITDA	P/E
NPRO	548,43	10,46	5 737	13740	614,7	490,6	22,352	11,7x
Entra	182,72	117,8	21 524	44480	2090	2537	21,282	8,5x
Olav Thon	105,75	148,2	15 672	39700	2570	2508	15,447	6,2x
Atrium	126,46	151	19 095	40200	1530	3453	26,275	5,5x
Castellum	273,2	163,1	44 559	89890	3810	7453	23,593	6,0x
Wihlborgs	157,71	102,2	16 118	42320	1880	2403	22,511	6,7x
Average							21,9x	7,4x
Median							22,4x	6,5x

Tabell 13: Multippeldata for de ulike selskapene

EV står for “Enterprise Value” og er et teoretisk uttrykk for den verdien selskapet er verdt ved å ta hensyn til markedsverdien, legge til gjelden og ta bort kontanter og kontantekvivalenter. Ved å kjøpe opp et selskap må man kjøpe alle aksjene, ved et eventuelt kjøp av selskapet, kjøper man også opp gjelden og kontantene som selskapet sitter med. EV reflekterer dette og er derfor en mer presis indikator på verdien av selve selskapet.

EBITDA står for “Earnings Before Interest, Taxes, Deductibles and Amortization” og reflekterer den operasjonelle driften til selskapet. Ettersom avskrivninger og avdrag er kalkulatoriske kostnader gitt EBITDA et bilde på driftsinntjeningen og representerer i større grad den reelle verdien til selskapet ved oppkjøp av andre selskap. Ved oppkjøp av andre selskap vil ikke renten, avdrag, skattesatsen, avskrivningene være det samme lengre og man fokuserer derfor på selve driften til selskapet.

Figuren nedenfor illustrerer de ulike selskapene sine P/E, EV/EBITDA sammen med median for de ulike selskapene.



Figur 15: Sammenligning av de ulike selskapenes multipler

Vi ser at NPRO kommer svakt ut gitt P/E forholdene i forhold til de andre selskapene - P/E tar derimot ikke for seg gjeldsbyrden til selskapet, men viser bare hvor mye man betaler for hver

kroner selskapet sitter igjen med. Med andre ord betaler man 11,7 kr for 1 kr netto fortjeneste for hvert år. Vi ser at medianen på P/E i markedet ligger på 6,5, for å finne “korrekt pris” per aksje ifølge P/E, så tar vi da resultat etter skatt per aksje og ganger med P/E. Dette gir følgende: $0,89 \text{ kr per aksje} * 6,5 = \mathbf{5,81 \text{ kr}}$ som korrekt pris på NPRO. Altså ser NPRO ut til å være betraktelig overpriset. Men med tanke på at P/E ikke tar hensyn til kapitalstrukturen, så tar vi denne med en klype salt.

Ser vi på EV/EBITDA derimot er NPRO på median nivå til markedet. Dette tyder på at den er korrekt priset i forhold til markedet, altså på **10,60 kr**. EV/EBITDA tar hensyn til kapitalstrukturen, noe som er viktig for selskap med mye gjeld. Dette gjelder NPRO, og EV/EBITDA blir dermed mer relevant å se på. I og med denne passer godt for markedet, tyder dette på at NPRO er korrekt priset.

8. Konklusjon

I denne oppgaven er det gjort et forsøk på å avgjøre verdien av Norwegian Property ASA per 31.12.2018. Den strategiske analysen indikerer at selskapet har positive framtidsutsikter med få faktorer som vil umiddelbart påvirke lønnsomheten på noen negativ måte. Norwegian Property er ikke det største selskapet i sin bransje, men har fortsatt en sterk konkurranseposisjon og er ikke utsatt for noen ekstreme trusler i nærmeste fremtid.

På basis av regnskapstallene vil denne oppgaven konkludere at Norwegian Property virker lovende med tanke på lønnsomhet, finansiering, likviditet og soliditet, når alle forhold er tatt hensyn til. Tidligere år har vært i stor grad preget av veldig store verdiøkninger av eiendommene til NPRO, i tillegg har det vært store svingninger i kortsiktig gjeld. Når vi korrigerer for faktorene som påvirker disse ekstreme verdiene ser vi et mye mer stabilt selskap som er enklere å verdivurdere enn regnskapstallene i første omgang vil tilsi.

Aksjekursen til Norwegian Property per 31.12.2019 lå på NOK 10,60. Denne verdsettelsesoppgave kom på basis av frie kontantstrøm-modellen fram til en aksjekurs på NOK 10,72. Grunlaget for estimering av fremtidige kontantstrømmer ble basert på informasjon fra den strategiske analysen og den regnskapsmessige analysen. Aksjekursen denne oppgaven kom fram til er noe høyere enn prisen markedet har satt (1,1 prosent), men siden det er såpass stor usikkerhet knyttet til fremtiden at det ikke vil påstås med sikkerhet at markedet har underpriset aksjen.

Multipelanalysen hadde litt ulike resultater, men konklusjonen ble at aksjen var korrekt priset på 10,60 kr.

Ut fra våre analyser verdsetter vi dermed NPRO til 10,72 kr per aksje. På basis av våre resultater kan man dermed ikke konkludere med noen kjøp eller selg-anbefaling ved et kursmål på NOK 10,60, da aksjen er omtrent korrekt priset i markedet. Vår anbefaling blir dermed "Hold".

9. Kritikk av oppgaven

I denne oppgaven er det flere faktorer som man stille seg kritisk til. Det er benyttet sekundærdata, i hovedsak fra nettsidene til Norwegian Property, til grunnlag for den strategiske og regnskapsmessige analysen. Hovedvekten av verdivurderingen er basert på kvantitative data. Vi har stilt oss kritisk til alle kilder som har blitt brukt.

Den strategiske analysen er kvalitativt metoderettet, og vil dermed fremstå som svært vurderingsbasert. Det er foretatt en vurdering av nåværende og fremtidige forhold, hvor det vil være stor usikkerhet om noe mer enn den nærmeste fremtiden. I vurderingen av faktorer er det også mulig at det er faktorer av betydning som har blitt oversett i denne oppgave, eller faktorer som sin betydning har blitt over- eller undervurdert.

Det stilles formelle krav til tallene i resultatregnskapene og balansen som har blitt hentet fra tidligere årsrapporter. Som følge av systemet som er på plass velger vi å stole på disse dataene.

I verdsettelsen har det blitt tatt forutsetninger som kan ha påvirket resultatene. Modellene representere forenklinger av den komplekse realiteten. Vi har forutsatt konstant WACC i kommende år, selv om denne vil sannsynligvis endre seg noe i fremtiden. Estimering av fremtidige vekstrater er et resultat av egne erfaringer og oppfatninger, samt uttalelser fra NPRO og andre fagkyndige. Historisk har det i de fleste bransjer vært ganske store avvik fra estimatene til de faktiske kontantstrømmene, det er derfor viktig å stille seg kritisk til tallene som er foreslått i denne oppgaven.

De teoretiske modellene gir ikke et perfekt bilde av virkeligheten, men hjelper å illustrere dagens situasjon.

10. Kilder

Nettsider:

- Chen, J. (2018) *Discounted Cash Flow (DCF)*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp> (Hentet 12.02.2019)
- PWC (2018) *Risikopremien i det norske markedet*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf> (Hentet 10.02.2019)
- Norges Bank (2018) *Ord og uttrykk*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/ord-og-uttrykk/> (Hentet 10.02.2019)
- Dyrnes, S. (2014) *Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer*. Tilgjengelig fra: <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer> (Hentet 15.02.2019)
- Furuseth, T. (2010) *Introduksjon til aksjeverdsettelse*. Tilgjengelig fra: <http://www.morningstar.no/no/news/86937/introduksjon-til-aksjeverdsettelse.aspx> (Hentet 15.02.2019)
- *Totalrentabilitet før skatt* (2019) Tilgjengelig fra: http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/T/Totalrentabilitet_for_skatt.html (Hentet 05.02.2019)
- *Totalrentabilitet* (2019) tilgjengelig fra: <http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/E/Egenkapitalrentabilitet.html> (Hentet 05.02.2019)
- *Resultatgrad* (2019) Tilgjengelig fra: <http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/R/Resultatgrad.html> (Hentet 05.02.2019)
- *Likviditetsgrad 1* (2019) Tilgjengelig fra: http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/L/Likviditetsgrad_I.html (Hentet 05.02.2019)
- *Likviditetsgrad 2* (2019) Tilgjengelig fra: http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/L/Likviditetsgrad_II.html (Hentet 05.02.2019)
- *Gjeldsgrad* (2019) Tilgjengelig fra: <http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/G/Gjeldsgrad.html> (Hentet 05.02.2019)

- *Egenkapitalandel* (2019) Tilgjengelig fra:
<http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/E/Egenkapitalandel.html> (Hentet 05.02.2019)
- *Finansieringsgrad 1* (2019) Tilgjengelig fra:
<http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/E/Egenkapitalandel.html> (Hentet 05.02.2019)
- Yahoo Finance (2019) *NPRO*. Tilgjengelig fra:
<https://finance.yahoo.com/quote/NPRO.OL/analysis?p=NPRO.OL> (Hentet 05.03.2019)
- Kraakman, N. (2014) *How to determine a realistic growth rate for a company*. Tilgjengelig fra: <https://www.valuespreadsheet.com/value-investing-blog/how-to-determine-a-realistic-growth-rate-for-a-company> (Hentet 05.03.2019)
- NPRO. (2018) *Årsrapport 2018 - Norwegian Property ASA*. Oslo: NPRO. Tilgjengelig fra: https://www.norwegianproperty.no/wp-content/uploads/2019/03/2018.12.31_Årsrapport_2018_norsk.pdf (Hentet 23.03.2019)
- NPRO. (2017) *Årsrapport 2017 - Norwegian Property ASA*. Oslo: NPRO. Tilgjengelig fra: https://www.norwegianproperty.no/wp-content/uploads/2018/03/2017.12.31_Årsrapport_2017.pdf (Hentet 05.02.2019)
- NPRO. (2016) *Norwegian Property årsrapport 2016 ASA*. Oslo: NPRO. Tilgjengelig fra: https://www.norwegianproperty.no/wp-content/uploads/2017/03/20161231_NPRO-årsrapport.pdf (Hentet 05.02.2019)
- NPRO. (2015) *Norwegian Property årsrapport 2015 ASA*. Oslo: NPRO. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegianproperty.no/wp-content/uploads/2017/03/NPRO-årsrapport-2015.pdf> (Hentet 05.02.2019)
- NPRO. (2014) *Norwegian Property årsrapport 2014 ASA*. Oslo: NPRO. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegianproperty.no/wp-content/uploads/2017/03/2014-Årsrapport.pdf> (Hentet 05.02.2019)
- Andersen, M. (2018) *Investering i eiendom: Privat eller via eiendomsselskap?* Tilgjengelig fra: <https://www.dnbnyheter.no/bedrift/eiendom-privat-eller-eiendomsselskap/> (Hentet 07.02.2019)
- Union Gruppen (2019) *Leiemarkedet*. Tilgjengelig fra: <http://m2.union.no/leiemarked> (Hentet 07.02.2019)

- Statistisk sentralbyrå (2018) *Færre boliger, mer næringsareal*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/artikler-og-publikasjoner/faerre-boliger-mer-naeringsareal> (Hentet 07.02.2019)
- Haugan, B. (2018) *NHO-rapport: Her er fremtidsjobbene - og jobbene du bør unngå*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/makro-og-politikk/digitalisering/nho-rapport-her-er-fremtidsjobbene-og-jobbene-du-boer-unngaa/24225097> (Hentet 07.02.2019)
- Union Gruppen (2019) *Transaksjon*. Tilgjengelig fra: <http://m2.union.no/transaksjon> (Hentet 07.02.2019)
- Union Gruppen (2019) . *Stavanger - Stor bredde i omsetningene*. Tilgjengelig fra: <http://m2.union.no/byer/stavanger> (Hentet 07.02.2019)
- Knudsen, C. (2019) *IMF: Norske Boliger fortsatt overpriset*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/makro-og-politikk/boligmarkedet/imf-norske-boliger-fortsatt-overpriset/24591046> (Hentet 29.03.2019)
- Ramcilovic, T. (2019) *Enda trangere om plassen i sentrum*. Tilgjengelig fra: <https://www.dnbnaringsmegling.no/no/enda-trangere-om-plassen-i-sentrum/> (Hentet 07.02.2019)
- Ramcilovic, T., Selbyg, G. og Jacobsen, M. H. (2019) *Markedsrapport - Stavanger*. Tilgjengelig fra: <https://www.dnbnaringsmegling.no/no/markedsrapport/stavanger/> (Hentet 07.02.2019)
- Ramcilovic, T., Selbyg, G. og Jacobsen, M. H. (2019) *Markedsrapport - Oslo*. Tilgjengelig fra: <https://www.dnbnaringsmegling.no/no/markedsrapport/oslo/> (Hentet 07.02.2019)
- Parr, O. S., (2019) *En revolusjon av kontormarkedet*. Tilgjengelig fra: <https://www.hegnar.no/Nyheter/Eiendom/2019/02/En-revolusjon-av-kontormarkedet?r=refresh> (Hentet 07.02.2019)
- Statistisk sentralbyrå. (2019) *Sysselsettingsvekst i alle fylker*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/artikler-og-publikasjoner/sysselsettingsvekst-i-alle-fylker> (Hentet 07.02.2019)
- Oslo Børs. (2019) *Olav Thon Eiendomsselskap*. Tilgjengelig fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OLT.OSE/overview> (Hentet 07.02.2019)
- Oslo Børs. (2019) *Entra*. Tilgjengelig fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/ENTRA.OSE/overview> (Hentet 07.02.2019)

- NPRO. (2019) *Aksjekurs*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norwegianproperty.no/aksjekurs/> (Hentet 07.02.2019)@
- NPRO. (2019) *IPO - Road show*. Tilgjengelig fra:
<https://www.norwegianproperty.no/wp-content/uploads/2017/03/NPRO-IPO-Presentation-2006.pdf> (Hentet 07.02.2019)

Fagbøker:

- Roos, G., von Krogh, G., Roos, J. og Boldt-Christmas, L. (2014) *Strategi - en innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Jacobsen, D.I. (2015) *Hvordan gjennomføre undersøkelser*. 3. Utg. Oslo: Cappelen Damm AS
- Erichsen, M., Solberg, F. og Stiklestad, T., (2015) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. Bergen: Fagbokforlaget
- Brealey, R.A., Myers, S.C, Allen, F., (2016) *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education

Kontaktperson Norwegian Property:

- Ane Grimsmo, Finanssjef, Norwegian Property ASA