

Kristjana Berg
Lina Berglund Paulsen
Malin Mikarlsen Dahl
Veronika Høgset

Verdsettelse av Entra ASA

Valuation of Entra ASA

Semesteroppgave i Finansiell Styring

Veileder: Morten Kringstad

April 2020

Kristjana Berg
Lina Berglund Paulsen
Malin Mikarlsen Dahl
Veronika Høgset

Verdsettelse av Entra ASA

Valuation of Entra ASA

Semesteroppgave i Finansiell Styring
Veileder: Morten Kringstad
April 2020

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne semesteroppgaven er en obligatorisk oppgave for retningen “Finansiell styring” på bachelorstudiet Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Som en avsluttende oppgave har vi brukt kompetanse vi har opparbeidet oss gjennom studieløpet, med hovedfokus på de finansielle emnene vi har hatt.

Arbeidet med denne oppgaven har vært lærerikt, i tillegg har det vært gøy å kunne bruke kunnskapen vår i mer praktiske sammenhenger. Vi har hatt et godt samarbeid gjennom prosessen, og håper dette samarbeidet reflekteres i hele oppgaven.

Til slutt vil vi gi en stor takk til Morten Kringstad for god veiledning og konstruktiv kritikk underveis i prosessen. Vi vil også rette en oppmerksomhet til alle forelesere vi har hatt i løpet av disse tre årene.

Kristjana Berg

Lina Berglund Paulsen

Malin Mikarlsen Dahl

Veronika Høgset

Sammendrag

I denne oppgaven har vi utført en verdsettelse av det norske eiendomsselskapet Entra ASA. Verdsettelsen er basert på strategiske analyser, samt historiske tall fra tidligere regnskap. Formålet med oppgaven er å estimere en aksjeverdi for selskapet, og besvare problemstillingen: "Hva er verdien av Entra ASA per 31.12.2019?"

Verdsettelsen begynner med generell presentasjon av Entra, samt en bransjeanalyse, etterfulgt av en strategisk analyse av selskapet. Deretter analyseres trender i selskapets historiske regnskap i perioden 2015-2019 basert på Entras offentlige års- og delårsrapporter. Verdiestimering av fremtidige kontantstrømmer ved bruk av discounted cash flow-modellen tar utgangspunkt i disse analysene. Likevel er avkastningskravet, beregnet i den finansielle analysen, grunnlaget for DCF-modellen. En annen modell som benyttes for å verdsette egenkapitalen til Entra er dividend discount model. Modellen bygger på at verdien til en aksje i dag er lik den neddiskonterte verdien av fremtidige utbytter. Videre har vi valgt å benytte en multippel analyse som en alternativ metode for verdsettelse.

Med utgangspunkt i de tre verdsettelsesmodellene discounted cash flow (DCF), dividend discount model (DDM) og multippelanalyse har vi beregnet fire verdiestimer for Entra ASA-aksjen. Legges disse til grunn får vi en gjennomsnittlig aksjeverdi på kr 158,12, noe som tilsvarer en egenkapitalverdi på kr 28 841 088 000.

Ved hjelp av DCF-modellen ble det beregnet en aksjepris på kr 154,53, noe som tilsvarer et avvik på 6,6 % fra den reelle aksjeprisen på kr 145. Analysen DDM kom frem til en aksjeverdi på kr 145,27, noe som er tilnærmet reell aksjepris. Multippelanalysen gir henholdsvis to aksjepriser, kr 112,22 og kr 220,46, som avviker sterkt fra den reelle aksjeprisen. Noe av årsaken til dette kan være at vi ikke brukte selskaper som er sammenlignbare med Entra.

Abstract

In this assignment, we have done a valuation of the Norwegian real estate company Entra ASA. The valuation is based on strategic analyzes, as well as historical figures from previous accounts. The purpose of the assignment is to estimate a share value for the company and answer the question: "What is the value of Entra ASA per 31.12.2019?"

The valuation begins with a general presentation of Entra, as well as an industry analysis, followed by a strategic analysis of the company. Thereafter, trends are analyzed in the company's historical accounts for the period 2015-2019 based on Entra's public annual and interim reports. Value estimation of future cash flows using the discounted cash flow model is based on these analyzes. Nevertheless, the required rate of return, calculated in the financial analysis, is the basis for the DCF model. Another model used to value Entra's equity is the dividend discount model. The model is based on the fact that the value of one share today is equal to the discounted value of future dividends. Furthermore, we have chosen to use a multiple analysis as an alternative method of valuation.

Based on the three valuation models discounted cash flow (DCF), dividend discount model (DDM) and multiple analysis we have calculated four value estimates for the Entra ASA share. On this basis, we obtain an average share value of NOK 158,12, which corresponds to an equity value of NOK 28 841 088 000.

Using the DCF model, a share price of NOK 154,53 was calculated, which corresponds to a deviation of 6,6 % from the real share price of NOK 145. The DDM analysis estimated a share value of NOK 145,27, which is roughly the real stock price. The multiple analysis estimates two stock prices, NOK 112,22 and NOK 220,46, which deviate strongly from the real share price. One of the reasons for this may be that we did not use companies comparable to Entra.

Innholdsfortegnelse

1. Generelt om oppgaven	7
1.1 Bakgrunn	7
1.2 Problemstilling	7
1.3 Avgrensing	7
1.4 Oppbygging	7
2. Om Entra ASA	8
2.1 Kort om selskapet	8
2.2 Selskapets historie	8
2.3 Selskapets forretningsmodell	9
2.4 Aksjeinformasjon	10
3. Bransjeanalyse – Porters Five Forces	11
3.1 Rivalisering blant eksisterende aktører i bransjen	11
3.2 Potensielle aktører i bransjen / potensielle trusler i bransjen	12
3.3 Substitutter	12
3.4 Leverandørenes forhandlingsstyrke	13
3.5 Kundenes forhandlingsstyrke	13
4. Strategisk analyse	14
4.1 PESTEL-analyse	14
4.1.1 Politiske forhold	14
4.1.2 Økonomiske forhold	15
4.1.3 Sosiokulturelle forhold	16
4.1.4 Teknologiske forhold	16
4.1.5 Samfunnsmessige forhold	16
4.1.6 Juridiske forhold	17
4.2 SWOT – analyse	17
4.2.1 Styrker	18
4.2.2 Svakheter	18
4.2.3 Muligheter	19
4.2.4 Trusler	20
5. Regnskapsanalyse	22
5.1 Lønnsomhet	22
5.1.1 Driftsmargin	22
5.1.2 Totalkapitalrentabilitet	22
5.1.3 Egenkapitalrentabilitet	23
5.2 Likviditet	24
5.2.1 Likviditetsgrad 1	24
5.3 Finansiering	25
5.3.1 Finansieringsgrad 1	25
5.3.2 Arbeidskapital	26
5.4 Soliditet	27

5.4.1	Egenkapitalandel	27
5.4.2	Gjeldsgrad	27
5.4.3	Rentedekningsgrad	28
5.5	<i>Oppsummering</i>	29
6.	Finansiell analyse	31
6.1	<i>Avkastningskrav</i>	31
6.2	<i>Risikofri rente</i>	31
6.3	<i>Beta</i>	32
6.4	<i>Markedets risikopremie</i>	33
6.5	<i>Avkastning på egenkapital</i>	33
6.6	<i>Egenkapital- og gjeldsandel</i>	33
6.7	<i>Gjeldskostnad</i>	34
6.8	<i>Skatt</i>	34
6.9	<i>WACC</i>	34
7.	Fundamental verdsettelse	35
7.1	<i>Discounted Cash Flow (DCF)</i>	35
7.1.1	Driftsinntekter og driftskostnader	35
7.1.2	Arbeidskapital	37
7.1.3	Investeringer og avskrivninger	37
7.1.4	Frie kontantstrømmer	38
7.1.5	Konklusjon DCF	39
7.2	<i>Dividend Discount Model (DDM)</i>	40
7.3	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	41
7.4	<i>Multippelanalyse</i>	42
7.4.1	P/E – metoden	43
7.4.2	P/B – metoden	43
7.4.3	Konklusjon multippelanalyse	44
8.	Konklusjon	45
9.	Kritikk av oppgaven	48
	Vedlegg 1	50
	Referanser	51

Tabeller

<i>Tabell 5.1</i>	22
<i>Tabell 5.2</i>	23
<i>Tabell 5.3</i>	24
<i>Tabell 5.4</i>	25
<i>Tabell 5.5</i>	26
<i>Tabell 5.6</i>	26
<i>Tabell 5.7</i>	27
<i>Tabell 5.8</i>	28
<i>Tabell 5.9</i>	28
<i>Tabell 5.10</i>	29
<i>Tabell 7.1</i>	36
<i>Tabell 7.2</i>	37
<i>Tabell 7.3</i>	38
<i>Tabell 7.4</i>	39
<i>Tabell 7.5</i>	40
<i>Tabell 7.6</i>	41
<i>Tabell 7.7</i>	42
<i>Tabell 7.8</i>	43
<i>Tabell 7.9</i>	44

1. Generelt om oppgaven

1.1 Bakgrunn

Årsaken til at vi valgte Entra ASA er at firmaet fremstår som et av de ledende selskapene i bygging og utvikling av næringseiendom. Virksomheten er miljøbevisst og står bak bygget Powerhouse Brattørkaia som er et av de mest energieffektive byggene og ligger i Trondheim (Snøhetta, u.d.). Entra ASA er relativt ny på Oslo Børs, og vi ønsker å se på utviklingen siden noteringen høsten 2014 (Oslo Børs NewsWeb, 2014). I tillegg finner vi eiendomsbransjen interessant fordi den har et stort potensial til å bli mer miljøvennlig, i tillegg til at den stadig er under utvikling.

1.2 Problemstilling

Vi har kommet frem til følgende problemstilling: «Hva er verdien av Entra ASA per 31.12.2019?». I denne oppgaven ønsker vi å estimere prisen per aksje, og deretter sammenligne denne prisen med aksjekursen på Oslo Børs.

1.3 Avgrensning

Oppgaven tar utgangspunkt i data fra 1. januar 2015 til og med 31. desember 2019. Vi benytter oss av sekundærdata som inkluderer Entra sine egne års- og delårsrapporter, i tillegg til verktøy som Proff og Yahoo Finance. Vi presiserer at vi tar utgangspunkt i konsernregnskapet.

1.4 Oppbygging

I denne oppgaven vil vi i del to kort fortelle om selskapet, deres forretningsmodell, historie og gi informasjon om aksjen som vi fant relevant. I del tre gjennomfører vi en bransjeanalyse ved hjelp av Porters Five Forces. Dette for å se nærmere på omgivelsene Entra opererer i. Videre vil vi i del fire gjennomføre en strategisk analyse av Entra. Først gjennomfører vi en Pestel-analyse for å se nærmere på faktorer på makronivå, før vi oppsummerer med en Swot-analyse. Deretter gjennomfører vi en regnskapsanalyse i del fem. I del seks gjennomfører vi en finansiell analyse for å beregne relevante tall som brukes i den fundamentale verdsettelsen i del syv. Til slutt vil vi i del åtte og ni forsøke å besvare problemstillingen, samt rette et kritisk blikk mot oppgaven.

2. Om Entra ASA

2.1 Kort om selskapet

Entra ASA er et av de ledende selskapene innenfor næringseiendom i Norge. Entras eiendomsportefølje består i hovedsak av kontorbygg av høy kvalitet som er lokalisert i Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim. Kundeporteføljen er preget av langtidsleie-kontrakter og anses dermed som solid. Per 31.12.19 har de en utleieprosent på 97% og offentlig sektor utgjør ca. 60% av kundeporteføljen (Entra, 2019).

2.2 Selskapets historie

Entra ASA ble etablert som Entra Eiendom AS i år 2000 som følge av et stortingsvedtak. Virksomheten ble etter dette utskilt fra det statlige selskapet Statsbygg og underlagt Nærings- og Fiskeridepartementet. Utskillelsen gjaldt de mest konkurransutsatte delene av Statsbygg. Regjeringen åpnet videre i 2011 for å redusere den fullstendige statlige eierandelen i selskapet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2016).

Entra ble tatt opp til notering på Oslo Børs den 17. oktober 2014. På dette tidspunktet var markedsverdien på selskapet 11,9 milliarder og prisen for en aksje var 65 kroner. Ved børsnoteringen var selskapet det første statlige heleide firmaet siden 2005 (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014). Fra og med denne dag har staten solgt seg gradvis ut av selskapet. Salgene begrunnes med utgangspunkt i å styrke det private eierskapet i Norge (Nærings- og fiskeridepartementet, 2016). Siste nedsalg ble gjort 3. desember 2019 og staten eier nå 8,2% av aksjene.

I sitt virke har firmaet opplevd noe negativ omtale i media. Riksrevisjonen kritiserte blant annet bedriften for «uforholdsmessig høye bonuser til lederne» (Veum, et al., 2006). Videre har det vært delte meninger om ansettelsen av Rune Olsø i 2012 og hans forhold til departementet og Arbeiderpartiet.

Fra børsnoteringen og frem til 31.12.2019 har selskapet steget på børs med over 120%. Til sammenligning har Oslo Børs steget med i overkant av 65%. Det er verdt å merke seg at prisene på næringseiendom har steget kraftig fra 2011 til 2018 (Norges Bank, 2019). Særlig gjelder

dette kontorbygg i Oslo som betegnes som «prestisjelokaler». Markedet opplever fremdeles en moderat vekst i prisene.

2.3 Selskapets forretningsmodell

Entra ASA har som visjon at «De mest fornøyde menneskene jobber i Entras bygninger». Forretningsideen deres dreier seg om å utvikle attraktive og miljøledende lokaler, som de leier ut og forvalter. I tillegg holder selskapet aktivt på med porteføljeforvaltning ved kjøp og salg av eiendom (Entra, u.d.). Omtrent 90% av porteføljen til Entra består av kontorbygg. Ellers eier selskapet også noen kjente kulturelle bygninger, som for eksempel nasjonalbiblioteket og Rockheim i Trondheim (Entra, 2018).

Entra har fire verdier som skal karakterisere de aktivitetene de holder på med. Disse verdiene er å være ansvarsfull, innovativ og å jobbe hands-on og som et team. Ut fra årsrapporten for 2018 kommer det frem at de har følgende tre mål som står i fokus, og som driver forretningsstrategien deres (Entra, 2018):

1. De skal være ledende på kundeopplevd kvalitet.

Målet er å være den beste i bransjen når det kommer til kundeopplevd kvalitet. Selskapet jobber aktivt med å beholde gode relasjoner med leietakere slik at de er fornøyde, og på denne måten øke antallet som fornyer leiekontrakter i deres bygninger.

2. De skal levere lønnsom vekst.

Til nå har Entra oppnådd solide resultater når det kommer til både porteføljens vekst og verdiskapning i selskapet. Dette kommer frem i regnskapsanalysen.

3. De skal være miljøledende i bransjen.

Å drive selskapet på en bærekraftig måte er fundamentalt i forretningsstrategien og driften til Entra. Selskapet har i mange år vært ledende innenfor utvikling av bærekraftige bygninger og har som mål å være mer miljøvennlig i alle sine prosjekter. Det har i tillegg vært fokus på å utvikle energieffektive bygg til porteføljen. Entra fortsetter med å implementere og søke etter nye og mer miljøvennlige muligheter for å møte miljørelaterte utfordringer.

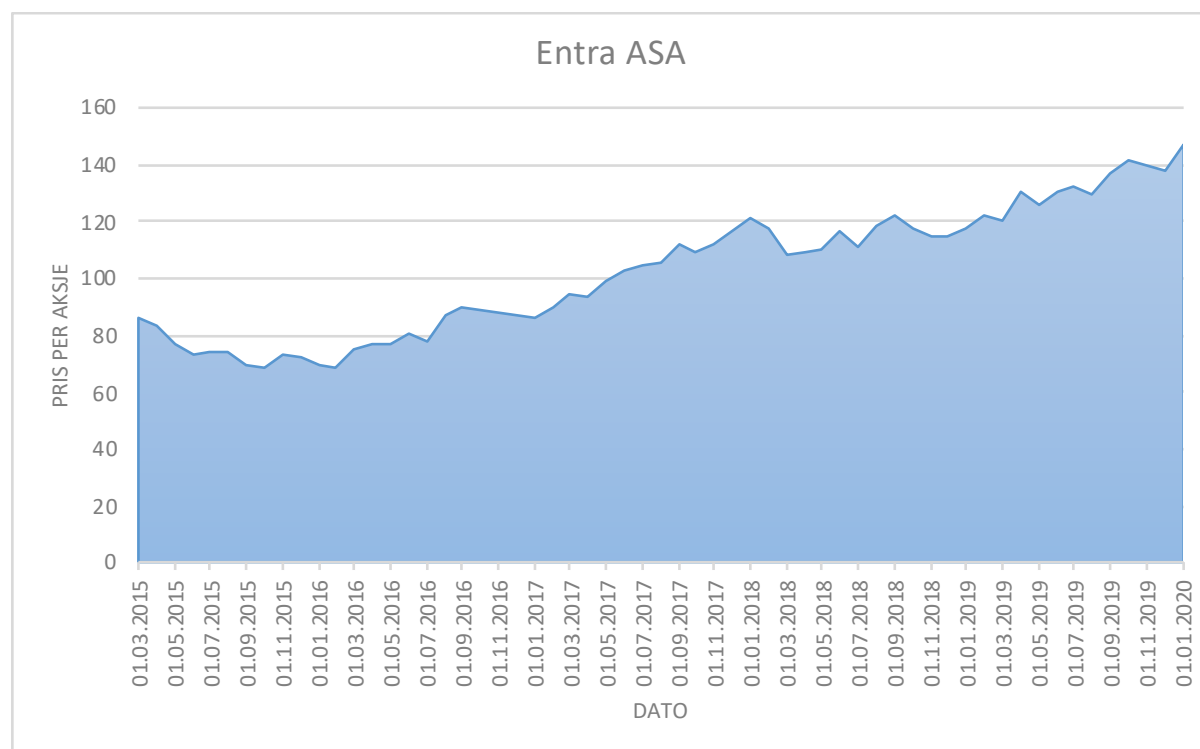
2.4 Aksjeinformasjon

Entra ASA har i 2019 hatt et gjennomsnittlig antall aksjer på 182 400 000 aksjer (Entra, 2019). Aksjen var ved stengetid 31.12.2019 verdsatt til 145,00 kr per aksje (Oslo Børs, u.d.).

Entra ASAs tre største aksjonærer er Folketrygdfondet (NOR), Nærings- og fiskeridepartementet (NOR) og State Street Bank and Trust Comp (USA). Disse har en eierprosent på henholdsvis 8,82, 8,24 og 7,83 av aksjene i Entra. Videre har Entra flere internasjonale aksjonærer, disse med en eierprosent på 3,42 eller lavere (Entra, u.d.).

Entras utbyttepolitikk går ut på å dele ut høye og stabile utbytter to ganger i året. Målet er å betale et årlig utbytte på tilnærmet 60% av Cash Earnings, «definert som netto resultat fra eiendomsdrift minus skatt» (Entra, u.d.). Entrass samlede utbytte for 2019 var 4,70 kroner per aksje sammenlignet med 4,50 kroner per aksje for 2018. For 2019 ble det annonsert et halvårlig utbytte på 2,40 kroner per aksje for andre halvår (Entra, 2019).

Figur 2.1: Aksjepris, Entra ASA i perioden 01.03.2015 til 31.12.2019



Prisen per aksje har økt fra 86,27 kr til 146,96 kr i denne perioden. Dette tilsvarer en økning på omtrent 70,3 prosent (Oslo Børs, u.d.).

3. Bransjeanalyse – Porters Five Forces

For å gi et innblikk i bransjen Entra opererer i har vi valgt å bruke Porters fem konkurransekrefter. Disse konkurransekreftene er rivalisering blant eksisterende aktører, potensielle aktører, substitutter, leverandørenes forhandlingsstyrke og kundenes forhandlingsstyrke. Modellen er knyttet til mikroforhold, og er velegnet til å gjennomføre en strategisk analyse av virksomhetens omgivelser på bransjenivå (Framnes, et al., 2018).

3.1 Rivalisering blant eksisterende aktører i bransjen

Som Entras nærmeste konkurrenter har vi her regnet med andre selskaper som holder på med utvikling og forvaltning av næringseiendom til diverse selskaper. I Norge i dag eksisterer det en rekke eiendomsselskaper, hvorav en stor del utvikler og forvalter næringseiendom i Norges mest sentrale byområder (Eiendomsbransjen, u.d.). Sånn sett kan man si at konkurranseintensiteten i bransjen er relativ sterk. Det skal likevel nevnes at flere av disse selskapene har sine største satsningsområder innenfor annen type eiendom enn næringseiendom og kontorlokaler (Eiendomsbransjen, u.d.). Dette kan lette litt på den konkurransen Entra møter i markedet. Noen av selskapene vi anser som Entras største konkurrenter er blant annet Statsbygg som i hovedsak skal tilby funksjonelle og kostnadseffektive lokaler til statlige virksomheter (Eiendomsbransjen, u.d.), OBOS Eiendom som utvikler, eier og driver næringsbygg i Norges største byer (Eiendomsbransjen, u.d.), og Veidekke Eiendom som gjennomfører diverse byggeoppdrag i og rundt de store byene i Norge (Eiendomsbransjen, u.d.).

For å oppnå et konkurransefortrinn i bransjen og for å redusere konkurranseintensiteten er det viktig for selskapet å skille seg ut fra konkurrentene på et eller flere områder. Entra opererer i de fire største byene i Norge (Entra, u.d.). Med dette skiller de seg ut fra selskaper som kun opererer i Oslo-området, eller har begrenset seg til andre områder enn de Entra opererer i. Det som skiller Entra mest fra de andre selskapene i bransjen vil nok være deres satsning på å være det miljøledende selskapet i bransjen (Entra, u.d.). Dette er noe det kan virke som at bare blir viktigere og viktigere for kunder i de fleste markeder.

Siden leieprisene på næringseiendom har steget kraftig i de store byene, kan bedrifter velge å flytte seg ut av byene og til mindre steder med billigere leie. Entra har kun utleielokaler i de største byene, og ved en slik utflytting fra byene må det regnes med at konkurransen fra selskaper som tilbyr lokaler utenfor bykjernene kan komme til å øke.

3.2 Potensielle aktører i bransjen / potensielle trusler i bransjen

Hvor omfattende trusselen fra nye aktører er, avhenger av hvor lett det er å etablere seg i en bransje. Trusselen fra nyetablerere reduseres av de høye etableringskostnadene som er knyttet til å utvikle og investere i eiendom. Etableringskostnadene virker som en barriere som gjør det mindre attraktivt for helt nye selskaper å etablere seg. disse kostnadene er likevel ikke like relevante for selskaper som allerede opererer innen eiendom, men ikke innen næringseiendom. Slike selskaper vil allerede ha ressurser og kompetanse som kreves i bransjen, og det vil derfor være en større trussel for at de skal etablere seg i markedet Entra opererer i.

En annen barriere som kan hindre nyetablering er om kundetilfredsheten i bransjen er høy. Sannsynligheten for at kunder bytter selskap når de er fornøyde er naturlig nok lavere enn når de ikke er det. som tidligere nevnt er et av Entras tre hovedmål at de skal ha fornøyde kunder. Dette vil bidra til å beskytte Entra fra trusselen fra nyetablerte selskaper. Måten selskapet har posisjonert seg og skiller seg fra resten av konkurrentene på, kan også være beskyttende mot nye selskaper. Særtrekkene ved Entra, som for eksempel at det er et bærekraftig selskap, kan gjøre at det er mer attraktivt å velge Entra over andre eiendomsselskaper, både etablerte selskaper og nyetablerte selskaper.

3.3 Substitutter

I stedet for at bedriftene leier næringseiendom av Entra, kan bedriftene velge å eie lokalene selv. Ifølge Fasting (2015) var det mer vanlig å eie egne lokaler før i tiden. Noe av årsaken til dette kan beskrives ut fra to hovedpunkter. Næringseiendom og lokaler er først og fremst svært kapitalintensive, det vil si at man trenger stor kapitalinnsats per produserte enhet. I tillegg har eiendomsbransjen blitt betydelig profesjonalisert ved blant annet store aktører og høye priser. En av fordelene med å leie fremfor å eie er at bedrifter og organisasjoner slipper å ha egne ansatte som drifter og vedlikeholder eiendommene. Disse punktene er likevel ikke til hinder for at Entras leietakere kan kjøpe og forvalte egne lokaler og eiendommer. Dette kan for eksempel være aktuelt for organisasjoner og selskaper som vi vet kommer til å eksistere og behøve lokaler i fremtiden, slik som politiets hovedkontor i Bergen.

3.4 Leverandørenes forhandlingsstyrke

En vurdering av leverandørenes forhandlingsstyrke innebærer blant annet en vurdering av antall leverandører, om de tilbyr noe unikt til bedriften og kostnaden ved å bytte fra en leverandør til en annen. Leverandørene til Entra vil være alle som bidrar med materialer og tjenester til bygging og renovering av eiendommene. Entra setter miljøkrav til de viktigste leverandørene i sine avtaleforhold (Entra, u.d.). Dette miljøkravet innebærer at leverandørene må være miljøsertifisert eller ha en miljøstrategi, og dersom leverandørene ikke har dette må de etablere en slik strategi. «Innkjøpsvirksomheten i Entra kjennetegnes av høy etisk standard. Det er konkurranse om leveransene og alle tilbyderne likebehandles» (Entra, u.d.).

Det vil være vanskelig å si noe konkret om antall leverandører og deres tilbud. Likevel indikerer Entrass krav og uttalelser at leverandørene har noe begrenset forhandlingsstyrke. Dersom ikke leverandørene tilfredsstillers Entrass krav vil konkurrenter bli valgt. Utdraget fra Entrass nettside viser at det er konkurranse om å levere varer og tjenester til Entra. Høy konkurranse og krav til leverandørene tilsier at Entra stiller sterkere enn sine leverandører ved avtaleinngåelse.

3.5 Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsstyrke innebærer blant annet størrelsen og verdien av avtalen, samt kundenes kostnader knyttet til å bytte til en konkurrent. Først og fremst vil avtaler om leie av næringsseiendom strekke seg over en lengre tidshorisont. Gjennomsnittlig leiekontrakt hos Entra er på 7 år (Saltnes, 2019). Avtalene innebærer også betydelige kontantoverføringer. En leiekontrakt må anses som viktig for bedriften eller organisasjonen som leier. Disse punktene taler for at kundene har en betydelig forhandlingsstyrke overfor Entra. På den andre siden vil oppsigelse av en leiekontrakt og flytting medføre relativt store kostnader for en virksomhet. Kundens kostnader ved å bytte fra Entra til andre konkurrenter reduserer kundens forhandlingsstyrke.

4. Strategisk analyse

4.1 PESTEL-analyse

PESTEL er en strategisk analyse som brukes for å kartlegge de makro-miljømessige faktorene som påvirker en virksomhet. For å analysere de eksterne faktorene som påvirker Entra ASA benytter vi oss av en PESTEL-analyse, bestående av seks elementer; politiske forhold, økonomiske forhold, sosiokulturelle forhold, teknologiske forhold, miljømessige forhold og juridiske forhold (Erichsen, et al., 2019).

4.1.1 Politiske forhold

Nasjonale føringer av politiske forhold har stor påvirkningskraft på lønnsomheten til bedrifter innen eiendomsbransjen. Eksempelvis vil en ny byggeforskrift kunne påvirke Entrass kostnadsstruktur. Andre viktige politiske forhold er skattepolitikk og miljøpolitikk.

Skattesatsen vil ha betydning for hvor mye Entra må betale i skatt, og dermed hvor høyt resultat bedriften sitter igjen med. Skattesatsene har siden 2015 blitt gradvis redusert fra 27% til 22% i 2019 (Skatteetaten, u.d.). Ligningsverdien til utleid næringseiendom settes i henhold til skatteloven § 4-10 (4) til 75% av beregnet utleieverdi. Dersom denne satsen justeres opp eller ned, vil dette ha betydning for Entrass resultat. Beregnet utleieverdi eller markedsverdi tar utgangspunkt i leieinntekter justert for eierkostnader delt på kalkulasjonsrenten. Dette er omtalt som «yield» innenfor eiendomsbransjen.

Siden den Norske stat leier over 70% av Entrass eiendommer, vil politiske beslutninger, som blant annet geografisk beliggenhet, ha betydning for nye og eksisterende leieavtaler. Som nevnt tidligere, eier staten 8,2% av Entra. Eierskapet fremstår som rent forretningsmessig, som vi ser at staten ønsker å maksimere verdien av sine investeringer (Storsletten, 2019).

I dag er miljøhensyn en viktig del av politikken. De som driver innenfor eiendomsbransjen må følge de restriksjonene som regjeringen legger. Mest sentralt er plan- og bygningsloven og forurensningsloven, da disse legger klare føringer for miljømessige aspekter ved næringseiendom. Det kan være lønnsomt å satse på miljøeffektive bygg allerede i dag, fordi det kan komme flere restriksjoner som kan bli kostbare.

4.1.2 Økonomiske forhold

Den økonomiske utviklingen i samfunnet utgjør en usikker ekstern faktor i eiendomsbransjen. Konjunktursvingninger har stor påvirkning på bransjens etterspørsel i markedet. De økonomiske forholdene kan påvirke direkte gjennom arbeidsledighet, men også indirekte gjennom rentenivå/styringsrente. En økonomisk utvikling på nasjonalt og internasjonalt nivå kan indikeres gjennom økonomisk vekst, kjøpekraft, rentenivå, valutakurser og inflasjon.

Ved inngangen av 2020 er norsk økonomi inne i sitt tredje år med konjunkturoppgang. Dette har resultert i lavere arbeidsledighet, samt høye lønninger. Ifølge regjeringen har arbeidsledigheten de siste årene vært på et lavt nivå sammenlignet med tidligere. Dette indikerer velstand hos bedrifter og den enkelte innbygger. Økt kjøpekraft har en indirekte betydning for investeringsviljen. Enkeltpersoner og selskaper som opplever større overskudd i selskapet eller i privatøkonomien vil ha penger til å investere i blant annet eiendommer og aksjer for å oppnå verdiskapning. I nasjonalbudsjettet for 2020 kommer det frem at gjeldsraten blant den norske befolkningen aldri har vært så høy. Likevel har husholdningenes gjeldsrate avtatt noe de to siste årene, selv om gjeldsnivået er historisk høyt (Regjeringen, 2019).

Prisen på næringseiendom og utleiepriser steg moderat fra i fjor. Hvordan denne utviklingen kommer til å være, kan påvirke i hvor stor grad bedrifter vil benytte seg av utleieselskaper som Entra fremfor å kjøpe selv (Regjeringen, 2019).

Økonomien er i stadig utvikling. Selv om Norge har hatt en stabil økonomisk utvikling de siste årene, vil den høye gjeldsgraden utgjøre en sårbarhet overfor det norske finansielle systemet. I januar 2020 besluttet komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet å holde styringsrenten uendret på 1,50%. Denne ble imidlertid satt ned den 13. mars til 1% som følge av utbruddet av Cov19-viruset (Norges Bank, 2020).

Entra ASA, samt andre eiendomsselskaper generelt, vil også være sensitive for renteendringer i økonomien. En konjunkturændring kan medføre endring av styringsrenten. En betydelig økning av styringsrenta vil i hovedsak påvirke bransjen på to ulike måter. For det første vil dette medføre økte kostnader for selskaper som holder gjeld. For selskaper med en betydelig gjeldsandel, kan det være mer lønnsomt å leie fremfor å eie næringseiendommer. Derfor kan det oppstå en økt etterspørsel etter leieavtaler for næringseiendom.

4.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold har betydning for de «myke» faktorene ved næringsutviklingen av eiendom. Disse myke faktorene omhandler for det meste det ytre arbeidsmiljøet.

En trend i leiemarkedet er at bygninger som er estetiske og skiller seg ut tiltrekker leietakere. Generelt har folk andre forventninger enn tidligere, ikke bare basert på utseende, men også hvilke materialer som er brukt og hvor miljøvennlig bygget er. På bakgrunn av dette ser man at det bygges flere prestisje- og miljøvennlige lokaler.

Lokalet bedriften oppholder seg i er ikke kun et arbeidsrom, men der representerer også en del av imaget til bedriften. En kan tro at etterspørselen etter prestisjelokaler henger sammen med ønsket om å tiltrekke seg attraktive arbeidstakere (Norion, u.d.).

4.1.4 Teknologiske forhold

Den teknologiske utviklingen som har vært de siste tiårene har ført til at etterspørselen av teknologi i eiendomsbransjen har endret seg. Bedrifter er mer avhengige av effektive og smarte løsninger for å kunne skape verdi av det de arbeider med.

I tillegg til å skape løsninger som er effektive legger Entra vekt på at løsningene skal være miljøvennlige og estetiske. God utnyttelse av den teknologiske utviklingen som gir muligheter for lett tilpasning kan være appellerende for kunder. Entra kan bruke dette som en strategi for å tiltrekke seg kunder.

Entra gikk i 2018 inn et samarbeid med CGI som er en av de største uavhengige leverandørene av tjenester innenfor teknologi og forretningsprosesser. Bakgrunnen for dette er å kunne skape et solid grunnlag for videre innovasjon og digitalisering for å kunne skape en bedre kontorhverdag for deres leietakere (CGI, 2018).

4.1.5 Samfunnsmessige forhold

Fokuset Entra har på miljøet er uten tvil et av deres største konkurransefortrinn. I eiendomsbransjen i Norge er Entra miljøledende og det å være miljøbevisst og ta valg deretter

inngår som en viktig del av deres strategi og praktisk arbeid. I tillegg til pris og estetikk er bærekraftige løsninger i dag en viktig faktor når en velger eiendomsutvikler.

Videre mener Entra at det skal være en fordel å velge miljøvennlige bygg. De har opprettet en grønn fordelsavtale med leietakere som har som mål å finne frem til mer fornuftige løsninger som har mindre påvirkning på miljøet. Dette innebærer blant annet hvordan avfall blir håndtert og energibruk. Leietakerne er på denne måten forpliktet til å prioritere miljøet og følge opp tiltakene som de kommer til enighet med. Et redusert energiforbruk vil føre til lavere energikostnader for leietakerne.

Bygg utgjør omtrent 40% av det totale energiforbruket til jorden. I bransjen er det gjennomsnittlige energiforbruket i 2017 for kontorbygg på 179 kWh/kvm, mens energiforbruket til Entras eiendomsportefølje i 2019 på 145 kWh/kvm. En bør merke at Entras eiendomsportefølje består mest av kontorbygg, men også andre bygg (Enova, 2017).

4.1.6 Juridiske forhold

I Norge stilles det flere krav og reguleringer til utbygging av alle typer eiendommer. Alle nye konstruksjoner må følge de krav og bestemmelser som er gitt i plan- og bygningsloven samt teknisk forskrift. Teknisk forskrift, også kjent som TEK17 ble publisert i 2017 og inneholder preaksepterte tekniske løsninger for at bygg skal bli godkjent etter det som står i plan- og bygningsloven. Denne blir derfor benyttet som et verktøy for å ha en oversikt over minimumskravene som stilles. For Entra vil ikke dette være noe forskjellig fra deres konkurrenter, og en endring i disse kravene og reguleringene vil være allment (Direktoratet for byggkvalitet, 2017)

4.2 SWOT – analyse

En SWOT analyse benyttes for å kunne skille ut og forstå hvilke styrker og svakheter Entra har. Den vil også analysere mulighetene og truslene i markedet bedriften befinner seg i. Styrker og svakheter tar utgangspunkt i bedriftens nåsituasjon. Muligheter og trusler ser på bedriftens framtidsutsikter. På denne måten får man en ekstern analyse på makro- og aktørnivå, i tillegg til en intern analyse. SWOT står for styrker (strengths), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats) (Erichsen, et al., 2019).

4.2.1 Styrker

En av styrkene til Entra ASA er den høye utleieraten deres. Utleieraten forteller hvor stor andel av byggene Entra eier som er leid ut. I fjerde kvartal i 2019 hadde de en utleierate på 97,1%, sammenlignet med samme kvartal i 2018 er det en økning fra 96,5% (Entra , 2019). Det vil være vanskelig å få noe utleierate som er betydelig høyere enn dette fordi Entra er en bedrift i stadig utvikling og vil av den grunn alltid ha bygg under flytting/oppussing, renovering og lignende.

Som nevnt tidligere er Entra opptatt av å ha en fornøyd kundeportefølje, og dette gjelder også de ansatte. Fornøydhet og arbeidsglede måles gjerne gjennom Ennovas Global Employee and Leadership Index (GELx) (Ennova, 2017). De ansatte i Entra har en GELx score på 86, sammenlignet med den nasjonale benchmark scoren på 70. De har i lengre perioder jobbet mot framtidsutsikter som blant annet innebærer samarbeid, ansattes velvære og motivasjon og å skape et arbeidsmiljø som tiltrekker nye talenter til bedriften. For å sikre seg ansatte med den ønskede kompetansen og motivasjonen har de en Entraskole der de ansatte får tilbud om ulike kurs og utviklingsprogrammer innenfor relevante temaer (Entra, 2020).

I tillegg til en høy utleierate er den norske stat en stor del av kundeporteføljen. Per 31.12.2019 utgjør offentlig sektor omtrent 60% av Entras kundeportefølje. At offentlig sektor utgjør en betydelig del av kundeporteføljen er for Entra positivt, da staten er en av de sikreste betalerne en kan ha.

Entra ASA er en av de ledende i bransjen de opererer i. Det gir en trygghet for de som velger å leie av Entra at de har flere års erfaring og at de har vokst seg store nok til å bli en av de største bedriftene i Norge innenfor forvaltning av næringsbygg. Det trekker også positivt at de har lav eksponering mot oljesektoren, som er en sektor med stadig nedbemanning, slik at de på sikt også kan tiltrekke seg nye kunder og ansatte.

4.2.2 Svakheter

Entra benytter seg av entrepriser, noe som innebærer at Entra ikke står for selve byggingen av næringsseidommene. De er derfor avhengig av sine entreprenører, og en slik avhengighet kan være en svakhet for Entra sitt virke. Entreprenørenes kvalitet på utført arbeid kan for eksempel ha betydning for leietakerens fornøydhet.

En annen svakhet kan være at Entra har vært børsnotert i en relativ kort periode. Helt siden Entra ble notert på børsen, har investorer opplevd en markant oppgang. Siden 2014 har OSEBX riktignok hatt flere nedturer, men ikke slik som i 2011 eller under finanskrisen i 2008 - 2009. Under arbeidet med oppgaven, ser vi imidlertid en markant nedgang på Oslo Børs i begynnelsen av mars 2020. En slik markant nedgang i markedet vil kunne påvirke bedriften. Det er vanskelig å si noe om hvordan Entra vil håndtere dette.

4.2.3 Muligheter

Entras målsetning er “å være miljøledende i bransjen og bidra til å redusere bransjens miljøbelastning” (Entra, u.d.). Dette gir gode muligheter for å tiltrekke seg miljøbevisste kunder. I dagens samfunn hvor klimakampen er så aktuell, og det stadig legges større fokus på miljøet, er det sannsynlig at etterspørselen etter miljøvennlige lokaler vil øke. Entras nybygg har i dag en god miljøprofil, med svært energieffektive bygg som er merket energiklasse A. Dersom Entra opprettholder og klarer å leve opp til målsettingen sin, vil det ligge rette for økt etterspørsel av lokaler i fremtiden.

Entra tilbyr i dag leie av miljøbevisste og fleksible kontorlokaler, samt andre næringsseiendommer. En mulighet Entra har for å skaffe seg flere kunder er å tilby utleie av andre bygninger, blant annet bolig. Entra har allerede ressurser og kunnskap til å bygge miljøbevisste bygg, noe som trolig kan føres over til det private boligmarkedet. Dette kan være en fin mulighet for Entra, da utbyggingen sannsynligvis ville gitt små utslag på kostnadsstrukturen. En annen mulighet er å leie ut lagerbygg. Nettbutikker og netthandel er i sterk vekst, og disse har stadig behov for nye og større lagerbygg.

Entra har gode muligheter til å ekspandere sin utleieportefølje. Per i dag opererer Entra kun i Oslo og omegn, Bergen, Stavanger og Trondheim. Denne strategiske satsingen setter en stopper for Entra i møte med etterspørselen etter kontorbygg i andre byer. Ved å tilby kontorlokaler og andre næringsbygg i de andre byene, har Entra mulighet til å møte denne etterspørselen, noe som kan være en viktig inntektskilde for Entra i fremtiden.

Tallene hentet fra Statistisk sentralbyrå (SSB) viser en prosentvis økning i Norges innbyggertall fra tidligere år. Befolkningsveksten fra 2009 til 2019 viste en økning på hele 11

% 1. januar 2019 ble Innbyggertallet notert til 5 328 212 (SSB, 2020). Det vil derfor være behov for flere jobber i fremtiden, og dermed flere lokaler.

Det er stadig en økning av sentralisering til de største byene i Norge, noe som gjør at bykjernen ekspanderer. Dette fører til økt jobb-etterspørsel i områdene. Når antall jobbsøkere går opp, vil behovet for flere arbeidsplasser også økte. Det vil derfor være behov for leie av flere kontorlokaler, noe som Entra tilbyr.

4.2.4 Trusler

I tillegg til at det finnes diverse muligheter for Entra i omgivelsene, vil det også være potensielle trusler som kan få konsekvenser for Entra dersom de blir reelle. Én slik trussel er at konkurransen i markedet kan øke. Det kan for eksempel være at eksisterende konkurrenter også setter mer fokus på miljø og bærekraft og på denne måten reduserer Entrass konkurransefortrinn, eller at det kommer til nyetablerere i markedet som forsterker konkurransen om kundene. Dette kan føre til at utleie-graden til Entra går ned. Ettersom staten er en såpass stor kunde og en sikker betaler, kan det være viktig for Entra å holde på denne kunden selv om konkurransen tar seg opp.

En annen trussel kan være at kontorledigheten øker, som videre kan føre til at utleieprosenten til selskapet reduseres, og til at leieprisveksten på kontorlokaler reduseres noe. Kontorledigheten i Oslo befinner seg på et lavt nivå, men det kommer fram i Entrass konsensusrapport fra 3. kvartal 2019 at kontorledigheten forventes å stige litt i de kommende årene (Entra ASA, 2019). Forventet økning i kontorledigheten skyldes blant annet et forventet økt tilbud av nybygg i Oslo (Norges Bank, 2019).

En trussel som kan få særlige konsekvenser for Entrass kostnadsstruktur er at det kan komme nye krav og juridiske restriksjoner som legger føringer for hvordan selskapet kan operere. Det er for eksempel sannsynlig at det vil bli enda strengere krav til miljømessige forhold i fremtiden, dette vil naturlig nok ha betydning for selskapets resultater. Her kan det være snakk om nye lover, men også endrede krav fra kundene i markedet. En fordel for Entra vil være at de allerede har fokus på bærekraft, og dermed kan det hende de vil bli mindre påvirket av slike endringer.

Konjunktursvingninger i økonomien vil ha betydning for selskapet. Næringseiendom er sårbar for nedgangstider i økonomien, og en lavkonjunktur vil derfor være negativt for Entra. Ved en lavkonjunktur vil utleieprisene falle, samt kjøpekraften til selskaper bli redusert. I resesjon kan markedsverdien til Entrass portefølje falle, og de blir sittende igjen med store lån som må tilbakebetales. I finansielle kriser i Norge, men også i andre land, har gjeld til næringseiendom historisk sett påført bankene store tap (Norges Bank, 2019).

I pengepolitikken vil blant annet fastsettingen av styringsrenta ha innvirkning på selskapet. Dersom renta settes opp vil det gjøre det dyrere å låne penger for Entra, som vil få følger for selskapet ettersom lån er en viktig kilde til finansiering. Høyere rente kan likevel gjøre det mer attraktivt for andre selskaper å leie kontorlokaler istedenfor å investere i egne lokaler. En lav rente vil på den annen side gjøre det mer attraktivt for andre selskaper å investere i bygg heller enn å leie, men vil gjøre finansieringen i form av gjeld billigere for Entra.

Den 13.03.2020 besluttet Norges Bank å sette ned styringsrenten med 0,5%, fra 1,5% til 1% (Norges Bank, 2020). Årsaken til dette er utbredelsen av Koronaviruset, som har fått store konsekvenser for verdensøkonomien. I tillegg er oljeprisen på et svært lavt nivå, som følge av at Saudi-Arabia varslet priskrig. Uro i oljemarkedet rammer Norge, da vi er særlig eksponert for denne næringen. Trolig vil både viruset og oljeprisen påvirke framtidsutsiktene for norske og internasjonale næringer den kommende tiden (Winther, 2020).

5. Regnskapsanalyse

5.1 Lønnsomhet

En bedrifts lønnsomhet kan forklares på ulike måter. Lønnsomhet er bedrifters evne til å tjene penger, samt avkastning man oppnår på bakgrunn av investeringer (Kristoffersen, 2019). Det er særlig tre begreper vi ønsker å vektlegge i vurderingen av Entras lønnsomhet. Disse er driftsmargin, totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet.

5.1.1 Driftsmargin

Driftsmargin viser sammenhengen mellom omsetning og resultat før skatt og renter. Driftsmarginen, oppgitt i prosent, viser hvor mye av hver omsatt krone bedriften sitter igjen med (Kristoffersen, 2019). Formel for driftsmargin:

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Omsetning}} * 100$$

Tabell 5.1

Driftsmargin

År	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsresultat	840 000	1 190 000	1 483 000	1 587 000	1 780 000
Omsetning	2 044 000	2 999 000	2 604 000	2 920 000	2 950 000
Driftsmargin	41,1 %	39,7 %	57,0 %	54,3 %	60,3 %

Tall i 1 000

Her ser vi at Entra har en driftsmargin på 39,7% og oppover. Vi kan trygt slå fast at Entra har en sterk driftsmargin. Til sammenligning har Veidekke en driftsmargin på mellom 1,2% og 3,9% i samme periode. (Proff, 2019). Obos Eiendom har i samme tidsperiode en driftsmargin som varierer mellom 52,7% og 43,5%.

5.1.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten gir uttrykk for bedriftens resultat sammenlignet med den gjennomsnittlige totalkapitalen (Rammen, 2019). Her tar vi altså ikke hensyn til hvordan kapitalen er finansiert. Telleren viser hvor mye som skal fordeles mellom aksjonærer,

skattemyndighetene og långivere. Proff skriver på sine sider at er rimelig nivå på totalkapitalrentabiliteten er 10 - 15 prosent.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Finanskostnader})}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital og gjeld}}$$

Tabell 5.2

Totalkapitalrentabilitet

År	2015	2016	2017	2018	2019
Ordinært resultat før skatt	3 075 000	3 306 000	5 030 000	3 073 000	3 735 000
Finanskostnader	645 000	586 000	572 000	509 000	561 000
Sum	3 720 000	3 892 000	5 602 000	3 582 000	4 296 000
Gjennomsnittlig eiendeler	32 234 500	36 254 000	41 150 000	45 559 500	49 450 000
Totalkapital - rentabilitet	11,5 %	10,7 %	13,6 %	7,9 %	8,7 %

Tall i 1 000

De to siste årene har Entra hatt noe lavere totalkapitalrentabilitet enn det Proff anser som rimelig. Noe av årsaken til dette kan være den høye totalkapitalen til firmaet. Som vi ser ovenfor er det vesentlige forskjeller mellom driftsresultat og ordinært resultat før skatt. Noe av årsaken til dette er store verdiendringer på eiendommene. I 2019 var gjennomsnittlig totalkapital for firmaet i overkant av 49 milliarder, og ordinært resultat og finanskostnader blir derfor en relativt liten del av totalkapitalen.

5.1.3 Egenkapitalrentabilitet

Forskjellen fra egenkapitalrentabiliteten til totalkapitalrentabiliteten er at bedriftens resultat her blir sammenlignet med egenkapitalen som består av innskutt og opptjent egenkapital. Her tar vi ikke hensyn til rentebærende gjeld slik som under totalkapitalrentabiliteten (Kristoffersen, 2019).

$$\text{Egenkapitalrentabiliteten} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Det er mulig å se på egenkapitalrentabiliteten både før og etter skatt. I praksis oppgir gjerne bedrifter egenkapitalrentabiliteten før skatt, men dette kan være noe misvisende. Egenkapitalrentabiliteten kan bli overvurdert, da skatten ikke tilfaller eierne. Som vi ser under ligger egenkapitalrentabiliteten etter skatt noen prosent lavere enn egenkapitalrentabiliteten før skatt.

Tabell 5.3

Egenkapitalrentabilitet

År	2015	2016	2017	2018	2019
Gjennomsnittlig egenkapital	12 209 000	14 239 000	17 031 000	20 603 500	23 393 000
Før skatt	25,2 %	23,2 %	29,5 %	14,9 %	16,0 %
Etter skatt	22,3 %	19,1 %	26,5 %	13,3 %	13,8 %

Tall i 1 000

En tommelfingerregel sier at en egenkapitalrentabilitet på mellom 10 og 20 prosent er tilstrekkelig, mens rentabilitet under dette anses som ikke tilstrekkelig. Egenkapitalrentabiliteten, både før og etter skatt, er på et tilstrekkelig nivå. I enkelte år kan den også anses som svært god, da den ligger over 20 prosent (Dahl, u.d.).

5.2 Likviditet

Likviditeten forteller om en bedrifts betalingsevne, altså evnen til å møte sine betalingsforpliktelser (Store Norske Leksikon, u.d.).

5.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser oss forholdet mellom omløpsmidler og den kortsiktige gjelden til bedriften. Under omløpsmidler regner man med de eiendelene som er mest likvide, og vil derfor bli byttet ut med tilsvarende eiendeler i løpet av en kortere tidsperiode, ofte et år. Den kortsiktige gjelden er den delen av gjelden som skal betales ned fortløpende, også her innen et år (Kristoffersen, 2019). Formelen for likviditetsgrad 1 er som følger:

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

Tabell 5.4

Likviditetsgrad 1

År	2015	2016	2017	2018	2019
Omløpsmidler	1 228 000	914 000	1 251 000	1 921 000	998 000
Kortsiktig gjeld	3 501 000	3 925 000	5 263 000	4 710 000	3 067 000
Likviditetsgrad 1	0,351	0,233	0,238	0,41	0,33

Tall i 1 000

Likviditetsgrad 1 bør være så høy som mulig, men en likviditetsgrad på 1,5 regnes som god likviditet (Proff, u.d.). Dersom likviditeten skal være tilfredsstillt og Entra skal kunne nå sine løpende betalingsforpliktelser, bør det være et minstekrav på 1.

Entra sin likviditetsgrad er ikke tilfredsstillt, og de vil derfor ikke ha et godt utgangspunkt dersom det kommer uforutsette utgifter og den kortsiktige gjelden må betales ned. Bedrifter som driver med utleie, slik som Entra har jevne kontantstrømmer og vil derfor ikke ha et like stort behov for en stor kontantbeholdning. Kontantstrømmene kommer fra diverse leieinntekter og med en utleierate som er så høy og at de i tillegg har eiendommer av store verdier har de en god sikkerhet. Selv med en økning i likviditet fra 2017 til 2018, ble den igjen redusert i 2019. Det bør derfor nevnes at likviditeten bør forbedres.

5.3 Finansiering

Finansiering omhandler bedriftens kapitalanskaffelse og kapitalanvendelse av eiendeler. Analysen vektlegger om eiendelene er langsiktig eller kortsiktig finansiert.

5.3.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 måler hvor stor del av bedriftens anleggsmidler som er langsiktig finansiert. Med langsiktig finansiering menes eiendelene som er finansiert av egenkapital og langsiktig gjeld. Dersom finansieringsgraden er lavere enn 1, betyr det at deler av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld. Dette er positivt for bedriften. Er finansieringsgraden derimot høyere enn 1, betyr det at egenkapital og/eller kortsiktig gjeld brukes til å finansiere anleggsmidlene. Dette er negativt for den daglige driften (Kristoffersen, 2019).

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{(\text{Egenkapital} + \text{Langsiktig gjeld})}$$

Tabell 5.5

Finansieringsgrad 1

År	2015	2016	2017	2018	2019
Anleggsmidler	32 391 000	37 976 000	42 159 000	45 788 000	50 161 000
Langsiktig kapital	30 118 000	34 965 000	38 147 000	42 999 000	48 093 000
Finansieringsgrad 1	1,075	1,086	1,105	1,065	1,043

Tall i 1 000

Finansieringsgraden er marginalt høyere enn 1 alle årene. Dette indikerer at deler av anleggsmidlene finansieres av kortsiktig gjeld (Finansleksikonet, u.d.).

5.3.2 Arbeidskapital

Arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld i balansen. Når deler av omløpsmidlene er finansiert av egenkapital og/eller langsiktig gjeld har vi en positiv arbeidskapital (Kristoffersen, 2019). Negativ arbeidskapital betyr at deler av anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld.

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

Tabell 5.6

Arbeidskapital

År	2015	2016	2017	2018	2019
Omløpsmidler	1 228 000	914 000	1 251 000	1 921 000	998 000
Kortsiktig gjeld	3 501 000	3 925 000	5 263 000	4 710 000	3 067 000
Arbeidskapital	- 2 273 000	- 3 011 000	- 4 012 000	- 2 789 000	- 2 069 000

Tall i 1 000

Arbeidskapitalen er negativ for hele perioden, noe som ikke tilfredsstillt kravet for positiv arbeidskapital. Dette tyder på dårlig likviditet. Arbeidskapital har også en negativ utvikling i perioden 2015 - 2018. Dette er grunnet økt kortsiktig gjeld i 2017 og 2018, og nedgang i omløpsmidler. Økningen i kortsiktig gjeld indikerer at deler av anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld.

5.4 Soliditet

Soliditeten til selskapet er knyttet til selskapets finansiering og skal si noe om selskapets evne til å betale på lang sikt og selskapets evne til å tåle tap. Generelt kan man si at jo mer av selskapet som er finansiert med egenkapital, desto høyere og bedre er soliditeten. God soliditet betyr at den økonomiske risikoen er lav (Visma, u.d.). Vi ser på tre nøkkeltall for soliditeten til Entra: egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad.

5.4.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen forteller oss hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egne midler. Den forteller oss også noe om hvor mye selskapet eventuelt kan tape før fremmedkapitalen blir påført et tap. Jo større andel egenkapital utgjør av totalkapitalen, desto høyere egenkapitalandel, og desto bedre soliditet (Visma, u.d.).

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

Tabell 5.7

Egenkapitalandel

År	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapital	13 354 000	15 124 000	18 938 000	22 269 000	24 517 000
Totalkapital	33 619 000	38 890 000	43 410 000	47 709 000	51 160 000
Egenkapitalandel	39,7 %	38,9 %	43,6 %	46,7 %	47,9 %

Tall i 1 000

Av dette ser vi en positiv trend i Entra, hvor egenkapitalen har blitt høyere over de siste årene. En egenkapital på over 40% anses som svært godt (Proff, u.d.), noe som tyder på at Entra skal kunne tåle eventuelle tap.

5.4.2 Gjeldsgrad

Dette nøkkeltallet skal si oss noe om hvor mye av finansieringen som kommer fra gjeld, og hvor mye som kommer fra egenkapital. Jo mer gjeld selskapet har i forhold til egenkapital, desto høyere er gjeldsgraden, og desto høyere er den antatte risikoen (Visma, u.d.).

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

Tabell 5.8

Gjeldsgrad

År	2015	2016	2017	2018	2019
Gjeld	20 265 000	23 766 000	24 472 000	25 440 000	26 642 000
Egenkapital	13 354 000	15 124 000	18 938 000	22 269 000	24 517 000
Gjeldsgrad	1,52	1,57	1,29	1,14	1,09

Tall i 1 000

Gjeldsgraden i selskapet har også hatt en positiv utvikling fra 2015 til 2019. Det vil si at en større del av eiendelene er finansiert med egenkapital i 2019 enn det var tilfellet i 2015. Over perioden kan man se at både gjeld og egenkapital har økt, men egenkapitalen har økt mer enn gjelden som har ført til en lavere gjeldsgrad i selskapet. Dette styrker selskapets soliditet.

5.4.3 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden brukes for å si noe om hvor godt rustet selskapet er til å betale rentekostnadene som følger av den gjelden selskapet har. Dette nøkkeltallet er spesielt viktig for selskaper som har høy gjeld, noe som ofte er tilfellet i eiendomsselskaper. Ved å se på rentedeckningsgraden kan man få en forståelse av hvilken evne selskapet har til å ta på seg mer gjeld og rente forpliktelser med den lønnsomheten de har i dag. En høy rentedeckningsgrad er positivt for selskapets soliditet (Visma, u.d.).

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

Tabell 5.9

Rentedeckningsgrad

År	2015	2016	2017	2018	2019
Resultat før skatt	3 075 000	3 306 000	5 030 000	3 073 000	3 735 000
Finanskostnader	645 000	586 000	572 000	509 000	561 000
Rentedeckningsgrad	5,77	6,64	9,79	7,04	7,66

Tall i 1 000

Rentedekningsgraden i selskapet har variert noe over perioden. Hvis dette nøkkeltallet er under 1 går selskapet med underskudd. Man kan derfor si at rentedekningsgraden i hvert fall bør være større enn 1. En rentedekningsgrad på over 3,5 regnes gjerne som svært bra (Proff, u.d.). Selv om rentedekningsgraden til Entra har variert har den ligget stabilt over 5, som er gunstig for selskapet.

5.5 Oppsummering

Tabell 5.10

Oppsummering

År	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsmargin	41,1 %	39,7 %	57,0 %	54,3 %	60,3 %
Totalkapitalrentabilitet	11,5 %	10,7 %	13,6 %	7,9 %	8,7 %
Egenkapitalrentabilitet (før skatt)	25,2 %	23,2 %	29,5 %	14,9 %	16,0 %
Egenkapitalrentabilitet (etter skatt)	22,3 %	19,1 %	26,5 %	13,3 %	13,8 %
Likviditetsgrad 1	0,351	0,233	0,238	0,41	0,33
Finansieringsgrad 1	1,075	1,086	1,105	1,065	1,043
Arbeidskapital	- 2 273 000	- 3 011 000	- 4 012 000	- 2 789 000	- 2 069 000
Egenkapitalandel	39,7 %	38,9 %	43,6 %	46,7 %	47,9 %
Gjeldsgrad	1,52	1,57	1,29	1,14	1,09
Rentedekningsgrad	5,77	6,64	9,79	7,04	7,66

Tall i 1 000

Oppsummert ser vi at Entra har en meget god driftsmargin, det vil si at de sitter igjen med mye av hver omsatt krone. I 2019 var denne på hele 60,3 prosent. Videre ser vi at totalkapitalen ligger noe under det som blir antatt rimelig. Dette kommer av at totalkapitalen er veldig stor relativt til resultatet (EBIT). Egenkapitalrentabiliteten til selskapet er tilstrekkelig uansett om den regnes før eller etter skatt.

Likviditetsgraden og nøkkeltallene knyttet finansiering henger tett sammen. Vi ser at likviditetsgraden i selskapet ikke er god nok, selskapet har negativ arbeidskapital og en finansieringsgrad som ligger over 1. Selskapet har altså finansiert deler av anleggsmidlene med kortsiktig gjeld, noe en helst bør unngå. Selskapet har en liten andel omløpsmidler relativt til

anleggsmidlene, noe som kan gjøre det mer naturlig at en liten del av anleggsmidlene er finansiert kortsiktig. Vi tenker uansett at selskapet har en sikkerhet i at de har stabile leieinntekter og bygninger av store verdier. I tillegg ser man en forbedring i tallene de siste årene.

Soliditeten har generelt sett hatt en positiv utvikling, og selskapet ligger godt an på disse nøkkeltallene. Gjelden er fortsatt større enn egenkapitalen, men selskapet har hatt en større vekst i egenkapital enn de har hatt i gjeld de siste årene. Dette gjør Entra bedre rustet til å tåle eventuelle tap uten at dette går ut over fremmedkapitalen. Av rentedekningsgraden ser vi også at Entra møter renteforpliktelsene sine uten problemer. Av dette kan man tolke at Entra har evne til å ta på seg mer gjeld, dersom det skulle oppstå et behov for det. Dette kan være positivt hvis det dukker opp lønnsomme investeringer.

6. Finansiell analyse

6.1 Avkastningskrav

I verdsettelsen av Entra kommer vi til å diskontere selskapets fremtidige kontantstrømmer til dagens verdi (nåverdi). For å kunne gjøre dette trenger vi en diskonteringsfaktor. Her bruker vi WACC (Weighted Average Cost of Capital), som er den vektete kapitalkostnaden av gjeld og egenkapital (Berk & DeMarzo, 2016). For å kunne bruke denne faktoren må vi estimere hva avkastningskravet på egenkapitalen til Entra er.

Avkastning på egenkapital (ROE) måler investorenes fortjeneste på investert kapital, og antyder hvor lønnsomt firmaet er for dets eiere. Avkastningskrav er kravet investorene, det vil si aksjonærene, har på sin investerte kapital. Dette kravet har et risikopåslag for å kompensere for risikoen aksjonærene påtar seg ved å investere i selskapet. En aksjonær kan være utsatt for å tape hele eller deler av sin investerte kapital i selskapet, og påtar seg dermed en risiko ved å investere. Med andre ord må dette kravet være høyere enn risikofri rente (Berk & DeMarzo, 2016).

For å finne avkastningskravet bruker vi kapitalverdimodellen (CAPM).

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

Hvor

R_e : Avkastningskrav

R_f : Risikofri rente

β : Egenkapitalens beta

R_m : Markedets avkastning

$R_m - R_f$: Markedets risikopremie

6.2 Risikofri rente

Den risikofrie renta er avkastningen på en hypotetisk investering uten noen risiko for et finansielt tap. I praksis finnes det ingen avkastning helt uten risiko, men man bruker gjerne renta på statspapirer som grunnlag for den risikofrie renta. Dette er fordi man med rimelig sikkerhet kan si at staten kommer til å kunne betale tilbake lånet, altså er risikoen knyttet til slike investeringer veldig lav. I en undersøkelse fra PwC kommer det fram at den største andelen av responderende selskaper bruker 10-årige statsobligasjoner som risikofri rente i

avkastningskravet til egenkapitalen (PWC, 2019). Renta på 10-årige statsobligasjoner per 02.01.2020 er 1,48 (Norges Bank, 2020) og det er dette vi legger til grunn som risikofri rente i de videre beregningene.

6.3 Beta

Beta er en koeffisient som viser målet på den usystematiske risikoen på en enkel aksje sammenlignet med den systematiske risikoen i markedet. Systematisk risiko vil her være risiko som er lik for hele markedet, mens den usystematiske risikoen er unik for hver enkelt aksje. Siden den systematiske risikoen er lik for hele markedet betegnes denne ofte som markedets risiko, og vil ikke kunne reduseres ved å diversifisere porteføljen. Dette vil være mulig med den usystematiske risikoen (Berk & DeMarzo, 2016).

Verdien på beta vil derfor være hvor mye risiko en investering innebærer i forhold til markedsrisikoen. Hvis en aksje har en betaverdi på 1 vil kursen på aksjen være perfekt korrelert med markedet, og dersom betaverdien er 0 vil ikke aksjen bli påvirket av endringer i markedet (Berk & DeMarzo, 2016). Betaverdien blir regnet ut slik:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_j)}{Var(R_j)}$$

Entra ble notert på børs den 17.10.2014, men våre beregninger vil være fra den 01.03.2015 og til 02.01.20. For å sammenligne kursutviklingen til Entra har vi valgt å bruke hovedindeksen OSEBX som referanseindeks. Hovedindeksen inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo børs (Oslo Børs, u.d.). Vi kom frem til en betaverdi på 0,17 (se vedlegg 1). Den femårige betaverdien fra Yahoo Finance er på 0,3 (Yahoo finance, u.d.), noe som indikerer at vår predikerte betaverdi kan være noe lav. Dersom betaverdien blir for lav kan dette gi en urealistisk verdsettelse. Vi velger derfor å oppjustere vår betaverdi med hensyn til andelen egenkapital -og gjeldsandel (Finance Train, 2020). Betaverdien vi da kommer frem til vil være:

$$\begin{aligned} \text{Justert } \beta_i &= \beta * \text{Egenkapitalandel} + 1 * \text{Gjeldsandel} = 0,17 * 0,523 + 1 * 0,477 \\ &= 0,56591 \end{aligned}$$

Det vil være vanskelig å estimere en helt korrekt beta, da det finnes flere ulike metoder som bruker forskjellige utgangspunkt. Derfor velger over 75% å benytte noe skjønnt ved fastsettelse av beta i avkastningskravet (PWC, 2014).

6.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er en sentral faktor som brukes i kapitalverdimodellen. Denne viser den forventede meravkastningen investorer krever for å investere med høyere risiko fremfor å investere risikofritt. Markedets risikopremie blir utviklet gjennom en undersøkelse gjort av PwC, i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF). Rapporten på undersøkelsen som ble publisert i desember 2019 konkluderer med en uendret markeds-risikopremie på 5% i det norske markedet (PWC, 2019). Vi vil derfor videre benytte oss av denne satsen videre.

6.5 Avkastning på egenkapital

Som nevnt ovenfor antar vi en risikofri rente på 1,48 prosent og en risikopremie på 5 prosent. Videre er beta beregnet til 0,56591. Avkastningskravet til egenkapital for Entra er derfor:

$$\begin{aligned} \text{Avkastning på egenkapital} &= R_f + \beta_i * \text{Markedets risikopremie} \\ &= 0,0148 + 0,56591 * 0,05 = 0,043 = 4,3 \% \end{aligned}$$

Siden risikofri rente er forholdsvis lav, ønsker vi å oppjustere denne med 1% poeng. Vi mener at et avkastningskrav på 4,3 prosent ikke reflekterer den virkelige risikoen investorene påtar seg ved å investere i selskapet. Dette er blant annet knyttet til usikkerheten ved estimering av beta. Videre i oppgaven legger vi derfor til grunn et avkastningskrav på 5,3%, noe som er nært markedets risikopremie.

6.6 Egenkapital- og gjeldsandel

Ved stengtid 13.02.20 hadde Entra ASA 182 024 875,31 utestående aksjer verdsatt til kr 160,40 kr per aksje. For å estimere markedsverdien av egenkapitalen multipliseres antall utestående aksjer med aksjekursen (Brealey, 2016). Dette gir en markedsverdi på 29 196,79 millioner kroner (Oslo Børs, u.d.).

For å regne ut gjeldsandelen skal det tas utgangspunkt i markedsverdien av gjelden. Regnskapstallene fra 2019 viser en total gjeld på 26 642 millioner kroner per 31.12. (Entra, 2019). Vi antar at bokført verdi reflekterer markedsverdien av gjelden. Markedsverdien av totalkapitalen regnes derfor til å være summen av markedsverdien av egenkapital og gjeld, altså 55 838,79 millioner kroner. Egenkapitalandelen beregnes til å være 0,523 og gjeldsandelen 0,477.

6.7 Gjeldskostnad

Gjeldskonstanden er den effektive renten et selskap betaler på gjelden sin. Gjeldskostnader kan for eksempel være rentekostnader på obligasjoner og lån. Kostnadene ved gjeld refererer ofte til gjeldskostnad før skatt. Entra har tidligere vist en enorm evne til å tilegne seg ekstern gjeldskapital med gode vilkår fra flere finansieringskilder. Dette har ikke endret seg i 2019. Entrass gjennomsnittlige rente var ved årsslutt 2,99 prosent (Entra, 2019). Vi har ikke tilgang på informasjon om renta på de ulike gjeldstypene, og tar derfor utgangspunkt i gjennomsnittlig rente som gjeldskostnad.

6.8 Skatt

Det legges til grunn en skattesats på 22 %, da denne reflekterer den nominelle skattesatsen for 2020 (Skatteetaten, u.d.).

6.9 WACC

WACC er en metode for å beregne gjennomsnittlig vektet avkastningskrav for et selskap. Dette kravet skiller mellom avkastningskrav for egenkapital og for gjeld. Siden Entra har både egenkapital og gjeld vil avkastningen på egenkapitalen ikke være tilstrekkelig for vår verdsettelse. Avkastningskravet kan også beskrives som kostnaden av å holde egenkapital og gjeld. Kostnaden av egenkapital er det samme som avkastningskravet beskrevet ovenfor. Kostnaden av gjeld tar utgangspunkt i påløpte finanskostnader i forhold til den totale gjelden. Avkastningskravet til egenkapital og gjeld ganges med den respektive andelen egenkapital og gjeld beregnet ut fra totalkapitalen. Videre må kostnaden av gjeld ganges en minus skattesatsen. Årsaken til dette er skattefradraget virksomheten får for sine finanskostnader. En virksomhet betaler i praksis ikke alle påløpte finanskostnader.

Kapitalkostnadsmodellen formuleres slik:

$$WACC = \frac{Egenkapital}{Totalkapital} * R_e + \frac{Gjeld}{Totalkapital} * R_g * (1 - Skattesats)$$

$$WACC = 0,523 * 0,053 + 0,477 * 0,0299 * (1 - 0,22) = 0,0388 = 3,88 \%$$

7. Fundamental verdsettelse

7.1 Discounted Cash Flow (DCF)

Videre ønsker vi å estimere de fremtidige frie kontantstrømmene til bedriften. Kontantstrømmetoden er en av de vanligste metodene for å verdsette et firma (Grov, 2017). Årsaken til at man bruker frie kontantstrømmer og ikke resultat er fordi frie kontantstrømmer viser bedriftens midler ved utgangen av året, og dermed hvor mye som brukes til alternative prosjekter (Sander, 2019).

7.1.1 Driftsinntekter og driftskostnader

Driftsinntektene til Entra består i hovedsak av leieinntekter, i tillegg driver Entra noe med kjøp og salg av eiendom. Ut fra konsensusrapporten kommer det frem at kontorledigheten i Oslo er forventet å stige til 5,9% i 2020, 6,2% i 2021 og 6,3% i 2022. Dette taler isolert sett for en lavere leieinntekt i Oslo for de kommende årene. På den andre siden er det forventet at leieprisene for kontorer med høy standard i Oslo kommer til å stige. For 2018 økte disse prisene med 8,1 % og i 2019 med 7,1% (Entra ASA , 2019). Det er naturlig å anta at vekstraten vil være noe lavere enn dette i tiden frem mot 2023. Høyere leiepris gir høyere driftsinntekter, og kan derfor veie opp for høyere kontorledighet.

Entras sterke posisjon i markedet i dag og det at de satser på bærekraftighet, som vi mener er et solid konkurransefortrinn, gjør at vi tror det er store muligheter for at inntektene fra utleie vil øke i framtiden. På grunn av at Entra også holder på med salg av eiendom, faller det naturlig å tro at driftsinntektene kan komme til å variere fra år til år, ut fra hvor mye de selger hvert år.

Yield kan gi et anslag på fremtidige inntekter, da yield er avkastningen av leieinntektene fra en eiendom (Solli, 2018). Dersom alle andre forhold holdes konstant vil en lavere yield indikere et høyere verdianslag av eiendommen (Revfem, 2017). Det fremgår av konsensusrapporten at prime yield, som gjelder eiendommer med høy standard, er anslått til å øke fra år 2021. I praksis vil dette si at verdianslaget på eiendommene er ventet å reduseres, dersom alle andre forhold holdes konstant (Kampevoll, 2019).

Administrerende direktør i Entra, Sonja Horn, er en del av Dagens Næringslivs ekspertpanel for Næringseiendom. De venter en avtagende prisvekst for kontorer de neste årene. Videre mener de at prime yield vil holde seg på rundt 3,75 prosent fremover (Mikalsen, 2019).

Med bakgrunn i Entras konsensusrapport og kilder nevnt ovenfor, herunder mål på kontorledighet, prisstigning og yield, antar vi en økning i driftsinntekter fremover. Vi antar at leieprisene på kontorer vil øke, men med mindre enn tidligere. Videre antar vi at denne endringen hovedsakelig vil være synbar fra og med 2020. I perioden 2015 til 2019, ser vi at selskapet har hatt en markant økning i driftsinntekter, bortsett fra i 2018. Vi antar at denne økningen vil reduseres og stabiliseres.

Ut fra årsrapporten til Entra utgjør andre driftskostnader den betydelige delen av kostnadene. Vi vil anta at lønnskostnadene også utgjør en betydelig del, men vi velger her å legge fokuset på de andre driftskostnadene.

Økt kontorledighet kan føre til at konkurransen øker i markedet, og dette kan øke kostnadene Entra har i forhold til markedskommunikasjon og relasjonsbygging med kundene sine. I tillegg tror vi at Entras kostnader vil komme til å øke på grunn av fokuset deres på bærekraftighet. Dette kan kreve ny teknologi og bruk av mer miljøvennlig materialer i bygningene. Selv om det ikke er Entra som gjør selve byggingen vil det trolig likevel være dyrere å hyre inn “bærekraftige” entreprenører.

Det er vanskelig å predikere eksakte endringene i driftskostnadene, men vi antar at økningen i driftskostnadene vil følge økningen i driftsinntektene. Historisk sett, ser vi store svingninger i driftskostnader. Disse endringene kan skyldes store investering og prosjekter i enkelte år. Ut fra dette velger vi å predikere EBITDA, altså resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger (Lederkilden, u.d.).

Tabell 7.1

Endring EBITDA

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA	840 000	1 190 000	1 483 000	1 587 000	1 780 000	1 904 600	2 032 208	2 164 302	2 304 981
Endring i %	6,33	41,67	24,62	7,01	12,16	7	6,7	6,5	6,5

Tall i 1 000

7.1.2 Arbeidskapital

Fra tidligere har vi sett at arbeidskapitalen i perioden har vært negativ for alle år fra 2015 til 2019. En av grunnene til dette vil være en høy kortsiktig gjeld. Det vil være naturlig å anta at Entra vil ha et ønske om å redusere denne, slik at likviditeten vil bedres.

Entras eiendeler har en sterk overvekt av anleggsmidler. I balanseregnskapet for 2018 ser vi at nesten 96% av eiendelene er anleggsmidler. At arbeidskapitalen er negativ, kan derfor argumenteres for å være normalt i Entras tilfelle. Vi antar derfor at arbeidskapitalen fortsatt vil være negativ fremover. Videre antar vi at endringene i arbeidskapital vil reduseres og stabiliseres i årene fremover.

Tabell 7.2

Endring Arbeidskapital

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Arbeidskapital	-2 273 000	-3 011 000	-4 012 000	-2 789 000	-2 069 000	-1 758 650	-1 494 853	-1 420 110	-1 349 104
Endring i kr	-1 073 400	-738 000	-1 001 000	1 223 000	720 000	311 000	253 797	74 743	71 006
Endring i %	89,5	32,5	33,2	-30,5	-25,8	-15	-15	-5	-5

Tall i 1 000

7.1.3 Investeringer og avskrivninger

Her ønsker vi å se på Entras investeringer i perioden. Investeringene finnes ved å ta utgangspunkt i UB anleggsmidler redusert for IB anleggsmidler, avskrivninger og verdiendringer i perioden.

Tabell 7.3

Investeringer

År	2015	2016	2017	2018	2019
UB anleggsmidler	32 391 000	37 976 000	42 159 000	45 788 000	50 161 000
IB anleggsmidler	28 637 000	32 391 000	37 976 000	42 159 000	45 788 000
Avskrivninger	18 000	46 000	7 000	15 000	8 000
Verdiendring eiendom	1 818 000	1 991 000	3 460 000	1 387 000	1 909 000
Investeringer	1 918 000	3 548 000	716 000	2 227 000	2 456 000

Tall i 1 000

I perioden 2015 til 2019 ser vi en sterk positiv verdiendring i eiendom. Dette skyldes blant annet prisveksten på næringseiendom. For å kunne si noe om investeringer i perioden er det derfor helt nødvendig å korrigere for verdiendringer. Videre ser vi at investeringene har variert fra år til år. Dette kan skyldes at Entra har byttet ut mindre bygg til fordel for nye og større bygg. Det er naturlig å tro at investeringene vil opprettholdes, men på et mer moderat nivå enn tidligere. Vi antar at investeringene vil ligge på en til en og en halv milliard i året. Avskrivningene vil derfor øke noe, men ligge på et stabilt nivå i årene fremover. Dette vil samsvare med predikert EBITDA.

7.1.4 Frie kontantstrømmer

De frie kontantstrømmene vil være de pengene Entra sitter igjen med, som er fri og dermed kan brukes til nye investeringer eller utbetaling av utbytte. Formelen for frie kontantstrømmer er:

$$\begin{aligned} \text{Frie kontantstrømmer} \\ &= \text{EBIT} - \text{Skattekostnad} + \text{Avskrivninger} - \text{Endring arbeidskapital} \\ &\quad - \text{Investeringer} \end{aligned}$$

Vi begynner med å regne ut EBITDA. For å kunne regne ut skattekostnadene må vi trekke fra avskrivninger og finne EBIT. Deretter regner vi ut skatt på 22%. For å finne de frie kontantstrømmene må vi trekke fra skatt, legge til avskrivninger, trekke fra endringer i arbeidskapital og kostnader til investeringer.

Tabell 7.4

Frie kontantstrømmer

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA	840 000	1 190 000	1 483 000	1 587 000	1 780 000	1 904 600	2 032 208	2 164 302	2 304 981
-Avskrivninger	-18 000	-46 000	-7 000	-15 000	-8 000	-8 500	-9 000	-9 500	-10 000
= EBIT	822 000	1 144 000	1 476 000	1 572 000	1 772 000	1 896 100	2 023 208	2 154 802	2 294 981
-Skatt (22%)	-180 840	-251 680	-324 720	-345 840	-389 840	-417 142	-445 106	-474 056	-504 896
+Avskrivninger	18 000	46 000	7 000	15 000	8 000	8 500	9 000	9 500	10 000
+/- Endring arbeidskapital	1 073 400	738 000	1 001 000	-1 223 000	-720 000	-311 000	-263 797	-74 743	-71 006
-Investeringer	-1 918 000	-3 548 000	-716 000	-2 227 000	-2 456 000	-1 200 000	-1 200 000	-1 000 000	-1 000 000
= Frie kontantstrømmer	-185 440	-1 871 680	1 443 280	-2 208 840	-1 785 840	-23 542	123 305	615 503	729 079

Tall i 1 000

7.1.5 Konklusjon DCF

I det følgende regner vi ut verdien av en aksje basert på de estimatene vi har gjort av selskapets fremtidige frie kontantstrømmer. Vi benytter Gordons formel for å estimere terminalverdien i 2023. Utgangspunktet for valg av vekstrate er inflasjonsmålet som ligger på mellom 2 og 2,5 prosent (Store Norske Leksikon, 2018). Vi velger derfor en vekstrate på 2,5 prosent for de frie kontantstrømmene.

$$Terminalverdi = \frac{Fri\ kontantstrøm_{2023} * (1 + g_{FK})}{WACC - g_{FK}} = \frac{729\ 079 * 1,025}{0,0388 - 0,025} = 54\ 152\ 607$$

$$PV_{Terminalverdi} = \frac{Terminalverdi}{(1 + WACC)^4} = \frac{54\ 152\ 607}{1,0388^4} = 46\ 504\ 139$$

$$Enterprise\ Value = PV_{2020-2023} + PV_{Terminalverdi}$$

$$Enterprise\ Value = 1\ 266\ 786 + 46\ 504\ 139 = 47\ 770\ 925$$

Tabell 7.5

Verdi per aksje (DCF)

År	2020-2023
Enterprise Value *	47 770 925
- Netto rentebærende gjeld *	19 585 000
= Verdi av egenkapital *	28 185 925
Verdi per aksje	154,53

*Tall i 1 000

Aksjeverdien per 30.12.2019 var 145 kr per aksje. Vårt estimat har et avvik på 6,6%. Det kan skyldes at vi har satt vekstraten g noe for høyt. Estimatet av aksjeverdien er svært sensitiv for endringer i vekstraten, og det vil være vanskelig å anslå et korrekt mål på vekstraten.

7.2 Dividend Discount Model (DDM)

En annen modell man kan bruke for å verdsette egenkapitalen til et selskap er dividendemodellen (DDM). Også her neddiskonterer man fremtidige kontantstrømmer, men kontantstrømmene vi snakker om her er fremtidig utbytte til aksjeeierne. Modellen bygger på at verdien til en aksje i dag er lik den neddiskonterte verdien av fremtidige utbytter. Kontantstrømmene neddiskonteres ved bruk av avkastningskravet på egenkapitalen (Brealey, 2016). Denne er på 5,3%.

$$PV(\text{Aksjeverdi}) = PV(\text{Forventede fremtidige utbytter per aksje})$$

Utbyttet i fremtiden vil være den delen av resultatet som ikke reinvesteres i selskapet delt på antall aksjer. Formel for å finne vekstraten for utbytte er følgende:

$$g_U = \text{Tilbakeholdt resultat} * \text{Avkastning på egenkapital}$$

$$\text{Tilbakeholdt resultat} = 1 - \frac{\text{Utbytte per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}} = 1 - \frac{4,70}{8,01} = 0,4132$$

$$\text{Avkastning på egenkapital} = \frac{\text{Netto inntekt}}{\text{Egenkapital}} = \frac{1\,780\,000\,000}{22\,570\,000\,000} = 0,079$$

$$g_U = 0,4132 * 0,079 = 0,0326$$

Tidligere i oppgaven har vi antatt at resultatet til Entra vil stabilisere seg i årene fremover. Derfor forventer vi en stabil vekst i utbytte. Vi synes likevel at en vekstrate for utbytte på 3,26% er noe høyt, da inflasjonsmålet er på 2 prosent. Vi finner det naturlig å redusere vekstraten til et nivå som reflekterer inflasjonsmålet i markedet. Videre antar vi derfor en vekstrate på omtrent 2 prosent. Vi setter her en vekstrate som er 0,5% mindre enn i DCF-modellen da vi regner med at det fremtidige utbytte ikke vil øke like mye som de fremtidige frie kontantstrømmene. Dette kan skyldes at selskapet reinvesterer en del av de frie kontantstrømmer. Utbytte per aksje var i 2019 på 4,70 NOK. Vår estimerte pris på en av Entrass aksjer i årsskiftet 2019/2020 blir da 145,27 NOK.

$$P_{2020} = \frac{\text{Utbytte per aksje} * (1 + g_U)}{\text{Avkastning på egenkapital} - g_U} = \frac{4,70 * 1,02}{0,053 - 0,02} = 145,27$$

7.3 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse brukes for å vurdere usikkerheten og risikoen de ulike variablene har på aksjeverdien. Dette gjøres ved å velge ut enkelte variabler for så å gjøre en prosentvis endring på dem. Ved å holde alle andre variabler konstante kan man sammenligne hvilke variabler som gir størst påvirkning på den estimerte aksjeverdien. Vi velger her å se på hvordan avkastningskravet påvirker aksjepris med utgangspunkt i DDM-modellen og hvordan endringer i frie kontantstrømmer påvirker aksjeprisen med utgangspunkt i DCF-modellen.

Først velger vi å se på hvordan en endring i avkastningskravet vil påvirke verdien per aksje. Vi velger å se på aksjeverdier med avkastningskrav fra 3,3 % til 7,3%.

Tabell 7.6

Endring i avkastningskrav i %	3,3	4,3	5,3	6,3	7,3
Estimert aksjeverdi	368,77	208,43	145,27	111,49	90,45

Når avkastningskravet reduseres, vil estimert aksjekurs stige. Her ser vi forholdsvis markante økninger og reduksjoner i aksjeverdi ved en prosent endring i avkastningskrav. Dette indikerer at estimert aksjeverdi er svært sensitiv for hvilket avkastningskrav vi legger til grunn.

Videre vil vi se på endringer i frie kontantstrømmer i prosent. Her velger vi intervaller fra -15% til +15% da vi har estimert EBITDA til å øke i overkant av fem prosent.

Tabell 7.7

Endring i frie kontantstrømmer i %	-15	-10	-5	0	5	10	15
Estimert aksjeverdi	115,50	128,31	134,84	154,53	167,64	180,74	194,06

Vi ser her at en reduksjon i de frie kontantstrømmene vil påvirke aksjens verdi negativt. Samtidig, vil en økning i de frie kontantstrømmene øke aksjeverdien. Sammenlignet med en endring i avkastningskravet er ikke endringene like store her. Alt i alt indikerer dette at investorenes avkastningskrav har en større innvirkning på aksjeverdien i forhold til bedriftens fremtidige inntjening.

7.4 Multippelanalyse

En multippelanalyse er en markedsbasert metode som brukes for å verdsette et selskap. I analysen sammenlignes multipler fra eget selskap med multipler fra tilsvarende selskaper. Multippelanalyse kan også benyttes for å sammenligne bransjer eller markeder mot hverandre. Inntjening- og inntektsmultipler, bokførte multipler og sektorspesifikke multipler er alle multipler som kan benyttes ved en verdsettelse (Damodaran, 2002). I multippelanalysen vil vi benytte ulike multipler som er relevante for Entra og næringen firmaet inngår i.

Damodaran (2002) uttrykker at det er flere grunner til at metoden er populær. For det første innebærer metoden færre forutsetninger og er raskere enn en kontantstrømanalyse. For det andre er multippelanalysen lettere å forstå og formidle, i motsetning til kontantstrømanalysen. I tillegg, reflekterer metoden i større grad dagens markedssituasjon, siden man forsøker å måle den relative verdien og ikke egenverdi (Lauglo, u.d.)

Det er likevel viktig å være klar over at det sjeldent finnes selskaper som er direkte sammenlignbare med selskapet vi ønsker å undersøke. Sammenligningen kan derfor være mangelfull eller inneholde ulike feilkilder (Dyrnes, 2004).

Det benyttes ulike multipler innenfor de ulike næringene. I vår analyse velger vi å ta utgangspunkt i P/E metoden og P/B metoden siden de er to av de vanligste metodene som brukes i multiplleanalyse (Mishkin & Eakins, 2018).

7.4.1 P/E – metoden

Price og earnings. Viser sammenhengen mellom prisen på en aksje og fortjeneste per aksje. Dersom P/E - verdien er høy indikerer dette en tro på vekst blant investorene (er villig til å betale relativt mye for en aksje). En lav verdi indikerer derimot lav tiltro til bedriftens vekst i fremtiden.

Tabell 7.8

Selskap	P/E
Entra	8,23
Veidekke	24,2
Norwegian Property	11,91
Olav Thon Eiendomsselskap	5,92
Gjennomsnitt	14,01

Vi presiserer at beregninger som er gjort for Entra er med utgangspunkt i tall fra 2019, mens de resterende beregningene er gjort med utgangspunkt i tall fra 2018. Dette skyldes manglende årsrapporter fra 2019.

Pris per aksje

$$\begin{aligned}
 &= \text{Gjennomsnittlig } P/E \text{ i ref. selskap} * \text{Fortjeneste per aksje Entra} \\
 &= 14,01 * 8,01 = 112,22
 \end{aligned}$$

Her ser vi at estimert aksjeverdi er en del lavere enn reell aksjepris. Noe av årsaken til dette kan være at selskapene vi har valgt for sammenligning, ikke representerer direkte sammenlignbare konkurrenter. I tillegg er det usikkerhet knyttet til om denne typen verdsetting gir en realistisk beregning.

7.4.2 P/B – metoden

Dette målet tar utgangspunkt i pris per aksje og bokført selskapsverdi per aksje.

Tabell 7.9

Selskap	P/B
Entra	0,94
Veidekke	3,1
Norwegian Property	0,727
Olav Thon Eiendomsselskap	0,56
Gjennomsnitt	1,46

Pris per aksje

$$= \text{Gjennomsnittlig } P/B \text{ i ref. selskap} * \text{Egenkapital per aksje Entra}$$

$$= 1,46 * 151 = 220,46$$

I motsetning til forrige beregning ser vi at denne beregningen gir en langt høyere aksjepris enn faktisk aksjepris. Som nevnt ovenfor, kan dette skyldes konkurrentene vi har valgt å sammenligne med. Vi ser blant annet at Veidekke har et høyt nøkkeltall, og vil derfor drive opp gjennomsnittet.

7.4.3 Konklusjon multippelanalyse

På grunn av usikkerheten knyttet til sammenlignbare selskaper og trekk ved denne type verdsetting ønsker vi ikke å benytte flere multipler. Normalt er det ønskelig å benytte flere multipler og sammenligne disse. Både for P/E-metoden og P/B-metoden ser vi at det er store variasjoner fra opprinnelig kursmål 30.12.2019. Det er noe vanskelig å finne selskaper som er direkte sammenlignbare med Entra. Av de selskapene vi anså som nærmeste konkurrenter til Entra var det flere som ikke var notert på børs. Derfor har vi få selskaper i gjennomsnittsbetraktningen vår. Vi tar derfor ikke utgangspunkt i analysene over i verdsettelsen av Entra.

8. Konklusjon

I denne oppgaven søker vi å svare på problemstillingen; “*Hva er verdien av Entra ASA per 31.12.2019?*”. For å kunne svare på dette har det vært helt nødvendig å foreta en strategisk analyse, en regnskapsanalyse og en finansiell analyse.

Entra har per 31.12.2019 utestående i overkant av 182 millioner aksjer, og aksjeprisen er på 145 kroner. Den største aksjonæren er Nærings- og Fiskeridepartementet med ca. 8,2% av aksjene. Siden børsnoteringen høsten 2014 har Entra opplevd en sterk vekst, både med tanke på regnskapsmessige eiendeler og aksjepris.

Entra er et av Norges ledende selskaper innenfor næringseiendom. Over 90% av Entras eiendomsportefølje består av kontorbygg. Dette er spesielt gunstig med tanke på den lave kontorledigheten i markedet. Lav kontorledighet indikerer høy etterspørsel etter kontorer i leiemarkedet. Som nevnt i kapittel 3 opererer Entra i en næring med forholdsvis lav potensiell trussel for nyetablering, men noe rivalisering blant eksisterende aktører. Videre kan kundenes forhandlingsstyrke sies å være noe høyere enn leverandørenes forhandlingsstyrke. Det finnes begrensede antall substitutter for Entras tjenester.

I kapittel 4 forsøkte vi å si noe om Entras omgivelser og hvilke betingelser som har betydning for selskapets drift. For selskaper som operer innenfor utbygging og forvaltning av næringseiendom er det klart at spesielt politiske og juridiske forhold setter rammebetingelser for virksomheten. Økonomiske forhold er også av stor betydning, og innebærer blant annet prisen på næringseiendom, leiepriser og renter på rentebærende gjeld. Slik vi vurderer Entra er fokuset på miljø et av deres sterkeste konkurransefortrinn. I SWOT-analysen oppsummerer og supplerer vi de forutgående analysene. Entras styrker er blant annet høy utleierate, hvorav staten er en stor leietaker. Vi mener videre at Entra har flere styrker enn de har svakheter. En av svakhetene til Entra kan være at de benytter seg av entrepriser. Muligheter for Entra kan, kort oppsummert, være å satse på andre typer eiendom og næringseiendom i andre deler av landet. De største truslene for Entra er særlig endringer i økonomien, herunder lavere leiepriser, lavere eiendomspriser og økte renter på gjeld, i tillegg til høyere kontorledighet.

I den regnskapsmessige analysen i kapittel 5 tok vi utgangspunkt i fire sentrale begreper; lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet. Lønnsomheten målt i driftsmargin er å betegne

som særlig god, mens lønnsomhet målt i total kapitalrentabilitet og egen kapitalrentabilitet er på et tilstrekkelig nivå.

Likviditeten, indikert gjennom likviditetsgrad 1, ligger på et ikke-tilfredsstillende nivå. Entra har relativt lite omløpsmidler og kortsiktig gjeld sammenlignet med anleggsmidler og langsiktig gjeld. Kortsiktig gjeld er likevel noe høyere enn bokførte omløpsmidler. Finansierungsgrad 1 viser også dette, da noe av anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Videre er arbeidskapitalen negativ, og Entrass finansiering oppfyller derfor ikke de generelle kravene for hva som anses som en god finansiering av virksomheten.

Egen kapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad sier noe om selskapets soliditet. Egen kapitalandelen til Entra betegnes som svært god, og har forbedret seg de siste årene. Gjeldsgraden er redusert fra 2015 til 2019. Rentedekningsgraden ligger også på et svært godt nivå. Alt i alt indikerer de ulike målene i regnskapsanalysen at Entra har en sterk økonomisk posisjon, men at kortsiktig gjeld er noe høy i forhold til omløpsmidler.

I den finansielle analysen i kapittel 6 forsøker vi regne ut et realistisk avkastningskrav på henholdsvis egen kapitalen og total kapitalen. Vi tar utgangspunkt i statsobligasjoner ved fastsetting av risikofri rente. Ved beregning av beta kom vi frem til en verdi som vi synes var noe lav, vi tok derfor utgangspunkt i den justerte beta ved senere beregninger. Den justerte beta tar utgangspunkt i egen kapital- og gjeldsandel. Markedets risikopremie er satt med utgangspunkt i en undersøkelse gjort av PWC. Med disse tre verdiene tatt i betraktning kom vi frem til et avkastningskrav på egen kapitalen på 4,3%. Som nevnt synes vi ikke dette tallet reflekterte det virkelige avkastningskravet investorer har, og vi valgte derfor å oppjustere dette til 5,3%.

Ved fastsetting av avkastningskrav for total kapitalen, WACC, tar man hensyn til andelen egen kapital og gjeld. Vi beregnet selskapets gjeldskostnad, samt slo fast skattesatsen. Vi kom frem til et avkastningskrav på 3,88%. Avkastningskravet benyttes i den fundamentale verdsettelsen.

I den fundamentale verdsettelsen har vi benyttet oss av følgende tre verdsettelsesmodeller: discounted cash flow (DCF), dividend discount model (DDM) og multippelanalyse. De to første analysene er basert på våre antakelser om selskapets framtidsutsikter og rommer derfor noe usikkerhet som vi vil komme tilbake til i kapittel 9. For å benytte DCF har vi estimert

selskapets EBITDA, endringer i arbeidskapital, avskrivninger og investeringer i perioden 2020 til 2023. Vi har forsøkt å begrunne våre antakelser, om blant annet driftsinntekter og driftsinntekter, med utgangspunkt i den strategiske analysen, Entras konsensusrapport og andre uavhengige kilder. Disse estimeringene danner grunnlaget for Entras frie kontantstrømmer i årene fremover. Terminalverdien er forsøkt estimert med utgangspunkt i en valgt vekstrate og avkastningskravet til totalkapitalen. Ved å neddiskontere disse kontantstrømmene, samt terminalverdien, kom vi frem til en aksjepris på 154,53 kroner.

I DDM-modellen tar vi utgangspunkt i antatt fremtidig utbytte. Her forsøker vi å regne ut en vekstrate, men vi velger å justere denne noe ned. I denne analysen kommer vi frem til en aksjeverdi på 145,27, som er svært nært den reelle aksjeprisen på 145 kroner. I den følgende sensitivitetsanalysen viser vi hvordan endringer i avkastningskrav og endringer i frie kontantstrømmer påvirker aksjeprisen for henholdsvis DDM-modellen og DCF-modellen. Vi ser at endringer i avkastningskrav gjør større utslag enn endringer i de frie kontantstrømmene.

Multipelanalysen gir henholdsvis to aksjepriser som avviker sterkt fra den reelle aksjeprisen. P/E-metoden gir oss en aksjepris på 112,22 kroner og P/B-metoden gir oss en aksjepris på 220,46 kroner. Noe av årsaken til dette kan være at vi ikke brukte selskaper som er sammenlignbare med Entra.

Dersom vi tar utgangspunkt i de fire estimerte aksjeprisene får vi en gjennomsnittspris på 158,12 kroner. Dette tilsvarer et avvik på 9% fra den reelle aksjekursen per 31.12.2019. Årsakene til dette avviket skal vi forsøke å belyse i neste delkapittel, kritikk av oppgaven.

9. Kritikk av oppgaven

Vi ser det som høyst sannsynlig at denne oppgaven har noen mangler eller direkte feil, og vi skal i dette kapittelet derfor forsøke å rette et kritisk blikk mot egen oppgave.

Først og fremst har vi brukt en rekke informasjon fra Entras hjemmeside. Slik informasjon ble for eksempel brukt for å beskrive leverandørenes forhandlingsstyrke. Disse kildene kan danne et noe ensformig bilde på virksomheten. Det er verdt å nevne at vi har gjennom hele oppgaven forsøkt å bruke kilder som fremstår som seriøse og relevante.

Vi har ikke vært i direkte kontakt med selskapet eller noen av deres ansatte. I den strategiske analysen har vi vurdert selskapet styrker, svakheter, muligheter og trusler basert på tilgjengelig informasjon. Denne informasjonen kan være noe mangelfull. For eksempel kan selskapets muligheter i realiteten ikke være gjennomførbare. Muligens har vi også påpekt få av selskapets faktiske svakheter. Entras svakheter kan gjelde interne forhold, som vi ikke har kjennskap til. I tillegg er det noe vanskelig for oss å si noe konkret om blant annet politiske, juridiske og teknologiske forhold som påvirker Entra.

I den strategiske analysen har vi tatt utgangspunkt i den økonomiske situasjonen i landet i månedene januar og februar. Den økonomiske situasjonen per 16. mars er svært annerledes fra situasjonen vi har beskrevet. Derfor vil ikke diskusjonen rundt selskapets trusler være helt nøyaktig.

Videre har vi hatt noen problemer knyttet til å definere Entras konkurrenter. De konkurrentene som vi definerte i kapittel 3 er ikke de samme som er brukt i multippelanalysen. Grunnen til dette er fordi flere av selskapene vi nevnte i den strategiske analysen ikke er notert på børs. Vi fant det mest naturlig å sammenligne med børsnoterte selskaper i multippelanalysen.

I den regnskapsmessige analysen har vi brukt tall både fra Entras del- og årsrapporter, samt finansielle verktøy som Proff og Yahoo Finance. For enkelte nøkkeltall har disse kildene oppgitt forskjellige tall. Vi har i størst mulig grad basert oss på Entras rapporter, men det kan være enkelte tall i oppgaven som er feil. Vi kan heller ikke garantere at denne oppgaven er fri for regnefeil, selv om alle nøkkeltall er dobbeltsjekket. Det er heller ikke alle tall som er enkle

å finne. For eksempel har vi antatt at bokført verdi av gjelden tilsvarer markedsverdien av gjelden. Denne antakelsen stemmer nødvendigvis ikke.

I tillegg er det generelt vanskelig å treffe på estimater gjort i den fundamentale verdsettelsen. Det er viktig å påpeke at våre estimat av blant annet driftsresultat, investeringer og endringer i arbeidskapital må sees som et grovt estimat og kun det. Vi har derfor forsøkt å holde estimatene på et stabilt og relativt realistisk nivå. Vi har ikke tatt høyde for at investeringsnivået kan variere kraftig.

Anslått vekstrate i den fundamentale verdsettelsen er også kun et estimat. Dagens økonomiske situasjon per 16. mars, reflekter ikke en vekstrate på 2-3 prosent. Det er naturlig å tro at Entras vekst vil være langt lavere, og kanskje negativ, i 2020. Også rentenivået vil påvirkes av denne ekstraordinære situasjonen.

I multippelanalysen har vi som nevnt tidligere brukt konkurrenter som kanskje ikke er direkte sammenlignbare. I tillegg har vi brukt tall fra 2018 og 2019 i samme analyse, noe som også kan påvirke resultatene.

Vedlegg 1

Dato	Entra ASA	OSEBX
02.01.2020	146,9584	941,27
02.12.2019	138,2276	890,81
01.11.2019	139,3391	903,64
01.10.2019	141,601	886,97
02.09.2019	137,2625	859,24
01.08.2019	129,8044	863,26
01.07.2019	132,1463	878,93
03.06.2019	130,8021	863,15
02.05.2019	126,0321	876,46
01.04.2019	130,7407	873,06
01.03.2019	120,0594	866,56
01.02.2019	122,2205	837,32
02.01.2019	117,5408	803,42
03.12.2018	114,7084	874,42
01.11.2018	115,0554	884,96
01.10.2018	117,2384	942,11
03.09.2018	122,1139	908,59
01.08.2018	118,6926	894,47
02.07.2018	111,2519	872,73
01.06.2018	116,7463	880,53
02.05.2018	110,6163	869,50
03.04.2018	108,8853	811,58
01.03.2018	108,4454	810,11
01.02.2018	117,2124	818,15
02.01.2018	121,2656	815,22
01.12.2017	116,3767	798,41
01.11.2017	112,2322	815,41
02.10.2017	109,2354	784,71
01.09.2017	112,5041	747,27
01.08.2017	105,5774	737,36
03.07.2017	104,9479	705,06
01.06.2017	102,4396	713,19
02.05.2017	99,3964	704,89
03.04.2017	93,5937	692,01
01.03.2017	94,8993	696,84
01.02.2017	89,7535	701,78
02.01.2017	85,992	691,51
01.12.2016	87,1919	662,79
01.11.2016	87,8883	639,60
03.10.2016	89,3647	622,64
01.09.2016	89,5856	616,28
01.08.2016	87,4099	610,55
01.07.2016	77,731	611,57
01.06.2016	80,7763	611,63
02.05.2016	76,6365	601,41
01.04.2016	77,3885	569,7878
01.03.2016	74,6766	574,9222
01.02.2016	68,8348	556,6996
04.01.2016	69,963	600,6138
01.12.2015	72,2608	632,4639
02.11.2015	73,6054	617,9233
01.10.2015	68,6197	586,1101
01.09.2015	69,6281	582,5927
03.08.2015	73,7824	639,7341
01.07.2015	73,7562	629,8162
01.06.2015	73,5462	645,1383
04.05.2015	76,7145	647,9168
01.04.2015	83,0296	622,1616
02.03.2015	86,2713	613,2548

Kovarians	2487,51
Varians OSEBX	14441,12
Beta	0,17

Referanser

Berk, J. & DeMarzo, P., 2016. *Corporate Finance, Global Edition*. 4. utgave red. s.l.:Pearson.

Brealey, R. A. M. S. C. A. F., 2016. *ISE Principles of Corporate Finance*. 12. utgave red. s.l.:McGraw-Hill Education.

CGI, 2018. *Vil digitalisere kontorhverdagen*. [Internett]
Available at: <https://www.cgi.com/norway/nb/vil-digitalisere-kontorhverdagen>
[Funnet 17 februar 2020].

Dahl, G. A., u.d. *Lederkilden*. [Internett]
Available at: <https://www.lederkilden.no/tema/egenkapitalrentabilitet>
[Funnet 11 Februar 2020].

Damodaran, A., 2002. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 2. utgave red. New York: John Wiley & Sons.

Direktoratet for byggkvalitet, 2017. *Byggteknisk forskrift (TEK17) med veiledning*. [Internett]
Available at: <https://dibk.no/byggereglene/byggteknisk-forskrift-tek17/>
[Funnet 20 Februar 2020].

Dyrnes, S., 2004. *Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer*. [Internett]
Available at: <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>
[Funnet 16 Mars 2020].

Eiendomsbransjen , u.d. *Eiendomsselskapene*. [Internett]
Available at: <https://www.eiendomsbransjen.no/eiendomsselskaper/>
[Funnet 4 februar 2020].

Eiendomsbransjen , u.d. *OBOS Eiendom*. [Internett]
Available at: <https://www.eiendomsbransjen.no/aktorer/obos-eiendom/>
[Funnet 4 februar 2020].

Eiendomsbransjen, u.d. *Statsbygg*. [Internett]
Available at: <https://www.eiendomsbransjen.no/aktorer/statsbygg/>
[Funnet 4 februar 2020].

Eiendomsbransjen, u.d. *Veidekke Eiendom*. [Internett]
Available at: <https://www.eiendomsbransjen.no/aktorer/veidekke-eiendom/>
[Funnet 4 februar 2020].

Ennova, 2017. *Global Employee & Leadership Index 2017, Norge*. [Internett]
Available at: <https://www.ennova.com/no/undersøkelse-om-arbeidsglede-gelx>
[Funnet 20 Februar 2020].

Enova, 2017. *Enovas byggstatistikk 2017*, s.l.: Enova SF.

Entra ASA , 2019. *Entra Konsensusrapport 3. kvartal* , s.l.: Entra.

Entra , 2019. *Quarterly Report 2019*, s.l.: Entra .

Entra, 2018 . *Annual Report 2018*, Oslo : s.n.

Entra, 2019. *Quarterly Report 2019*, Oslo: s.n.

Entra, 2020. *Jobbe i Entra*. [Internett]

Available at: <https://www.entra.no/about/article/jobbe-i-entra/18>
[Funnet 20 Februar 2020].

Entra, u.d. *Aksjonærer*. [Internett]

Available at: <https://www.entra.no/investor-relations/article/om-aksjen/40>
[Funnet 30 januar 2020].

Entra, u.d. *Entra er miljøledende i bransjen*. [Internett]

Available at: <https://www.entra.no/about/article/miljo/14>
[Funnet 9 februar 2020].

Entra, u.d. *Innkjøp i Entra*. [Internett]

Available at: <https://www.entra.no/about/article/innkjop-i-entra/16>
[Funnet 9 februar 2020].

Entra, u.d. *Om Entra*. [Internett]

Available at: <https://www.entra.no/about>
[Funnet 31 januar 2020].

Entra, u.d. *Utbyttepolitikk*. [Internett]

Available at: <https://www.entra.no/investor-relations/article/utbyttepolitikk/42>
[Funnet 30 januar 2020].

Erichsen, M., Solberg, F. & Stiklestad, T., 2019. *Ressursmateriell: Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. [Internett]

Available at: <https://smv.portfolio.no/?fbclid=IwAR3ptall-Iix7lFHSV9XgUgO4pErBvixTAXt33OAh7Spa8eirNCODo0UXDo>
[Funnet 31 Mars 2020].

Erichsen, M., Solberg, F. & Stiklestad, T., 2019. *Ressursmateriell: Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. [Internett]

Available at: <https://smv.portfolio.no>
[Funnet 31 Mars 2020].

Fasting, M., 2015. [Internett]

Available at: <https://www.magma.no/eiendom-er-arbeidende-kapital>
[Funnet 9 februar 2020].

Finance Train, 2020. *Adjusted and Unadjusted Beta*. [Internett]

Available at: <https://financetrain.com/adjusted-and-unadjusted-beta/>
[Funnet 31 Mars 2020].

Finansleksikonet, u.d. *Bedriftens Arbeidskapital*. [Internett]

Available at: http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/B/Bedriftens_arbeidskapital.html
[Funnet 15 Februar 2020].

Framnes, R., Pettersen, A. & Thjømøe, H., 2018. *Markedsføringsledelse*. 9. utgave red. s.l.:Universitetsforlaget .

Grov, H., 2017. *Verdivurderinger - kontantstrømsmetode*. [Internett]
Available at: <https://www.sands.no/nb-NO/nyhetsbrev/verdivurderinger---kontantstr%C3%B8msmetode>
[Funnet 12 Mars 2020].

Kampevoll, F., 2019. *Inntjeningen for næringseiendom faller*. [Internett]
Available at: <https://e24.no/naeringsliv/i/4qOW79/inntjeningen-for-naeringseiendom-faller>
[Funnet 14 Mars 2020].

Kristoffersen, T., 2016. *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*. 5. utgave red. s.l.:Eide.

Kristoffersen, T., 2019. *Årsregnskapet - en grunnleggende analyse*. 6. utgave red. s.l.:Fagbokforlaget .

Lauglo, E., u.d. *Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA*. [Internett]
Available at: <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/167645/Lauglo%20Eirik%202006.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
[Funnet 16 Mars 2020].

Lederkilden, u.d.. *EBITDA*. [Internett]
Available at: https://www.lederkilden.no/ordliste/ebitda_depreciations
[Funnet 14 Mars 2020].

Mikalsen, B. E., 2019. *Kampen spisser seg til i sentrum: - Nå er kontorledigheten på historisk lave nivåer*. [Internett]
Available at: <https://www.dn.no/eiendom/anne-bruun-olsen/anne-helene-mortensen/naringseiendom/kampen-spisser-seg-til-i-sentrum-na-er-kontorledigheten-pa-historisk-lave-nivaer/2-1-687164>
[Funnet 14 Mars 2020].

Mishkin, F. & Eakins, S., 2018. *Financial Markets and Institutions*. 9. utgave red. s.l.:Pearson Higher Education.

Nærings- og fiskeridepartementet, 2014. *Vellykket børsnotering av Entra*. [Internett]
Available at: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/Vellykket-borsnotering-av-Entra/id2008383/>
[Funnet 28 januar 2020].

Nærings- og fiskeridepartementet, 2016. *Staten har solgt aksjer i Entra*. [Internett]
Available at: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/staten-har-solgt-aksjer-i-entra/id2511243/>
[Funnet 28 januar 2020].

Norges Bank, 2019. *Pengepolitisk Rapport*, Oslo: s.n.

Norges Bank, 2020. *Endringer i styringsrenten*. [Internett]
Available at: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten->

Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/
[Funnet 11 Mars 2020].

Norges Bank, 2020. *Om styringsrenten*. [Internett]
Available at: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/>
[Funnet 17 Mars 2020].

Norges Bank, 2020. *Statsobligasjoner daglige noteringer*. [Internett]
Available at: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
[Funnet 20 Februar 2020].

Norion, u.d. *Opplever økt etterspørsel etter miljøvennlige lokaler*. [Internett]
Available at: <https://www.norion.no/aktuelt/nyheter/249-opplever-%C3%B8kt-ettersp%C3%B8rsel%20etter-milj%C3%B8vennlige-lokaler>
[Funnet 17 februar 2020].

Oslo Børs NewsWeb, 2014. *Oslo Børs - Entra - Nytt selskap til notering 17.10.2014*.
[Internett]
Available at: <https://newsweb.oslobors.no/message/362799>
[Funnet 24 januar 2020].

Oslo Børs, u.d. *Entra*. [Internett]
Available at: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/ENTRA.OSE/overview>
[Funnet 5 februar 2020].

Oslo Børs, u.d. *Hovedindeksen*. [Internett]
Available at: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>
[Funnet 1 Mars 2020].

Proff, 2019. *Veidekke*. [Internett]
Available at: <https://www.proff.no/nokkeltall/veidekke-asa/oslo/hovedkontortjenester/IF60PTL10NZ/>
[Funnet 15 Februar 2020].

Proff, u.d. *Nøkkeltall*. [Internett]
Available at: <https://www.proff.no/nokkeltall/entra-asa/oslo/eiendomshandel-og-utleie/IGIYE2810MV/#tab-info-LGR>
[Funnet 11 Februar 2020].

Proff, u.d. *Rentedekningsgrad*. [Internett]
Available at: <https://forvalt.no/Om/ordbok/R>
[Funnet 11 Februar 2020].

PWC, 2014. *Risikopremien i det norske markedet*, s.l.: s.n.

PWC, 2019. *Risikopremie i det norske markedet*, s.l.: PWC.

Rammen, K., 2019. *Grunnleggende regnskapsanalyse*. [Internett]
Available at: <https://finanssans.no/grunnleggende-regnskapsanalyse>
[Funnet 15 Februar 2020].

Regjeringen, 2019. *De økonomiske utsiktene*. [Internett]
Available at: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-1-20192020/id2671918/?ch=2>
[Funnet 17 februar 2020].

Revfem, J., 2017. *Den store yieldguiden*. [Internett]
Available at: <https://www.estatenyheter.no/2012/12/30/den-store-yieldguiden/>
[Funnet 14 Mars 2020].

Saltnes, D.-J., 2019. *Entra øker leieinntektene*. [Internett]
Available at: <https://www.estatenyheter.no/2019/02/08/entra-okker-leieinntektene/>
[Funnet 12 februar 2020].

Sander, K., 2019. *Estudie*. [Internett]
Available at: <https://estudie.no/naverdi-av-kontantstrom/>
[Funnet Mars 12 2020].

Skatteetaten, u.d.. *Alminnelig inntekt*. [Internett]
Available at: <https://www.skatteetaten.no/satser/alminnelig-inntekt/?year=2020#rateShowYear>
[Funnet 12 Mars 2020].

Skatteetaten, u.d. *Alminnelig inntekt*. [Internett]
Available at: <https://www.skatteetaten.no/satser/alminnelig-inntekt/?year=2015#rateShowYear>
[Funnet 9 februar 2020].

Snøhetta, u.d. *Powerhouse Brattørkaia - the World's Northernmost Energy-Positive Building*. [Internett]
Available at: <https://snohetta.com/projects/456-powerhouse-brattorkaia-the-worlds-northernmost-energy-positive-building>
[Funnet 24 januar 2020].

Solli, J. B., 2018. *Dette må du vite om yield*. [Internett]
Available at: <https://blogg.malling.no/hva-betyr-yield>
[Funnet 14 Mars 2020].

SSB, 2020. *Befolkning*. [Internett]
Available at: <https://www.ssb.no/befolkning/statistikker/folkemengde/aar-per-1-januar>
[Funnet 1 Mars 2020].

Store Norske Leksikon, 2018. *Inflasjonsmål*. [Internett]
Available at: <https://snl.no/inflasjonsm%C3%A5l>
[Funnet 12 Mars 2020].

Store Norske Leksikon, u.d. *Likviditet*. [Internett]
Available at: <https://snl.no/likviditet>
[Funnet 10 Februar 2020].

Storsletten, A. V., 2019. *Et mindre og bedre statlig eierskap*. [Internett]
Available at: https://www.civita.no/assets/2019/09/Notat_24_2019-Et-mindre-og-bedre-

statlig-eierskap.pdf
[Funnet 17 februar 2020].

Veum, E., Steffensen, C. & Zakariassen, G., 2006. *Entra-sjef får kritikk*. [Internett]
Available at: <https://www.nrk.no/norge/entra-sjef-far-kritikk-1.1367289>
[Funnet 28 januar 2020].

Visma, u.d. *Egenkapitalandel*. [Internett]
Available at: https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-equity-ratio.htm
[Funnet 12 Februar 2020].

Visma, u.d. *Gjeldsgrad*. [Internett]
Available at: https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-debt-to-equity-ratio.htm
[Funnet 15 Februar 2020].

Visma, u.d. *Hva er soliditet?*. [Internett]
Available at: <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/s/soliditet/>
[Funnet 12 Februar 2020].

Visma, u.d. *Rentedekningsgrad*. [Internett]
Available at: https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-interest-coverage-ratio.htm
[Funnet 13 Februar 2020].

Winther, P., 2020. *Dagens Næringsliv*. [Internett]
Available at: <https://www.dn.no/makroekonomi/koronaviruset/makroekonomi/kjetil-olsen/koronaviruset-og-oljeprisfall-rammer-norsk-okonomi-folk-kommer-til-a-miste-jobben/2-1-769624>
[Funnet 11 Mars 2020].

Yahoo finance, u.d. *Entra ASA*. [Internett]
Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/ENTRA.OL/>,
[Funnet 1 Mars 2020].

