

Stian Lindseth  
Petter Danielsen Lieng  
Stian Gran-Henriksen  
Martin Hansen Lund

## **Verdsettelse av Entra ASA/ Valuation of Entra ASA**

AF3015 Bacheloroppgave i finansiell styring

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon  
Veileder: Frode Kjærland  
April 2023



Stian Lindseth  
Petter Danielsen Lieng  
Stian Gran-Henriksen  
Martin Hansen Lund

## **Verdsettelse av Entra ASA/ Valuation of Entra ASA**

AF3015 Bacheloroppgave i finansiell styring

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon  
Veileder: Frode Kjærland  
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



## **Forord**

Det er med stor glede og stolthet at vi presenterer vår bacheloroppgave i finansiell styring. Arbeidet med denne oppgaven har vært en spennende og lærerik prosess, hvor vi har fått muligheten til å anvende vår kunnskap innen finansiell styring i en praktisk sammenheng. Vi har fått utfordret våre kunnskaper opparbeidet gjennom tre år på NTNU Handelshøyskolen, og vi er stolte over å ha kommet frem til et grundig og veloverveid resultat.

Gjennom denne oppgaven har vi også fått innsikt i hvordan en profesjonell verdsettelse av en virksomhet utføres, og hvordan dette kan være til nytte for investorer og andre interessenter. Vi har lært viktigheten av å ha en grundig forståelse av virksomhetens økonomiske situasjon og bransjeforhold, samt hvordan man kan benytte ulike verdsettelsesmetoder for å komme frem til en rettfærdig verdi.

Vi vil til slutt takke vår veileder Frode Kjærland for hans støtte og veiledning gjennom hele prosessen. Forfatterne bak oppgaven står fullt ansvarlige for oppgavens innhold.

## Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å gjennomføre en verdsettelse av Entra ASA ved å svare på problemstillingen:

*Hva er Entra ASA verdt per 31.12.2022?*

Vi startet med å gjøre en selskaps- og bransjebeskrivelse, etterfulgt av en strategisk analyse av selskapet. Ved hjelp av PESTEL-analyse og Porters 5 Forces undersøkte vi eksterne faktorer som kan påvirke Entra ASA, mens vi brukte VRIO-rammeverket til å se på selskapets interne styrker og svakheter. Vår analyse viste at eiendomsselskapene fortsatt har høy makt på grunn av strenge reguleringer, sterk kontoretterspørsel og sterke inngangsbarrierer. Videre har Entra ASA eksisterende et par konkurransefortrinn, som kundelojalitet, samt mulige konkurransefortrinn som bærekraftsfokus bærekraft. Samtidig identifiserte vi trusler mot videre vekst og lønnsomhet på grunn av nedgangskonjunktur, økte renter og endrede kontorvaner.

I regnskapsanalysen konkluderte vi med at Entras finansielle helse ligger på nivå med resten av bransjen, med god lønnsomhet i driften. Det er likevel risiko knyttet til deres høye gjeldsandel og økte finanskostnader, særlig på grunn av økte renter. Den strategiske analysen og regnskapsanalysen la grunnlaget for prognoser for fremtidige kontantstrømmer.

For avkastningskravet for totalkapitalen (WACC) kom vi frem til en verdi på 5,21 %. Vi benytter denne sammen med en vekstfaktor  $g$  på 2% til å diskontere de prognostiserte kontantstrømmene og terminalverdien ved hjelp av DCF-metoden. Denne fundamentale verdsettelsesmetoden ga oss et kursmål på 91 kr per aksje. I tillegg gjennomførte vi en markedsbasert verdsettelse ved bruk av multipler samt en dividendbasert verdsettelse. I den markedsbasert verdsettelse kommer vi frem til et kursmål på 120 kr per aksje, imens den dividendbaserte verdsettelsen ga en aksjekurs på 159kr per aksje.

Vi valgte å vektlegge den fundamentale verdsettelsen 60 % og den markedsbaserte verdsettelsen 40 %, som resulterte i et endelig kursmål på kr 103 per aksje. Dette tilsvarer en markedsverdi på egenkapital på 16,5 milliarder kr. Vi velger altså ikke å vektlegge den dividendbaserte verdsettelsen, da vi mener den bygger på for store forutsetninger. Sammenlignet med Entra ASA sin kurs den 31.12.2022 på 106 NOK, gir analysen vår en nedside på 2,91 % og vi kan dermed gi en svak salgsanbefaling.

## **Abstract**

The purpose of this assignment is to conduct a valuation of Entra by answering the question:

*What is Entra ASA worth as of December 31, 2022?*

We started by providing a company and industry description, followed by a strategic analysis of the company. Using PESTEL analysis and Porter's 5 Forces, we investigated external factors that may affect Entra ASA, while using the VRIO-framework to examine the company's internal strengths and weaknesses. Our analysis showed that landlords have high power due to strict regulations, high demand for offices and strong entry barriers. At the same time, Entra ASA has some existing competitive advantages such as high customer loyalty, and potential competitive advantages such as sustainability focus. Moreover, we also identified clear threats related to an economic downturn, rising interest rates, and changing office habits.

In the financial analysis, we concluded that Entra's financial health is on par with the rest of the industry, with good profitability in operations. However, there is a risk associated with their high debt ratio and increased financial costs, particularly with rising policy rates. The strategic analysis and financial analysis laid the foundation for forecasts of future cash flows.

For the cost of capital (WACC), we arrived at a value of 5,21 %. We use this, along with a growth factor of 2%, to discount the projected cash flows and terminal value using the DCF method. This fundamental valuation method gave us a target price of 91 kr per share. In addition, we conducted a market-based valuation using multiples along with a dividend model. In the market-based valuation we arrived at a target price of 120 kr per share, while the dividend model resulted in a stock price of 159 kr per share. We chose to emphasize the fundamental valuation of 60 % and the market-based valuation of 40 %, resulting in a final target price of kr 103 per share. This corresponds to a market value of 16,5 billion kr. Compared to Entra ASA's price on December 31, 2022, which was 106 kr, our analysis suggests a downside of 2,91 %, and we will conclude with a slight sale-recommendation. Evidently, we chose not to include the dividend model in our weighted average because we believe it is too simplified.

# Innholdsfortegnelse

<b>1 Innledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 <i>Motivasjon</i> .....	1
1.2 <i>Problemstilling</i> .....	1
1.3 <i>Avgrensing</i> .....	2
1.4 <i>Oppbygging</i> .....	2
<b>2 Selskaps- og bransjebeskrivelse</b> .....	<b>2</b>
2.1 <i>Eiendomsmarkedet</i> .....	3
2.1.1 <i>Vekst drivere i kontormarkedet</i> .....	3
2.1.2 <i>Konkurrenter</i> .....	6
2.2 <i>Om Entra</i> .....	8
2.3 <i>Visjon og strategi</i> .....	12
2.4 <i>Forretningsområdet, kjøp og salg</i> .....	13
<b>3 Strategisk analyse</b> .....	<b>14</b>
3.1 <i>Ekstern analyse</i> .....	14
3.1.1 <i>Porters femfaktormodell</i> .....	14
3.1.2 <i>PESTEL</i> .....	20
3.2 <i>Intern analyse</i> .....	29
3.2.3 <i>Fysisk kapital</i> .....	29
3.2.4 <i>Kundekapital</i> .....	31
3.2.5 <i>Bærekraftsfokus</i> .....	33
3.2.5 <i>Konklusjon intern analyse</i> .....	36
3.3 <i>SWOT</i> .....	36
<b>4 Regnskapsanalyse</b> .....	<b>36</b>
4.1 <i>Historisk utvikling</i> .....	37
4.2 <i>Lønnsomhet</i> .....	37
4.2.1 <i>Egenkapitalrentabilitet</i> .....	37
4.2.2 <i>Totalkapitalrentabilitet</i> .....	39
4.2.3 <i>Driftsmargin</i> .....	41
4.3 <i>Likviditet</i> .....	43
4.4 <i>Soliditet</i> .....	45
4.5 <i>Diskusjon av nøkkeltall</i> .....	48
<b>5 Prognose av fremtidige kontantstrømmer</b> .....	<b>49</b>
5.1 <i>Driftsinntekter</i> .....	49



5.2 Driftskostnader .....	51
5.3 Arbeidskapital.....	52
5.5 Verdiendringer Investeringseiendom og Finansielle Instrumenter .....	53
5.6 Investeringer .....	54
5.7 Skatt .....	55
5.8 Frie kontantstrømmer .....	56
<b>6 Avkastningskrav .....</b>	<b>57</b>
6.1 Risikofri rente .....	58
6.2 Markedets risikopremie .....	59
6.3 Beta .....	60
6.4 Avkastningskrav til Egenkapitalen (CAPM) .....	62
6.5 Gjeldskostnad .....	62
6.6 Egenkapitalandel og gjeldsandel.....	63
6.7 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC).....	63
6.8 Terminalledd.....	63
<b>7 Sammensetning fundamental verdsettelse .....</b>	<b>64</b>
<b>8 Markedsbasert verdsettelse.....</b>	<b>65</b>
8.2 P/S.....	66
8.2 P/B .....	67
8.3 Pris / KVM .....	68
8.4 Konklusjon markedsbasert verdsettelse.....	69
<b>9 Dividendemodellen.....</b>	<b>69</b>
<b>10 Sensitivitetsanalyse og diskusjon .....</b>	<b>71</b>
10.1 WACC og vekstfaktor.....	71
10.2 Risikofri rente og beta .....	73
<b>11 Konklusjon.....</b>	<b>74</b>
<b>12 Kritikk .....</b>	<b>75</b>
<b>Litteraturliste .....</b>	<b>77</b>

## Figurliste:

Figure 1: Transaksjonsvolum for eiendom fra 2007 til 2022 (DNB, 2022) .....	4
Figure 2: Utvikling i kontorledighet (Union, 2018).....	6
Figure 3: Entras forvaltningsportefølje fordelt på regioner (Entra, 2022).....	9
Figure 4: Entras forvaltningsportefølje fordelt på prosentvis fordeling (Entra, 2022) .....	9
Figure 5: Entras forvaltningsporteføljer fordelt etter type .....	10
Figure 6: Entras aksjeutvikling (Yahoo, 2022).....	11
Figure 7: Porters five forces (Porter, Competitive Strategy, 1980) .....	15
Figure 8: Svingninger i langsiktige renter (Norges Bank, 2022).....	23
Figure 9: Befolkningsvekst i de største byene (SSB, 2020) .....	25
Figure 10: Transaksjonsvolum for sertifiserte bygninger (Newsec, 2022).....	28
Figure 11: Net letting Entra (Entra, 2023) .....	32
Figure 12: Entra Shades of green (Cicero, 2022) .....	35
Figure 13: Egenkapitalrentabilitet Entra .....	38
Figure 14: Totalkapitalrentabilitet Entra.....	40
Figure 15: Driftsmargin Entra.....	41
Figure 16: Likviditetsgrad 1 Entra.....	44
Figure 17: Finansieringsgrad 1 Entra.....	46
Figure 18: Mål på risikofri rente (PwC, 2021) .....	58

## Tabelliste:

Tabell 1: Entras aksjonærliste per 2022 (Entra, 2022) .....	11
Tabell 2: Miljøsertifiserte bygg sammenligning (Cicero, 2022).....	34
Tabell 3: Intern analyse Entra .....	36
Tabell 4: SWOT-analyse.....	36
Tabell 5: Egenkapitalrentabilitet Entra .....	38
Tabell 6: Egenkapitalrentabilitet sammenligning .....	38
Tabell 7: Totalkapitalrentabilitet Entra.....	40
Tabell 8: Totalkapitalrentabilitet sammenligning .....	40
Tabell 9: Driftsmargin Entra .....	41
Tabell 10: Driftsmargin sammenligning .....	42
Tabell 11: Likviditetsgrad 1 Entra .....	44
Tabell 12: Likviditetsgrad sammenligning .....	44
Tabell 13: Rentedekningsgrad sammenligning.....	45
Tabell 14: Finansieringsgrad Entra.....	46
Tabell 15: Finansieringsgrad sammenligning .....	47
Tabell 16: Egenkapitalandel sammenligning .....	47
Tabell 17: Gjeldsgrad sammenligning .....	47
Tabell 18: Driftsinntekter Entra (2018-2022) .....	50
Tabell 19: Driftsinntekter Entra (2018-2022) .....	50
Tabell 20: Driftsinntekter Entra prognose .....	51
Tabell 21: Driftskostnader Entra (2018-2022).....	51
Tabell 22: Driftskostnader Entra prognose .....	52
Tabell 23: Arbeidskapital Entra (2018-2022) .....	52
Tabell 24: Arbeidskapital prognose .....	52
Tabell 25: Avskrivinger og nedskrivinger 2018-2022.....	53
Tabell 26: Korrelasjon styringsrente/verdiendring .....	54
Tabell 27: Prognose av fremtidig verdiendring av eiendom.....	54

Tabell 28: Andel av investeringer som dekkes av driftsinntekter.....	55
Tabell 29: Prognose av investeringer.....	55
Tabell 30: Frie kontantstrømmer .....	56
Tabell 31: 5-årige statsobligasjoner .....	59
Tabell 32: Kursmål fundamental verdsettelse.....	65
Tabell 33: “Price-to-sales” .....	67
Tabell 34: “Price-to-book” .....	67
Tabell 35: Pris per KVM.....	68
Tabell 36: Kursmål markedsbasert verdsettelse .....	69
Tabell 37: Gjennomsnittlig EPS .....	70
Tabell 38: Gjennomsnittlig utbytte .....	70
Tabell 39: Gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet .....	70
Tabell 40: Sensitivitetsanalyse WACC og vekstfaktor.....	72
Tabell 41: Sensitivitetsanalyse beta og risikofri rente .....	73

# 1 Innledning

## 1.1 Motivasjon

Eiendomsmarkedet har de siste årene vært i fokus på grunn av den økte interessen for fast eiendom som en form for investering. Avkastningen og verdiene på eiendom steg også stabilt gjennom koronapandemien, noe som bidro til å understreke den opplevde robustheten innenfor eiendomsmarkedet. I kjølvannet av Norges Banks rentehevinger i 2022 samt forslag om lovendringer for en enda strengere regulering av boligmarkedet, er det knyttet stor spenning til hvilken retning eiendomsmarkedet tar videre.

I denne oppgaven vil vi gjøre en fundamental verdsettelse av Entra ASA, et av landets ledende eiendomsselskap. Opprinnelig ble selskapet opprettet da utleiebare statseiendommer ble utskilt fra Statsbygg i 2000. Siden har eiendomsselskapet økt sine verdier samtidig som staten gradvis har solgt seg ut. Entra forvalter ikke bare enorme boligarealer i noen av Norges største byer, men jobber også for å være ledende innenfor bærekraft og kundeopplevd kvalitet (Entra, 2023). Vi ønsket å gjøre en verdivurdering av Entra ASA fordi selskapet opererer med stor markedsmakt i et eiendomsmarked som i mange år har levert stabil avkastning. Hvordan det tidligere statseide selskapet møter en situasjon preget av høyere renter og potensielt lavere økonomisk vekst, skaper etter vår mening et interessant utgangspunkt for en fundamental verdsettelse.

## 1.2 Problemstilling

I denne oppgaven ønsker vi å verdsette det børsnoterte selskapet Entra ASA, videre også benevnt som Entra. Vi har derfor valgt følgende problemstilling:

*Hva er Entra ASA verdt per 31.12.2022?*

For å besvare denne problemstillingen vil vi vurdere eksterne og interne forhold i og rundt selskapet for å kartlegge markedssituasjonen. For å gjennomføre en verdivurdering vil vi videre legge til grunn en fundamental- og markedsbasert verdsettelsesmetode, med grunnlag i

regnskapsanalyse og prognose av fremtidige kontantstrømmer. Av verdsettelsen vil vi komme frem til et kursmål på Entra sin aksje, og deretter gi en anbefaling om fremtidig investering.

### 1.3 Avgrensning

Verdsettelsen vil ta utgangspunkt i regnskapstall fra 2017 – 2022. Dette er en naturlig avgrensning med tanke på at siste kvartalsrapport i skrivende stund ble publisert i 2022. Av denne grunn skjer verdsettelsen per 31.12.2022.

Entra er som nevnt en viktig aktør i det norske eiendomsmarkedet, et marked preget av flere konkurrenter. På grunn av omfanget, har vi valgt å begrense vår sammenligning til de vi anser som selskapets største konkurrenter. Dette innebærer Norwegian Property, Castellum AB, Habegge AB og Hufvudstaden AB. Disse selskapene vil bli brukt flittig gjennom oppgaven som et sammenligningsgrunnlag for verdsettelsen.

### 1.4 Oppbygging

I starten av oppgaven vil vi først introdusere selskapet og eiendomsbransjen de opererer i. Dette vil legge grunnlaget for en strategisk analyse av Entra ASAs interne og eksterne faktorer.

I den påfølgende delen vil vi gjennomføre en regnskapsanalyse. Dette leder videre til neste del der vi vil utarbeide prognoser for fremtidige kontantstrømmer og regne oss frem til selskapets avkastningskrav.

Med bakgrunn i nevnte analyser vil den fundamentale analysen ferdigstilles, noe som også vil sammenlignes med en markedsbasert verdsettelse.

I nest siste punkt vil det legges frem en sensitivitetsanalyse med tilhørende diskusjon, før vi avslutningsvis vil konkludere oppgaven med en oppsummering og kritikk av vår diskusjon.

## **2 Selskaps- og bransjebeskrivelse**

I denne delen vil vi introdusere Entra og bransjen de opererer i, men også redegjøre for selskapets historikk.

## 2.1 Eiendomsmarkedet

Eiendomsbransjen er den delen av økonomien som omhandler utvikling, leasing og forvaltning av fast eiendom. En naturlig måte å dele opp eiendomsmarkedet er å skille mellom eiendom for boligformål og eiendom for næringsformål. Et annet skille går mellom transaksjonsmarkedet og leiemarkedet, altså forskjellen mellom henholdsvis eiendom til eie og eiendom til leie. I denne oppgaven er markedet for næringsseiendom den relevante bransjen å ta utgangspunkt i, og boligmarkedet vil med andre ord sees bort i fra. Både transaksjonsmarkedet og leiemarkedet innenfor næringsseiendom sees på som relevant.

Entra opererer innenfor markedet for næringsseiendom, og mer spesifikt segmentet utleie og utvikling av kontorlokaler. Næringsseiendom kan defineres som all eiendom unntatt bolig- og fritidseiendom eid av bruker. Dette innebærer blant annet eiendomssegmenter som kontor-, handel-, og logistikkeiendommer. Eiendomsmarkedet er som vi forstår et omfattende marked, og for å spesifisere vi vil i denne oppgaven avgrense bransjen/markedet til næringsseiendom for kontorformål.

Historisk sett har næringsdrivende selv bygget og eid kontorlokalene sine. De siste tiårene har imidlertid eiendomsselskapene bygget ut sine eiendomsporteføljer og bidratt til å snu denne trenden. I stedet er det nå vanligere at eiendomsselskapene forsyner de næringsdrivende med sine kontorlokaler (Hagen, 2016).

### 2.1.1 Vekst drivere i kontormarkedet

Hvilke økonomiske forhold som påvirker bransjens lønnsomhet, vil vi komme tilbake til. For å forstå mekanismene bak veksten i bransjen, vil vi likevel kort peke på et par av faktorene som vi ser som sentral for utviklingen. Kort fortalt er veksten sterkt avhengig av rentenivået og den generelle konsumeterspørselen i markedet. Dette har igjen påvirkning på et par av begrepene som ofte diskuteres i bransjen, nemlig netto yield, ledighetsgrad og leiepris.

Før det vil vi nevne begrepet transaksjonsvolumet for eiendom, som angir antall transaksjoner over 50 millioner per år. Kontormarkedet er det dominerende segmentet, og noe som gjør dette volumet relevant som en verdidriver. Det norske eiendomsmarkedet har de siste årene levert sterkt, noe som reflekteres gjennom en stabil økning i transaksjoner. Helt siden 2016 har det vært

en stabil verdiøkning i eiendomsmarkedet med sterk etterspørsel og leieprisvekst som viktige drivkrefter. 2021 ble et rekordår med hele 168 milliarder i transaksjonsvolum, men falt til i overkant av 90 milliarder året etter (DNB, 2022).

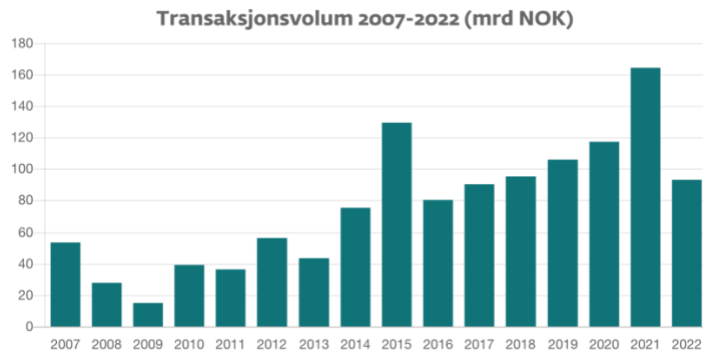


Figure 1: Transaksjonsvolum for eiendom fra 2007 til 2022 (DNB, 2022)

Videre påvirker særlig renten det vi kaller netto yield. Netto yielden kan forstås som et avkastningskrav, og regnes ut som netto leieinntekter neste år delt på markedspris for eiendommen. Netto yield påvirkes negativt av et høyere rentenivå ved at utleier får høyere finansielle kostnader per måned, noe som igjen reduserer netto leieinntekter. Yielden i næringsseiendomsmarkedet har de siste årene vært lav, men har økt noe gjennom 2022 (Norges Bank, 2022). Dette har også vært tilfelle i resten av det nordiske markedet. Økningen i netto yield skyldes hovedsakelig en økning i myndighetenes styringsrenter, men vil påvirke selskapene i forskjellig grad avhengig av portefølje. Det er også viktig å huske at netto yield ikke bare påvirkes av renten, men også blant annet leiepriser, ledighetsgrad og generelle makroforhold.

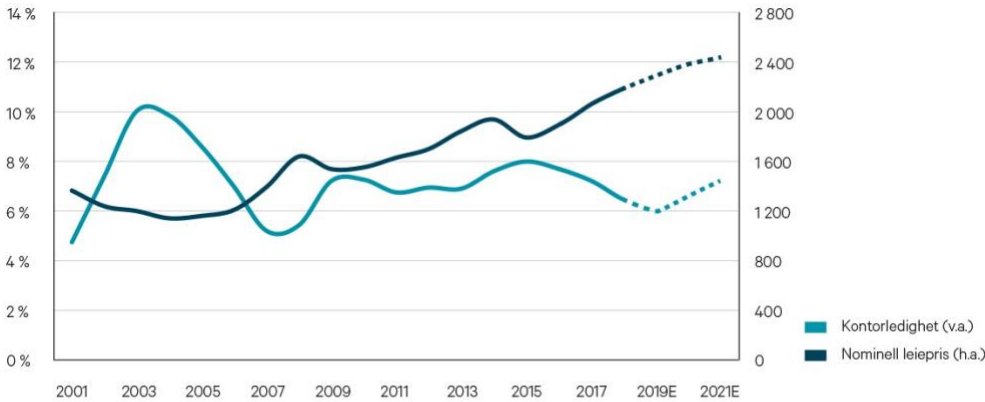
$$\text{Netto yield} = \frac{\text{Årlig inntekt} - \text{Eierkostnader}}{\text{Pris eller verdi på eiendommen}}$$

Netto yielden kan fortelle noe om hva slags eiendom vi har å gjøre med. For eksempel er den ofte lavere for mer attraktive eiendommer. Dersom lokasjonen er attraktiv, vil ledighetsgraden være lav og leieprisene høye, noe som både reduserer risiko og sikrer markedsverdien på eiendommen i mange år fremover. Det kan likevel også eksistere eiendommer med lavere netto yield i mindre attraktive områder, og vice versa. Netto yield er derfor en komplisert faktor som må sees i sammenheng med et totalbilde.



Leiepris er en annen viktig indikator i markedet for næringseiendom. En høyere leiepris vil naturligvis øke et selskaps kontantstrømmer, noe som igjen vil øke inntjeningen. Leieprisen vil igjen påvirkes av tilbudet og etterspørselen i markedet. Som vi vil forklare ytterligere senere, påvirkes tilbudet av flere faktorer, men særlig tilgang på kapital og reguleringer er viktig. Etterspørselen etter kontorlokaler vil variere på tvers av lokasjon og kvaliteter. Leieprisene vil også sterkt variere med inflasjonen. En generell sterk prisstigning vil på en side presse opp inntektene til utleierne, forutsatt at leietager tåler å betale en høyere sum. På en annen side vil det også øke kostnadene ved både eksisterende og nye prosjekter, og dermed blir den totale oppsiden eller nedsiden ved en prisstigning usikker.

I tillegg til netto yield og leiepris, er ledighetsgrad en viktig vekstdriver i det norske kontormarkedet. Ledighetsprosent er antallet kvadratmeter med utleibare lokaler delt på det totale antall kvadratmeter i markedet. Dette tallet ekskluderer normalt sett utviklingsprosjekter. I målet for tradisjonell ledighet er Oslo markedet med det største aktivitetsnivået og har også den laveste kontorledigheten blant de fem største norske byene med 5.1 %. Til sammenligning er kontorledigheten i Bergen på 8.2 % (DNB, 2022). Fordi det er det dominerende markedet i Norge, vil kontorledigheten i Oslo fungere som en god indikator for hele det norske markedet. Kontorledigheten i Oslo har de siste årene svingt opp og ned, men ser ut til å ha stabilisert seg på historisk lave nivåer. Hvorvidt dette vedvarer, avhenger igjen av utviklingen i tilbudssiden og etterspørselssiden i markedet for kontorer.



Kilde: UNION

Figure 2: Utvikling i kontorledighet (Union, 2018)

### 2.1.2 Konkurrenter

Det eksisterer flere norske selskaper som opererer innenfor eiendomsmarkedet. Flere av de utgjør sammen dagens eiendomsindeks, noe som inkluderer blant annet Olav Thon Eiendomsselskap, Selvaag Bolig og Veidekke. Samtlige av disse selskapene er børsnotert og tilbyr blant annet utleielokaler til næringslivet. I tillegg kan KLP Eiendom, OBOS og Eiendomsspar nevnes som eksempler på store eiendomsselskaper som ikke er børsnotert.

De nevnte selskapene er Entras største konkurrenter i det norske eiendomsmarkedet, men er likevel ikke hensiktsmessig for en konkurrentanalyse da de ikke tilbyr eksakt samme produkter som Entra. For eksempel utgjør utleie av næringsseiendom kun en brøkdel av Olav Thon Eiendomsselskaps totale eiendomsportefølje, der kjøpesenteret utgjør den største. Norwegian Property er følgelig det eneste norske selskapet av tilstrekkelig størrelse som utelukkende har næringsseiendom som sin virksomhet. På grunn av mangel på norske konkurrenter innenfor eksakt samme bransje, vil vi i tillegg til Norwegian Property benytte et par utenlandske selskaper for å gi en bedre sammenligning. Vi har likevel valgt å begrense sammenligningen til det skandinaviske markedet, og mer spesifikt et par store svenske eiendomsselskaper der makroforholdene er noenlunde like som i Norge. Selv om særlig de svenske selskapene kanskje ikke kan anses som direkte konkurrenter til Entras lønnsomhet, mener vi likevel at vårt utvalg av

konkurrenter vil være relevant fra en investors ståsted.

### **Norwegian Property**

Norwegian Property er et norsk ikke-børsnotert eiendomsselskap som utelukkende opererer innenfor næringseiendom. Selskapet ble etablert i 2006 med et hovedsete på Aker Brygge i Oslo, og var børsnotert frem til august 2021. Per 31 desember 2022 utgjør selskapets eiendomsportefølje 29 eiendommer til en verdsettelse på 25,8 milliarder NOK, primært lokalisert i Oslo og omegn (Norwegian Property, 2022). Totalt antall kvadratmeter fordelt på de 29 eiendommene er 505 472. Eiendommene består hovedsakelig av kontorlokaler, men inkluderer også lokaler til dagligvarehandler, restauranter og parkering. Selskapets ledighetsgrad er 5.9 % med en total leieinntekt for 2022 på 1 136 millioner NOK. På grunn av mangel på et par vesentlige tall, vil vi i hovedsak benytte oss av de svenske konkurrentene i videre analyser.

### **Castellum AB**

Castellum AB er et av Sveriges største børsnoterte eiendomsselskap. Selskapet ble etablert i 1993, og har vært listet på Stockholmsbørsen siden 1998. Eiendomsporteføljen deres består hovedsakelig av næringseiendom i vekstområder i Sverige, Finland og spesielt Stockholm, derav 58 % kontorlokaler, 14 % offentlig eiendom og resten butikk, industri eller varehus (Castellum, 2023). Eiendomsporteføljen deres inkluderer 749 eiendommer på totalt 5 696 000 kvadratmeter. Per 31.12 2022 er deres totale portefølje deres verdt 181 milliarder SEK, noe som inkluderer eierskapet deres i Entra ASA. Ledighetsgraden var 6.4 % med en total leieinntekt på 7 803 milliarder SEK.

### **Fabege AB**

Fabege AB er et svensk børsnotert eiendomsselskap, som konsentrerer porteføljen sin i og rundt Stockholm. Selskapet driver med næringseiendom, og mer spesifikt utleie og forvaltning av kontorlokaler. Per 31.12 2022 råder selskapet over 102 eiendommer med en verdi på 86.3 milliarder SEK. Antall kvadratmeter utgjorde 1 290 000 kvadratmeter. Ledighetsgraden var 11% imens totale leieinntekter utgjorde 3 032 milliarder SEK (Fabege, 2023).

## Hufvudstaden AB

Hufvudstaden AB er et svensk børsnotert eiendomsselskap som har vært i drift siden 1915. Selskapet driver hovedsakelig utleie av eksklusive næringseiendommer i Stockholm og Gøteborg. Per 31.12 2022 eier selskapet 29 eiendommer med en total kvadratmeter på 386 600, verdsatt til 49,5 milliarder SEK. Ledighetsgraden var 4 % og totale leieinntekter var 1 855 milliarder SEK i 2022 (Hufvudstaden, 2023).

## 2.2 Om Entra

Entra er et eiendomsselskap som driver med utvikling, utleie og forvaltning av næringsbygg (Entra, 2022). Nærmere bestemt opererer selskapet innenfor segmentet utleie og utvikling av næringsbygg i form av kontorlokaler. Entra eiendom AS ble etablert 1. juli 2000, og var da eid av staten. 9. juni 2011 ga stortinget regjeringen fullmakt til å redusere eierskapet ned til 33,4% (Brun, 2019). I 2020 solgte staten seg helt ut av selskapet, som medfører at Entra ASA nå er utelukkende privat eid.

Entra eier og forvalter per 13. februar 2023 102 eiendommer, som tilsvarer rundt 1,6 millioner kvadratmeter (Entra, 2023). Blant disse eiendommene finner man kjente bygg som Nasjonalbiblioteket i Oslo, samt Rockheim og Powerhouse Brattørkaia i Trondheim. Sistnevnte er kjent for sitt spesielle skråtak utstyrt med solcellepaneler, som er vinklet for å fange mest mulig sollys. Dette medfører at bygget er et såkalt «plusshus» som kort sagt vil si at det produserer mer energi enn det forbruker. Dette bygget står som et symbol på Entras målsetting om å bli miljøledende i bransjen, samt å bidra til å redusere bransjens miljøbelastning. Dette skal de få til ved å bidra i utviklingen av flere og mer effektive plussus. Dette er et viktig mål siden bygg står for omkring 40% av verdens energiforbruk (Entra, 2023).

Entras store eiendomsportefølje medfører at hele 30 000 personer benytter deres eiendommer på daglig basis. Denne porteføljen hadde ved utgangen av tredje kvartal 2022 en markedsverdi på 79 milliarder kroner. Med en eiendomsportefølje av denne størrelsen er det klart at Entra sin verdi vil være tydelig preget av eiendomsprisene, som vil bli nærmere diskutert senere. Entra

satser hovedsakelig i Oslo og omegn, Bergen og Trondheim, men eier også eiendommer i Drammen og Stavanger, som illustrert under.

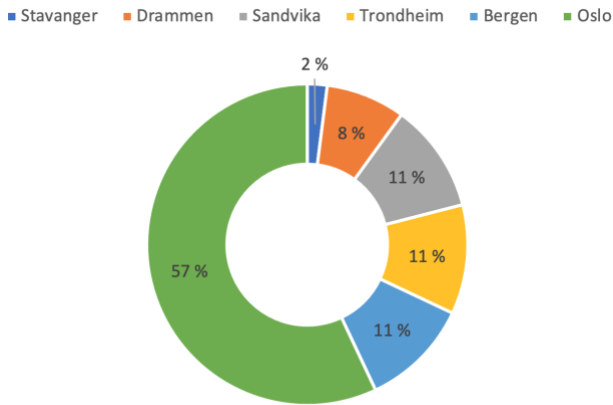


Figure 3: Entras forvaltningsportefølje fordelt på regioner (Entra, 2022)

Som vi ser av figuren, står Oslo for over halvparten av satsninger deres, mens Trondheim, Bergen og Sandvika har lik fordeling med 11% og står dermed til sammen for en tredjedel av porteføljen.

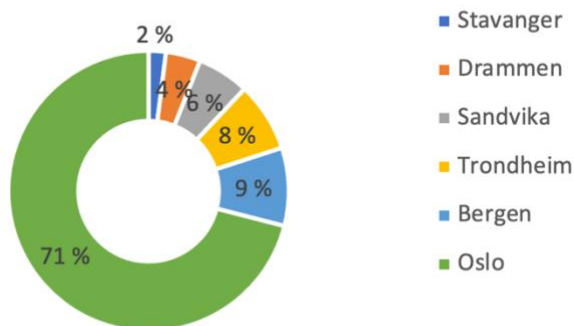


Figure 4: Entras forvaltningsportefølje fordelt på prosentvis fordeling (Entra, 2022)

Når man ser på eiendomsporteføljen i markedsverdi og ikke antall eiendommer, ser man at Oslo tar enda større andel. Det forteller oss at eiendomsprisene er høyere i Oslo enn de øvrige regionene. Man kan også merke seg at Bergen sin andel øker i forhold til Trondheim, som vil si at eiendomsprisene er noe høyere i Bergen enn i Trondheim.

## Antall eiendommer i hele tall

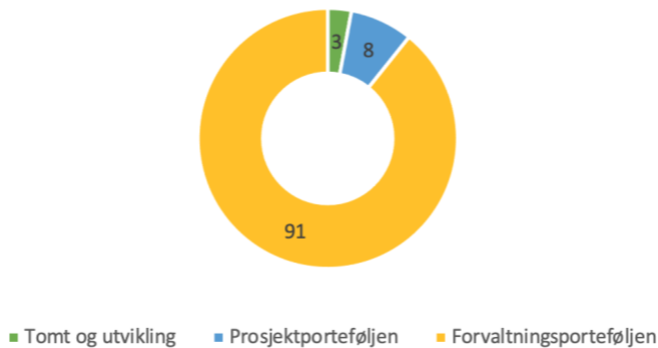


Figure 5: Entras forvaltningsporteføljer fordelt etter type

Den siste figuren illustrerer antall eiendommer Entra eier, totalt 102 per 17. februar 2023, fordelt på type eiendom. Som figuren viser, er den klart største andelen av eiendommene i forvaltningsporteføljen.

Entra har en høy utleiegrad på 96% og offentlig sektor utgjør 56% av deres kundeportefølje. Offentlig sektor kan regnes som et tryggere kundesegment enn privat sektor, ettersom risikoen for konkurser i offentlig sektor er lav (NHO, 2018). På den måten vil kundeporteføljen og dens høye grad av offentlig sektor, medføre økt forutsigbarhet i kontantstrømmene.

### 2.2.1 Aksjeutvikling og aksjonærer

Ved børsnotering på Oslo Børs den 17. oktober 2014 var Entra priset til NOK 11,9 milliarder (65 kroner pr. aksje). Fram til 31. desember 2022 har selskapets aksjekurs økt med 41,5 prosent, og markedsverdien har steget til omtrent NOK 21,1 milliarder. Entra ASA var per 31.12.2022 verdsatt til **106 kr** (Yahoo, 2022). I løpet av den samme perioden, fra Entra ASAs børsnotering til i dag, har hovedindeksen på Oslo Børs steget med 117 prosent. Verdiutviklingen for Entra og sammenligningsgrunnlaget Oslo Børs-indeksen er illustrert i figuren nedenfor.

Det er pr. 31.12.2022 utstedt 182 132 055 aksjer. Det er én aksjeklasse, og alle aksjer har de samme rettighetene.



Figure 6: Entras aksjeutvikling (Yahoo, 2022)

Nærings- og fiskeridepartementet har i lengre tid vært hovedaksjonæren i Entra, men fra og med juni 2019 ble deres eierandel kraftig redusert. I januar 2020 eide Folketrygdfondet og Nærings- og fiskeridepartementet henholdsvis 8,82% og 8,24% av det totale eierskapet knyttet til Entra. Fra og med 16. februar 2023 viser fordelingen av de ti største investorene i Entra følgende:

Investor	Antall aksjer	% av topp 20	% av totale	Type	Nasjonalitet
CASTELLUM AB (PUBL)	60 710 624	40,85%	33,33%	SELS.	SWE
FASTIGHETS AB BALDER	50 000 000	33,64%	27,45%	SELS.	SWE
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	12 578 791	8,46%	6,91%	NOM.	SWE
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	2 889 761	1,94%	1,59%	SELS.	SWE
DANSKE BANK A/S	2 626 346	1,77%	1,44%	NOM.	DNK
SEB CMU/SECFIN POOLED ACCOUNT	2 534 289	1,71%	1,39%	SELS.	SWE
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	2 477 487	1,67%	1,36%	NOM.	USA
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	2 000 000	1,35%	1,10%	NOM.	GBR
DANSKE INVEST NORSKE INSTIT. II.	1 680 605	1,13%	0,92%	SELS.	NOR
THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	1 414 295	0,95%	0,78%	NOM.	BEL
FOLKETRYGDFONDET	1 349 342	0,91%	0,74%	SELS.	NOR

Tabell 1: Entras aksjonærliste per 2022 (Entra, 2022)

Regjeringen hevdet tilbake i 2019 at de ønsker å styrke det private eierskapet i selskapet, og derav selge eiendeler i Entra til private aktører (Brun, 2019). Ved sammenligning av de største investorene fra 2019 og 2023 ser vi at Regjeringen har lykket med intensjonen. Deres mål med nedtrappingen var å legge til rette for en positiv videreutvikling av Entras markedsverdi. Ut fra aksjekursutviklingen for Entra ASA ovenfor, legger vi merke til at selskapet opplevde en økning i kursverdi etter den offentlige nedtrappingen, før aksjekursen sank i 2020 grunnet koronakrisen. Videre ser vi at Entras utvikling var svært positiv i kjølvannet av koronaperioden. Da hadde Norges Bank satt styringsrenten til rekordlave 0 prosent, og Entras lån opplevdes lettere å

betjene enn tidligere, noe som kan ha resultert i den sterke økningen i aksjekursen. I slutfasen av 2021, og gjennom 2022 sank Entra kraftig på børsen, noe som mest sannsynlig stammer av stigende inflasjon og økende renter. På bakgrunn av dette er det da vanskelig å slå fast om nedtrappingen med ønske om positiv videreutvikling av Entra har lønnet seg.

Ytterligere ser vi av tabellen ovenfor at de to største aksjonærene i Entra er Castellum AB og Fastighets AB Balder med henholdsvis 33,33% og 27,45% av det totale eierskapet i Entra. Dette er to av Sveriges største eiendomsselskaper, og det kommer fram av E24 at storeier Castellum AB var i oppkjøpskamp med et annet svensk eiendomsselskap SBB om eierandeler i Entra. Castellum AB besluttet å kjøpe eiendeler som SBB besatte, og sa seg deretter fornøyd med sin posisjon i Entra, og hevdet at de ikke noe intensjon om å øke sin eierandel.

### 2.3 Visjon og strategi

Selskapets forretningsstrategi er:

*«å være ledende på kundeopplevd kvalitet, levere lønnsom vekst og å være miljøledende i bransjen.»* (Entra, 2022).

Dette ønsker Entra å oppnå samtidig som de fokuserer sin satsning i Oslo og omegn, Bergen og Trondheim. Som det kommer frem av forretningsstrategien deres, er Entra svært opptatt av kundetilfredshet. Dette forsøker de å oppnå ved å utvikle attraktive eiendommer i sentrale strøk, slik at fremkommeligheten til kundene deres skal være god. Et eksempel på dette er deres utbygging på Brattørkaia i Trondheim, som med sine seks millioner reisende i året, er Midt-Norges største knutepunkt. Slik vil de ansatte i eiendommene som bor utenfor Trondheim, ha kort vei fra fergen til arbeidsplassen.

Entra legger også betydelig vekt på miljø, som Powerhouse Brattørkaia er et eksempel på. Betydningen av miljøvennlige løsninger blir stadig viktigere, og det å være ledende i Norge når det gjelder miljøvennlige bygg kan gi Entra konkurransefortrinn både på kort og lang sikt. Som nevnt tidligere, står bygg for 40% av verdens energiforbruk, så det er ingen tvil om at energieffektive løsninger vil være viktig i årene som kommer for å bidra til å nå verdens klimamål.



## 2.4 Forretningsområdet, kjøp og salg

Entra sitt forretningskonsept er utvikling, leie og forvaltning av attraktive miljøledende lokaler (Entra, 2022). I tillegg til dette utøver Entra aktiv porteføljeforvaltning med kjøp og salg av eiendommer. Karakteristiske kjennetegn for Entra er bygg av høy kvalitet i sentrale byområder med etablerte leietakere med lange leiekontrakter. Dette bidrar til å redusere Entras risiko knyttet til fremtidige kontantstrømmer, noe vi kommer innom i senere del av oppgaven. Ettersom Entras forretningskonsept baserer seg på utvikling, leie og forvaltning, vil forretningsmodellen deres bidra til verdiskapning i hele verdikjeden, og en likevektig eksponering mellom drift og utvikling.

Arbeid med utleie og forvaltning av eiendom er kostbart. For å etablere seg som et børsnotert eiendomsselskap er kapitaltilgang svært viktig, og en kan dermed hevde at tilgang på langsiktig kapital til konkurransedyktige vilkår er helt essensielt. Som tidligere nevnt har Entra en robust eiendomsportefølje på 102 eiendommer, samt en relativt stabil kontantstrøm grunnet høy utleiegrad. Slike faktorer bidrar til å hjelpe Entra i anskaffelsen av kapital, hovedsakelig banklån, hvor bankene kan føle seg trygge på Entras likviditet, i tillegg til å kunne ta pant i eiendommer.

Innkjøpsstrategien i Entra skal bidra til Entras mål om stabil og lønnsom økonomisk utvikling over tid, i kombinasjon med god forretningsskikk, sosial bærekraft og miljøansvar. Selskapet jobber for å få på plass konkurransedyktige betingelser knyttet til pris, kvalitet, service og leveringstid, men er også opptatt av å fremme et bærekraftig syn med fokus på samfunnsansvar, HMS og miljø (Entra, 2022). Hensikten bak det miljørettede fokuset er å opptre som en ansvarlig innkjøper på vegne av seg selv, men kanskje enda viktigere, på vegne av deres kunder, noe som resulterer i positivt omdømme for Entra.

Entra søker aktivt etter å forbedre kvaliteten av eiendomsporteføljen gjennom en disiplinert strategi med kjøp og salg av eiendom. Strategien baserer seg på kjøp av eiendommer og prosjekter i utvalgte områder innenfor de fire kjernemarkedene. Målområdene omfatter områder i bysentraene, samt spesifikke kollektive trafikknutepunkter utenfor bysentraene, som konsekvensielt fører til at Entra kan tilby ulike leiemuligheter i et prisområde som passer for kundebasen. Selskapet selger også mindre eiendommer og eiendommer utenfor

kjernemarkedene. Prosedyren for kjøp og salg er fleksibel, noe som gjør det mulig for Entra å svare på markedsmuligheter etter hvert som de kommer frem.

### **3 Strategisk analyse**

For å få en bedre forståelse av Entras konkurransevne i sin bransje, vil vi foreta en strategisk analyse av selskapet. En strategisk analyse kan beskrives som en kvalitativ analyse av selskapets interne og eksterne faktorer. Ved å kartlegge selskapets posisjon og eventuelle konkurransefortrinn i bransjen, samt hvilke drivere og ressurser som gir selskapet verdi, er ønsket å skape et grunnlag for videre verdsettelse. Denne analysen vil også bygge videre på diskusjonen i første og andre del av oppgaven.

Den eksterne analysen vil skje i form av en PESTEL-analyse og Porters 5 Forces. PESTEL-analysen har som formål å kartlegge de politiske, makroøkonomiske og samfunnsmessige forhold som påvirker bransjen (Fjeldstad & Lunnan, 2022). Ved å benytte Porters 5 Forces vil vi forsøke å skaffe et bilde av konkurranseintensiteten, men også hvor lønnsom og attraktiv bransjen er (Porter, How Competitive Forces Shape Strategy, 1979). De fem kreftene er med på å forklare hvorvidt det eksisterer bransjefordeler. Den interne analysen vil på sin side gjennomføres som en VRIO-analyse. VRIO-analysen er et hensiktsmessig verktøy for å kartlegge hvilke ressurser virksomheten har som kan skape varige konkurransefortrinn Den eksterne og interne analysen vil til slutt oppsummeres i en SWOT-analyse.

#### **3.1 Ekstern analyse**

##### **3.1.1 Porters femfaktormodell**

Hensikten bak Porters femfaktormodell er å danne en forståelse for ulike konkurransekrefter som påvirker markedet. Michael Porter identifiserte fem krefter som brukes for å observere attraktiviteten, lønnsomheten og konkurranseintensiteten i bransjen. Disse fem kreftene er utslagsgivende i avgjørelsen om det foreligger en bransjefordel. Eksempelvis vil en bransje som opplever høy lønnsomhet, tiltrekke seg press fra mange kanter. Nye aktører vil forsøke å ta markedsandeler fra allerede etablerte bedrifter, og kunder og leverandører med forhandlingsmakt

vil prøve å påvirke prisen i deres fordel. Bevissthet om disse kreftene kan bidra til å hjelpe et selskap med å finne en posisjon i sin bransje som er mindre sårbar for angrep

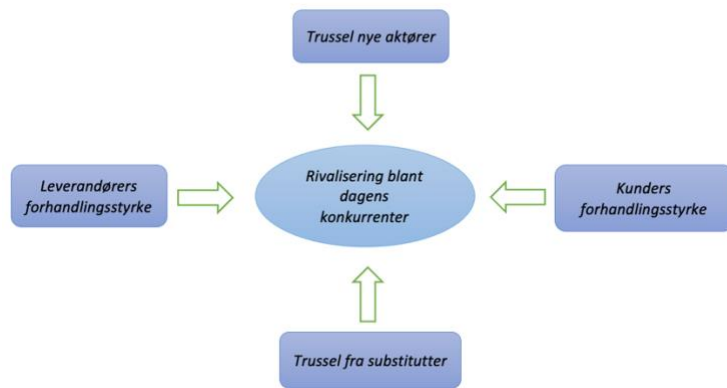


Figure 7: Porters five forces (Porter, Competitive Strategy, 1980)

### 3.1.2.1 Trussel fra nyetableringer

Nye aktører i en bransje bringer med seg ny kapasitet, ønsket om å ta markedsandeler og ofte betydelige ressurser (Porter, Competitive Strategy, 1980). Prisene kan trekkes ned eller de etablerte operatørenes kostnader økes som et resultat, noe som reduserer lønnsomheten. Trusselen om å gå inn i en bransje avhenger mye av etableringsbarrierene som er til stede, kombinert med reaksjonen fra eksisterende konkurrenter som aktøren kan forvente. Eksempelvis, dersom barrierene er høye og/eller nyetableringen kan forvente skarpe gjengjeldelser fra forankrede konkurrenter, er trusselen om inntreden lav. I bransjen Entra opererer i finner man flere eksempler av inngangsbarrierer.

Kapitalbehov er en åpenbar inngangsbarriere i næringseiendomsbransjen. Eiendom er svært kapitalkrevende, og spesielt i de geografiske områdene Entra har sitt hovedfokus på, nemlig Oslo & omegn, Bergen og Trondheim, som har blant de høyeste leieprisene i Norge (Statistisk Sentralbyrå, 2022). Undersøkelsen baserer seg riktignok på boligutleie, og ikke kontorutleie, men en kan anta at det er en sterk korrelasjon mellom boligutleie og kontorutleie i landet. Det er derfor essensielt med en betydelig finansiering for å kunne etablere seg i bransjen, noe som kan presse ut flere aktuelle nyetableringer i bransjen.

Ytterligere kan lovgivningsmiljøet være en inngangsbarriere i næringseiendomsbransjen. Eiendom i Norge er underlagt et komplekst regulatorisk miljø, med regler og forskrifter som regulerer alt fra eiendomstransaksjoner til forhold mellom utleier og leietaker. Forståelse og etterlevelse av dette regelverket kan være en betydelig inngangsbarriere for nye aktører. Som vi vil komme tilbake til i PESTEL-analysen ble det i 2017 lagt frem nye boligforskrifter med hensikt å spare miljøet. Disse forskriftene vil kunne føre til høyere byggekostnader, noe som igjen vil gi økte leiepriser. En økning i byggekostnader vil også svekke trusler fra flere nyetableringer, da kapitalbehovet spiller en avgjørende rolle.

Til slutt er differensiering en populær måte for nyetableringer å skille seg fra de allerede etablerte aktørene. For næringseiendom kan dette være vanskelig å oppnå. Potensialet ligger relatert til kvalitet, beliggenhet og miljøhensyn. Entra hevder selv at de scorer godt på miljøhensyn, og de ser på miljøhensynet som ett av deres konkurransefortrinn i eiendomsbransjen (Entra, 2023). For nyetableringer vil det være vanskelig å differensiere seg på kvalitet og beliggenhet, da Entras forretningsstrategi er å være ledende på kundeopplevd kvalitet, og har en god score på kundetilfredshet (Entra, 2023). I tillegg er Entras strategiske satsningsområder Oslo & omegn, Bergen og Trondheim, som er blant de mest populære byene å ha kontor i.

### 3.1.2.2 Kundernes forhandlingskraft

Kunder konkurrerer med bransjen ved å tvinge ned prisene, forhandle om høyere kvalitet eller flere tjenester, og spille konkurrenter mot hverandre – alt på bekostning av industriens lønnsomhet (Porter, *Competitive Strategy*, 1980). For at kunder skal oppnå forhandlingsmakt i form av å presse ned prisen på kontorleie er dette i stor grad avhengig av forholdet mellom tilbud og etterspørsel. Dersom tilbudet er større enn etterspørselen, sitter kundene i bransjen på makt i form av flere aktører å velge kontorutleie fra.

De fleste kontorområdene har hatt en sterk leieprisvekst i løpet av det siste året (Malling & Co, 2022). Mange leietakere i sentrum er konjunktursensitive, men på den andre siden er ledigheten lav og det bygges svært lite nytt. Dette stemmer overens når vi leser av Entras nøkkeltall, hvor de

opererer med en utleiegrad på 96% (Entra, 2023). Både Entra og deres konkurrenter har en relativt lav ledighet, noe som kan indikere en lav kundemakt.

En annen indikasjon på at kundene ikke har så mye forhandlingsmakt i næringsseiendomsbransjen er langsiktige leieavtaler. Som regel leier de største aktørene på utleiemarkedet ut store kontorlokaler og praktiserer lange leieavtaler med kundene sine. Dette gjør at Entras kunder vil være juridisk bundet til å betale for lokalene, og kan være med på å svekke deres forhandlingskraft i det lange løp. Samtidig kan økt bruk av hjemmekontor og etterspørsel etter fleksible kontorlokaler være med å øke kundenes forhandlingsmakt, som vi vil komme tilbake til.

### 3.1.2.3 Leverandørenes forhandlingskraft

Leverandører kan utøve forhandlingsmakt over aktører i en bransje ved å true med å øke prisene eller redusere kvaliteten på varene og tjenestene som leveres (Porter, *Competitive Strategy*, 1980). For Entra sin del, og generelt i eiendomsbransjen, er en viktig leverandør finansieringsinstitusjoner. Behovet for kapital er som tidligere nevnt helt essensielt i bransjen, og derfor vil bankvilkårene spille en stor rolle i kostnadsbildet. Dette kan resultere i at bankene får en høy grad av leverandørmakt. På den andre siden er det også stor konkurranse bankene imellom om å skaffe seg de største kundene, og en slik rivalisering vil komme Entra til gode, da bankene ofte velger å senke sine betingelser for å få de største aktørene på sin side.

Videre vil underleverandørene ha en relativt liten forhandlingsmakt. Et selskap som kun er avhengig av én underleverandør, vil kunne befinne seg i en skjør posisjon. Situasjoner der leverandøren, av ulike årsaker, ikke klarer å levere varene eller krever høyere pris vil føre til kostnadsøkning for selskapet som forhandler med leverandøren. For Entra sitt tilfelle er ikke dette like relevant, da byggeprosessen for kontorlokaler er relativt homogent og generisk, og de kan benytte seg av flere underleverandører som leverer samme produkt.

På den andre siden, kan enkelte leverandører ha større forhandlingsmakt. Som tidligere nevnt er Entra svært opptatt av miljøet, og deres miljøhensyn blir trukket fram som et konkurransefortrinn i kampen om kontorutleie. For å opprettholde dette sterke miljøaspektet er det tenkelig at Entra må benytte seg av unike eller spesialiserte produkter, som for eksempel solcellepaneler på taket.

Dersom en leverandør tilbyr et unikt eller spesialisert produkt eller tjeneste som er vanskelig å erstatte, kan deres forhandlingsstyrke være høyere ettersom Entra kan være avhengige av dem.

#### 3.1.2.4 Trussel fra substitutter

Alle bedrifter i en bransje konkurrerer, i vid forstand, med industrier som produserer erstatningsprodukter. Substitutter begrenser den mulige avkastningen til en bransje ved å sette et tak på prisene bedrifter i bransjen kan tjene lønnsomt på (Porter, *Competitive Strategy*, 1980). På den andre siden kan aktørene ha mulighet til å øke prisene, og følgelig forbedre lønnsomheten dersom det foreligger få substitutter. Derfor vil prisen kundene er villige til å betale avhenge om det foreligger substitutter, altså produkter eller tjenester som tilfredsstillende det samme behovet.

Tidligere har markedet for utleie av kontorlokaler ikke hatt noen direkte substitutter, da folk som regel har sett seg nødt til å benytte seg av fysiske kontorer for å arbeide. Da den første smittebølgen av Covid-19 inntraff i 2020 ble flere arbeidstakere i Norge tvunget til å ha hjemmekontor. Om dette er noe som har kommet for å bli er en pågående diskusjon i media, men det er liten tvil om at flere selskaper vil vurdere sitt behov for fysisk kontor i fremtiden. Samtidig lever vi i en verden som utvikler seg teknologisk hver dag, som gjør at flere har mulighet til å arbeide digitalt, og ikke er tvunget til å møte opp fysisk. Likevel synes vi ikke hjemmekontor er en direkte substitutt per i dag, men heller mer et supplement til det allerede fysiske tilbudet. Bakgrunnen for den vurderingen ligger mye i at det er mennesker som skal utføre jobben, og mange er avhengige av fysisk interaksjon for å trives på jobben, og økt digitalisering kan føre til svekket organisasjonstilhørighet (Christensen, 2021). Fremover kan dette imidlertid bli en trussel, da fremveksten av nye arbeidsvaner vil fortsette å utvikle seg.

En annen mulig trussel er co-working. Dette er en ordning der arbeidere fra ulike bedrifter deler en fleksibel arbeidsplass til en lavere kostnad enn tradisjonelle kontorplasser (Christensen, 2021). Dersom konkurrerende aktører adapterer co-working før Entra, kan dette bli en trussel da flere arbeidsgivere er ute etter et billigere alternativ til tradisjonelle kontorplasser. Som vi kommer inn på i PESTEL-analysen, vil likevel trusselen for både hjemmekontor og co-working særlig avhenge av bransjen leietageren opererer i.

### 3.1.2.5 Rivaliseringer blant konkurrenter

Rivalisering blant eksisterende konkurrenter etableres blant annet av etterspørsel, antall konkurrenter og differensiering. Rivaliseringen oppstår fordi en eller flere konkurrenter enten føler seg presset eller ser muligheten til å forbedre posisjonen. I de fleste bransjer har konkurransedyktige trekk fra et firma merkbare effekter på konkurrentene og kan derfor oppfordre til gjengjeldelse eller forsøk på å motvirke bevegelsen (Porter, *Competitive Strategy*, 1980).

Entra sine direkte konkurrenter vil være de som tilbyr kontorutleie i de strategiske satsningsområdene Oslo & omegn, Bergen og Trondheim. Som nevnt i selskaps- og bransjebeskrivelsen er det mange aktører i næringseiendomsbransjen, som for eksempel Olav Thon Eiendomsselskap, Selvaag Bolig, Norwegian Property, og selv om flere aktører kanskje er mest kjent for andre forretningsområder, driver alle med utleie av eiendom. Rene næringseiendomselskaper med operasjon i norske storbyene er de som totalt sett gir Entra kamp om kundene. Det kan argumenteres for at de svenske konkurrentene også tilbyr et alternativ i et annet land, men likevel mener vi denne trusselen er begrenset da Entra hovedsakelig har norske, offentlige leietagere på kundelisten.

Også utgangsbarrierer vil påvirke bransjens konkurranseintensitet. Tidligere skrev vi om inngangsbarrierer, altså hvor vanskelig det er å komme inn på eiendomsmarkedet, men utgangsbarrierer omhandler hvor vanskelig det er å komme seg ut av markedet. En bransje med høye utgangsbarrierer vil føre til at det er vanskelig for selskapene å selge seg ut, og de vil kunne føle seg stengt inne i bransjen. Dette vil resultere i en mer intens konkurransesituasjon. Siden Entra opererer i en svært kapitaltung bransje, kan man se på utgangsbarrierene som store, og dermed skape en sterkere konkurranseintensitet.

### 3.1.2.6 Oppsummering

Formålet med femfaktormodellen har vært å få en forståelse for ulike konkurransekrefter som er med på å påvirke markedet. Nye aktører i bransjen kan påvirke konkurransen ved å bringe med seg ny kapasitet, ressurser og ønske om å ta markedsandeler, noe som kan føre til nedgang i

prisene eller økte kostnader for etablerte aktører. Etableringsbarrierer, som kapitalbehov og regulatorisk miljø, kan begrense trusselen om nyetablering, mens differensiering basert på kvalitet, beliggenhet og miljøhensyn kan være en måte for nyetableringer å skille seg ut fra etablerte konkurrenter til tross for at vi allerede har etablert at det eksisterer et fokus her. Kundenes forhandlingskraft avhenger av forholdet mellom tilbud og etterspørsel. Høyere tilbud enn etterspørsel gir kundene større makt til å forhandle ned prisene på kontorleie. I tillegg har mange kontorområder hatt en sterk leieprisvekst, men lav ledighet og begrenset nybygging, noe som derfor kan påvirke utleiernes forhandlingskraft positivt. Diskusjonen rundt disse konkurransekraftene legger utgangspunktet for PESTEL-analysen.

### 3.1.2 PESTEL

#### 3.1.1.1 Politiske faktorer

Politiske faktorer handler om hvordan politiske institusjoner og deres reguleringer, kan være med å påvirke bedriftens strategi og lønnsomhet.

Entra ASA opererer utelukkende i Norge og forholder seg derfor til norske myndigheters politikk. Regjeringen la i 2015 frem en strategiplan for et smidigere boligmarked ved å blant annet redusere de byråkratiske og lange prosesser ved utbygging (Regjeringen, 2016).

Utbyggingen har enn så lenge holdt seg lav, men denne utviklingen vil på sikt kunne redusere leieprisene, men også hemme vekst i eiendomsporteføljene. Enn så lenge virker imidlertid de politiske utbyggereglene å bidra til å holde tilbudet lavt.

Som vi kommer tilbake til, er eiendomssektoren en sterk bidragsyter til verdens klimautslipp. Derfor har også interessen for ESG (Environmental, social and governance) intensifisert de siste årene. Dette har helt konkret betydning for lovkrav til bygg, tekniske standarder og miljøgiving. Særlig har fokuset på E-en, miljøet, ført til økt interesse for grønne investeringer. Samtidig øker reguleringene og forskriftene rundt markedet. Gjennom regnskapsloven, har for eksempel store selskaper lenge hatt krav om å rapportere på sine sosiale og miljømessige forhold. Fra 1.juli 2022 må virksomheter også informere ytterligere om sitt bærekraftsarbeid i tråd med den nye Åpenhetsloven. I tillegg vil EUs nye taksonomi for bærekraft snart inkorporeres i norsk lov, noe som blant annet vil skjerpe kravene for hva som kan kalles bærekraftig virksomhet (Newsec,



2022). Dette vil utvilsomt gagne selskapene som allerede har investert i bærekraftige eiendommer.

I tillegg til nye boligforskrifter, vil etterspørselen og lønnsomheten i eiendomsmarkedet påvirkes av statens skattepolitikk, miljøpolitikk og samferdselspolitikk. På en side vil det at Entra utelukkende opererer i Norge, forenkle de politiske rammevilkårene sammenlignet med selskaper som opererer i mange land. Norge kjennetegnes også av politisk stabilitet, med et sterkt demokrati og en solid rettstat. Samtidig har regjeringens nylige grunnrenteskatt i havbruksnæringen skapt en økt uforutsigbarhet for norske bedrifter og utenlandske bedrifter. Norge har en stor offentlig sektor som skal finansieres, og muligheten for økte skatter skaper utvilsomt en usikkerhet og risiko. Avslutningsvis kan vi konkludere med at politiske faktorer har potensiale til å påvirke bransjens lønnsomhet både positivt og negativt.

### 3.1.1.2 Økonomiske faktorer

De økonomiske faktorene kan kort beskrives som de makrofaktorene som påvirker selskapets verdier og lønnsomhet. Vi har allerede argumentert for at næringseiendomspriser, yield og ledighetsgrad er viktige vekst drivere for bransjen, og vil derfor diskutere de økonomiske faktorene som er mest relevant for disse.

BNP, styringsrenten og arbeidsledigheten blir ofte pekt ut som de viktigste indikatorene for den norske økonomien. Som Norges Bank påpeker i sin fjerde pengepolitiske rapport for 2022, kan leieprisvekst forklares gjennom den økonomiske veksten (Norges Bank, 2022). Økonomisk vekst kan defineres som prosentvis endring i BNP per innbygger fra år til år. Yelden avhenger av utviklingen i leiepriser og eiendomspriser, to faktorer som i stor grad kan forklares av styringsrenten og generell konsumetterspørsel (BNP). En annen viktig økonomisk indikator, arbeidsledigheten, er på sin side svært sentralt for å forklare utviklingen i markedet, ettersom utleiende av næringseiendom er avhengig av etterspørsel etter kontorlokaler. Selv om utsiktene for norsk økonomi er usikre, vil økte renter, økte kostnader og færre offentlige prosjekter trolig bidra til å bremse optimismen i eiendomsmarkedet, som i resten av den norske økonomien (Norges Bank, 2022).

Renten er kanskje den viktigste forklaringsvariabelen for kontormarkedet. Per desember 2022 ligger styringsrenten på 2,75 %, med forventinger om ytterligere økninger. Dette skyldes hovedsakelig høy prisvekst og vedvarende høy aktivitet i den norske økonomien. Også arbeidsledigheten ligger på historisk lave nivåer. Hyppige rentehevinger gjennom 2022 har allerede gitt utslag på eiendomsmarkedet, ved at selskapene har blitt nødt til å nedskrive betydelige verdier på eiendommene. Økte renter betyr også høyere avkastningskrav og lavere markedsverdi på eiendomsporteføljene. Særlig for utleiere som sitter på lange kontrakter, betyr økte renter også økte kostnader på gjeld og følgelig pressede marginer. I tillegg vil trolig nye prosjekter og investeringer holdes tilbake ettersom yielden økes, altså at prisene synker. Som vi vil komme tilbake til i juridiske faktorer, vil definitivt også bankenes fallende utlånsvilje bidra til å holde tilbake veksten i eiendomssektoren. Samtidig gjør høy inflasjon, høye finansieringskostnader og økte byggekostnader det mindre attraktivt å bygge ut nye næringsseiendommer, som sammen med arealknapphet i storbyene trekker i retning av høyere verdier på leiepriser og eiendommer. Hvorvidt etterspørselen likevel kan opprettholdes i en tid med lavere økonomisk aktivitet, blir dermed avgjørende for utviklingen videre.

Særlig er den økte renten faretruende for selskaper med høy gjeldsgrad. Både svenske og norske eiendomsselskaper har de siste årene tatt opp store lån for å finansiere nye prosjekter (Nystad, 2022). Finansiering med gjeld er naturligvis assosiert med økt risiko, en effekt som får økt betydning i en tid med økte renter. Eiendomsselskapene er ikke bare finansiert gjennom banker, men omtrent 20 % av det totale gjeldsmarkedet i Norge består av obligasjoner.

Eiendomsobligasjoner har typisk blitt sett på som en trygg havn med høy kredittvurdering, men med mindre tillit til eiendomsmarkedet kan appetitten fort falle. Eiendomsselskapene vil dermed trolig være nødt til å refinansiere gjelden sin i tiden fremover, og håpe at bankene stepper inn, men da med høyere gjeldskostnader. Økte finansieringskostnader virker likevel å ha en høyere risiko i Sverige enn i Norge, da de svenske eiendomsselskapene de siste årene har hatt en stor andel gjeld allokert til obligasjoner. I tillegg er det en generelt stor nedside i det svenske eiendomsmarkedet på grunn av lange tider med lave renter og høye gjeldsnivåer (Andersson, 2022).

Styringsrenten har en direkte effekt på investeringsnivået og lønnsomheten i markedet, ved at det endrer finansieringskostnadene til bransjen. Økt rente og lavere tilgang på finansielle midler kan

i neste rekke føre til både lavere eiendomspriser, mindre tilgang til kapital og høyere inngangsbarrierer. Lavere eiendomspriser er som nevnt tidligere negativt for blant annet yielden, men vil også redusere verdien av kreditorenes pantesikkerhet. På en annen side vil høye inngangsbarrierer gi utslag i mindre tilbud av kontorlokaler. Økonomiske nedgangstider og økt styringsrente kan samtidig også øke risikoen for konkursbølger blant leietakerne. Offentlige leietakere med sikre kontantstrømmer må sies å være svært fordelaktig i et slikt scenario. Særlig i en tid med lavere vekst i etterspørselen fra offentlig sektor (Norges Bank, 2022)



Figure 8: Svvingninger i langsiktige renter (Norges Bank, 2022)

Ifølge Norges bank, spås det også en dempet aktivitet i hele den internasjonale økonomien i tiden fremover som følge av høye gass- og kraftpriser og fordi mange sentralbanker har økt styringsrenten den siste tiden. Dette har en negativ effekt for etterspørselen i nordiske markeder fra internasjonale leietagere, som fra før av ligger på lave nivåer som følge av den pågående konflikten mellom Russland og Ukraina (Newsec, 2022). I tillegg vil høyere renter og strammere utlånsbetingelser gjøre det mer utfordrende for både utleier og leietager å få tilgang til finansiering i kapitalmarkedene. Det er med andre ord knyttet usikkerhet til de økonomiske faktorene i bransjen, men økte renter og lavere økonomisk aktivitet bør isolert sett gi utslag i mindre etterspørsel etter kontorlokaler. Fra rundt 2024, kan landene i Norden likevel forvente å ha normalisert både inflasjonen, arbeidsledigheten og BNP-veksten som følge av proaktiv pengepolitikk (Malling & Co, 2022). Eiendomsselskapene vil med andre ord tjene på at sentralbankene får stabilisert inflasjonen og rentenivåene raskest mulig.

Hvordan vil så utviklingen i de økonomiske faktorene kunne påvirke utleiemarkedet for næringslokaler de neste fem årene? Vi har allerede nevnt at økte renter og finansieringskostnader vil kunne øke risikoen for konkurser og mislighold av kontrakter. Økte renter betyr også høyere

avkastningskrav og yielder. Økte renter og økonomisk nedgangstider vil også gi negativt utslag i markedsverdien på eiendomsporteføljen. Utviklingen i prisnivå og arbeidsledigheten er også interessant. Prisenivået er viktig for både utleier og leier av næringsseidommene. En økning i kostnader vil muligens gi utslag i høyere leiepriser. Samtidig vil økte kostnader knyttet til blant annet energi, utbygging og lønn føre til lavere inntjening. Den lave arbeidsledigheten i Norge er forventet å stige noe utover 2023, noe som kan tenkes å gi utslag i høyere kontorledighet. Av enkelte er etterspørselen likevel ventet å holde seg stabil som følge av en 'delay' i avtaler, særlig for fleksible og sentrumsnære lokaler (Newsec, 2022).

### 3.1.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle faktorer omfatter analyser av konsumentenes behov, normer og sammensetting. Vi har valgt å trekke frem befolkningsvekst og sentralisering som sosiokulturelle faktorer av vesentlig betydning for lønnsomheten til Entra.

Særlig har vi valgt å trekke frem befolkningsvekst, hjemmekontor og sentralisering som sosiokulturelle faktorer som kan være med på å påvirke bransjen. La oss først ta for oss den norske demografien. Både verden og Norges befolkning har vokst kraftig de siste hundre årene. I 2022 økte den norske befolkningen med rundt 1,2 % takket være økt innvandring fra Ukraina (FHI, 2022). SSB sin spådom for fremtiden er en moderat befolkningsvekst, men også en aldrende befolkning på grunn av synkende fødselstall (SSB, 2020). Disse trendene er også i tråd med utviklingen man ser i resten av Norden.

## Befolkningsvekst i de største byene

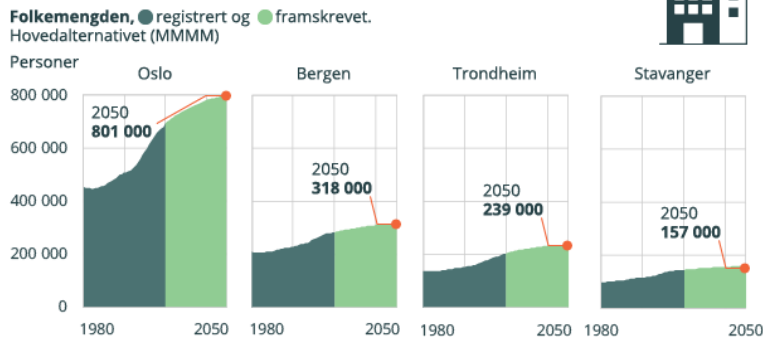


Figure 9: Befolkningsvekst i de største byene (SSB, 2020)

Lav befolkningsvekst vil i teorien gi lavere økonomisk vekst, mindre folk i arbeid og derav lavere etterspørsel etter kontorlokaler. Ettersom veksten i hovedsak vil skyldes innvandring, kan det også bli viktig at utleiende av kontorlokaler kan tilby fleksible og attraktive lokaler for internasjonale aktører. Videre vil en eldrebølge ha flere interessante effekter for bransjen. For det første vil en eldrebølge bety at en mindre del av befolkningen er arbeidsdyktige, som igjen vil bety lavere etterspørsel etter kontorlokaler. I tillegg er det rimelig å anta at eldre arbeidstagere vil ønske å bo sentralt på grunn av nærhet til offentlige tjenester og kulturelle tilbud, noe som igjen vil bidra til å øke den allerede spirende sentraliseringen i Norge.

Figur 9 signaliserer at befolkningsveksten er antatt å vedvare i de store byene. Dette til tross for den økende trenden av hjemmekontorer, som fører til en utvandring fra tettsteder til landligere omgivelser. Mange har spådd en stor vridning bort fra tradisjonelle kontorer etter pandemien hjemmekontordager, noe som kun delvis har vist seg å stemme. Tall fra Google viser at vi kun bruker omtrent en halv dag ekstra i uken på hjemmekontor sammenlignet med før pandemien (Due-Andresen, 2022). Dette betyr en reduksjon på 10%. Økt bruk av hjemmekontor kombinert med økonomisk nedgang og lavere sysselsetting er likevel en trussel for bransjen.

Samtidig viser typiske kontoryrker seg å klare seg godt i nedgangstider, noe som er med på å redusere risikoen for mislighold av kontrakter og lav etterspørsel. Videre virker bruken av hjemmekontor å variere på tvers av bransjer og lokasjon. I Oslo har for eksempel kontorledigheten vært tilnærmet lik 0 i områder som Bjørvika, Majorstuen og Aker Brygge (Malling & Co, 2022). Både fordi det er sentrumsnære og attraktive lokaler, men også fordi finansbransjen har holdt bruken av hjemmekontor nede. I tillegg viser det seg at behovet for

fleksible og kvalitetssikre kontorlokaler har økt, som kan oversettes til bærekraftige lokaler som kan tilby mer fasiliteter og tjenester. Kontoretterspørselen vil altså tenke seg å holde seg stabil, særlig for attraktive eiendommer i områder med lavt tilbud.

Det at arbeidstakere trekkes inn mot de største byene der det er arealknapphet, vil igjen bidra til å gjøre de mest sentrale kontorlokalene mer attraktive. Gitt at utbyggingen fortsetter å være lav, vil leieprisene øke og kontorledigheten holdes lav på sikt. Likevel vet vi at det er knyttet usikkerhet til den nevnte befolkningsveksten og videre utbygging av kontorer. Avhengig av tidsperspektiv og eiendomsportefølje, vil sosiokulturelle faktorer påvirke bransjens lønnsomhet forskjellig.

#### 3.1.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer inkluderer vekst, utbredelse og endring av grunnleggende teknologi innad i bransjen. Som vi allerede har vært inne på, er eiendomsmarkedet sterkt regulert politisk. I tillegg er eiendomsforvalterne nødt til å tilfredsstillende byggekrav med hensyn til miljø, kostnader og kundenes preferanser. For å kunne tilfredsstillende behov i kontinuerlig endring, er den teknologiske utviklingen, såkalt Proptech, en viktig nøkkel. Eiendomsbransjen viser seg likevel å være teknisk konservative (Wad, 2019). Innovasjon tilfører et risikoelement i en virksomhet, noe som ikke har vært forenelig for en bransje som har vært kjennetegnet av lav risiko.

For å forstå effekten de teknologiske faktorene har på bransjen, er det viktig å se på incentivene til å ta i bruk ny teknologi. Utleiere som sitter på lange kontrakter med faste inntekter, vil i utgangspunktet ha lave incentiver til å investere i ny teknologi i disse kontorlokalene. Samtidig er det flere grunner til å investere i for eksempel sensorløsninger eller solcelleløsninger i både nye og eksisterende bygg. Bærekraftige og energibesparende løsninger som dette kan ikke bare øke kundetilfredsstillelsen, men kan også være med på å kutte kostnader for utleier og eier. I tillegg stilles det også krav til bærekraftig teknologi i nybygg gjennom lovverket. Både miljøfaktorer og juridiske krav er altså viktig for å forklare behovet for teknologi i bransjen. Vi var tidligere også inne på betydningen sentralisering har for etterspørselen etter eiendom i storbyene. Leietakerne vil etterspørre bærekraftige, energieffektive og fleksible bygg, noe som understreker viktigheten av teknologisk utvikling.

### 3.1.1.5 Miljøfaktorer

Miljømessige forhold forklarer effekten miljø og klima har på selskapets drift. I dagens samfunn er det stort fokus på bærekraft og miljø. Dette har også smittet over på eiendomsbransjen. Som Entra selv påpeker, er bygg-og eiendomssektoren en viktig del av løsningen på klimakrisen. Bygg står tross alt for 40 % av verdens energiforbruk (Entra, 2022). Selskapet understreker videre viktigheten av at bærekraftige løsninger skal være lønnsomme gjennom for eksempel lavere totale energikostnader.

Innenfor diskusjonen av politiske faktorer, forklarte vi at det sannsynligvis vil settes strengere krav til næringsseiendom i tiden som kommer. Det er likevel ikke kun lover og forskrifter som setter krav til bærekraftige næringsseidommer. Bærekraft, miljøsertifiseringer og energibesparelse er også viktig for kundene, noe som understrekes av veksten i transaksjonsvolumet for miljøsertifiserte bygg i Norden (Newsec, 2022). Næringslivet har merket seg viktigheten av bærekraft og grønne investeringer. Derfor har det også blitt vanlig for store selskaper å levere en årlig klimarapport, som viser en oversikt over selskapets klimaavtrykk. En portefølje med grønne næringsseidommer kan med andre ord være et viktig konkurransefortrinn i bransjen, noe som er i tråd med Entrass visjon om å øke andelen klimabygg. For å kunne tilpasse seg nye lover og behov hos kunder, tror vi også det er viktig å kunne ta i bruk ny teknologi. Isolert sett vil grønne eiendomsporteføljer gjøre selskapene konkurransedyktige i markedet for kontorlokaler, og dermed ganne lønnsomheten til selskapene med disse porteføljene.

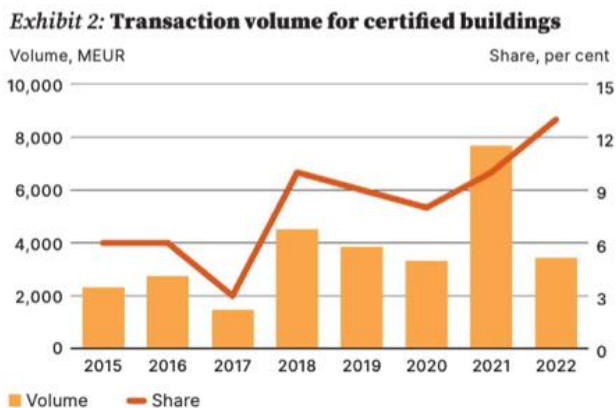


Figure 10: Transaksjonsvolum for sertifiserte bygninger (Newsec, 2022)

### 3.1.1.6 Juridiske faktorer

Juridiske faktorer omhandler rettigheter som interessenter, for eksempel kunder og ansatte har. Som vi var inne på i delen om politiske faktorer vil regulatoriske forhold kunne påvirke lønnsomheten i eiendomsbransjen.

En trussel for etterspørselen og tilbudet etter kontorlokaler, er tilgangen og kostnaden på kapital. Som nevnt tidligere øker ikke bare finansieringskostnader som følge av økte renter. Kravene til egenkapital er også blitt skjerpet de siste årene, noe som igjen reduserer selskapers evne til å ta opp lån til næringseiendom. Bankene har allerede stor eksponering mot næringseiendom, og i et mer usikkert eiendomsmarked, er det ikke sikkert de vil øke dette tallet ytterligere. Både strengere regler for utlån vil kunne redusere selskapets evne til å ta opp nye lån for nye investeringer og dermed hemme videre vekst. Fallende utlånsvilje vil sannsynligvis gjøre at bankene i enda større grad enn tidligere vil prioritere selskaper med sterk balanse.

Som vi har vært inne på er selskapene nødt til å innrette seg skjerpede krav til utbygging, tekniske standarder og miljø. Selskapene som opererer proaktivt med hensyn til reguleringene, vil være nødt til å gjøre mindre investeringer for å etterleve minimumskravene, men vil også oppleves mer attraktive hos kundene. Disse to effektene tror vi gir et positivt utslag på Entras fremtidige kontantstrømmer, da de av mange regnes som miljølende i markedet for næringseiendom.



### 3.1.1.7 Oppsummering av PESTEL

Entras forretningsidé er å utvikle, leie og forvalte attraktive og miljøledende lokaler, og har en virksomhet som passer godt under dagens utvikling av byggeforskriftene. Den miljøledende og grønne profilen til Entra, vil ha positivt påvirkning på fremtidige kontantstrømmer. Dette underbygges gjennom diskusjonen av både politiske og miljømessige faktorer. Innenfor sosiokulturelle faktorer, tror vi at sentralisering vil gjøre opp for en svak befolkningsvekst og økt bruk av hjemmekontor, og gagne lønnsomheten til eiendomsselskaper med sentrumsnære og moderne eiendommer. På kortere sikt vil økte renter likevel bidra til høyere avkastningskrav og finansieringskostnader, noe som igjen gir utslag i svakere lønnsomhet og vekst for selskapene i bransjen. På grunn av fallende utlånsvilje fra bankene, tror vi også at ulik tilgang til kapital vil bidra til å øke forskjellene mellom store og små eiendomsselskaper.

## 3.2 Intern analyse

Som et rammeverk for å forklare hvorvidt Entra har eller kan få konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter, vil vi benytte oss av en VRIO-analyse. VRIO-analysen er hensiktsmessig for en intern analyse, fordi selskapets ressurser analyseres gjennom fire indikatorer. Jay Barney hevder det at dersom en ressurs er verdifull (V), sjelden (R), ikke-imiterbar (I) og organisert (O), har bedriften et varig konkurransefortrinn (Barney, 1991). Entra besitter naturligvis flere ulike ressurser, men denne analysen vil begrenses til tre ressurser som vi ser på som potensielle konkurransefortrinn. Dette innebærer fysisk kapital, kundekapital og bærekraftsfokus.

### 3.2.3 Fysisk kapital

#### **Bygningsmassen**

Den fysiske kapitalen innebærer bygninger og tomter i Entras besittelse. Disse ressursene er selve hjørnesteinen i Entras virksomhet, og dermed det viktigste utgangspunktet for selskapets lønnsomhet, kundekapital og bærekraftsfokus. I den aktive eiendomsporteføljen har Entra 91 eiendommer rundt om i Norges største byer, hovedsakelig bygg som er å anse som alminnelige bygg. Det vil si at byggene ikke har store spesialtilpasninger eller er bygget for spesielle formål annet enn kontorlokaler. Et eksempel er Biskop Gunnerus' gate 14 i Oslo, også kjent som

Postgirobygget, som i mange år har vært kategorisert som et traust og umoderne bygg. Gjennom oppussinger og påbygginger har bygget dog fått en mer miljøriktig og appellerende teknisk standard. I tillegg til alminnelige bygg består også porteføljen av mer differensierte bygg, slik som Powerhouse Trondheim, et plussbygg som vil skape mer energi enn det bruker (Entra, 2023). Dette bygget er også verdifullt og unikt da det er miljøsertifisert, som er et viktig kriterium som vi kommer tilbake til i diskusjonen rundt bærekraftsfokus.

En gjennomgang av konkurrentenes porteføljer synes å vise omtrent en lik fordeling av standard bygg og spesialbygg som Entra. Selve bygningsmassen kan dermed ikke anses å være unik blant konkurrentene per dags dato, da de fleste aktørene ønsker å opptre bærekraftig. Moderne og bærekraftige bygg er ikke bare verdifullt sett ut ifra etterspørselen, men er også med på å drive ned kostnadene til utleier gjennom for eksempel energibesparing. En nedside ved plussbygg og andre innovative eiendommer er at det er relativt imiterbart for konkurrenter. Likevel krever det en kjennskap til markedet, kontakter og en størrelse der Entra må sies å være unike med hensyn på det norske markedet. Det at Entra sitter på flest kvadratmeter med kontorer i Norge må kunne regnes som både sjeldent og verdifullt på grunn av stordriftsfordeler og renommé, og trolig også lite imiterbart i Norge på grunn av tilgang til kapital. Videre ekspandering av porteføljen virker å være en sentral drivkraft innad i organisasjonen, men kan samtidig trues av redusert tilgang til kapital i økonomiske nedgangstider. På kort til middels sikt ser vi likevel at Entra besitter en unik, verdifull, lite imiterbar og organisert posisjon innenfor bygningsmasse.

### **Geografisk beliggenhet**

Som tidligere nevnt i diskusjonen av sosiokulturelle forhold, viser beliggenheten på næringsbyggene seg å ha stor betydning for etterspørsel, leiepriser og ledighetsgrad. Dermed kan geografisk beliggenhet på eiendommene være et opphav til konkurransefortrinn. Entrass satsingsområder er Oslo, Trondheim og Bergen, i tråd med sentraliseringen mot storbyene. Entra forteller likevel selv at de ønsker å kunne tilby leiepriser på ulike nivåer, og at de derfor eier både kontorer i prime-locations, men også i områder utenfor sentrum (Entra, 2022). Samtidig hevder de å ha en ledende stilling innenfor attraktive business lokasjoner i Norge. Prosentandelen av eiendommer plassert innenfor CBD (Central business district), altså prestisjeområder, kan være en god indikator på den geografiske spredningen gitt en antagelse om at prime locations er de mest attraktive. Per 2020 var andelen av eiendomsporteføljen lokalisert i CBD 70% (Entra,

2020). Begrepet CBD må likevel tas med en klype salt, da lokaliseringen av et slikt område strengt tatt ikke kan defineres eksakt.

Entras portefølje av kontorer kan defineres som diversifisert i et norsk perspektiv, med tanke på at den geografiske beliggenheten er spredd rundt i etablerte områder, men også nye urbane områder utenfor sentrum. Dette ser vi på som verdifullt for kundetilfredsheten, men noe negativt for gitt en forutsetning om at CBD stadig blir mer populært blant leietagere. Samtidig har Entra flest kontorer også innenfor CBD, i et område kjennetegnet av lav utbygging og høy etterspørsel. I tillegg viser Entra at de har en bevissthet på hvilke beliggenheter som er attraktive, gjennom for eksempel oppkjøpet av Oslo Areal i 2022, der 15 av eiendommene er lokalisert sentralt i Oslo. Lite tilbud i et etterspurt område vil bidra til å kunne drive opp leieprisene, og dermed er de fysiske ressursene både verdifulle og organisert. Imidlertid er det aldri noen garanti for hvilke områder som vil etterspørres i fremtiden. Basert på Entras unike posisjon i det norske markedet, vil vi likevel hevde at selskapet har et konkurransefortrinn knyttet til både beliggenhet og bygningsmasse per dags dato.

### 3.2.4 Kundekapital

I tillegg til fokuset på bærekraft, er et av Entras mål å være markedsledende på fornøyde kunder. Dette målet understrekes av selskapets visjon, som er «the most satisfied people work in Entras buildings». For det første er fornøyde kunder viktig fordi det øker kundelojaliteten, og dermed sannsynligheten for at leietager fornyer leien. På denne måten sparer begge parter seg for unødvendige transaksjonskostnader. For det andre vil sterk kundetilfredshet øke selskapets omdømme i bransjen, og tiltrekke nye kunder til Entras lokaler. For det tredje vil økt etterspørsel etter kontorlokalene bety at selskapet kan sette høyere leiepriser. Sterk kundekapital er med andre ord sentralt for å forklare lønnsomhet, omdømme, leiepriser og ledighetsgrad.

For å øke kundetilfredsheten har Entra organisert selskapet slik at kundene følges opp kontinuerlig. Dette skjer gjennom blant annet kundeundersøkelser. I 2019 introduserte Entra sertifiseringssystemet «The Well», som et tiltak for å sikre velvære for menneskene som jobber i selskapets bygg. Norsk Leitakerindeks måler også kundetilfredshet på tvers av bransjen (Norsk Leitakerindeks, 2022). I 2022 oppnådde Entra en score på 84 mot et bransjesnitt på 83. Dette

betyr at Entra er i toppsjiktet blant både de store og sentrumsnære aktørene. Entrass score falt tre poeng fra 87 i 2021, noe som for eksempel kan skyldes at kundenes forventninger og krav er endret i kjølvannet av pandemien. Det kontinuerlige forbedringsarbeidet opp mot kunder gjennomføres av deres eget eiendomsteam (Entra, 2022). De ansatte som har sørget for at Entra har en ledende posisjon innenfor kundetilfredshet, må kunne sies å være en verdifull ressurs som er godt organisert og utnyttet i selskapet.



Figure 11: Net letting Entra (Entra, 2023)

Samtlige av utleieselskapene vi har studert, ser viktigheten av kundelojalitet. Entra stikker seg likevel positivt ut i form av kundetilfredshet, noe som har gjort at selskapet som oftest har hatt en positiv *net letting*. Net letting er differansen mellom nye og fornyede minus terminerte leiekontrakter. De fleste selskapene i bransjen nådde en topp for dette tallet i 2020, med ekspansiv pengepolitikk som en viktig årsak. I likhet med konkurrentene har Entra opplevd en vekst i terminerte kontrakter de siste par årene, men leverte likevel en positiv net letting på 56 millioner i 2022. Sammenlignet med særlig de svenske konkurrentene har Entra også opplevd en lavere ledighetsgrad de siste årene.

I tillegg til kundetilfredshet, er typen kunder av betydning for Entrass kundekapital. Videre har Entra omtrent 56 prosent offentlige leietagere (Entra, 2023). Dette er verdifullt fordi offentlig sektor er mindre konkurranseutsatt enn privat sektor. Grunnen til at dette er verdifullt fordi offentlige leietagere ofte har lengre kontrakstid sammenlignet med private aktører. På denne

måten sikres kontantstrømmer lenger frem i tid. I tillegg kan risikoen for mislighold av kontrakten anses å være lavere.

Verdien av offentlige leietagere kan diskuteres. De offentlige leietagerne må først og fremst kunne sies å være vanskelig å imitere ettersom kontraktstiden på eksisterende leietagere er lang og kundetilfredsheten er høy. Det kommer videre frem at andelen offentlige leietagere i Entras portefølje har falt over de siste årene, noe som kan skyldes at man i stedet har funnet stabile og lange leietagere i den private sektoren. Dette kan underbygges av den tidligere diskusjonen rundt eksterne faktorer, der vi konkluderte med at ledighetsgraden i typiske lønnsomme bransjer, som finans, har holdt seg lav. Samtidig ser også offentlig sektor budsjettkutt, noe som kan true verdien av offentlige leietagere. Likevel har vi tidligere konkludert med at de private aktørene står for flest termineringer, og at de store offentlige leietagerne forbindes stort sett med liten risiko og lange kontantstrømmer. Konkurrentene holder også informasjon om andelen offentlige leietagere skjult, noe som peker i en retning av at Entra kan ha et konkurransefortrinn på dette området. En kan derfor argumentere for at Entras kundebase er et midlertidig sjeldent og verdifullt konkurransefortrinn.

### 3.2.5 Bærekraftsfokus

Bærekraft har de siste årene fått sterk betydning for selskapers omdømme og drift. Særlig har bevisstheten på bærekraft økt i eiendomsbransjen i takt med kunnskap om det enorme energiforbruket som følger av bygningsbransjen. Entras løsning er å ta bærekraftig lederskap gjennom å redusere å bygge energieffektive næringsbygg og redusere forbruk i eksisterende bygg (Entra, 2022). I likhet med kundelojalitet er bærekraft dog viktig for alle selskapene i bransjen, og selve fokuset på miljø og bærekraft er dermed ikke unikt i seg selv.

Klimafokus er likevel verdifullt av flere grunner. En god organisering rundt bærekraft henger sterkt sammen med kundetilfredshet. For leietagerne er grønne tiltak viktig fordi energieffektive løsninger bidrar til å redusere driftskostnader. Lavere energikostnader betyr igjen at Entra potensielt kan øke leieprisene sine. For leietager er miljøledende bygg også å anse som attraktivt. Ved å være assosiert med miljøvennlige løsninger vil leietagers omdømme øke positivt. På denne måten vil bærekraftsfokus være med på å forsterke kundetilfredsheten, og dermed selskapets

kundekapital. Et bærekraftsfokus gjennom miljøsertifiserte bygg og grønne tiltak er som nevnt også positivt for selskapets fysiske ressurser, og går med andre også hånd i hånd.

Entra har over flere år gjennomført flere grønne tiltak, og dermed oppnådd en god posisjon innenfor bærekraft. For det første gjennomfører Entra grønne fordelsavtaler med sine kunder. Dette vil si at selskapet forplikter seg til å kontinuerlig etterstrebe miljøtiltak, samtidig som leietager har miljøbevissthet i sitt bruk av lokalene (Entra, 2022). En slik avtale er hverken unik eller ikke-imiterbar, men er både organisert og verdifullt da det bidrar til å øke kundetilfredshet og omdømme.

	<b>Entra</b>	<b>Fabege</b>	<b>Hufvudstaden</b>	<b>Castellum</b>	<b>Norwegian Property</b>	<b>Snitt</b>
<b>BREEAM-certified buildings per 2021</b>	69 %	83 %	62 %	48 %	N/A	65,5 %
<b>Shade of green-shaded buildings</b>	62 %	95 %	N/A	61 %	N/A	72,7 %

Tabell 2: Miljøsertifiserte bygg sammenligning (Cicero, 2022)

I tillegg til fordelsavtaler, har Entra hatt fokus på blant annet miljøsertifisering av bygg. Dette kan skje gjennom nybygg eller utvikling av eksisterende bygg. Miljøsertifiseringer som BREEAM er verdifullt ettersom etterspørselen og kravet etter slike bygg har økt de siste årene (Ivarson, 2021). Dette gjør at leietager også kan ta en høyere leiepris, noe som er positivt for selskapets lønnsomhet. Entra har signalisert at de jobber mot å øke andelen av miljøsertifiserte bygg.

Per 2021 var 69 % av selskapets eiendommer sertifisert, noe som er over snittet blant konkurrentene vi har sammenlignet med. Likevel må dette forholdstallet sees i sammenheng med markedsstørrelse, der Entra er blant de minste selskapene i markedet. I sin uavhengige miljørapport av bedrifter, Shades of Green, bruker Cicero blant annet BREEAM som et verktøy (Cicero, 2022). Et viktig mål i vurderingen av eiendomsselskap er andelen eiendommer merket med en grad av grønnfarge. I motsetning til de gule, som er prosjekter som ikke direkte bidrar til lavt energibruk, sier en grønnfarge at prosjektet i ulik grad representerer bærekraftige løsninger.

Mangel på data fra konkurrenter gjør at vi får en noe unyansert sammenligning, særlig for det norske markedet der det er mangel på offentlige tall. Det er dermed mye mulig at Entra besitter en konkurransefordel i det norske markedet. Ut ifra tabellen ser vi likevel at Entra omtrent ligger på snittet for andel grønne bygg i vår sammenligning. Bærekraftsfokus som en ressurs kan totalt sett ikke konkluderes med å være annet enn et mulig konkurransefortrinn i vår analyse.

**Shading of Entra's 2021 revenue, operating expenses, and capital expenditures**

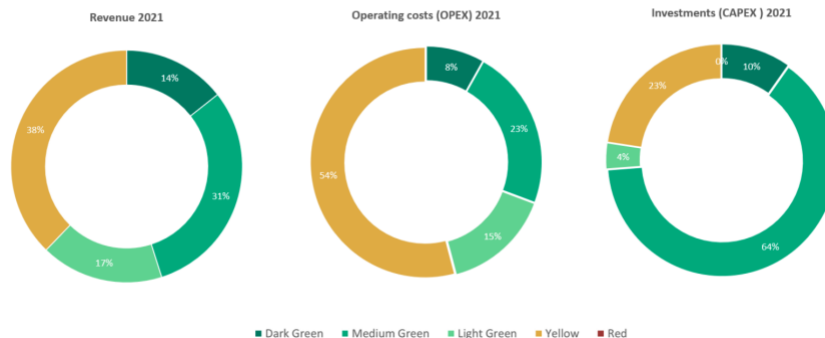


Figure 12: Entra Shades of green (Cicero, 2022)

Hvor verdifullt og unikt er så Entras bærekraftfokus? På en side kan bærekraftsfokus sies å være lite verdifullt, men også lite imiterbart fordi det er dyrt og krever avansert teknologi og kunnskap. God miljørapportering er dessuten ressurskrevende, og det gir makt til kundene i form av at utleier er nødt til å oppfylle kundene og myndighetens krav. Ettersom selskapet selv hevder de ønsker å være et fyrstårn innenfor bærekraft, mener vi at andelen miljøsertifiserte burde ha vært en del høyere enn bransjegjennomsnittet i vårt utvalg. Hadde vi sammenlignet kun norske aktører, ville antageligvis konklusjonen vært mer positiv i Entrass favør. På en annen side er bærekraftfokuset verdifullt fordi investorer og leietagere trekkes mot grønne investeringer, samtidig som miljøbygg er med på å drive ned driftskostnader i mange år fremover. Med bakgrunn i Entrass posisjon innenfor bærekraft, vil vi anse bærekraftsfokuset som verdifullt og organisert, men verken sjeldent eller ikke-imiterbart.

### 3.2.5 Konklusjon intern analyse

	<b>Valuable</b>	<b>Rare</b>	<b>Imitable</b>	<b>Organization</b>	<b>= Utfall</b>
Fysisk kapital	Ja	Delvis	Delvis	Ja	Varig, beholdt konkurransefortrinn på medium sikt
Kundekapital	Ja	Delvis	Delvis	Ja	Varig, beholdt konkurransefortrinn
Bærekraftfokus	Ja	Nei	Delvis	Ja	Potensielt konkurransefortrinn

Tabell 3: Intern analyse Entra

### 3.3 SWOT

Vi vil nå oppsummere den strategiske analysen som gir en oversikt over de eksterne og interne faktorene som påvirker Entra. Dette vil presenteres i en SWOT-matrise, som både viser interne styrker (S) og svakheter (W) og eksterne muligheter (O) og trusler (T):

<p><b>Styrker</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Omdømme</li> <li>- Kundelojalitet</li> <li>- Høy andel offentlige leietagere</li> <li>- Bygningsmasse og geografisk beliggenhet</li> <li>- Bærekraftsfokus</li> </ul>	<p><b>Svakheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sårbar for konsumenters endrede krav til fleksibilitet og grønne løsninger</li> <li>- Kostnadskrevende miljørapportering</li> <li>- Andel miljøsertifiserte bygg</li> </ul>
<p><b>Muligheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sentralisering</li> <li>- Lav utbygging og arealknapphet</li> <li>- Vanskeligere og dyrere finansiering</li> <li>- Teknologi</li> <li>- Bærekraft</li> <li>- Fleksible kontorlokaler</li> </ul>	<p><b>Trusler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nedkonjunktur</li> <li>- Økt arbeidsledighet</li> <li>- Vanskeligere og dyrere finansiering i en kapitalintensiv bransje</li> <li>- Teknologi</li> <li>- Hjemmekontor</li> <li>- Nye byggeforskrifter, reduksjon av nybygg</li> <li>- Fleksible kontorlokaler</li> <li>- Uforutsigbare myndigheter</li> </ul>

Tabell 4: SWOT-analyse

## 4 Regnskapsanalyse



## 4.1 Historisk utvikling

Som vi var inne på i avsnitt 2.2 har Entra gått fra å være statlig eid til å bli helt privateid i 2020. I 2014 ble de børsnotert. Entra har helt siden de ble børsnotert hatt en sterk utvikling med kontinuerlig vekst, som er gjort mulig av gunstige eksterne forhold. I 2022 derimot har de eksterne forholdene blitt forverret, og vi ser også at Entra og de komparative selskapene blir sterkt påvirket av dette.

## 4.2 Lønnsomhet

En analyse av lønnsomheten forklarer Entrass evne til å skape overskudd. For at dette skal være mulig er selskapets inntekter nødt til å være større enn selskapets kostnader. Overskudd er viktig for enhver bedrift, og særlig for børsnoterte selskaper da god lønnsomhet signaliserer at selskapet har mulighet til å betale utbytte til sine aksjonærer. Dette vil i mange tilfeller virke attraktivt for markedet, som deretter vil svare med å øke aksjeprisen.

### 4.2.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten måler avkastningen på eiernes innskutte kapital i bedriften (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Tallet er ofte brukt som et nøkkeltall for lønnsomhet ettersom det måler overskudd opp mot egenkapital. Isolert sett vil høy egenkapitalrentabilitet indikere god lønnsomhet, og motsatt. Ettersom overskuddet er et sentralt mål for egenkapitalrentabilitet,

vurderer vi verdien etter skatt til å være mest relevant som sammenligningsgrunnlag mot andre bedrifter.

Tabell 5: Egenkapitalrentabilitet Entra

Tall i millioner NOK

År	2022	2021	2020	2019	2018
Ordinært resultat før skatt	-467	6825	7274	3734	3073
Ordinært resultat etter skatt	-569	5373	5696	3225	2735
Gjennomsnittlig egenkapital	32621	31388	26861	23393	20604
Egenkapitalrentabilitet før skatt	-1,43%	21,74%	27,08%	15,96%	14,91%
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	-1,74%	17,12%	21,21%	13,79%	13,27%

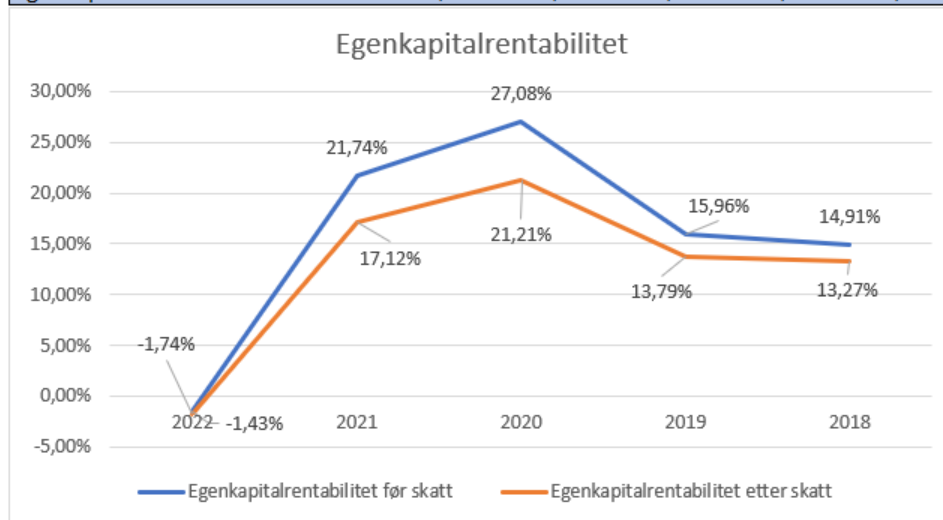


Figure 13: Egenkapitalrentabilitet Entra

Som vi ser av tallene har Entra helt frem til 2022 hatt en god, men varierende egenkapitalrentabilitet. I årene 2018-2021 hadde investorene en gjennomsnittlig avkastning på egenkapitalen på 16,35%. I 2022 hadde Entra en negativ egenkapitalrentabilitet som i hovedsak skyldes store nedskrivninger av eiendom og en stor økning i finanskostnader med en høyere rente enn foregående år. Den store variasjonen i egenkapitalrentabilitet skyldes store variasjoner i opp og nedskrivning av eiendommene deres.

Egenkapitalrentabilitet etter skatt	2022	2021	2020	2019	2018
Entra ASA	-1,74%	17,12%	21,21%	13,79%	13,27%
Fabege AB	5,24%	12,45%	7,76%	16,01%	24,45%
Hufvudstaden AB	2,32%	9,90%	-4,87%	10,42%	29,79%
Castellum	2,15%	17,94%	12,20%	13,53%	7,44%

Tabell 6: Egenkapitalrentabilitet sammenligning

Sammenlignet med de komparative selskapene er det kun Faberge som har hatt en høyere gjennomsnittlig avkastning på egenkapitalen de siste 5 årene. I likhet med Entra varierer egenkapitalrentabiliteten i bransjen også mye, dette av samme grunner som Entra, store forskjeller i opp og nedskrivning av eiendommer fra år til år. Vi ser også at alle har hatt en nedgående trend i 2022, som skyldes nedskrivning av eiendommer og en økning i finanskostnader grunnet en høyere lånekostnad.

#### 4.2.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet viser hvor står avkastning en bedrift har på den totale investerte kapitalen. Der egenkapitalrentabiliteten kun ser på avkastningen på egenkapitalen, ser dette nøkkeltallet på avkastningen på den totale kapitalen, altså gjeld + egenkapital. Dette nøkkeltallet er et mål på hvor bra EBIT (inntjening før renter og skatt) et selskap har i forhold til den totale kapitalen. Den gir et mer helhetlig bilde av bedriftens lønnsomhet enn egenkapitalrentabiliteten da det tar hensyn til selskapets gjeld. Totalkapitalrentabiliteten kan også sammenlignes med andre bedrifter i samme eiendomssektoren, da dette er et tall der snittet varierer fra bransje til bransje.

Tabell 7: Totalkapitalrentabilitet Entra

Tall i millioner NOK

År	2022	2021	2020	2019	2018
Ordinært resultat før skatt	-467	6825	7274	3734	3073
Finanskostnader	1113	558	551	561	509
Totalkapital	82162	70292	59141	51160	47709
Gjennomsnittlig totalkapital	76227	64717	55151	49435	45560
Totalkapitalrentabilitet	0,85%	11,41%	14,19%	8,69%	7,86%

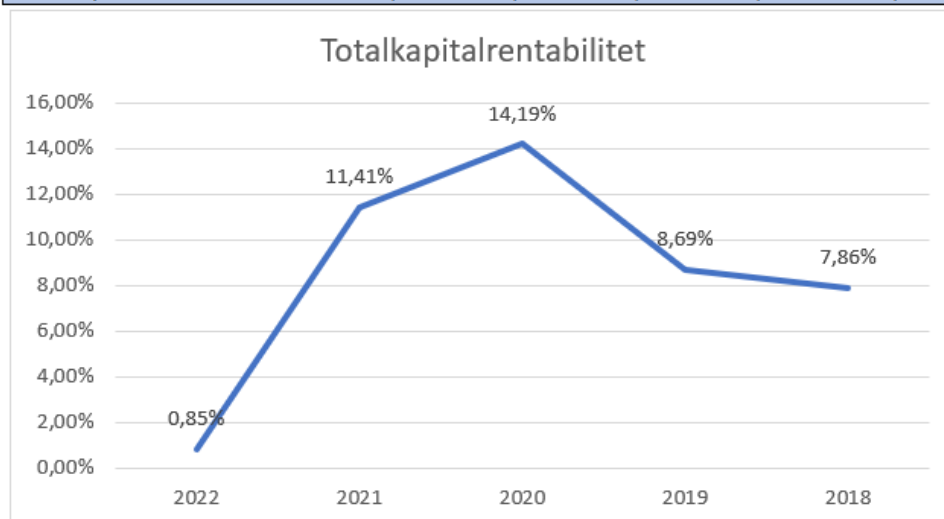


Figure 14: Totalkapitalrentabilitet Entra

Som vi ser av tallene, har Entra hatt en god avkastning på totalkapitalen i årene før 2022. Som vi har vært inne på tidligere skyldes nedgangen i 2022 store nedskrivninger av eiendom, som har påvirket resultatet negativt. Vi ser også at de har hatt en jevn økning i totalkapital.

Totalkapitalrentabilitet	2022	2021	2020	2019	2018
Entra ASA	0,85%	11,41%	14,19%	8,69%	7,86%
Fabege AB	3,99%	8,65%	5,76%	10,33%	14,97%
Hufvudstaden AB	2,13%	7,85%	-3,48%	8,52%	11,54%
Castellum AB	2,11%	8,84%	7,49%	7,90%	2,71%

Tabell 8: Totalkapitalrentabilitet sammenligning

Sammenligner vi Entra med de komparative selskapene er det Entra og Fabege som kommer best ut de siste 5 årene. Alle selskapene har hatt en sterk nedgang i 2022 av samme årsaker som drøftet tidligere.

### 4.2.3 Driftsmargin

Driftsmarginen gir en indikasjon på lønnsomheten i en bedrift ved å vise forholdet mellom driftsinntektene og driftskostnadene. Jo høyere driftsmarginen er, desto mer penger har bedriften igjen til å dekke andre kostnader, som finanskostnader, og å investere i videre vekst.

Driftsmarginen gir også en indikasjon på bedriftens evne til å kontrollere sine kostnader, da en høy driftsmargin tyder på at bedriften har en effektiv drift. Dermed kan driftsmarginen være et godt nøkkeltall for å vurdere en bedrifts lønnsomhet over tid og sammenligne den med andre bedrifter i samme bransje.

Tabell 9: Driftsmargin Entra

Tall i millioner NOK

År	2022	2021	2020	2019	2018
Driftsinntekter	3158	2508	2353	2338	2243
Driftskostnader	263	234	211	189	184
Andre driftsrelaterte inntekter	112	73	105	114	70
Andre driftsrelaterte kostnader	85	43	79	93	67
Administrasjonskostnader	210	210	186	171	157
Resultatandel TS og FKV	-37	19	120	312	156
Driftsresultat	2675	2113	2102	2311	2061
Driftsmargin i prosent	81,80%	81,87%	85,52%	94,25%	89,11%

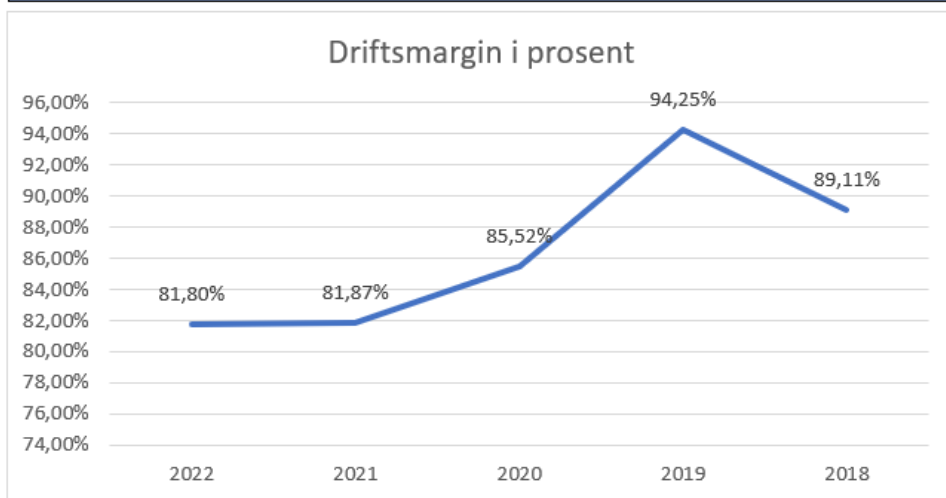


Figure 15: Driftsmargin Entra

For å avgjøre driftsmarginen til Entra har vi i tillegg sett på postene *andre inntekter*, *andre kostnader* og *administrative kostnader* og avgjort at disse i hovedsak er knyttet til driften. I tillegg inneholder posten *Resultatandel TS og FKV* som handler om selskaper som er klassifisert

som tilknyttede selskaper og selskaper under felles virksomhet. Dette er selskaper som i hovedsak holder på med utleie av næringseiendom, og vi har derfor besluttet å kategorisere denne innenfor drift også. I 2018, 2019 og 2020 er det i regnskapet knyttet store inntekter og kostnader knyttet til byggekontrakter. Disse har vi valgt å se kategorisere som unormal drift, og valgt å ikke ta med i analysen av driftsmarginen. Som vi ser av tallene har Entra hatt en svært god driftsmargin i de 5 siste årene, den har også vært jevn da det har vært små forskjeller i driftsinntekter og driftskostnader fra år til år. De gode marginene i 2018 og 2019 er godt hjulpet av en høy resultatandel i TS og FKV. Videre maler driftsmarginen et annet bilde for 2022 enn de andre lønnsomhetstallene vi har drøftet, da selve driften for 2022 fortsatt har vært svært lønnsom, og at nedgangen på de andre tallene skyldes andre faktorer som høyere rentekostnader og nedskrivninger i verdier.

Driftsmargin	2022	2021	2020	2019	2018
Entra ASA	81,8%	81,9%	85,5%	94,2%	89,1%
Fabege AB	73,9%	75,6%	75,3%	75,1%	74,5%
Hufvudstaden AB	77,1%	77,4%	67,8%	70,0%	70,2%
Castellum AB	61,8%	65,7%	69,7%	67,9%	67,9%

Tabell 10: Driftsmargin sammenligning

Sammenlignet med konkurrentene har Entra jevnt over en høyere driftsmargin. En av forklaringene på dette kan være at en stor del av Entras leietakere er offentlige aktører, som vi var inne på tidligere i oppgaven. Dette fører til sikrere kontantstrømmer sammenlignet med konkurrentene. En annen forklaring kan være lavere driftskostnader. Vi diskuterte i den strategiske delen at Entra har en fordel knyttet til humankapital, dette er med på å underbygge de lave kostnadene. Det er riktignok forskjeller i hvordan selskapene setter opp årsregnskapene sine, og det var ikke alltid like lett å finne hvilke kostnader som var knyttet til drift, men vi har gjort vårt beste for å ta med de samme inntektene og kostnadene i analysen. Vi ser for eksempel jevnt over lavere kostnader knyttet til vedlikehold og andre direkte kostnader knyttet til driften hos Entra.

Selskapene har jevnt over svært lik lønnsomhet, og strukturen er generelt lik. Når det gjelder 2022 er det i hovedsak store nedskrivninger av eiendommer som har ført til dårlig avkastning på egenkapitalen og totalkapitalen, spesielt med tanke på at driften har gått som normalt. En dobling i gjeldskostnader er også med på å forverre resultatet for 2022. Entrass lønnsomhet skiller seg fra

konkurrentene fordi en mindre del av driftsresultatet deres er driftskostnader, og de har dermed hatt en stabilt bedre driftsmargin enn bransjen de siste 5 årene. Vi ser riktignok også at de er i motsatt ende når det gjelder finanskostnader, der de relativt har de høyeste finanskostnadene i bransjen, som vi skal komme nærmere inn på senere i analysen.

### 4.3 Likviditet

En analyse av Entras likviditet vil i hovedsak innebære å se på den kortsiktige kredittrisikoen, og hvordan denne har endret seg på de 5 siste årene. Kredittrisiko er risikoen långiver løper for at utstedt lån blir misligholdt, og på den måten påfører långiver tap. Entra sine kreditorer er i hovedsak banker og obligasjonseiere. Risikoen de bærer er derfor at Entra blir insolvent. Ved å se på likviditeten deres ser vi derfor på betalingsevnen for kortsiktige lån.

#### 4.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et vanlig mål på et selskaps likviditet, og sier noe om et evnen til å betale tilbake kortsiktig gjeld. Tallet ser på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktige forpliktelser. En likviditetsgrad på over 2 har historisk sett vært å regne som en tilfredsstillende likviditetsgrad. Når det gjelder Entra og den bransjen de befinner seg i, der de naturlig har en høy andel av eiendelssiden bundet i anleggsmidler, vil likviditetsgraden være vesentlig lavere enn det som typisk er regnet som en bra likviditetsgrad.

Tabell 11: Likviditetsgrad 1 Entra

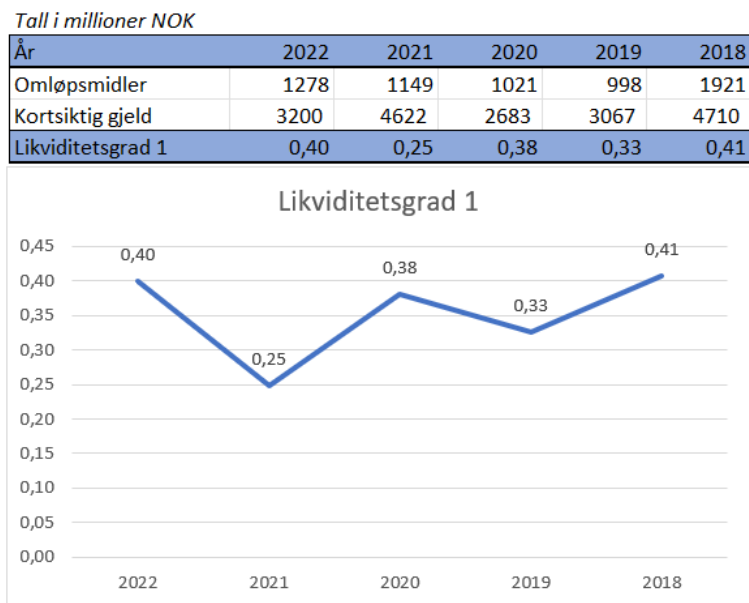


Figure 16: Likviditetsgrad 1 Entra

Vi ser av tallene fra årsregnskapet at Entra har en lav likviditetsgrad, noe som er å forvente. En nærmere titt på konkurrerende selskaper som Castellum kan man også se en lik trend.

Likviditetsgrad 1	2022	2021	2020	2019	2018
Entra ASA	0,40	0,25	0,38	0,33	0,41
Fabege AB	0,52	0,59	0,12	0,08	0,69
Hufvudstaden AB	0,24	0,48	0,27	0,73	0,54
Castellum AB	0,20	0,14	0,54	0,41	0,65
Bransje	0,31	0,31	0,38	0,36	0,60

Tabell 12: Likviditetsgrad sammenligning

Som vi ser ligger Entra veldig nært det som er gjennomsnittlig for bransjen (vektet gjennomsnitt ut ifra total kapital). Det faktum at likviditeten til Entra er nær bransjegjennomsnittet, og at likviditeten fra driften brukes til å betjene kortsiktige forpliktelser mener vi ikke skaper grunn for uro.

#### 4.3.2 Rentedekningsgrad

Selskapets rentedekningsgrad sier noe om i hvilken grad selskapets verdiøkning er i stand til å betjene finanskostnader (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Tallet ser på forholdet mellom netto driftsresultat inkludert netto finansinntekter og netto finanskostnader.



Rentedekningsgrad	2022	2021	2020	2019	2018
Entra ASA	2,48	3,68	3,40	3,30	3,60
Fabege AB	3,40	4,10	4,30	4,40	3,70
Hufvudstaden AB	7,70	9,30	9,10	11,40	10,50
Castellum AB	3,90	5,17	5,30	5,02	4,54

Tabell 13: Rentedekningsgrad sammenligning

Som vi ser av tallene kommer Entra klart dårligst ut når vi ser på rentedekningsgraden, det vil si at Entras resultatoverskudd i forhold til rentekostnader er dårligere enn konkurrentene. Dette kan bety at Entra har en større kortsiktig kredittrisiko. Vi så også denne trenden i lønnsomhetsanalysen, der vi fant ut at Entra relativt sett har de høyeste rentekostnadene sammenlignet med de komparative selskapene vi har valgt. Fallet fra 2021 til 2022 er ganske markant, og skyldes i hovedsak økte gjeldskostnader. Foreløpig er det ikke ingen avskrekkende utvikling da Entras mål er å ha en rentedekningsgrad over 1,8. En videre negativ utvikling er likevel ikke heldig. Den negative trenden er riktignok noe som påvirker bransjen negativt generelt, noe som kan knyttes til de store lånene bransjen har.

#### 4.4 Soliditet

En analyse av selskapets soliditet vil se på hvordan Entras langsiktige kredittrisiko er, og om de er finansiert på en slik måte at de tåler lengre perioder med tap. I denne analysen vil vi se på endringen de siste 5 årene. Fremtidige tap vil føres mot egenkapitalen. Egenkapitalen kan derfor ses på som en slags “buffer” for fremtidige tap (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Vi skal finne ut hvor godt rustet Entra er til å betjene fremtidige tap uten å hente inn mer egenkapital.

#### 4.4.1 Finansieringsgrad

Finansieringsgraden sier noe om hvordan anleggsmidlene til et selskap er finansiert. En finansieringsgrad på 1 er å regne som bra, da dette betyr at alle anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital.

Tabell 14: Finansieringsgrad Entra

Tall i millioner NOK

År	2022	2021	2020	2019	2018
Anleggsmidler	79655	69056	58086	50161	45788
Langsiktig gjeld	47291	32099	27253	23576	20730
Egenkapital	31671	33571	29205	24517	22269
Finansieringsgrad 1	1,01	1,05	1,03	1,04	1,06

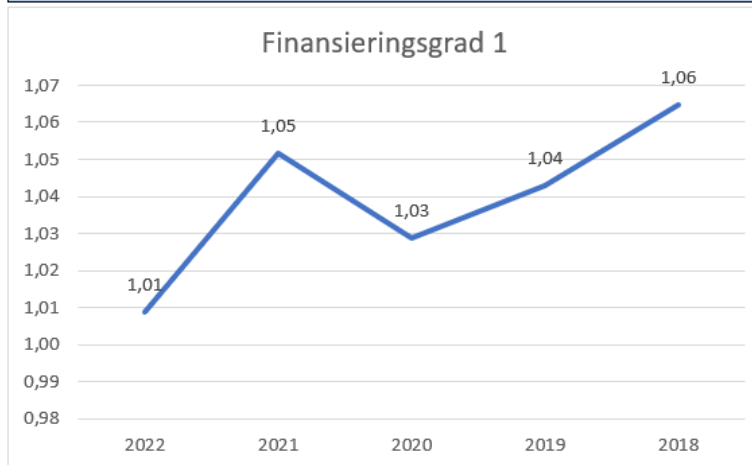


Figure 17: Finansieringsgrad 1 Entra

Som vi ser av tallene er finansieringsgraden svært jevn på rundt 1, det vil si at stort sett alt av anleggsmidler er dekket av langsiktig kapital, noe som er positivt. Det er også et bra tegn at denne er stabil. I 2022 ser vi riktignok en endring i og med at en større del av anleggsmidlene er dekket av gjeld fremfor egenkapital, som vi skal se på i sammenheng med egenkapitalandelen.

Finansieringsgrad	2022	2021	2020	2019	2018
Entra ASA	1,01	1,05	1,03	1,04	1,06
Fabege AB	1,02	1,02	1,05	1,07	1,01
Hufvudstaden AB	1,05	1,03	1,05	1,01	1,02
Castellum AB	1,08	1,12	1,01	1,02	1,01

Tabell 15: Finansieringsgrad sammenligning

Sammenlignet med bransjen kan vi se at de er svært likt finansiert, noe som er positivt. Tallene viser at bransjen i stor grad er finansiert av langsiktig kapital.

#### 4.4.2 Egenkapitalandel og gjeldsgrad

Finansieringsgraden bør sees i sammenheng med egenkapitalandelen. Egenkapitalandelen forteller oss hvor stor del av totalkapitalen som er egenkapital. Vi har valgt å se på dette tallet sammen med gjeldsgraden da de forteller oss mye av det samme. Jo større egenkapitalandel og lavere gjeldsgrad, jo bedre rustet er selskapet til å tåle lengre perioder med fallende lønnsomhet. En høyere egenkapitalandel vil redusere den langsiktige risikoen for kreditorer.

Egenkapitalandel	2022	2021	2020	2019	2018
Entra ASA	0,39	0,48	0,49	0,48	0,47
Fabege AB	0,51	0,53	0,53	0,53	0,51
Hufvudstaden AB	0,62	0,63	0,62	0,65	0,66
Castellum AB	0,45	0,48	0,44	0,45	0,44

Tabell 16: Egenkapitalandel sammenligning

Gjeldsgrad	2022	2021	2020	2019	2018
Entra ASA	1,59	1,09	1,03	1,09	1,14
Fabege AB	1,02	0,95	0,91	0,91	0,97
Hufvudstaden AB	0,64	0,64	0,66	0,60	0,56
Castellum AB	1,28	1,12	1,28	1,26	1,32

Tabell 17: Gjeldsgrad sammenligning

Som vi ser av tallene, har egenkapitalandelen falt og gjeldsgraden økt vesentlig i 2022. Dette er en større økning sammenlignet med de komparative selskapene, og kan være noe Entra må passe på i fremtiden. Egenkapitalandelen er riktignok fortsatt ikke avskrekkende lav, og har i årene før 2022 vært svært stabil og god. Derimot oppgir Entra i årsrapportene at de ønsker en egenkapitalandel på 50%. Det er derfor sannsynlig at de vil prøve å jobbe seg tilbake mot denne i fremtiden. Den økte gjeldsgraden til Entra i 2022 skyldes store låneopptak, samt en noe lavere

egenkapital. Som vi var inne på tidligere i regnskapsanalysen har Entra større finanskostnader enn bransjen, noe som kan være knyttet til en høyere gjeldsgrad. Vi anser riktignok egenkapitalandelen og gjeldsgraden som god, men utviklingen i 2022 er noe de må se opp for hvis det fortsetter. Som vi var inne på i den strategiske delen under økonomiske forhold, er renten forventet å øke i nærmeste fremtid. Sett i sammenheng med den økte gjeldsandelen vil dette øke rentekostnadene, og er noe som på sikt påvirker lønnsomheten negativt.

#### 4.5 Diskusjon av nøkkeltall

Hvis vi ser på driften til Entra kan man si at den har vært svært lønnsom de siste årene med en svært god driftsmargin sammenlignet med bransjen. Når det gjelder den negative trenden i avkastningen på totalkapitalen og egenkapitalen i 2022, er det i hovedsak knyttet til store nedskrivninger av eiendom i løpet av året. De har også økte finanskostnader i 2022 som de må være obs på, da rentenivåene er på vei opp. Ser vi bort fra 2022 har selskapet mellom 2018-2021 skapt en god avkastning på egenkapitalen og totalkapitalen. Generelt vil vi si at Entra er en lønnsom bedrift, til tross for et dårlig resultat i 2022.

Likviditeten i bedriften er lav hvis vi ser på likviditetsgrad 1. Den er derimot ikke noe utenom det vanlige sett opp mot bransjen, da det generelt er en lav likviditet i bransjen. Dette kommer av at store deler av eiendelssiden er bundet opp i investeringseiendommer. Følgelig blir den likvide delen av balansen mindre. Som vi diskuterte i likviditetsanalysen så vi på den kortsiktige kredittrisikoen til Entra, og derav rentedekningsgraden. Entra kommer her dårligst ut sammenlignet med de komparative selskapene. De hadde en negativ utvikling i 2022 som følge av økte rentekostnader, og er noe de må passe på med økte renter.

På soliditeten til Entra, så vi på den langsiktige kredittrisikoen, altså hvor godt rustet de er til å takle lengre perioder med nedgang. Vi kom frem til at de har en sunn finansieringsgrad med tall på rundt 1 de siste fem årene. Når det gjelder gjeldsgraden er dette noe vi mener Entra burde prøve å få litt ned igjen. Store opptak i 2022 førte til at denne økte mye, og samtidig påvirker dette rentekostnadene. De har som sagt et mål på å ha likt fordeling mellom gjeld og egenkapital.

## 5 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Vi har nå foretatt en strategisk analyse, i et forsøk på å avdekke Entras styrker, svakheter, muligheter og trusler. Her har vi funnet ut at selskapets viktigste konkurransefordeler ligger i en attraktiv bygningsmasse samt sikre kontantstrømmer på grunn av høy kundelojalitet og en høy andel offentlige leietagere. Vi ser samtidig trusler knyttet til endrede kundebehov, politiske reguleringer, en nedgangskonjunktur med stigende renter og dyr kapitalinnhenting. I tillegg har vi foretatt en regnskapsanalyse som avdekket en solid lønnsomhet, men en noe ugunstig gjeldssituasjon som kan påvirke selskapets soliditet og lønnsomhet negativt. Alle disse forholdene vil vi ta hensyn til når vi videre skal prognostisere fremtidige frie kontantstrømmer til egenkapitalen. Disse kontantstrømmene vil videre diskonteres ved hjelp av et avkastningskrav vi kommer frem til, for å finne nåverdien av Entras egenkapital.

For å beregne frie kontantstrømmer til egenkapitalen vil vi benytte denne formelen:

*Fri kontantstrøm til EK = EBITDA – Avskrivninger og Nedskrivninger +/- Verdiendring eiendom og finansielle instrumenter – Skattekostnad - Investeringer +/- Endring arbeidskapital + Avskrivninger og Nedskrivninger +/- Verdiendring eiendom og finansielle instrumenter.*

### 5.1 Driftsinntekter

For å se på utviklingen i driftsinntektene til Entra har vi valgt å ta utgangspunkt i oppsettet Entra bruker i årsrapportene deres, samt brukt en utviklingsfaktor for hver post.

Som vi var inne på i den strategiske analysen er en stor grad av leietagerne offentlige. Dette er regnet som en jevn og sikrere inntekt enn private aktører. Vi diskuterte i strategidelen at en økt rente kan øke risikoen for konkurs til noen av leietakerne, men med den høye andelen offentlige leietakere og lange kontrakter mener vi at denne risikoen er liten. I tillegg drøftet vi at det er en svært kapitalkrevende bransje, og trusselen for nyetableringer regnes derfor som lav.

Leieinntektene vil i økende grad påvirkes av en sterk inflasjon, og Entra oppgir i årsrapportene deres at 98% av kontraktene deres reguleres av CPI- justeringer hvert år (Entra, 2023). På den andre siden var vi inne på hvorvidt hjemmekontor etter Covid-19 kan anses som en substitutt for kontorer, men vi konkluderte med at vi foreløpig ikke ser på dette som en trussel for

sentrumsnære og attraktive lokaler. Vi vurderer det derfor som svært sannsynlig at driftsinntektene vil fortsette å øke, og ser på det som lite sannsynlig at disse skal avta i fremtiden.

Tall i millioner NOK

År	2022	2021	2020	2019	2018
Leieinntekt forrige periode	2508	2353	2338	2243	2075
Inntekt fra nyanskaffelser	510	91	19	37	79
Tapt inntekt fra kontrakter som opphører	-89	-3	-26	-27	-107
Leieinntekt fra ferdige utviklingsprosjekter	149	58	0	0	36
Tapt inntekt utvikling	-12	-53	-22	-2	0
CPI justering	95	50	52	75	43
Andre	-3	13	-9	13	116
Leieinntekt i året	3158	2508	2353	2338	2243
Andre driftsinntekter	112	73	105	114	70
Driftsinntekter i året	3270	2581	2458	2452	2313

Tabell 18: Driftsinntekter Entra (2018-2022)

Som vi ser drives økningen i leieinntekter i 2022 i stor grad av inntekter fra nyanskaffelser, og derav oppkjøpet av Oslo Areal. Når det gjelder utviklingen i nyanskaffelser var den svært høy for 2022, og vi har derfor valgt å se på utviklingen på denne posten fra 2017-2021, da vi mener dette gir et bedre bilde på utviklingen fremover. Altså tror vi at investeringsnivået vil avta i de nærmeste årene med større usikkerhet knyttet til rentenivået.

År	2022	2021	2020	2019	2018	Gjennomsnittlig andel
Leieinntekt forrige periode	7%	1%	4%	8%	9%	
Inntekt fra nyanskaffelser	20,3%	3,9%	0,8%	1,6%	3,8%	3,5%
Tapt inntekt fra kontrakter som opphører	-3,5%	-0,1%	-1,1%	-1,2%	-5,2%	-2,2%
Leieinntekt fra ferdige utviklingsprosjekter	5,9%	2,5%	0,0%	0,0%	1,7%	2,0%
Tapt inntekt utvikling	-0,5%	-2,3%	-0,9%	-0,1%	0,0%	-0,8%
CPI justering	3,8%	2,1%	2,2%	3,3%	2,1%	2,7%
Andre	-0,1%	0,6%	-0,4%	0,6%	5,6%	1,2%
Leieinntekt i året	25,9%	6,6%	0,6%	4,3%	8,0%	6,5%
Andre driftsinntekter	4,5%	3,1%	4,5%	5,1%	3,4%	4,1%

Tabell 19: Driftsinntekter Entra (2018-2022)

For å predikere de neste årenes utvikling i driftsinntekter har vi brukt den gjennomsnittlige andelen av driftsinntekter året før på hver post.

Tall i millioner NOK

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Leieinntekt forrige periode	3158	3364	3583	3816	4065
Inntekt fra nyanskaffelser	111	118	126	134	143
Tapt inntekt fra kontrakter som opphører	-70	-75	-80	-85	-91
Leieinntekt fra ferdige utviklingsprosjekter	64	68	73	77	82
Tapt inntekt utvikling	-24	-25	-27	-29	-31
CPI justering	86	91	97	103	110
Other	39	42	45	47	51
Leieinntekt i året	3364	3583	3816	4065	4329
Andre driftsinntekter	130	138	147	157	167
Driftsinntekter	3493	3721	3963	4221	4496

Tabell 20: Driftsinntekter Entra prognose

Som det kan sees av tabellen over brukes leieinntekter i året som grunnlag for neste års leieinntekt. Posten andre driftsinntekter legges derfor til på slutten for å få en bedre tilnærming i prognosen på driftsinntektene.

## 5.2 Driftskostnader

Fremtidige verdier av driftskostnader vil ses i sammenheng med vår estimerte driftsinntektsutvikling. Både bærekraftsfokuset og en økt kostnadsside som følge av en energikrise og høye renter, tror vi sammen vil bidra til å øke driftskostnadene i de nærmeste årene. Som vi ser av tabellen under er det en korrelasjon på 94,4% i forholdet mellom driftsinntekter og driftskostnader og administrative kostnader. Vi bruker derfor denne korrelasjonen til å argumentere for at vi i de 5 neste årene gjør en antakelse på at denne korrelasjonen fortsetter i fremtiden, og at driftskostnadene vil øke i takt med driftsinntektene.

Tall i millioner NOK

År	2022	2021	2020	2019	2018
Driftsinntekter	3270	2581	2458	2452	2313
Driftskostnader	348	277	282	263	251
Administrative Kostnader	210	210	186	171	157
Driftsrelaterte kostnader	558	487	468	434	408
Andel av driftsinntekter	17%	19%	19%	18%	18%
Gjennomsnittlig andel	18%				
Korrelasjon	94,4%				

Tabell 21: Driftskostnader Entra (2018-2022)

Som vi ser av tabellen over utgjør driftskostnadene en gjennomsnittlig andel på 18% av driftsinntektene. Figuren viser prognoser for driftsinntektene samt driftsrelaterte kostnader i årene fremover.

Tall i millioner NOK

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftsinntekter	3493	3721	3963	4221	4496
Driftsrelaterte kostnader	631	672	716	762	812

Tabell 22: Driftskostnader Entra prognose

### 5.3 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen beskriver forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Som vi ser av figuren under, har Entra hatt negativ arbeidskapital i samtlige av de fem siste årene. I tillegg ser vi at tallet svinger sterkt fra år til år. Vi tenker at dette er naturlig ettersom selskapet har store investeringer i eiendommer, noe som fører til høye kapitalkostnader, men som også gir selskapet langsiktige og forutsigbare inntekter. Vi vil derfor anta at arbeidskapitalen vil fortsette å være negativ.

Tall i millioner NOK

År	2022	2021	2020	2019	2018
Arbeidskapital	-1922	-3473	-1662	-2069	-2789
Endring	1551	-1811	407	720	1223
I prosent	44,7%	-109,0%	19,7%	25,8%	30,5%
Gjennomsnittlig endring	2,3%				

Tabell 23: Arbeidskapital Entra (2018-2022)

Tall i millioner NOK

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Arbeidskapital	-1877	-1833	-1791	-1749	-1708
Kontantstrømeffekt	45	44	43	42	41

Tabell 24: Arbeidskapital prognose

For å regne utviklingen i arbeidskapital ser vi på endringen i hvert år. I løpet av de 5 siste årene er arbeidskapitalen totalt sett bedret, med ganske store fluktuasjoner fra år til år. For å prognostisere fremtidig endring vil vi benytte gjennomsnittlig endring de siste fem årene, nemlig 2,3%. Selv om dette ikke kan regnes som et feilfritt estimat, mener vi en slik prognose reflekterer utviklingen de siste fem årene. Det vil si at vi legger til grunn at Entra i løpet av de neste 5 årene vil prøve å bedre arbeidskapitalen noe, men at det på sikt vil stabilisere seg. Arbeidskapitalen vil naturligvis variere basert på flere faktorer, som investeringer eller virksomhetens strategi.



## 5.4 Avskrivninger og Nedskrivninger

Avskrivninger viser periodiseringen av levetiden til investeringene som er foretatt. I og med at investeringsbeløpet allerede er betalt, har ikke avskrivningene noen likvid effekt, men inkluderes i resultatet før skatt da avskrivningene gir skattemessig reduksjon. Videre har vi valgt å slå sammen avskrivninger og nedskrivninger, ettersom dette har vært praksis i Entras regnskap. Siden avskrivninger symboliserer “kostnaden” ved bruk av varige driftsmidler vil det være naturlig å estimere avskrivninger på grunnlag av selskapets driftsmidler. Entra skiller i regnskapene sine på verdijusteringer for investeringseiendommer og finansielle instrumenter i egne poster. Direkte avskrivninger og nedskrivninger i årsrapportene har derfor kun kommet fra postene *immaterielle eiendeler* og *andre driftseiendeler*. De immaterielle eiendelene kom fra en eiendom de kjøpte i 2014. Denne ble solgt i 2022 og immaterielle eiendeler er derfor ikke bokført i balansen i utkanten av 2022. Avskrivningene nedenfor kommer derfor kun fra andre driftseiendeler, disse er svært like hvert år, selv når en ser tilbake 10 år i regnskapet. Vi har derfor besluttet å finne et gjennomsnitt av de fem siste årene i vurderingen av avskrivninger og nedskrivninger på andre driftseiendeler.

År	2022	2021	2020	2019	2018
Andre Driftseiendeler	16	28	17	22	23
Avskrivninger og nedskrivninger	4	5	5	4	4
Gjennomsnittlig Avskrivning	4,40				

Tabell 25: Avskrivninger og nedskrivninger 2018-2022

Som vist i tabellen er den gjennomsnittlige avskrivningen 4,4 for andre driftseiendeler de fem siste årene. Dette vil også bli tallet vi bruker for de neste fem årene.

## 5.5 Verdiendringer Investeringseiendom og Finansielle Instrumenter

Verdiendringer av investeringseiendom og finansielle instrumenter er noe som svinger svært mye fra år til år, men noe som kan påvirker resultatene mye. For å finne noe vi kunne predikere disse postene med har vi sett på sammenhengen med styringsrenten. Vi forventet at når styringsrenten gikk opp, ville verdiendringen gå ned, og motsatt. For å teste dette ville vi ha en lengre tidshorisont enn 5 år, og har derfor valgt å se på verdiendringene opp mot den

gjennomsnittlige styringsrenten for et år helt tilbake til 2010. Vi har deretter sjekket hvor sterk denne korrelasjonen er, og vi ser av tabellen nedenfor at det er en negativ korrelasjon på 75%. Det er ingen perfekt negativ korrelasjon, men vi tar mener den er sterk nok for å hjelpe oss til å predikere verdiendringene.

Tall i millioner NOK

År	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Verdiendring Eiendom og finansielle instrumenter	-2046	5263	2183	2498	2412	3547	2116	2235	1230,6	-271,2	-143	421,2
Styringsrente	1,33%	0,08%	0,36%	1,15%	0,57%	0,50%	0,55%	1,05%	1,49%	1,50%	1,55%	2,14%
Korrelasjon Styringsrente/Verdiendring	-0,75115											

Tabell 26: Korrelasjon styringsrente/verdiendring

For å videre avgjøre en utvikling i Verdiendringene har vi tatt utgangspunkt i rentebanen å avgjøre en utvikling i styringsrenten (Norges Bank, 2022). Dette er uansett vanskelig å predikere, men vi tror det på sikt vil gi et ganske godt bilde av verdiendringene. Videre antar vi at store endringer i renten vil føre til store verdiendringer. For å beregne forskjellene fra år til år har vi prøvd å predikere den gjennomsnittlige styringsrenten det året. Vi bruker derfor en faktor vi mener kan predikere verdiendringene i eiendom og finansielle instrumenter sett opp den prognostiserte utviklingen i renten.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Anleggsmidler	79655	84434	94918	106703	119951
Predikasjon styringsrente	3,225%	3,150%	3%	2,75%	2,50%
Endring i styringsrente	1,895%	-0,075%	-0,150%	-0,250%	-0,250%
Verdiendring Eiendom og finansielle instrumenter	-3018	126	285	534	600

Tabell 27: Prognose av fremtidig verdiendring av eiendom

Ut ifra tabellen over forventer vi at de store nedskrivningene av eiendom vil fortsette i 2023 grunnet en økt gjennomsnittlig styringsrente. Videre forventer vi at verdiendringene vil stabilisere seg i 2024 og 2025 grunnet små bevegelser i styringsrenten, før de tar seg litt opp de to siste årene grunnet en litt sterkere nedgang i renten.

## 5.6 Investeringer

Å investere tidlig i områder med store vekstmuligheter er som nevnt i den strategiske analysen, noe selskapet legger vekt på. I og med at Entra er en eiendomsbedrift, er de avhengige av tunge investeringer for å skape verdi. Vi tror likevel at investeringene vil avta noe på kort sikt.

Investeringen i Oslo Areal førte til at de i 2022 fikk en høyere gjeldsandel enn det som er deres

langsiktige mål. Entra oppgir i årsrapporten for 2022 at deres langsiktige mål på gjeldsandel er 50%, mens den i 2022 var på 61% (Entra, 2023). Derfor vil vi argumentere for at investeringer i 2023 og 2024 vil reduseres for å sikte seg inn på målet deres. Fra 2025 og videre antar vi derfor et stabilt investeringsnivå.

For å beregne hvor stor del av investeringene som dekkes av driftsinntektene har vi valgt å se på hvor mye av investeringene som ikke er dekket av netto låneopptak (låneopptak minus avdrag). Videre har vi funnet en gjennomsnittlig andel sett opp mot driftsinntektene.

År	2022	2021	2020	2019	2018
Investeringer	14459	5865	1868	1005	1645
Netto lån	13896	5450	1236	722	1095
Driftsinntekter	3270	2600	2578	2770	2614
Investeringer - netto Lån	563	415	632	283	550
Andel	17%	16%	25%	10%	21%
Gjennomsnittlig andel	18%				

Tabell 28: Andel av investeringer som dekkes av driftsinntekter

Som nevnt tror vi at Entra vil ha et lavt investeringsnivå i 2023 og 2024 som følger av store investeringer i 2022. Dette førte til en stor gjeldsandel, og vi tror derfor at Entra vil prøve å jobbe seg mot målet deres på 50%. I tillegg vil et generelt høyere rentenivå de neste årene føre til lavere investeringsaktivitet. Fra 2026 forventer vi at Entra skal bruke en like stor andel av driftsinntektene på investeringer som de har gjort de fem foregående årene.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftsinntekter	3493	3721	3963	4221	4496
Andel investeringer	5%	10%	15%	18%	18%
Investeringer	175	372	594	751	800

Tabell 29: Prognose av investeringer

## 5.7 Skatt

For å beregne skatten, har vi tatt utgangspunkt i inntjening før skatt (EBT). Vi vil legge til grunn en skattesats på 22 %, som også er en forutsetning vi er nødt til å ta for de neste fem årene. Som diskutert i den strategiske analysen, vil vi likevel påpeke at risikoen for økte skatter likevel er til stede.

Av årsregnskapene til Entra ser vi at deres skattebilde er mer komplisert enn bare 22% av resultatet før skatt. Entra har delt opp skattekostnadene sine i betalbar skatt og utsatt skatt, der de har egne regler for hvordan de skal behandles. Blant annet har de også en juridisk mulighet for å utligne skattefordeler og skatteforpliktelser i balansen. Videre kan urealiserte gevinster/tap eller poster direkte i egenkapitalen behandles skattemessig annerledes enn det som er normalt. Dette er noe Entra gjør for å få et mer nøyaktig skattemessig resultat, men noe som gjør det vanskelig å predikere skatten for oss.

Til tross for at det ikke gir et helt korrekt bilde av det som er reelt, har vi valgt å bruke en flat skattesats på 22%, da dette er så nøyaktig vi får det.

## 5.8 Frie kontantstrømmer

Ved å sammenstille alle prognosene våre, får vi følgende prognose på fremtidige kontantstrømmer de neste fem årene:

År	Frie Kontantstrømmer				
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Driftsinntekter	3493	3721	3963	4221	4496
-Driftskostnader	631	672	716	762	812
<b>=EBITDA</b>	2862	3049	3247	3459	3684
-Avskrivninger og nedskrivninger	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
+/- Verdiendring eiendom og finansielle instrumenter	-3018	126	285	534	600
<b>=EBIT</b>	-160	3170	3528	3988	4279
-Skattekostnad (22%)	-35	697	776	877	941
<b>=EBI</b>	-125	2473	2752	3111	3338
-Investeringer	-175	-372	-594	-751	-800
+/- Endring arbeidskapital	45	44	43	42	41
+Avskrivninger og Nedskrivninger	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
+/- Verdiendring eiendom og finansielle instrumenter	3018	-126	-285	-534	-600
<b>=Frie kontantstrømmer</b>	2768	2023	1919	1872	1983

Tabell 30: Frie kontantstrømmer

Vi kan se en høyere fri kontantstrøm de to første årene siden vi tror investeringsnivået de to første årene vil være lavere. Dette er i tråd med nevnte forventinger om økt styringsrente og lavere økonomisk aktivitet. Utviklingen i 2025 og 2026 er relativt lik før vi i 2027 forventer en økning i kontantstrømmen, som drives av høyere inntekter. Vi har også lagt til grunn større verdiendringer på eiendom og finansielle instrumenter på sikt, da det er forventet at renten skal stabilisere seg på et lavere nivå over tid. Videre antar vi at kostnadene vil øke i takt med

inntektene. Vi tar derfor utgangspunkt i en fri kontantstrøm på 1 983 millioner kr når vi skal estimere terminalverdien for fremtidige kontantstrømmer.

## 6 Avkastningskrav

For å gjennomføre en verdsettelse, er det vesentlig at man kalkulerer et avkastningskrav. Avkastningskravet brukes i situasjoner hvor man skal neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til dagens verdier. Slik vil man få en anelse om hva fremtidige kontantstrømmer er verdt i dagens verdier, og dermed også hva selskapet som helhet er verdt. For å gjøre om fremtidige verdier til dagens er avkastningskravet nødt til å ta høyde for faktorer som inflasjon, risiko, pengenes tidsverdi, og alternativkostnader. Med alternativkostnader menes kostnaden plasseringen medfører fordi man går glipp av avkastningen ved andre plasseringer. Dermed bør avkastningskravet også gjenspeile den høyeste avkastningen man kan forvente å oppnå med en annen plassering med tilsvarende risiko.

For å finne avkastningskravet vil vi regne ut avkastningskravet til totalkapitalen, også kalt WACC (Weighted average cost of capital). Formelen til WACC er som følger:

$$WACC = (1 - t)r_D * \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

$t$  : Nominell skattesats

$r_D$  : Gjeldskostnad

$r_E$  : Avkastningskrav til egenkapital (CAPM)

$D$  : Markedsverdi av gjeld

$E$  : Markedsverdi av egenkapital

$V$ :  $D+E$ , total markedsverdi av gjeld og egenkapital

For å regne ut dette trenger man først å regne seg fram til avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM), som igjen krever at vi kommer med et estimat for aksjens beta, den risikofrie renten og markedets risikopremie.

## 6.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den høyeste renten man kan oppnå risikofritt. Med risikofritt menes det at renten ikke har noe variasjon, og dermed er fast. Dermed vil ikke den risikofrie renten fluktuere på samme måte som markedet ellers gjør. Kupongrenten på obligasjoner er derfor et godt mål på risikofri rente siden den er fastbestemt på forhånd, og endrer seg ikke gjennom obligasjonens levetid. Det er imidlertid ikke alle obligasjoner som kan kalles risikofrie. Selv en obligasjon fra et stort og stabilt børsnotert selskap har en viss risiko for at selskapet kan gå konkurs og dermed ikke være i stand til å betale sine forpliktelser. Av den grunn er det vanlig å bruke kupongrenten på statsobligasjoner som et mål på den risikofrie renten, siden man forutsetter at en stat som for eksempel Norge ikke skal gå konkurs.

Ifølge en undersøkelse fra 2021 utført av PwC og Norske Finansanalytikeres Forening (NFF), fant man ut at 10-årige statsobligasjoner er det vanligste å bruke som risikofri rente blant norske aktører. Ettersom Entras eiendomsportefølje utelukkende inneholder norske eiendommer, velger vi å benytte oss av norske statsobligasjoner som risikofri rente.

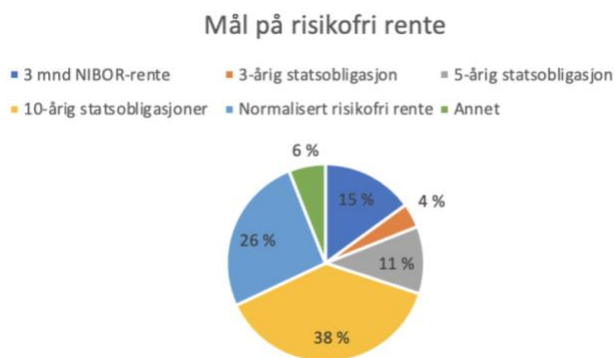


Figure 18: Mål på risikofri rente (PwC, 2021)

Av figuren ser vi at 38% bruker 10-årige statsobligasjoner, mens til sammen halvparten bruker en eller annen form for statsobligasjoner. Siden vår verdsettelse tar utgangspunkt i regnskapstall fra de siste fem årene til å forutse utviklingen de neste fem årene, blir det naturlig for oss å bruke

5-årige statsobligasjoner. Dette til tross for at 5-årige statsobligasjoner ikke er det mest vanlige å bruke.

Nedenfor har vi hentet tall på 5-årige statsobligasjoner fra Norges Bank. Vi ser at årsgjennomsnittet for 2022 var på 2,77%. Vi merker oss imidlertid også at renten har steget jevnt siden starten av 2021 hvor den var veldig lav, for så å justere seg rundt 3%. Den siste noterte renten på statsobligasjoner for året 2022, kom den 30. desember og var på 3,089%. Siden verdsettelsen skal ta utgangspunkt i verdien per 31.12.2022, kan dette være et naturlig tall å bruke.

5-årige statsobligasjoner			
		År	
Måned		2021	2022
	1	0,677	1,733
	2	0,828	2,015
	3	1,019	2,241
	4	0,971	2,665
	5	1,032	2,681
	6	1,121	3,003
	7	0,978	2,789
	8	1,012	3,011
	9	1,202	3,328
	10	1,528	3,524
	11	1,54	3,273
	12	1,452	2,956
<b>Gjennomsnitt</b>		1,11333333	2,76825

Tabell 31: 5-årige statsobligasjoner

## 6.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie defineres som differansen mellom forventet avkastning til aksjemarkedet og risikofri rente. Ettersom de fleste investorer er risikoaverse, vil de kreve høyere avkastning for å investere i et prosjekt med høyere risiko enn risikofri rente. Risikopremien vil variere over tid, og på kort sikt påvirkes av rentenivåene. I perioder med både høye renter og optimisme, vil investorene være mindre risikoaverse og dermed vil risikopremien avta. Motsatt vil lavere renter sannsynligvis medføre høyere risikopremier.

Det er ingen som med sikkerhet kan si hva risikopremien i aksjemarkedet er, og som nevnt varierer den over tid. I en undersøkelse gjort av PwC og Norske Finansanalytikerens Forening legges det likevel til grunn en median for markedets risikopremie på **5%** (PwC, 2021). Å sammenligne det totale norske aksjemarkedet med eiendomsmarkedet kan sees på som en

forenkling. Likevel ser vi på eiendom som en stabil aktivaklasse og vi vil derfor benytte markedets risikopremie på 5 % i videre analyser.

### 6.3 Beta

For å måle en aksjes markedsrisiko, blir ofte aksjens beta brukt. Aksjens markedsrisiko omhandler risiko som en investor ikke kan redusere med ytterligere diversifisering. Vi tenker her på diversifisering gjennom aksjer, siden man fremdeles vil kunne redusere risikoen ved å investere i andre investeringsklasser som for eksempel obligasjoner. Beta er et kvantitativt mål

$$\beta = \frac{\text{Kovarians mellom aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

på hvor stor grad en aksje varierer i takt med markedet. Formelen på beta er som følger:

Av formelen ser man at en høy kovarians mellom aksjen og markedsporteføljen medfører en høyere beta, som igjen vil si at aksjen bærer mer markedsrisiko. En høyere varians i markedsporteføljen derimot, som i formelen er plassert under brøkstreken, vil redusere verdien på beta.

Hvis en aksje har en beta på over 1, vil det si at aksjen varierer i større grad enn markedet. På samme måte vil en aksje med beta under 1 variere mindre enn markedet. Markedsporteføljen som er et snitt av aksjene i markedet, har naturligvis en beta på 1.

Det første som må gjøres når aksjens beta skal utregnes er å definere hva som er å regne som markedsporteføljen. En markedsportefølje skal gjengi svingningene til et helt marked, så det blir dermed praktisk å bruke en markedsindeks, eller en børs. Som forklart tidligere, er Entra et børsnotert selskap som kun driver virksomhet i det norske eiendomsmarkedet. På den måten vil det være hensiktsmessig å bruke en indeks av det norske aksjemarkedet som den relevante markedsporteføljen. Dette siden en slik indeks vil vise til utviklingen hos andre norske børsnoterte selskaper som Entra kan sammenlignes med. Etersom de aktuelle konkurrentene i denne verdsettelsen er listet på svensk børs, ser vi det som lite hensiktsmessig å gjøre en sammenligning av konkurrenter på tvers av børsene. På bakgrunn av dette, tar vi utgangspunkt i Oslo Børs som markedsporteføljen i utregningen av betaen til Entra.

For å regne ut betaen til Entra, er det hentet data fra Yahoo Finance. Her finner man både tall på utviklingen til Entras aksje, samt utviklingen til Oslo Børs. Videre er dataen importert til Excel



der periodevis avkastning for både aksjen og børsen er utregnet. Til slutt brukes de periodevise avkastningene til å regne ut kovariansen mellom aksjen og Oslo børs, samt variansen til Oslo børs. Når disse tallene er funnet, kan aksjens beta regnes ut.

Siden verdsettingen vår tar utgangspunkt i regnskapstall fra de siste fem årene, vil vi også bruke aksjenoteringer fra de siste fem årene. Disse noteringene er hentet inn på månedlig basis, som vil si at vi kun bruker én notering fra hver måned. Dette gir oss 59 observasjoner som bør være tilstrekkelig for å få fram variasjon i dataen. På grunnlag av disse tallene regner vi ut en kovarians på 0,0026065, mens Oslo børs har en varians på 0,0023356. Ved å sette disse tallene inn i formelen, finner vi aksjens beta.

$$b_{EK} = \frac{0,0026065}{0,0023356} = 1,12$$

Vi får altså en beta på 1,12. Det betyr at når hovedindeksen til Oslo Børs stiger med 1 %, vil aksjen til Entra stige med 1,12%. Med andre ord vil aksjen variere noenlunde i takt med markedet generelt, dog noe høyere risiko er å regne med. For å si noe om validiteten til dette tallet, kan vi se litt nærmere på utviklingen til aksjen og børsen. Dette gjøres ved å normalisere avkastningene på en bestemt dato, for så å se på de forskjellige utviklingene fra dette punktet.

Man kan også argumentere for at de 59 observasjonene som er brukt ovenfor er for få til å få et realistisk tall på beta. Av den grunn har vi også regnet ut beta med utgangspunkt i månedlige noteringer fra hele Entrass levetid som børsnotert selskap. Det vil si at vi nå har inkludert data fra helt tilbake til slutten av 2014. Dette medfører at vi nå har 99 observasjoner sammenlignet med de 59 vi tidligere hadde. Fordelen med denne metoden er nettopp at vi får flere datapunkter. Ulempen derimot, kan være at vi inkluderer eldre data som ikke representerer dagens selskap i like stor grad. Betaen vi finner med denne fremgangsmåten er 0,9846, som igjen er nærme markedet generelt, men denne gangen på andre siden av 1-tallet. I motsetning til da vi kun brukte data fra de siste 5 årene, vil det nå tyde på at aksjen til Entra varierer i mindre grad enn markedet generelt.

Oppsummert kan vi si at betaen til Entra tidligere var omtrent 1, mens vi ser at utviklingen de siste årene tilsier at den er noe over 1. Siden vår verdsettelse skal ta utgangspunkt i data fra de siste fem årene, kan vi benytte oss av betaen som er kalkulert med månedlige tall fra de fem siste

årene, altså **1,12**. Det må også avslutningsvis nevnes at vi har kommet fram til betaen ved å utelukkende basere oss på historiske tall. Selv om tendensen til Entra hittil har vært slik, vil vi ikke ha noen garanti for at betaen vil fortsette å forbli på dette nivået i årene som kommer. Likevel har vi valgt å basere oss på denne betaen da det i vårt tilfelle ikke var relevant å benytte oss av andre fremgangsmåter slik som eksempelvis en bransjebeta.

#### 6.4 Avkastningskrav til Egenkapitalen (CAPM)

Nå som markedets risikopremie og aksjens beta er beregnet, kan vi benytte oss av kapitalverdimodellen (CAPM – Capital asset pricing model) for å finne avkastningskravet til egenkapitalen:

$$r_E = r_f + b(r_M - r_f)$$

Innsatt gir dette oss et avkastningskrav til egenkapitalen på 8,69 % prosent:

$$r_E = 0,03089 + 1,12 * 0,05$$

$$r_E = 8,69 \%$$

#### 6.5 Gjeldskostnad

For å kunne beregne WACC, er vi også nødt til å beregne gjeldskostnaden. Gjeldskostnaden er den effektive renten selskapet betaler på gjelden sin. For å finne gjeldskostnaden vil vi benytte selskapets gjennomsnittlige effektive rentekostnad for 2022, som er 3,83% (Entra, 2023). Som vi har diskutert tidligere, ser vi likevel for oss høyere renter i tiden fremover, men på grunn av eiendomsbransjens gode evne til å skaffe gode finansieringsbetingelser, vil vi legge til grunn den gjeldende gjeldskostnaden på 3,83 %.

## 6.6 Egenkapitalandel og gjeldsandel

Egenkapitalandel og gjeldsandel har vi allerede beregnet som en del av regnskapsanalysen. For 2022 kom vi frem til en egenkapitalandel på 39 %, som følgelig betyr at gjeldsandelen må være 61 %.

## 6.7 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

Vi har nå kommet frem til beregningen av det gjennomsnittlig vektete avkastningskravet for selskapet (WACC). Avkastningskravet kan også beskrives som kostnaden ved å holde egenkapital og gjeld. Kostnaden ved egenkapitalen har vi beregnet til 8,69 %, som igjen ganges med egenkapitalandelen. Kostnaden av gjeld tar på sin side utgangspunkt i påløpte finanskostnader i forhold til total gjeld, og ganges med gjeldsandelen. Kostnaden av gjeld må igjen ganges med én minus skattesatsen, ettersom selskap får fradrag for sine finanskostnader.

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

$$WACC = 39 \% * 0,0869 + 61 \% * 0,0383 * (1 - 0,22) = 5,21 \%$$

Avkastningskravet på 5,21% vil videre benyttes for å beregne terminalleddet for Entras frie kontantstrømmer fremover i tid.

## 6.8 Terminalledd

Videre vil vi estimere frie kontantstrømmer fem år frem i tid. Likevel forutsetter vi også at Entra vil få kontantstrømmer inn også i årene etter. Disse kontantstrømmene ønsker vi å estimere og så neddiskontere tilbake til nåtid. Likevel er det slik at jo lenger frem i tid vi ønsker å estimere, jo mer usikre blir estimatene. Med utgangspunkt i regnskapsanalysen som går fem år tilbake i tid, vil vi derfor forutsette at den frie kontantstrømmen i 2027 vil vokse jevnt inn i det uendelige. Dette er en nødvendig forutsetning, men også en realistisk forutsetning med tanke på at eiendom har vist seg å være en stabil aktivaklasse i flere tiår.

For å beregne nåverdien av den uendelige vekstrekken med konstant vekst velger vi å benytte oss av Gordons formel. Vekstfaktoren  $g$  skal her reflektere Entras forventede vekst inn i overskuelig fremtid, og skal dermed også inneholde elementer av både inflasjon og vekst. Som vi konkluderte med under den strategiske analysen, har vi tro på at Entra vil beholde sin posisjon som en viktig aktør i utleiemarkedet for kontorlokaler. Særlig på grunn av et lavt tilbud, lojale kunder og økt etterspørsel etter sentrale og bærekraftige bygg. Samtidig vil økte renter, dårligere tilgang på finansiering og høy inflasjon være med på å dempe veksten. Vi velger derfor å sette vekstfaktoren  $g$  på et moderat nivå, og følgelig lik Norges Banks inflasjonsmål på 2% (Norges Bank, 2022).

Når vi skal beregne nåverdien av en uendelig vekstrekke velger vi som nevnt å benytte oss av Gordons formel:

$$Terminalverdi = \frac{CF}{(r - g)}$$

CF = Estimert fri kontantstrøm i 2027

$r$  = WACC

$g$  = Vekstfaktor

Dette gir oss følgende terminalverdi:

$$Terminalverdi = \frac{1983}{(5,21\% - 2\%)} = 61\,790\,000\,000$$

## 7 Sammensetning fundamental verdsettelse

For å fullføre den fundamentale verdsettelsen har vi valgt å se på de frie kontantstrømmene for de neste fem årene for å komme frem til et kursmål på Entra ASA. Her er fremgangsmåten å finne nåverdien av selskapets egenkapital ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer og legge til terminalleddet, for så å trekke fra rentebærende gjeld for å finne markedsverdien. Videre dividerer vi markedsverdien av egenkapitalen med antall utestående aksjer for å finne hva vi kommer frem til bør være pris per aksje, og ser da om vår analyse viser om aksjen er overvurdert eller undervurdert i forhold til dagens markedspris.

Tall i millioner NOK

År	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Fremtidig frie kontantstrømmer	946	2768	2023	1919	1872	1983
Terminalledd						61790
WACC	5,21%					
Vekstfaktor (g)	2%					
Nåverdi	57106					
Rentebærende gjeld	-40578					
Verdi Egenkapital	16528					
Antall utestående aksjer	181,2					
<b>Kursmål (NOK/Aksje)</b>	<b>91</b>					

Tabell 32: Kursmål fundamental verdsettelse

Våre beregninger gir oss et kursmål på 91 kr per aksje. Sett opp mot aksjekursen 31.12.2022 på 106 kr ser vi her en nedside på 16,48% i den fundamentale verdsettelsen. Dette er et stykke under markedsprisen, og det kan vise en svakhet i våre antakelser siden vi benytter oss av offentlig informasjon. Dette er informasjon som allerede er kjent for markedet og burde vært priset inn. Derimot er våre estimater sterkt påvirket av en usikker fremtid i rentenivå. I tillegg mener vi Entras store gjeldsandel i forhold til de komparative selskapene har stor påvirkning på aksjekursen. Økning i rentenivå vil bidra til flere nedskrivninger av eiendom, som igjen fører til en økt netto yield. Som vi har vært inne på kan netto yield anses som et avkastningskrav for næringsseiendom, og en økt netto yield vil dermed øke risikoen for Entra.

## 8 Markedsbasert verdsettelse

Den markedsbaserte verdsettelsen har til hensikt å verdsette Entra mot lignende selskaper i markedet. For å gjennomføre dette vil vi benytte oss av multiplene P/E, P/B, P/KVM og EV/EBIT. Dette er multipler som vi mener er relevante for å forklare et selskaps konkurransevne i bransjen. Hensikten med denne verdsettelsesmetoden er å sammenligne selskapets forholdstall med bransjen, for å se om Entra er underpriset eller overpriset sammenlignet med sammenlignbare selskaper. For å skape en så oppdatert verdsettelse som overhodet mulig har vi valgt å beregne multiplene med utgangspunkt i selskapenes aksjekurs og verdier per 22.03.2022.

I denne analysen har vi valgt å benytte oss av konkurrentene vi har nevnt tidligere, nemlig Castellum, Fabege og Hufvudstaden. Norwegian Property er utelatt da de ikke er børsnotert. En

svakhet ved en multippelanalyse er at det er vanskelig å finne selskaper som er direkte sammenlignbare med selskapet vi ønsker å verdsette. Ettersom de valgte konkurrentene er svenske, kan det føre til dårligere multipler ettersom norske og svenske selskaper ikke er utsatt for nøyaktig samme makroforhold. I den strategiske analysen påpekte vi for eksempel at det svenske eiendomsmarkedet er enda mer utsatt for rentehevinger i tiden fremover på grunn av høy eksponering til obligasjonsmarkedet. I tillegg er det også naturlig å anta at selskapene er i ulike utviklingsstadier. Selv om vi har prøvd å finne de selskapene som er mest sammenlignbare med Entra, vil forskjellige makroforhold og utviklingsstadier likevel kunne føre til at analysen er mangelfull.

## 8.2 P/S

P/S er en forkortelse for «Price-to-sales», og viser forholdet mellom et selskaps markedsverdi og salg. Tallet kan dermed også forklares som hvor mye markedet er villig til å betale for én krone av selskapets salg. En høy P/S i forhold til konkurrentene vil dermed kunne bety at selskapet er overpriset. På en annen side kan en relativt høy P/S også bety at markedet ser for seg at selskapet vil tjene mer enn konkurrentene i fremtiden, og derfor er villige til å betale mer for aksjen. En lav P/E vil motsatt kunne bety at selskapet er underpriset sammenlignet med konkurrentene, eller at markedet har priset inn svakere inntjening i fremtiden. Vi har valgt en sammenligning av P/S og ikke en P/E fordi Entrás resultat for 2022 er negativt, og dermed gir et upraktisk forholdstall. En ulempe med en P/S er at det ikke sier noe om selskapets evne til å skape overskudd.

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Driftsinntekt}}$$

Tall i millioner NOK				
	Entra	Castellum	Fabege	Hufvudstaden
Aksjepris (per 31.12.22)	106	126	89	148
Utestående aksjer (i millioner)	182	346	331	203
Markedsverdi EK	19 748	43 596	29 459	30 044
Driftsinntekt	3 158	8 996	3 032	2 746
Driftsinntekt per aksje	17	26	9	14
P/S	6,11	4,85	9,72	10,94
Gjennomsnittlig P/S	7,90			
Estimert pris Entra	<b>137</b>			

Tabell 33: "Price-to-sales"

Av sammenligningen ser vi at Entra har en av de laveste P/S-ene i markedet. Dette kan indikere at selskapet er underpriset sammenlignet med de valgte konkurrentene. Prisestimatet ut ifra bransjegjennomsnittet tilsier en rettferdig aksjepris på 137 kroner, noe som er godt over aksjekursen per verdsettelsestidspunktet 31.12.2022. Sett alene sier likevel ikke dette tallet oss veldig mye, og en bør derfor også gjøre en vurdering av andre multipler.

## 8.2 P/B

P/B er en forkortelse for «Price-to-book», og viser forholdet mellom et selskaps markedsverdi og bokførte egenkapital. Dersom man skulle likvidert selskapet, er P/B et mål på hvor mye aksjonærene ville sittet igjen med.

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

Tall i millioner NOK				
	Entra	Castellum	Fabege	Hufvudstaden
Aksjepris (per 31.12.22)	106	126	89	148
Utestående aksjer (i millioner)	182	346	331	203
Markedsverdi EK	19 748	43 596	29 459	30 044
Bokført EK	31 671	78 983	45 514	31 262
Bokført EK per aksje	174	228	138	154
P/B	0,62	0,55	0,65	0,96
Gjennomsnittlig P/B	0,70			
Estimert pris Entra	<b>121</b>			

Tabell 34: "Price-to-book"

For P/B finner vi et snitt for bransjen på 0,7, fratrukket Norwegian Property. Et gjennomsnittlig P/B godt under 1 kan tyde på at markedet har underpriset selskapenes verdier. På en annen side kan det også bety at markedet forventer at verdiene vil reduseres noe på sikt, noe som understrekes av våre tidligere vurderinger om fremtidige verdinedganger på eiendom. Videre kan vi merke oss at en prisberegning ut ifra P/B gir en noe høyere aksjepris enn faktisk aksjepris (20%) per 31.12.2022.

### 8.3 Pris / KVM

Pris / KVM forteller noe om forholdet mellom et selskaps markedsverdi og antall kvadratmeter i eiendomsporteføljen. Siden utleie av kontorlokaler er den sentrale virksomheten for både Entra og de komparative selskapene, ser vi det som hensiktsmessig å sammenligne verdien av selskapene i forhold til antall kvadratmeter i eiendomsporteføljen, inkludert eiendommer under utvikling, per 31.12.2022.

Formelen er som følger:

$$\frac{P}{KVM} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Rapportert kvm i portefølje}}$$

Tall i millioner NOK				
	Entra	Castellum	Fabege	Hufvudstaden
Aksjepris (per 31.12.22)	106	126	89	148
Utestående aksjer (i millioner)	182	346	331	203
Markedsverdi EK	19 748	43 596	29 459	30 044
Antall kvadratmeter i portefølje	1 400	5 696	1 290	387
Kvadratmeter per aksje	8	16	4	2
P/KVM	14,1	7,7	22,8	77,6
Gjennomsnittlig P/KVM	30,6			
Gjennomsnittlig P/KVM justert	14,9			
Estimert pris Entra	<b>114</b>			

Tabell 35: Pris per KVM

Fra multipel Pris / KVM ser vi at det er en stor spredning i tallene. Variasjonene i multiplene kan i stor grad forklares av beliggenheten og kvalitet på eiendommene. Hufvudstaden har for utelukkende næringseiendom i de mest eksklusive områdene i Stockholm og Gøteborg, imens for eksempel både Entra, Castellum og Fabeges portefølje i større grad er spredd over flere geografiske områder og næringer. Av denne grunn har vi valgt å se bort i fra Hufvudstaden i beregningen av estimert pris. Forskjellene i multipellen kan også sees i sammenheng med netto yield, som vi har vært inne på tidligere, der selskapene med de mest attraktive eiendommene ofte også har en lavere yield. Ut ifra et bransjegjennomsnitt på 14,9 har vi fått en estimert aksjepris på 114kr, som tilsier en svak økning i pris per verdsettelsestidspunktet.



## 8.4 Konklusjon markedsbasert verdsettelse

Som vi ser gjennom den markedsbaserte verdsettelsen, er det en relativt stor spredning i de ulike multiplene vi har satt opp mot hverandre. Dette understreker vår tidligere påstand om at multipler sjeldent bør tolkes alene. Vi har valgt å vekte P/SQM høyest med 60% da vi mener denne multippelen er mest relevant for bransjen. Pris/Bok og Pris/Salg er dermed vektet 20% hver. Sammenlagt gir den markedsbaserte verdsettelsen et kursmål på **120kr**, noe som er 13 % over kursen per 31.12.22.

Tall i millioner NOK	
Multiplene	Estimert pris
P/S	137
P/B	121
P/KVM	114
<b>Snitt</b>	<b>120</b>

Tabell 36: Kursmål markedsbasert verdsettelse

## 9 Dividendemodellen

I denne delen av oppgaven skal vi bruke dividendemodellen til å komme fram til en tredje aksjekurs. Dividendemodellen er en noe forenklet modell som kommer fram til dagens aksjekurs ved å se på utviklingen i selskapets utbytter. Modellen baserer seg på Gordons formel for uendelig vekst ved utregningen. Modellen er dermed forenklet siden den forutsetter en konstant vekst,  $g$ , på utbyttene for hvert år. Modellen kan skrives slik:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{WACC - g}$$

$$P_0 = \text{dagens aksjekurs}$$

$$DIV_1 = \text{Neste års forventet utbytte}$$

$$WACC = \text{Weighted Average Cost of Capital/Avkastningskravet}$$

$$g = \text{vekstraten for utbyttene}$$

Fra tidligere i oppgaven har vi allerede kommet fram til et avkastningskrav på 5,21%. Dermed mangler vi bare å finne forventet utbytte og regne oss fram til utbyttenes vekstrate. Entra

utbetalte i 2022 et utbytte på 5,10kr per aksje ifølge deres årsrapport for 2022 (Entra, 2023). Dette er det samme som de betalte i 2021, som vil si at utbyttene ikke økte noe i 2022. De tre foregående årene derimot, hadde utbyttene en årlig vekst på 4% mens økningen i 2018 var på hele 10%. Som disse tallen viser, ser det ikke ut til at Entra har fastsatt noen fast vekstrate for deres utbytter enda. Vi vil derfor regne ut vekstraten på egenhånd.

Formelen for vekstraten er definert som:

$$g = \text{plowback ratio} * ROE$$

*Plowback ratio*, som på norsk kan oversettes til tilbakeholdt overskudd, er den delen av overskuddet som selskapet ikke betaler som utbytte, og dermed reinvesterer. Dette tallet finnes dermed ved å regne ut andelen av EPS som ikke er utbetalt som utbytte. Entra hadde i 2022 et underskudd som også medfører en negativ EPS for 2022. Derfor kan vi ikke utelukkende bruke tallene for 2022 i utregningen av tilbakeholdt underskudd siden vi ville fått et negativt tall. Vi vil av den grunn bruke et snitt for de fem foregående årene for EPS.

År	2022	2021	2020	2019	2018
EPS	-3,41	27,68	30,00	16,00	14,00

Gjennomsnittlig EPS  
16,85

Tabell 37: Gjennomsnittlig EPS

År	2022	2021	2020	2019	2018
Utbytte	5,1	5,1	4,9	4,7	4,5

Gjennomsnittlig Utbytte  
4,86

Tabell 38: Gjennomsnittlig utbytte

Vi finner da at gjennomsnittlig EPS de siste fem årene har vært 16,85, mens utbyttene i gjennomsnitt har vært 4,86. Vi finner dermed et gjennomsnittlig tilbakeholdt overskudd på 0,7116, eller 71,16%:

$$\frac{16,85 - 4,86}{16,85} = 0,7116$$

Entras underskudd i 2022 medfører at ROE (Egenkapitalrentabiliteten) også blir negativ for 2022. Vi tar dermed også et gjennomsnitt av de fem siste årenes egenkapitalrentabilitet som er beregnet tidligere.

År	2022	2021	2020	2019	2018
Egenkapitalrentabilitet	-1,74 %	17,12 %	21,21 %	13,79 %	13,27 %

Gjennomsnittlig Egenkapitalrentabilitet  
12,73 %

Tabell 39: Gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet

Vi kan nå sette inn i formelen for vekstraten:

$$g = 0,7116 * 0,1273 = 9,06\%$$

Vi har dermed en vekstrate på utbyttene tilsvarende 9,06%, noe som er en veldig høy vekstrate. Dette tallet er i tillegg større enn vårt avkastningskrav som vi tidligere har funnet til å være 5,21%. Vi må derfor kraftig nedjustere vekstraten for å få en mer realistisk vekst som det er mulig å benytte i utregningen. Vi setter dermed veksten lik 2% slik den var i den fundamentale verdsettelsen. Videre antar vi også at utbyttene ikke kommer til å øke noe i 2023, slik at utbyttet forblir på 5,1kr. Dette antar vi siden vi ikke ser for oss en forbedring i resultatet på kort sikt.

$$P_0 = \frac{5,1}{5,21-2\%} = 158,88$$

Entra var ved utgangen av 2022 verdsatt til 106 kr. Dette vil si at aksjen ifølge vår dividendemodell er underpriset med  $(158,88-106/106) = 49,89\%$ . Grunnet den kraftige nedjusteringen av vekstfaktoren, det store avviket fra den faktiske aksjekursen samt modellens omfattende forenklinger, velger vi å tildele dividendmodellen liten vekt i den totale vurderingen.

## 10 Sensitivitetsanalyse og diskusjon

Den fundamentale verdsettelsen av Entra ASA ga oss et estimert kursmål på 91 kroner, som lå under den observerte markedsverdien 31.12.2022. Fra dividendemodellen derimot, fikk vi et kursmål på 158,88. Beregningen av disse verdiene er virkeliggjort med et vektet avkastningskrav på 5,21% og en vekstfaktor i henhold til inflasjonsmålet på 2%. Da det foreligger usikkerhet knyttet til den beregnede verdien, ønsker vi å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å se hvordan verdiestimatet endres ved å forandre enkelte variabler. Variablene vi har valgt å endre for å gjennomføre sensitivitetsanalysen vår er WACC, altså avkastningskravet, vekstfaktoren, den risikofrie renten og betaen.

### 10.1 WACC og vekstfaktor

Endringer i WACC eller vekstfaktoren vil begge ha direkte påvirkning på aksjekursen til Entra. WACC brukes som avkastningskravet og vil dermed påvirke nåverdien av alle aksjens

kontantstrømmer. En høyere verdi for WACC vil medføre lavere aksjekurs siden kontantstrømmene vil bli kraftigere diskontert, og vice versa. På den måten vil den økte risikoen gi et høyere avkastningskrav som kan påvirke aksjens kurs. I tillegg vil et høyere avkastningskrav redusere terminalverdien siden den har positivt fortegn i nevneren i formelen. Vi forventer dermed at sensitivitetsanalysen vår vil vise en lavere aksjekurs når vi øker verdien for WACC.

Vekstfaktoren på sin side vil ha motsatt effekt i forhold til avkastningskravet. En høyere vekstfaktor vil øke terminalverdien, og dermed også aksjekursen. Vekstfaktoren sier noe om hvor mye kontantstrømmene utover vår tidshorison vil øke i prosent hvert år. Jo høyere terminalverdien er i forhold til de øvrige kontantstrømmene, desto mer sensitiv for endringer i vekstfaktoren vil aksjekursen være. Med tanke på at vår analyse kun baserer seg på fem kontantstrømmer før terminalverdien, vil naturligvis terminalverdien tilsvare en vesentlig del av aksjekursens verdi. Det er imidlertid viktig å merke seg at vekstfaktoren har en begrensning. Som vi har sett tidligere i formelen til terminalverdien, regnes den ut ved å trekke vekstfaktoren fra avkastningskravet i nevneren. Dette medfører at vekstfaktoren er nødt til å ha en lavere verdi enn avkastningskravet. Har vekstfaktoren samme verdi som avkastningskravet, vil vi få null i nevneren, og utregningen av kursen vil ikke være mulig å gjennomføre. En vekstfaktor over avkastningskravet vil medføre negativt tall i nevneren, og dermed medføre at terminalverdien har negativt utslag på aksjekursen. Vi har dermed valgt noen tall under og noen tall over 2% og ser til at den holder seg under avkastningskravet til enhver tid.

		Vekstfaktor				
		1,5 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %
WACC	4 %	187	227	277	341	426
	4,40 %	131	160	195	237	291
	4,80 %	89	111	136	166	203
	5,21 %	55	72	91	113	139
	5,60 %	29	42	57	75	95
	6 %	7	18	30	44	59

Tabell 40: Sensitivitetsanalyse WACC og vekstfaktor

Som vi ser av tabellen, øker aksjekursen kraftig når vi øker vekstfaktoren. Vi ser også at en økning i avkastningskravet vil kraftig redusere kursen. Hvis vi holder vekstfaktoren konstant og kun øker avkastningskravet fra 5,21% til 6%, går kursen fra 91 kr helt ned til 30 kr.

## 10.2 Risikofri rente og beta

Risikofri rente og aksjens beta er også estimater som vil ha utslag på aksjekursen. I motsetning til avkastningskravet og vekstfaktoren som vi allerede har sett på, vil utslagene fra den risikofrie renten og betaen være litt mer indirekte. Disse to faktorene er begge med på å bestemme egenkapitalkravet, som derigjennom påvirker det totale avkastningskravet. Vi vet fra formelen til egenkapitalkravet at en økning i både den risikofrie renten og betaen vil ha et positivt utslag på egenkapitalkravet, altså gi det en høyere verdi. Dette vil resultere i en høyere verdi på WACC, altså vårt avkastningskrav. Denne økningen i avkastningskravet vil medføre en lavere aksjekurs, da det er mer risiko involvert.

I hvilken grad egenkapitalkravet påvirker det samlede avkastningskravet avhenger av hvor stor andel av kapitalen som er egenkapital. Som vi har sett tidligere i oppgaven, hadde Entra ved utgangen av 2022 en egenkapitalandel på 39%. Dermed vil Entras aksjekurs være mindre sensitiv for endringer i den risikofrie renten og betaen enn den ville vært med for eksempel en egenkapitalandel på 50%.

Det kan også forklares intuitivt hvorfor en økning i risikofri rente og beta vil redusere aksjekursen. En økning i den risikofrie renten på sin side, vil naturligvis gjøre det mer attraktivt å investere risikofritt. Dermed vil man relativt sett få mindre betalt for å plassere penger i risikable investeringer. På den måten vil aksjekursen reduseres siden investorene ikke lenger er villige til å betale samme prisen som tidligere for den risikable aksjen. En økning i betaen vil ha ganske lik effekt som økningen i den risikofrie renten. Som vi vet, er betaen et mål for aksjens markedsrisiko. Dermed vil en økning i betaen tilsvare at aksjen bærer mer markedsrisiko. Denne økningen i risiko vil igjen resultere i en lavere aksjekurs siden investorer forventer å få betalt for å pådra seg mer risiko.

		Risikofri rente					
		2,50 %	2,75 %	3,09 %	3,25 %	3,50 %	4 %
Beta	0,5	340	311	276	261	240	202
	0,75	220	202	180	170	156	130
	1	143	130	115	108	98	79
	1,12	114	104	91	85	76	60
	1,3	79	71	60	56	48	35
	1,5	48	42	33	29	23	12

Tabell 41: Sensitivitetsanalyse beta og risikofri rente

Vi ser av tabellen at økning i den risikofrie renten og betaen begge vil drive Entras aksjekurs ned. Tabellen gjør det også tydelig at selv en liten endring i beta vil påvirke kursen ganske kraftig.

## 11 Konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å estimere en verdi på egenkapitalen til Entra ASA per 31.12.2022 ved å gjennomføre en fundamental verdsettelse.

Med utgangspunkt i en strategisk analyse av Entra og deres bransje har vi identifisert selskapets strategiske fortrinn og satsingsområder. Disse funnene bygget vi videre på i våre antakelser om fremtidig vekst. Dette bruker vi for å estimere fremtidige frie kontantstrømmer, for så å gjennomføre en fundamental verdsettelse ved bruk av DCF-analyse for å komme frem til dagens kursmål. For å få et annet perspektiv på dette har vi i tillegg gjennomført en markedsbasert verdsettelse ved bruk av multipler samt en dividendmodell.

Vår fundamentale verdsettelse ga oss en markedsverdi på egenkapitalen tilsvarende 16,5 milliarder kroner, noe som delt på antall aksjer, tilsvarer en aksjeverdi på 91 kr. Den 31.12.2022 medfører vår verdsettelse en nedside i aksjeverdi på 16,48%.

Vår markedsbaserte verdsettelse ga oss et kursmål på 120 kr per aksje. Dette ga oss en oppside på 13,21%. Den dividendbaserte verdsettelsen ga på sin side et kursmål på 159 kr per aksje, som tilsvarer en oppside på 50%.

Ettersom den fundamentale verdsettelsen bygger på et større datagrunnlag og er faglig fundamentert, anser vi den som mest tungtveiende verdsettelsen. Samtidig er den markedsbaserte verdsettelsen fri for antakelser fra vår side, og er en direkte sammenlikning med bransjen, slik at den har en viss vekt den også. Vi velger dermed å vekte den fundamentale verdsettelsen med 60% og den markedsbaserte verdsettelsen med 40%. Vi velger altså å ikke legge vekt på dividendmodellen da vi mener den bygger på for grove forutsetninger, og i tillegg ga et usannsynlig svar i forhold til de andre estimatene vi fant. Vårt vektete kursmål blir dermed på 103 kr per aksje. Vi ser da en nedside på 2,91% og vi konkluderer med en svak salgsanbefaling.

## 12 Kritikk

I vår verdsettelse av Entra ASA har vår hovedkilde til data vært selskapets årsrapporter og disse har blitt anvendt ved bruk av teoretiske forankrede analyser. Selv om teorien kan holde mål, har vi i prosessen foretatt faglig skjønn i flere tilfeller. Som studenter under utdanning må vi dermed anerkjenne hvordan usikkerhet ved verden og egne tolkninger kan føre til feil i vår konklusjon.

Særlig vil vårt utvalg av konkurrenter kunne spille inn. Store deler av vår analyse er basert på en sammenligning av Entra og det vi har valgt ut som relevante konkurrenter. På grunn av mangel på rene utleieselskaper med en relevant størrelse basert i Norge, har vi primært valgt å benytte svenske selskaper i sammenligningen. Selskaper i ulike land vil blant annet kunne påvirkes av ulike regnskapsprinsipper, forskjellige markedsforhold og ulike eiendomsporteføljer. Mangelen på direkte konkurrenter i sammenligningen kan derfor sees på som en svakhet i verdsettelsen.

Valget vårt av avkastningskrav vil også kunne kritiseres. Vi har basert vår risikofrie rente på bakgrunn av en rapport fra PwC og Norske Finansanalytikerens Forening der en majoritet av respondentene rapporterte at 10-årige statsobligasjoner burde benyttes som risikofri rente. Vi valgte å benytte en 5-årig rente på statsobligasjoner. Likevel eksisterer det også argumenter for å velge andre mål for risikofri rente, som igjen vil gi et stort utslag på avkastningskravet.

Videre har vi valgt å utdype verdsettelsen videre ved å inkludere flere metoder. Å inkludere flere metoder fører ikke nødvendigvis til en mer sikker verdsettelse, men det kan inkludere andre faktorer som kan bygge opp under svakheter til de andre metodene. Vektingen av verdsettelsesmetodene er til syvende og sist en subjektiv vurdering, og er noe som også kunne blitt vurdert annerledes.

Vi vil også påpeke at oppgaven kan være preget av en bekreftelsesfelle, ettersom vi har hatt kunnskap om utviklingen i aksjeverdien gjennom oppgaveskrivingen. Konsekvensen av dette kan føre til en tendens til å søke etter, tolke og favorisere informasjon og innhold på en måte som fører oss mot den faktiske verdien, i stedet for å utfordre oss selv med analyser hvor vi kritisk utfordrer markedsverdien, og finner ut om selskapet var priset feil ved verdsettelsestidspunktet.

Til slutt er det også viktig å stille spørsmål ved usikkerheten som følger med vår estimeringsperiode og videre vekst. Det er ikke ideelt å benytte historiske data fra fem år til å se

fremover fem år, hovedsakelig på grunn av at historisk utvikling ikke kan si noe om fremtidig vekst, men også fordi det er et tynt grunnlag å estimere fremover på. Samtidig vil store deler av verdsettelsen komme av terminalleddet, slik at betydningen av veksten blir forholdsvis stor. Særlig med tanke på en stor usikkerhet i verdensøkonomien, er en stabil vekst på ingen måte gitt.



## Litteraturliste

- Andersson, A. (2022, August 11). *Swedbank*. Hentet fra Stormig obligationsmarknad för fastighetssektorn: [https://www.swedbank-aktiellt.se/2022/augusti/stormig\\_obligationsmarknad\\_for\\_fastighetssektorn.csp](https://www.swedbank-aktiellt.se/2022/augusti/stormig_obligationsmarknad_for_fastighetssektorn.csp)
- Barney, J. (1991). *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. Texas.
- Brun, T. A. (2019, Juni 6). *E24.no*. Hentet fra Entra vil avklare delprivatisering raskt: <https://e24.no/privatoekonomi/i/70jG4V/entra-vil-avklare-delprivatisering-raskt>
- Castellum. (2023). *Castellum.se*. Hentet fra Castellum Annual Report 2022: <https://storage.mfn.se/69d1c438-3577-48e0-a826-b27aa0c51960/castellum-annual-report-and-sustainability-report-2022-print.pdf>
- Christensen, J. O. (2021, Januar 28). *Statens arbeidsmiljøinstitutt*. Hentet fra Slik påvirker digitalisering og ny teknologi arbeidsmiljø og helse: <https://stami.no/slik-pavirker-digitalisering-og-ny-teknologi-arbeidsmiljo-og-helse/>
- Cicero. (2022). *Cicero*. Hentet fra CICERO Shades of Green - Second opinions: <https://pub.cicero.oslo.no/cicero-xmlui/handle/11250/2594071>
- DNB. (2022). *DNB*. Hentet fra Dndnaeringsmegling.no: <https://www.dnbnaringsmegling.no/no/>
- Due-Andresen, K. (2022, 26 September). *Dagens Næringsliv*. Hentet fra Boom i markedet for næringsbygg: <https://www.dn.no/eiendom/eiendom/naringseiendom/kontorleie/boom-i-markedet-for-kontorbygg/2-1-1307662>
- Entra. (2022, Desember 31). *Entra.no*. Hentet fra <https://entra.no/about>
- Entra. (2023). *Entra*. Hentet fra Annual Report 2022: <https://entra.no/storage/uploads/reports/164/entra-annual-report-2022-web.pdf>
- Fabege. (2023). *Fabege.se*. Hentet fra Febege Annual report 2022: [https://www.fabege.se/siteassets/investerare/arsredovisning/2022/fabege\\_annual\\_report\\_2022\\_index\\_eng.pdf](https://www.fabege.se/siteassets/investerare/arsredovisning/2022/fabege_annual_report_2022_index_eng.pdf)
- FHI. (2022, November 24). *FHI.no*. Hentet fra Befolkningen: <https://www.fhi.no/nettpub/hin/samfunn/befolkningen/>

- Fjeldstad, Ø., & Lunnan, R. (2022). *Strategi* (Vol. 3.utgave). Bergen: Fagbokforlaget.
- Hagen, M. (2016). *NorgesBank.no*. Hentet fra Norges Bank: [https://www.norges-bank.no/contentassets/093fda53ce45407aba78d88a97243e10/aktuell\\_kommentar\\_6\\_2016.pdf?v=03/09/2017123525](https://www.norges-bank.no/contentassets/093fda53ce45407aba78d88a97243e10/aktuell_kommentar_6_2016.pdf?v=03/09/2017123525)
- Hufvudstaden. (2023). *Hufvudstaden.se*. Hentet fra Hufvudstaden annual report 2022: <https://hufvudstaden.se/contentassets/21e1e13d3cc5486993b2033edae27691/hufvudstaden-annual-and-sustainability-report-2022.pdf>
- Ivarson, H. (2021, Februar 22). *Tungt.no*. Hentet fra Prosjekter for BREEAM-NOR-sertifisering økte med 26 prosent i fjor: [https://www.tungt.no/article/view/778360/prosjekter\\_for\\_breeamnorsertifisering\\_økte\\_med\\_26\\_prosent\\_i\\_fjor](https://www.tungt.no/article/view/778360/prosjekter_for_breeamnorsertifisering_økte_med_26_prosent_i_fjor)
- Malling & Co. (2022, Q4). Hentet fra Market report Winter 2022/2023: [https://2523116.fs1.hubspotusercontent-na1.net/hubfs/2523116/Rapporter/Rapporter%20Malling/Markedsrapport\\_Winter%2022\\_23\\_HR.pdf](https://2523116.fs1.hubspotusercontent-na1.net/hubfs/2523116/Rapporter/Rapporter%20Malling/Markedsrapport_Winter%2022_23_HR.pdf)
- Newsec. (2022, September 30). *Property Outlook*. Hentet fra [https://issuu.com/newsecadvisory/docs/npo\\_autumn2022\\_220920](https://issuu.com/newsecadvisory/docs/npo_autumn2022_220920)
- NHO. (2018, Januar 23). NHO vil ha like konkurransevilkår. Hentet fra <https://www.nho.no/tema/offentlig-sektor-og-naeringslivet/artikler/NHO-vil-ha-like-konkurransevilkar/>
- Norges Bank. (2022, Desember). *Pengepolitisk rapport 4.kvartal 2022*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/2022/ppr-42022/innhold/>
- Norsk Leietakerindeks. (2022). *Norsk Leietakerindeks*. Hentet fra <https://old.leietakerindeks.no/>
- Norwegian Property. (2022, Desember 31). *Norwegianproperty.no*. Hentet fra Norwegian Property Annual Report 2022: [https://www.norwegianproperty.no/wp-content/uploads/2023/02/2022.12.31\\_Interim\\_Report\\_4Q22-final.pdf](https://www.norwegianproperty.no/wp-content/uploads/2023/02/2022.12.31_Interim_Report_4Q22-final.pdf)

- Nystad, R. (2022, Desember 29). *Kapital*. Hentet fra Tilgang på kreditt blir avgjørende:  
[https://www.kapital.no/reportasjer/eiendom/2022/12/29/7969423/robert-nystad-union-tilgangen-pa-kreditt-blir-avgjorende-for-naeringseiendom-i-2023?zeph\\_r\\_sso\\_ott=TypT9t%20Nystad,%20finansiering](https://www.kapital.no/reportasjer/eiendom/2022/12/29/7969423/robert-nystad-union-tilgangen-pa-kreditt-blir-avgjorende-for-naeringseiendom-i-2023?zeph_r_sso_ott=TypT9t%20Nystad,%20finansiering)
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis valuation - credit analysis - performance evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Porter, M. (1979, April). How Competitive Forces Shape Strategy. *How Competitive Forces Shape Strategy*, ss. 1-3.
- Porter, M. (1980). *Competitive Strategy. Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York.
- Regjeringen. (2016). *Regjeringen.no*. Hentet fra Strategi for boligmarkedet:  
[https://www.regjeringen.no/contentassets/54821f1c3c4f488a8e64e32d155e2b79/strategi\\_for\\_boligmarkedet.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/54821f1c3c4f488a8e64e32d155e2b79/strategi_for_boligmarkedet.pdf)
- SSB. (2020, August 18). *SSB.no*. Hentet fra Voksende byer og aldrende bygder:  
<https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/voksende-byer-og-aldrende-bygder>
- Statistisk Sentralbyrå. (2022). *SSB.no*. Hentet fra <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/boligpriser-og-boligprisindekser/statistikk/leiemarkedsundersokelsen>
- Union. (2018, Oktober). *Union.no*. Hentet fra <https://union.no/analyse/fagartikler/markedspulskontorleiemarkedet>
- Wad, J. (2019, Juni 25). *Fremtidens Bygg*. Hentet fra Eiendomsbransjen er teknisk konservative:  
<https://www.fremtidensbygg.no/eiendomsbransjen-er-teknisk-konservative/>
- Yahoo. (2022, Desember 31). *Finance.yahoo.com*. Hentet fra  
<https://finance.yahoo.com/quote/ENTRA.OL/key-statistics/>

