

Ingrid Hernes  
Maria Kristina Kobbevik  
Mathilde Melby Elvebø  
Sara Hay Ulset  
Tirill Tjensvoll

## **Verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA**

Valuation of Olav Thon Eiendomsselskap ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2024



Ingrid Hernes  
Maria Kristina Kobbevik  
Mathilde Melby Elvebø  
Sara Hay Ulset  
Tirill Tjensvoll

## **Verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA**

Valuation of Olav Thon Eiendomsselskap ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2024

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



## Forord

Det er med stor stolthet at vi presenterer vår bacheloroppgave i finansiell styring. Oppgaven har gitt oss muligheten til å anvende kunnskapen vi har opparbeidet gjennom våre tre år ved NTNU Handelshøyskolen. Arbeidet med oppgaven har gitt oss innblikk i hvordan selskaper verdsettes i praksis og hvilke faktorer som er sentrale i en slik verdsettelsesprosess. Oppgaven har vært krevende da mange antakelser og forutsetninger har blitt lagt til grunn. Ergo har det vært viktig å stole på egen kunnskap og selvstendige vurderinger.

Vi har valgt eiendomsbransjen da dette er en spennende og betydningsfull bransje. Selskapet vi har analysert og verdsatt er Olav Thon Eiendomsselskap ASA, som er en innflytelsesrik markedsaktør med en lang historie.

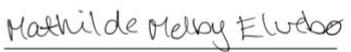
Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder Hans Marius Eikseth. Hans ekspertise og forklaringssevne har hjulpet oss med forståelsen for arbeidet vårt. Videre ønsker vi å takke hverandre for godt samarbeid.

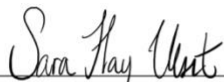
NTNU Handelshøyskolen Trondheim,

22. april 2024

  
Ingrid Hernes

  
Maria Kristina Kobbek

  
Mathilde Melby Elvebø

  
Sara Hay Ulset

  
Tirill Tjensvoll

## Sammendrag

Denne bacheloroppgaven er en verdsettelse og søker å besvare problemstillingen: «*Hva er Olav Thon Eiendomsselskap ASA verdt per 31.12.2023*»

Det er benyttet ulike analyser til å utforske problemstillingen, herunder en strategisk analyse, finansiell analyse og en regnskapsanalyse. Den strategiske analysen består av VRIO for intern analyse, og PESTEL og Porters femfaktormodell for ekstern analyse. Funnene oppsummeres i en SWOT-analyse. Selskapet opererer i en bransje som for øyeblikket er påvirket av økte renter, høy inflasjon samt endrede forbruksvaner. Likevel har bransjen historisk sett vist seg å være lønnsom på lang sikt. Funnene i den strategiske analysen har vært med på å farge beslutningene gjort i den finansielle analysen og prognosene av fremtidige kontantstrømmer.

I regnskapsanalysen er det gjort en vurdering på selskapets lønnsomhet, likviditet og soliditet. Her sammenlignes Olav Thon Eiendomsselskap med komparative selskap, for å reflektere rundt hvorvidt selskapet er over- eller underpriset. Solide likviditetsreserver og lav belåningsgrad er her sentrale styrker som skiller Olav Thon Eiendomsselskap fra komparative selskaper.

Avkastningskravet til total kapitalen (WACC) er kalkulert til 5,26 prosent. Dette benyttes sammen med en vekstrate på 2,5 prosent for å diskontere estimerte kontantstrømmer og terminalledd. Diskonterte kontantstrøm metoden (DCF) gir dermed et kursmål på 183,86 NOK. Videre gjennomføres en markedsbasert verdsettelse bestående av multiplene P/S, P/B og P/KVM. Den markedsbaserte verdsettelsen gir et kursmål på 229,92 NOK. Dividendemodellen gir et kursmål på 253,62 NOK per aksje gitt vekstrate på 2,5 prosent.

Ved beregning av endelig kursmål er den fundamentale og markedsbaserte verdsettelsen vektet til henholdsvis 60 og 40 prosent. På bakgrunn av dividendemodellens metode og tilhørende svakheter velger vi å se bort fra denne metoden i vektingen. Kursmålet ender følgelig på 202 NOK per aksje. Dette tilsvarer en oppside på 8,6 prosent sammenlignet med faktisk observert kurs per 31.12.2023. Vår verdsettelse konkluderer dermed med en kjøpsanbefaling for Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

Avslutningsvis i oppgaven følger en egen del for diskusjon og kritikk av oppgaven.

## Abstract

This bachelor thesis is a valuation and seeks to answer the problem statement: *"What is Olav Thon Eiendomsselskap ASA worth as of 31.12.2023"*.

Various analyses have been used to look at the problem statement, including a strategic analysis, financial analysis and a financial statement analysis. The strategic analysis consists of VRIO for the internal analysis, and PESTEL and Porter's five-factor model for the external analysis. The findings are summarized in a SWOT analysis. The company operates in an industry which is currently affected by increased interest rates, high inflation and changing consumption habits. Nevertheless, the industry has historically been proven to be profitable in the long term. The findings of the strategic analysis have influenced the outcome in the financial analysis and the forecasts of future cash flows.

In the financial statement analysis, an assessment has been made of the company's profitability, liquidity and solvency. Here, Olav Thon Eiendomsselskap is compared to comparative companies to reflect on whether the company is overpriced or underpriced. Solid liquidity reserves and a low loan-to-value ratio are strengths that distinguish Olav Thon Eiendomsselskap from comparative companies.

The cost of capital (WACC) is calculated to be 5,26 percent. This is used together with a growth rate of 2,5 percent to discount estimated cash flows and the terminal value. The discounted cash flow method (DCF) gives a price target of NOK 183,86. Furthermore, a market-based valuation consisting of the multiple's P/S, P/B and P/KVM, is conducted. The market-based valuation gives a price target of NOK 229,92. The dividend model gives a price target of NOK 253,62 per share, given a growth rate of 2,5 percent.

When calculating the final price target, the fundamental and market-based valuation are weighted at 60 and 40 percent respectively. Based on the dividend model's method and its associated weaknesses, we choose to ignore this method in the weighting. The target price therefore ends at NOK 202 per share. This corresponds to an upside of 8,6 percent compared to the actual observed rate as of 31/12/2023. Our valuation thus concludes with a buy

recommendation for Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Finally, the thesis includes a separate section for discussion and criticism of the thesis.



## Innholdsfortegnelse

1 Innledning .....	1
1.1 Motivasjon.....	1
1.2 Problemstilling .....	1
1.3 Avgrensing .....	2
1.4 Oppbygging .....	2
1.5 Metode.....	2
2.0 Presentasjon av eiendomsbransjen og utvikling .....	3
2.1 Olav Thon Eiendomsselskap ASA.....	4
2.1.1 Historie.....	4
2.1.2 OLT i nyere tid.....	4
2.1.3 Strategi og mål .....	5
2.1.4 Aksjonærer .....	5
2.2 Konkurrenter .....	6
3.0 Strategisk analyse .....	7
3.1 Intern analyse .....	7
3.1.1 VRIO.....	7
3.2 Ekstern analyse.....	10
3.2.2 PESTEL .....	10
3.2.4 Porters fem-faktor modell .....	13
3.3 SWOT-analyse .....	18
4.0 Regnskapsanalyse.....	19
4.1 Overordnet om regnskapsanalysen.....	19
4.2 Lønnsomhet.....	19
4.2.1 Totalkapitalrentabilitet.....	20
4.2.2 Egenkapitalrentabilitet .....	22
4.2.3 Driftsmargin.....	23
4.3 Likviditet .....	25
4.3.1 Likviditetsgrad 1 .....	25
4.4 Soliditet .....	26

4.4.1	Finansieringsgrad 1 .....	26
4.4.2	Egenkapitalandel .....	28
4.4.3	Gjeldsgrad .....	29
4.4.4	Rentedekningsgrad .....	30
4.5	Oppsummering regnskapsanalyse .....	32
5.0	Prognose av fremtidige kontantstrømmer .....	33
5.1	Driftsinntekter .....	33
5.2	Driftskostnader .....	35
5.3	Arbeidskapital .....	36
5.4	Verdiendringer .....	37
5.5	Investeringer .....	38
5.6	Skatt .....	40
5.7	Avskrivninger og nedskrivninger .....	40
5.8	Frie kontantstrømmer .....	41
6.0	Avkastningskrav .....	43
6.1	Risikofri rente .....	43
6.2	Markedets risikopremie .....	45
6.3	Beta .....	46
6.3.1	Drøfting av betaen .....	48
6.4	CAPM – Avkastning til egenkapitalen .....	49
6.5	Gjeldskostnad .....	49
6.6	Egenkapital og gjeldsandel .....	50
6.7	Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC) .....	50
6.8	Terminalledd .....	51
7.0	Sammensetning fundamental verdsettelse .....	52
8.0	Markedsbasert verdsettelse .....	53
8.1	P / S .....	53
8.2	P / B .....	54
8.3	P / KVM .....	54
8.5	Konklusjon markedsbasert verdsettelse .....	55
9.0	Dividendemodellen .....	56

10.0 Sensitivitetsanalyse og diskusjon .....	59
10.1 Selskapsverdi.....	59
10.2 WACC og vekstfaktor .....	59
10.3 Beta og risikofri rente.....	60
11.0 Konklusjon.....	61
12.0 Kritikk.....	62
Litteraturliste.....	63

## Tabelliste

Tabell 1:10 største aksjonærer per 31.01.2024 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024a) .....	6
Tabell 2: Oppsummering og tabellarisk oversikt VRIO.....	10
Tabell 3: SWOT analyse.....	18
Tabell 4: Totalkapitalrentabilitet OLT.....	21
Tabell 5: Totalkapitalrentabilitet med konkurrenter.....	21
Tabell 6: Egenkapitalrentabilitet OLT.....	22
Tabell 7: Egenkapitalrentabilitet med konkurrenter .....	22
Tabell 8: Driftsmargin OLT.....	24
Tabell 9: Driftsmargin med konkurrenter.....	24
Tabell 10: Likviditetsgrad 1 OLT.....	25
Tabell 11: Likviditetsgrad 1 med konkurrenter .....	25
Tabell 12: Finansieringsgrad 1 OLT.....	27
Tabell 13: Finansieringsgrad 1 med konkurrenter.....	27
Tabell 14: Egenkapitalandel OLT .....	28
Tabell 15: Egenkapitalandel med konkurrenter.....	28

Tabell 16: Gjeldsgrad OLT.....	29
Tabell 17: Gjeldsgrad med konkurrenter.....	29
Tabell 18: Rentedeckningsgrad med konkurrenter.....	31
Tabell 19: OLT sine driftsinntekter (2019-2023).....	33
Tabell 20: OLT sine estimerte fremtidige driftsinntekter (2024-2028).....	35
Tabell 21: OLT sine driftskostnader sett opp mot driftsinntektene (2019-2023).....	35
Tabell 22: OLT sine estimerte, fremtidige driftskostnader (2024-2028).....	36
Tabell 23: Gjennomsnittlig andel vekst i arbeidskapital (2019-2023).....	37
Tabell 24: OLT sin estimerte, fremtidige arbeidskapital (2024-2028).....	37
Tabell 25: Verdiendringsutvikling for OLT i sammenheng med styringsrenten (2013-2023).....	37
Tabell 26: Prediksjon av fremtidig styringsrente.....	38
Tabell 27: OLT sine estimerte fremtidige verdiendringer (2024-2028).....	38
Tabell 28: OLT sin utvikling i investeringsnivå (2013-2023).....	39
Tabell 29: OLT sine estimerte fremtidige netto investeringer (2024-2028).....	40
Tabell 30: OLT sine avskrivninger og nedskrivninger (2019-2023).....	41
Tabell 31: OLT sine estimerte, fremtidige avskrivninger og nedskrivninger (2024-2028).....	41
Tabell 32: OLT sine estimerte, fremtidige frie kontantstrømmer (2024-2028).....	42
Tabell 33: Rente for 10-årige statsobligasjoner utstedt av Norges Bank.....	44
Tabell 34: Statistikk over markedets risikopremie (2015-2023) (pwc,2023).....	45
Tabell 35: 5 års beta (2019-2024).....	47
Tabell 36: 5 års beta (2019-2024), 2020 ekskludert.....	48
Tabell 37: Neddiskontert terminalledd.....	52
Tabell 38: Kursmål per aksje ved fundamental verdsettelse.....	52
Tabell 39: P/S.....	53
Tabell 40: P/B.....	54

Tabell 41: P/KVM .....	55
Tabell 42: Markedsbasert aksjekurs .....	55
Tabell 43: Gjennomsnitt av multipler med konkurrenter .....	55
Tabell 44: Gjennomsnittlig økning av utbytte hvert år.....	56
Tabell 45: Gjennomsnittlig EPS uten tallene fra 2023 og 2020 .....	57
Tabell 46: Gjennomsnittlig utbytte per aksje uten tallet fra 2020 .....	57
Tabell 47: Gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet uten tallet fra 2020.....	58
Tabell 48: Utregning av veksten (g) .....	58
Tabell 49: Aksjepriser ved ulike kombinasjoner av WACC og vekstfaktor .....	59
Tabell 50: Aksjepriser for ulike kombinasjoner av risikofri rente og beta.....	60

## Figurliste

Figur 1: Leieinntektsfordeling per 01.01.2023 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023a).....	5
Figur 2: Porters fem-faktor modell.....	14
Figur 3: Totalkapitalrentabilitet OLT .....	21
Figur 4: Egenkapitalrentabilitet OLT .....	23
Figur 5: Driftsmargin OLT .....	24
Figur 6: Likviditetsgrad 1 OLT .....	26
Figur 7: Finansieringsgrad 1 OLT .....	27
Figur 8: Egenkapitalandel OLT .....	28
Figur 9: Gjeldsgrad OLT .....	30
Figur 10: Rentedeckningsgrad OLT .....	31
Figur 11: Valg av risikofri rente (pwc, 2023).....	44

Figur 12: OLT sitt handelsvolum sammenlignet med de 9 største selskapene på Oslo børs (2019-2024)  
(Yahoo Finance, 2024) .....47



# 1 Innledning

## 1.1 Motivasjon

I denne oppgaven tar vi et dypdykk i eiendomsbransjen og et av de mest velkjente selskapene på Oslo Børs. Eiendom er et grunnleggende element i økonomien, preget av stor vekst og utvikling. Bransjen er særlig spennende da det berører en rekke interessenter i samfunnet og stadig er på dagsorden.

Forfatterne av denne bacheloroppgaven har en stor interesse for eiendom, og et ønske om å lære mer om bransjen for å selv kunne utnytte investeringsmuligheter i markedet fremover. Innsikt i hvordan markedet svinger i takt med interne og eksterne faktorer, samt en helhetlig forståelse av dagens situasjon, er kunnskap vi mener er svært verdifull å besitte.

Vi lever i en tid preget av rask endring og usikre markeder. Utviklingen innenfor teknologi og bærekraft fører til kontinuerlige skift både for produsenter og forbrukere. Dette kan representere utfordringer, men også muligheter i bransjen.

Til slutt er Olav Thon, mannen bak selskapet, en anerkjent forretningsmann som både imponerer og vekker interesse. Vi har vært nysgjerrige på å utforske et veletablert og allment kjent selskap, med en såpass lang historie på børs. En genuin interesse for både bransje og virksomhet har vært en viktig driver i verdsettelsesprosessen.

## 1.2 Problemstilling

Oppgaven er en verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Problemstillingen lyder som følger:

*Hva er Olav Thon Eiendomsselskap ASA verdt per 31.12.2023?*

For å besvare problemstillingen er det essensielt å gjennomføre inngående analyser om selskapet. Vi må se på både interne og eksterne forhold, da dette påvirker både markedssituasjonen og verdien av selskapet. Gjennom å anvende tre ulike verdsettelsesmetoder skal vi til slutt komme



frem til et endelig kursmål. I analysene benyttes tall presentert i selskapets tidligere års- og kvartalsrapporter, samt kunnskapen vi har opparbeidet gjennom de strategiske analysene.

### **1.3 Avgrensing**

Det er nødvendig å foreta visse avgrensinger for oppgavens helhet og omfang. Våre analyser baserer seg i all hovedsak på regnskapstall fra 2018-2023. Definisjonen av markedsportefølje er satt til Oslo Børs, og konkurransebildet er begrenset til 3 hovedkonkurrenter.

### **1.4 Oppbygging**

Oppgaven starter med en presentasjon av eiendomsbransjen, før vi retter fokus mot Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Her kartlegges selskapet kvalitativt gjennom strategiske analyser, som oppsummeres i en SWOT-analyse. Deretter går vi over til en kvantitativ tilnærming og utfører en regnskapsanalyse, etterfulgt av henholdsvis fundamental, markedsbasert og dividendebasert verdsettelse. Avslutningsvis presenteres en sensitivitetsanalyse, etterfulgt av diskusjon, konklusjon og kritikk.

### **1.5 Metode**

I denne oppgaven har vi benyttet både kvalitative og kvantitative metoder, da vi mener en slik metodetriangulering gir en bredere forståelse og et mer solid resultat. Den kvalitative fremstillingen legger grunnlaget for de kvantitative analysene.

## 2.0 Presentasjon av eiendomsbransjen og utvikling

Eiendomsmarkedet er et sentralt element i samfunnet og en viktig funksjon for å stimulere økonomien blant annet gjennom investeringer, verdiskapning, vekst og livskvalitet. Olav Thon Eiendomsselskap (heretter omtalt som OLT) opererer innenfor markedssegmentene kjøpesentre, næringsseiendom og bolig (Thon Eiendom, u.å). For å få en bedre forståelse av bransjen og hva som påvirker denne, blir det nødvendig å gå dypere inn i de aktuelle markedssegmentene.

Lenge har det blitt spådd kjøpesenterdød i Norge, da dette har inntruffet i flere andre land. I håp om å snu denne trenden har eiendomsinvestorer sett seg nødt til å investere ytterligere og tilby flere tjenester i kjøpesentrene sine for å gjøre de mer attraktive (Parr, 2019). Tross høy rente, inflasjon og spådommer om kjøpesenterdød, viser ferske tall fra første halvår i 2023 en omsetningsvekst på 4,4 prosent fra samme periode i fjor for de 60 største kjøpesentrene i Norge (Krokeide & Skjelland, 2023).

Hva angår næringsseiendom er denne delen av bransjen i stor grad avhengig av aktørene i næringslivet og antall sysselsatte. Økt rente kan resultere i lavere investeringsaktivitet og forbruksmønster for både virksomheter og husholdninger, samt økt arbeidsledighet (Norges Bank, 2019). Dette kan videre føre til at bedrifter i visse bransjer vil slite med å betale leie, noe som til slutt får konsekvenser for utleierne. Likevel har næringsseiendom historisk sett holdt seg relativt stabil gjennom økonomiske kriser, slik som finanskrisen i 2008, oljekrisen i 2014-2016 og koronapandemien i 2020 (Dietrichsom, 2020).

OLT leier ut rundt 400 utleieboliger i Osloregionen (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024).

Utleiemarkedet i Osloregionen skiller seg fra resten av utleiemarkedet i Norge, med høyere utleiepriser og hardere konkurranse. Tall fra Leiemarkedsundersøkelsen for 2021 viser at det er 29 prosent dyrere å leie en tomannsbolig i Oslo og Bærum, sammenlignet med landssnittsprisen for slike boliger (Økland, 2021). Generelt sett har utleieprisene i Norge hatt en kraftig oppgang de siste årene, med en økning på 15,2 prosent fra 2022 til 2023. Dette er en økning som er betydelig høyere enn inflasjonen fra samme periode, som endte på 4,8 prosent (Ogre, 2024). Årsaken til den kraftige økningen i leiepriser er dermed kun delvis forårsaket av inflasjonen og

økte kostnader for utleierne, men også en stor ubalanse mellom tilbud og etterspørsel etter bolig (Resvoll, 2023). Det blir dermed veldig gunstig å leie ut utleieboliger, da den høye verdistigningen, stigende leiepriser og etterspørselen veier opp for økende renter og større kostnader (Widing, 2023).

## **2.1 Olav Thon Eiendomsselskap ASA**

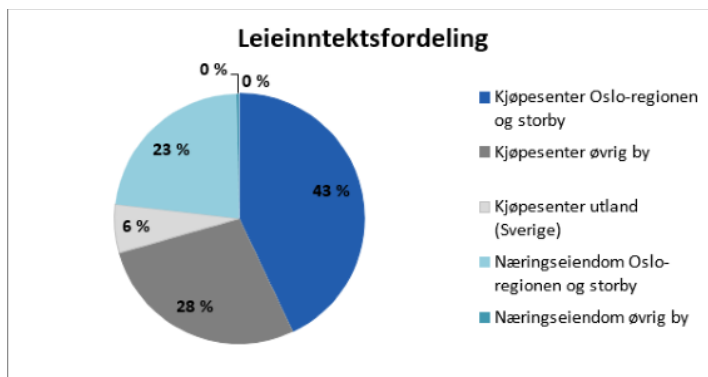
### **2.1.1 Historie**

Historien til OLT begynte i 1982, da de ble etablert som selskap innenfor eiendomsdivisjonen *Thon Eiendom* i Olav Thon Gruppen. Det er den norske, folkekjente forretningsmannen, og investor Olav Thon som står bak konsernet. Senere i 1983 ble OLT børsnotert, og har siden den gang opplevd en betydelig vekst. OLT sitt største satsningsområde har alltid vært kjøpesentre, men de har gjennom årene utvidet porteføljen sin til andre type eiendommer, som næringsseiendommer og etter hvert boliger (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024b).

Gjennom flere tiår har aksjen til OLT blitt omtalt som «børsens kjipeste». Dette mye fordi den alltid har vært lavt priset på grunn av lav likviditet, lavt utbytte per aksje og få utsikter til oppkjøp. Investeringsdirektør for Nordea Markets, Robert Næss, forteller i et intervju med Finansavisen om hvordan aksjen til OLT på 90-tallet ble ansett å være en død aksje. På tross av aksjemeglernes negative omtale, har aksjen hatt en solid avkastning og overlevd på børs helt siden 1983 (Præsterud, 2023).

### **2.1.2 OLT i nyere tid**

Selskapet holder til i Oslo, og har et styre bestående av 6 medlemmer. Per 01.01.2023 eide konsernet omtrent 1.9 millioner kvadratmeter med utleiebart areal, i tillegg til store tomte- og parkeringsarealer som kan brukes til fremtidig utbygging og virksomhet. Figuren under viser leieinntektsfordelingen per 01.01.2023.



Figur 1: Leieinntektsfordeling per 01.01.2023 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023a)

### 2.1.3 Strategi og mål

Selv om OLT er størst innenfor kjøpesenterbransjen, investerer de også i andre typer eiendom. «Selskapets strategi er å investere i eiendommer med utviklingspotensial innenfor ulike eiendomssegmenter.» (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å-a). De har blant annet et prosjekt som skal ferdigstilles i løpet av 2024, med 22 utleieleiligheter i Oslo (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å-b).

Selskapet har særlig et overordnet mål; «[...] å oppnå maksimal vekst i egenkapital pr. aksje, slik at aksjonærene i et langsiktig perspektiv oppnår en avkastning som er konkurransedyktig i forhold til sammenlignbare investeringsalternativer.» (Olav Thon Eiendomsselskap, u.å-a).

### 2.1.4 Aksjonærer

Per 31.01.2024 eier selskapets 20 største aksjonærer 90,48 prosent v selskapet og de 10 største aksjonærene i OLT er som følger:

Aksjonær	Antall aksjer	Eierandel %
Olav Thon Gruppen AS	68 674 000	67,67
Investhon AS	7 858 940	7,74
MP Pensjon PK	2 293 158	2,26
Verdipapirfondet Nordea Norge Verd	1 648 714	1,62
J.P. Morgan SE	1 287 094	1,27
Folketrygdfondet	1 210 529	1,19
Otto Olsen Invest AS	1 036 484	1,02
Telenor Pensjonskasse	834 355	0,82
Intertrade Shipping AS	800 010	0,79
E6E Holding AS	781 343	0,77

Tabell 1:10 største aksjonærer per 31.01.2024 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024a)

## 2.2 Konkurrenter

Når det skal kartlegges hvem som er relevante konkurrenter for OLT, må vi se på selskaper som opererer innenfor tilsvarende segment og i samme område. Siden OLT også holder til i Sverige, velger vi å fokusere på konkurrenter innenlands og i Norden. Videre har vi satt et kriterie om at konkurrentene må være børsnoterte slik at vi oppnår et best mulig sammenligningsgrunnlag, og har muligheten til å utføre nødvendige beregninger i den markedsbaserte verdsettelsen.

### *Citycon OYJ*

Citycon OYJ er et finsk børsnotert selskap som eier og utvikler kjøpesentre og bykjerner i Finland, Sverige, Norge, Danmark og Estland. De er en konkurrent for OLT både i Norge og Sverige. Selskapet eier totalt 13 sentre i Norge og 6 i Sverige. De har vært børsnoterte på den finske børsen siden 1988, nesten like lenge som OLT (Citycon, u.å).

### *Entra ASA*

Entra er en av de ledende selskapene i Norge når det kommer til utvikling og forvaltning av næringsseiendommer i Norge. Tidligere har selskapet vært statseid, men i 2014 ble det annonsert av regjeringen at selskapet skulle privatiseres og børsnoteres (Regjeringen, 2014). Porteføljen deres er stor, og næringsseiendommene deres er spredd over Oslo, Bergen, Sandvika, Drammen og Stavanger. Hele 71 prosent av porteføljen deres består av næringsbygg i Oslo (Entra, 2022).

## ***Castellum AB***

Castellum AB er et svensk eiendomsselskap, og de er ett av de største eiendomsselskapene på den svenske børsen. De både utvikler og forvalter kontor – og logistikkeiendom, og de opererer hovedsakelig i Sverige, København og Helsinki (Castellum, u.å). I tillegg har de også en fot inn på det norske markedet, ved at de eier 33,339 prosent av aksjene i Entra ASA (DN Investor, 2024).

## **3.0 Strategisk analyse**

En strategisk analyse er en god måte å oppnå en helhetlig forståelse av selskapets situasjon og markedet det opererer i. Den strategiske analysen består av en intern- og ekstern analyse, hvorav hovedfunnene presenteres i en SWOT-analyse.

### **3.1 Intern analyse**

Når man analyserer et selskap internt, ser man på kjernekompetansen knyttet til konkurransefortrinn. Konkurransefortrinn er evnen selskapet har til å utnytte sine ressurser optimalt i alle aktiviteter og prosesser, med formål om å oppnå konkurransemessige fordeler. *Kjernekompetanse* defineres som egenskaper og ressurser man baserer sine *konkurransefortrinn* på (Fjelstad, 2023, s. 46). Overordnet er målet med analysen å finne ut hva OLT er kapabel til å oppnå, og hva som skiller de fra konkurrentene.

Den interne analysen består av VRIO og belyser styrker og svakheter innad i selskapet, slik at disse kan vurderes opp mot markedet selskapet operer igjennom den eksterne analysen.

#### **3.1.1 VRIO**

Hvordan skaper OLT verdi gjennom sine interne ressurser? For å kartlegge dette kan VRIO-modellen være et nyttig verktøy å bruke. Her gjennomføres en verdikonfigurasjonsanalyse av selskapet hvor formålet er å identifisere og etablere ressurser som kan bli langvarige

konkurransefortrinn. Faktorene vi har valgt å fokusere på er henholdsvis fysiske, immaterielle og finansielle ressurser.

Først er det viktig å analysere *verdien* (**V**aluable) produktet og virksomhetens ressurser tilfører kunder og interessenter. Videre analyserer man hvor unike og *sjeldne* (**R**are) virksomhetens ressurser er i markedet. For å opprettholde langvarige konkurransefortrinn er en avhengig av å utarbeide produkter som ikke er lett å *imitere* (**I**mitability) for konkurrenter. Avslutningsvis rettes fokuset mot virksomhetens *organisering* (**O**rganization). (Fjelstad, 2023, s. 64)

### *Fysiske ressurser*

Overordnet er bygg og eiendom de fysiske ressursene som danner grunnlaget for OLT sin lønnsomhet. Eiendomsporteføljen fordeler seg på kjøpesentereidom og næringseiendommer, med henholdsvis 73 prosent og 27 prosent av deres totalportefølje, målt i markedsverdi (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024b).

Ved kvartalsskiftet eide selskapet helt eller delvis 60 kjøpesenter i både Norge og Sverige, hvorav 5 av Norges største kjøpesenter inngår. Lagunen Storsenter i Bergen er et av disse, og utgjør Norges største kjøpesenter målt i omsetning. Dette gir selskapet et viktig konkurransefortrinn, da en slik portefølje av kjøpesenter både er sjelden og verdifull. På den ene siden kan man si at porteføljen er en imiterbar ressurs da konkurrenter kan bygge lignende sentre med samme type butikker. På den andre siden er inngangsbarrieren svært stor, da det kreves enorme ressurser, kapital og ikke minst merkevarebygging for å opparbeide samme portefølje som OLT besitter. Det er derfor ikke urimelig å konkludere med at dette er en ikke-imiterbar ressurs. Sentrenes geografiske beliggenhet i seg selv er også en viktig ressurs da eiendommene er lokalisert sentralt. Det er likevel ikke sjeldent eller ikke-imiterbar da det finnes flere eiendomsselskap som eier bygninger med tilsvarende beliggenhet. Oppsummert kan vi si at OLT totalt sett har et midlertidig konkurransefortrinn gjennom sine fysiske ressurser.

### *Immaterielle ressurser – Merkevarer*

Merkevarer omhandler hvilke assosiasjoner forbrukeren forbinder med nettopp OLT (Framnes *et al*, 2022, s. 332). OLT ASA går helt tilbake til 1982, og har med tiden opparbeidet seg en solid merkevare.

Når merkevarer skal vurderes som en ressurs i en VRIO-kontekst, betrakter man hvordan nettopp denne merkevaren kan tilføre opplevd verdi til interessentene. Som andre eiendomsselskap har OLT flere interessenter; alt fra investorer, til hotellkunder og leietakere. Ved å være et selskap som har drevet godt i mange år, er det tydelig at OLTs merkevare tilfører interessentene opplevd verdi. Selskapets anerkjennelse i markedet, skiller de fra konkurrentene som feks. Entra som kun har vært notert på børs siden 2014. På denne måten blir det lettere for kundene å velge OLT da merkevaren for mange assosieres med en trygg og stabil aktør. Gjennom langsiktige avtaler og gode kunderelasjoner, er ressursen også ivaretatt organisatorisk. Merkevaren er en vanskelig imiterbar ressurs for konkurrenter, da Olav Thon er et berømt navn spesielt blant Norges befolkning. Gitt punktene som nevnt, og virksomhetens markedsposisjon, er det tydelig at OLT har et langvarig konkurransefortrinn gjennom sin merkevare.

### *Finansielle ressurser*

En helhetlig gjennomgang av årsrapportene fra 2010 frem til i dag, viser en positiv utvikling i OLT sin egenkapital, fra 32 prosent i 2010 til 51 prosent i 2023. I den foreløpige årsrapporten for 2023 definerer de finansiell risiko som en av tre overordnede risikofaktorer selskapet står overfor. Den finansielle risikoen ligger i hovedsak i tilgang- samt prisen på finansiering. Prisen avhenger av markedsrentene og utviklingen i kredittmarkedet. I 2021 ble selskapet tildelt kredittrating Baa2 fra Moody's, (Skarsgård, 2021) hvilket er en god rating. Dette er med på å styrke selskapets tilgang til finansiering i kapitalmarkedet.

Finansiell risiko dempes ytterligere av gode likviditetsreserver og lav belåningsgrad. Med en belåningsgrad på 35 prosent, og en likviditetsreserve på 8,5 milliarder (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024b). Dette er en svært god finansiell situasjon sammenlignet med mange av konkurrentene og blir dermed en verdifull ressurs for selskapet.



En sterk finansiell stilling kan verken kategoriseres som sjelden eller ikke-imiterbar da det finnes flere aktører som også besitter finansielle midler. Likevel skiller OLT seg ut med en svært lav belåningsgrad tross en kapitalintensiv bransje, noe som gir større inngangsbarrierer for konkurrenter. Vi konkluderer dermed med at ressursen er et midlertidig konkurransefortrinn.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisatorisk	Konkurransefordel
Fysiske ressurser	X	O	X	X	Midlertidig konkurransefortrinn
Immaterielle ressurser	X	X	X	X	Langsiktig konkurransefortrinn
Finansielle ressurser	X	O	O	X	Midlertidig konkurransefortrinn

Tabell 2: Oppsummering og tabellarisk oversikt VRIO

### 3.2 Ekstern analyse

I forlengelse av den interne analysen er det sentralt å analysere omgivelsene da de kan ha innvirkning på selskapets virksomhet og fremtidsutsikter. Den eksterne analysen vil ta for seg sentrale faktorer og trender i omgivelsene gjennom en PESTEL-analyse, samt en konkurrentanalyse gjennom Porters Five Forces.

#### 3.2.2 PESTEL

PESTEL-analysen identifiserer eksterne faktorer som kan ha innvirkning på OLT sin drift. PESTEL består av de politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forhold. I og med at OLT er størst i Norge, kommer vi til å vektlegge de norske forholdene tyngst.

### *3.2.2.1 Politiske forhold*

Økonomisk politikk og politisk stabilitet er faktorer som vil påvirke driften i en virksomhet. Både Norge og Sverige, som OLT opererer i, kan sies å ha stabile institusjoner med relativ høy tillit til politikerne og demokratiet.

Det økende fokuset på bærekraft fra myndighetene kan føre til strengere reguleringer til bygningers materialbruk, energieffektivitet og rapportering. I 2023 trådte blant annet bærekraftsdirektivet Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) i kraft i EU (PwC, 2024). Formålet med CSRD er å bedre kvaliteten på bedrifters bærekraftinformasjon. I og med at Norge er en del av EØS og Sverige er med i EU, må OLT ta dette i betraktning og se på hvordan dette vil påvirke dem.

### *3.2.2.2 Økonomiske forhold*

Økonomiske forhold omfatter inflasjon, renter, arbeidsledighet, økonomisk vekstrate og kapitalmarkeder. På grunn av høy inflasjon, renteøkning og krig i Ukraina og Midtøsten, er store deler av Europa i en nedgangskonjunktur. I dag er konsumprisindeksen langt over pengepolitikkenes mål på 2 prosent. På grunn av høy KPI satte Norges Bank opp styringsrenten syv ganger i 2023. Økt KPI betyr at prisen på hverdagsvarer øker, noe som fører til at husholdninger får redusert kjøpekraft. Dette fører til redusert omsetning for flere bedrifter. Dette er en risikofaktor for OLT i form av tapt leieinntekt. Likevel kan utleiery oppjustere leien med tolv månedersveksten i KPI. OLT vil dermed kunne sikre seg fra økte kostnader ved å øke leieinntektene sine. Stabilitet kan også etableres gjennom langsiktige leieforhold. I 2023 hadde leiekontraktene for næringsseiendom et vektet snitt på 5,4 år og 3,9 år for kjøpesentrene (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024b).

Videre er økt rente en finansiell risiko for OLT. Når renten går opp, øker også kostnaden ved å betjene lån. OLT sin gjenværende gjeld har en gjennomsnittlig varighet på 3,5 år (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024b). For OLT kan dette bety en redusert likviditetsreserve. I tillegg har det vært en verdinedgang av eiendomsporteføljen til OLT på 1,9 milliarder kroner. Det skyldes at avkastningskravet har økt fra 5,69 prosent til 5,90 prosent. For å sikre seg mot usikkerheten

knyttet til økte renter har OLT blant annet en fastrenteandel på 59 prosent av gjelden sin. Gjennomsnittrenten til OLT i Norge er på 5,3 prosent. Det kan betraktes som relativt høyt sammenlignet med de siste årene. Ved å binde seg til en høy rente kan det føre til mindre penger igjen på bunnlinjen. Når lønnsomheten går ned, synker eiendomsverdiene og resultatet forverres. Selv om lønnsomheten avtar, har selskapet likviditetsreserver nok til å refinansiere all gjelden fra kapital- og bankmarkedet frem til andre kvartal i 2025 (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024b)

### *3.2.2.3 Sosiokulturelle forhold*

Sosiokulturelle forhold omfatter blant annet normer, demografi, befolkningsstørrelse og konsumentenes behov (Fjeldstad og Lunnan, 2023, s. 102). Befolkningsutviklingen i Norge er preget av befolkningsvekst og en aldrende befolkning (Christiansen, 2022). Endringer i alderssammensetningen, befolkningens størrelse og geografisk fordeling er faktorer som kan være med å påvirke etterspørselen etter ulike type eiendommer. Den sterke sentraliseringen har ført til at mange unge flytter til Oslo-området. Dette gir muligheter for OLT som har eiendomsporteføljene sine hovedsakelig i Oslo-regionen og øvrige byregioner.

### *3.2.2.4 Teknologiske forhold*

Teknologiske forhold innebærer endringer, vekst og utbredelse av teknologi (Fjeldstad og Lunnan, 2023, s. 102). Olav Thon Gruppen benytter RPA teknologi (Ludico, u.å.). Dette er automatiserte prosesser utført av roboter og benyttes i avdelingene som drifter husleie, IKT og kundeservice i OLT. Her har blant annet registrering av leiekontrakter og oppfølging av fordringer blitt automatiserte prosesser. RPA-robotene effektiviserer jobben og har vært med å forbedre datakvaliteten og responstiden til kunder har blitt redusert. Dette effektiviserer driften i selskapet og åpner for utvikling.

### *3.2.2.5 Miljømessige forhold*

Miljømessige forhold ser på reguleringer, etikk og selskapets påvirkning på miljøet (Fjeldstad og Lunnan, 2023, s. 102). Økende fokus på bærekraft gjør at næringslivet er nødt til å vise samfunnsansvar for å overleve.

Av EUs totale klimagassutslipp utgjør byggsektoren 40 prosent og står for rundt 36 prosent av energiforbruket (Zeiner og Reyr, 2023). EU lanserte derfor i 2020 sin Rehabiliteringsstrategi. Den har som mål å gjøre byggsektoren klimanøytral innen 2050. Strategien innebærer effektivisering av bygg, hvor et av kravene er oppgradering av byggenes energiklasse. Bærekraft er dermed en ekstern risiko for selskapet. Energimerking i klasse A vil være en styrke, og selskapet vil sikre seg mot risiko ved å ha dette som en målsetting for nybygg.

I 2022 reviderte OLT sine standardkontrakter for næringsleie. Store deler av endringene omhandlet et tydeligere bærekraftsansvar (Granlund, 2023). Et eksempel på et nytt krav er at alle utskiftnings- og vedlikeholdsarbeid, samt generelt arbeid på eiendommen, skal være basert på miljøvennlige produkter og inneholde miljøeffektive løsninger. OLT sine kjøpesentre er også sertifisert etter BREEAM-IN-USE standarden (Olav Thon Eiendomsselskap, 2022). Ved å benytte et slikt miljøsertifiseringssystem viser OLT at de tar samfunnsansvar, noe som kan øke eiendommenes langsiktige verdi og attraktivitet.

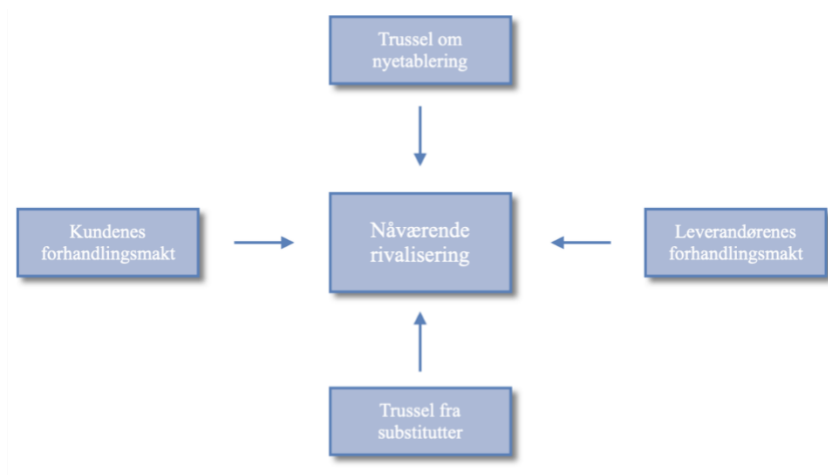
#### **3.2.2.6 Juridiske forhold**

Juridiske forhold inkluderer lovgivning, ansattes rettigheter og beskyttelse av patenter (Fjeldstad og Lunnan, 2023, s. 102). OLT må innrette seg etter lovendringer vedtatt av EU da de også eier eiendom i Sverige. For OLT er det i tillegg relevant å sette seg inn i CSRD som nevnt under politiske forhold, samt den reviderte standardkontrakten for næringsleie som er omtalt under miljømessige forhold. Videre må OLT være oppdatert på arbeidsmiljøloven til både Norge og Sverige.

#### **3.2.4 Porters fem-faktor modell**

For å etablere en dypere forståelse av eiendomsbransjen vil vi benytte Michael Porter sin anerkjente femfaktormodell. Modellen brukes som et verktøy for å identifisere konkurranseintensiteten og lønnsomheten i en bransje. Hva driver konkurransen? Hvordan er framtidsutsiktene i bransjen? Dette vil vi kartlegge ved å se på rivaliseringen blant dagens

konkurrenter, leverandørens og kundenes forhandlingsstyrke, trussel om nyetablering og trussel fra substitutter.



Figur 2: Porters fem-faktor modell

### *Nåværende rivalisering*

Antall nåværende konkurrenter i bransjen har mye å si for konkurranseintensiteten. Innenfor eiendomsbransjen finner vi utallige aktører, både store og små. Mange aktører betyr naturligvis høyere grad av rivalisering, da det blir vanskeligere å kjempe om markedsandeler.

Strategiske trekk fra én enkelt aktør vil kunne utløse store effekter hos konkurrentene. Dersom Citycon eksempelvis klarer å tilby mer gunstige leiekontrakter på sine kjøpesenter, må OLT være kapabel til å matche dette slik at deres leietakere ikke flykter.

Differensiering vil også ha betydning for rivaliseringen. Jo mer homogene produktene er, desto høyere konkurranse. Nøkkelen er derfor å etablere særpreg som gir fortrinn og øker attraktiviteten hos nåværende og potensielle kunder. Her vil merkevare, portefølje og finansiell stilling som redegjort for i VRIO være sentrale.

Videre vil faktorer som bærekraft og energimerking vektlegges tungt for mange. Vi ser her at de fleste aktørene i bransjen kommuniserer et tydelig fokus på dette, noe som er avgjørende for å overleve konkurransen fremover. Avviklingsbarrierer vil også avgjøre rivaliseringen blant

aktørene. I eiendomsbransjen er dette særlig relevant blant annet fordi slik virksomhet binder opp mye kapital og preges av kontraktmessige forpliktelser, noe som igjen gjør det vanskelig, dyrt, eller tidkrevende å trekke seg ut av markedet. Resultatet blir skjerpet konkurranse.

### *Trussel om nyetablering*

Risikoen for nyetableringer bestemmes av antall inngangsbarrierer og graden av disse. De etablerte aktørene i markedet må selvsagt overvåke sjansen for forekomst av inntrengere og forsøke å forhindre nyetableringer. Dette for å unngå tap av markedsandeler, priskrig eller uventede strategiske trekk.

Kapitalkrav er en viktig faktor som gjør det vanskeligere for nye aktører å etablere seg. Det krever mye kapital å kjøpe eiendom, og ikke minst for å etablere og drifte en portefølje som kan konkurrere på nivå med nåværende aktører.

Ifølge Nielsen (2023) kan kjøpesenter klassifiseres som et av de vanskeligste eiendomssegmentene å drifte. Det kreves inngående kunnskap og strategisk sammensetning av butikker, tjenester, beliggenhet, service, kampanjer, fellesareal osv. for å oppnå solid profitt. Ergo blir det enda vanskeligere for inntrengere å etablere seg. Når det kommer til næringsseiendom, er inngangsbarrieren her lavere. Hvem som helst kan i prinsippet inngå gode avtaler ved utleie av næringsseiendom uten betydelig erfaring og kompetanse om slik drift. OLT er med andre ord ikke like beskyttet mot inntrengere i dette segmentet.

Videre vil risikoen for inntrengere bestemmes av lønnsomheten i en bransje. Eiendom har historisk sett vært en gunstig bransje å være etablert i, da man har sett store verdistigninger fra år til år. Den solide inntektsgenereringen er også et viktig element som gjør bransjen svært lønnsom. Jo høyere lønnsomhet i bransjen, desto større risiko for nyetableringer.

### *Substitutter*

Verden blir stadig mer digitalisert, og vi har de siste årene sett en enorm økning i netthandelen (Statistisk Sentralbyrå, 2023). Denne trenden er en trussel og utgjør et substitutt for kjøpesentre. Netthandel er lett tilgjengelig og gjør det enklere for forbrukerne å klikke hjem produkter i en travel hverdag. Når det er sagt, klarer ikke netthandel å erstatte den samme *opplevelsen* et kjøpesenter gir, særlig ikke når det kommer til servicetjenester som restauranter, cafeer, spa og

velvære. Her har OLT en fordel da slike tjenester utgjør om lag 40 prosent av bransjefordelingen på senterne. Dette gjør de mindre sårbar for substitutten netthandel.

Andre substitutter til OLT sine produkter er kundenes mulighet til å eie fremfor å leie, bli en del av et co-working-samfunn eller benytte hjemmekontor. Dersom butikker og virksomheter har muligheten til å investere i egne lokaler vil dette ofte være lønnsomt på lang sikt da dette vil resultere i både verdistigning, men også mer kontroll, flere muligheter og forutsigbarhet for virksomheten. Det er imidlertid kapitalkrevende, noe som gjør at denne trusselen begrenses av kundenes økonomiske bæreevne. I tillegg vil selvstendige lokaler for butikker kunne antas å være mindre ønskelig da det er gunstig å være en del av et større senter for å generere mersalg.

### *Leverandørenes forhandlingsmakt*

Aktører i eiendomsbransjen er, i likhet med aktører i alle andre bransjer, avhengig av leverandører for å skape verdi. I en kapitaltung bransje blir tilgangen på frisk kapital og støtte fra *finansinstitusjoner* og *kreditorer* helt essensiell, og leverandørenes forhandlingsmakt styrkes. Strengere bærekraftskrav ved utlån og fokus på miljøsertifisering av eiendommer setter finansinstitusjonene i en ytterligere styrket maktposisjon. Når det er sagt, finnes det utallige finansinstitusjoner som tilbyr samme produkt. Disse vil kjempe for å tilby investorene de beste vilkårene, da ønsket om å kapre de mest lønnsomme kundene er stort. Ofte kan selskapene enkelt bytte kreditor, noe som svekker leverandørenes forhandlingsstyrke.

Videre vil det være behov for ulike leverandører i forbindelse med byggeprosesser, utvikling og vedlikehold av eiendom. OLT er avhengig av slike leverandører, dog er dette avhengighetsforholdet gjensidig. Verdiskapningen til OLT er ikke betinget av én spesiell leverandør, da de enkelt kan foreta et bytte uten vesentlige konsekvenser, og leverandørenes forhandlingskraft svekkes.

### *Kundenes forhandlingsmakt*

Den klassiske tilbud- og etterspørselskurven kan benyttes til å illustrere maktfordelingen i markedet. Når tilbudet overstiger etterspørselen, eller med andre ord; når antall kunder er få, vil de tildeles en styrket posisjon som gir anledning til å forhandle, sette press på selskapene og bestemme vilkårene i større grad. Per 1.januar 2023 hadde eiendomsporteføljen til OLT en ledighet på 3,5 prosent (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023b). Ledigheten har de siste årene ligget stabilt mellom 2 og 4 prosent, og selskapet predikerer i sin årsrapport en moderat risiko for at ledigheten øker betydelig (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023b). Lav ledighet i kombinasjon med økte leiepriser for både kjøpesentre og næringseiendom de siste årene indikerer at kundene besitter en lav forhandlingsmakt.

Når det er sagt, observeres økte finansieringskostnader i markedet noe som resulterer i lavere etterspørsel etter eiendom og dårligere marginer (Olav Thon Eiendomsselskap, 2023b).



### 3.3 SWOT-analyse

De strategiske analysene er oppsummert i en SWOT-analyse. Denne består av OLT sine interne styrker (S) og svakheter (W) og deres eksterne muligheter (O) og trusler (T).

<b><i>Styrker</i></b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Solid eiendomsporteføljen med stort utviklingspotensial</li><li>• Beliggenheten til deres eiendommer</li><li>• Sterk og veletablert merkevare</li><li>• God kredittrangering (Baa2)</li><li>• God likviditetsreserve og lav belåningsgrad</li><li>• Opererer i en lønnsom bransje</li><li>• Lang erfaring</li></ul>	<b><i>Svakheter</i></b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Svak utvikling i markedet for næringseiendom</li><li>• Endrede forbruksvaner (digitalisering)</li><li>• Kapitalkrevende drift</li><li>• Bransje som står for en betydelig andel av klimautslippene</li></ul>
<b><i>Muligheter</i></b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Tilgang på kapital</li><li>• Nye investeringsprosjekter</li><li>• Sterk sentralisering rundt storbyene</li><li>• Effektivisering gjennom teknologisk utvikling</li><li>• Utnytte muligheter innenfor bærekraft</li><li>• Høye inngangsbarrierer til bransjen</li></ul>	<b><i>Trusler</i></b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Bærekrafts-reguleringer og lovendringer</li><li>• Nedgangskonjunktur i markedet</li><li>• Usikkerhet knyttet til utviklingen i markedet</li><li>• Risiko ved å investere i bedrifter i små land</li><li>• Mange aktører i markedet</li><li>• Økende netthandel</li><li>• Økt utleieledighet</li></ul>

Tabell 3: SWOT analyse

## 4.0 Regnskapsanalyse

### 4.1 Overordnet om regnskapsanalysen

Frem til nå har vi gjennomført en kvalitativ analyse av OLT. Videre vil vi se på de kvantitative aspektene av virksomheten for å avdekke økonomiske forhold. Ved å kombinere disse metodene vil vi oppnå en dypere forståelse av selskapets fremtidige utvikling. I analysen vurderes henholdsvis lønnsomhet, likviditet og soliditet. Vi har valgt en analyseperiode på 5 år.

Nøkkeltall er en enkel måte å måle en virksomhets økonomiske helsetilstand og utvikling over tid (Knardal og Sending, 2022, s. 159). Nøkkeltallene vil bli betraktet i sammenheng med en strategisk analyse og en total vurdering av virksomheten og bransjen.

### 4.2 Lønnsomhet

Lønnsomhetsanalysen har til hensikt å fange opp hvordan OLT evner å skape overskudd. Dette ved å betrakte regnskapets bunnlinje (Knardal og Sending, 2022, s. 162). God lønnsomhet for et børsnotert selskap er viktig av flere grunner. For det første vil det gjøre selskapet mer attraktivt for investorer da man som investor ønsker god avkastning og utbytte på sine investeringer. For det andre signaliserer det finansiell stabilitet og evne til å imøtekomme finansielle forpliktelser, noe som er viktig i en kapitalintensiv bransje. For det tredje er god lønnsomhet avgjørende for å holde seg konkurransedyktig og ikke minst vokse på lang sikt. Lønnsomhetsanalysen vil bestå av egenkapitalrentabilitet, totalkapitalrentabilitet og driftsmargin.

I OLTs foreløpige årsrapport for 2023 (Q4) foreslås et utbytte på 7 kroner per aksje, hvilket er en økning med 0,5 kr fra året før (6,5). Ved å sammenlikne med konkurrerende virksomheter, som også preges av økende renter og økonomisk usikkerhet, blir det tydelig at OLT likevel viser en god økonomisk helse.

I Entras siste kvartalsrapport for 2023 fremkommer det at de ikke betaler ut utbytte grunnet høye renter og et mål om å styrke sin balanse (Entra, 2023). Det samme gjelder for Castellum (Castellum, 2023). Citycon har valgt å opprettholde samme utbytte som har vært de siste tre årene med 0,5 euro per aksje hvilket tilsvarer 5,72 NOK basert på valutakursen per 4.mars 2024.

I 2020 ble det vedtatt at OLT ikke betalte utbytte, grunnet pandemien og smittevernstiltak som rammet konsernets virksomhet. Ser man bort fra denne ekstraordinære hendelsen, har selskapet en kontinuerlig økning i utbytte hvert år. Dette er en positiv trend som signaliserer optimisme om selskapets fremtid.

#### 4.2.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten viser hvor effektivt bedriften evner å generere avkastning på sin totale kapital, altså både egenkapital og gjeldskapital. Dette er et mål på hva en krone brukt i bedriften koster av seg, uavhengig av hvor den kommer fra (Knardal og Sending, 2022, s. 164).

Totalkapitalrentabiliteten beregnes ved å addere ordinært resultat før skatt med finanskostnader, og dividere dette på gjennomsnittlig totalkapital. Høy totalkapital signaliserer effektiv ressursbruk og konkurransedyktighet. Totalkapitalrentabiliteten er et viktig nøkkeltall for interessenter. Investorer og aksjonærer er ute etter avkastningen på sine investeringer, og kreditorer er interessert i hvorvidt selskapet evner å betjene deres gjeld.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Finanskostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

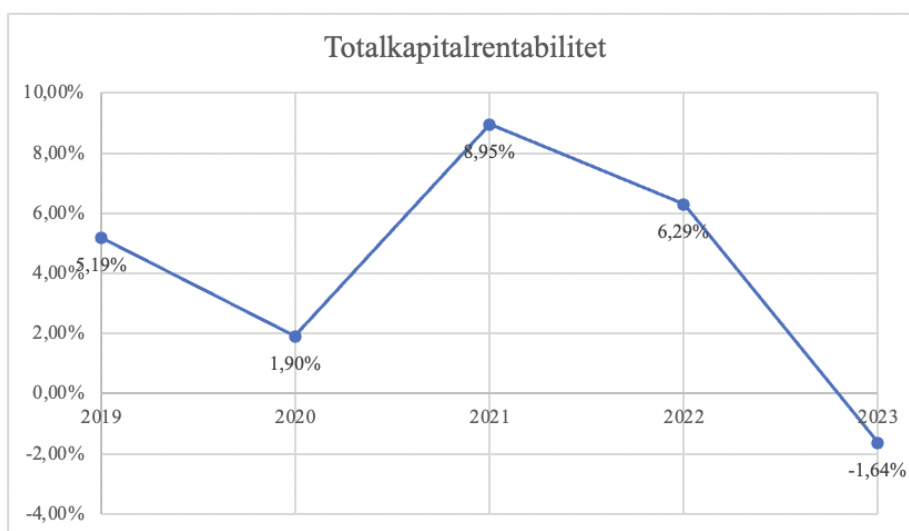
*Tall i millioner NOK*

År	2023	2022	2021	2020	2019
Ordinært resultat før skatt	- 2 183	3 134	4 767	338	2 336
Finanskostnader	1 173	786	699	802	737
Totalkapital	60 492	62 584	62 000	59 958	59 869
Gjennomsnittlig totalkapital	61 538	62 292	60 979	59 914	59 221
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	<b>-1,64%</b>	<b>6,29%</b>	<b>8,96%</b>	<b>1,90%</b>	<b>5,19%</b>

Tabell 4: Totalkapitalrentabilitet OLT

Totalkapitalrentabilitet etter skatt	2023	2022	2021	2020	2019
Castellum AB	-7,71%	2,21%	8,86%	7,55%	7,90%
Citycon OYJ	-1,41%	1,72%	4,61%	0,25%	1,23%
Entra	-3,47%	0,85%	11,41%	14,19%	8,69%
OLT ASA	-1,64%	6,29%	8,96%	1,90%	5,19%

Tabell 5: Totalkapitalrentabilitet med konkurrenter



Figur 3: Totalkapitalrentabilitet OLT

Totalkapitalrentabiliteten blant aksjeselskaper ligger i snitt på om lag 10 prosent, men det er normalt at dette svinger fra år til år (Knardal og Sending, 2022, s. 165), noe som stemmer overens med beregningene ovenfor. Negativ totalkapitalrentabilitet forklares av et negativt resultat før skatt. Likevel er eiendomsbransjen kjent for å være lønnsom på lang sikt. Derfor trenger ikke nødvendigvis negative resultater å bety en dårlig fremtid for selskapet på lang sikt. Sammenlignet med konkurrenter ser vi at de beveger seg relativt i takt, og at de makroøkonomiske omgivelsene preger flere i bransjen.

#### 4.2.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er mest interessant for eierne av selskapet. Dette er et mål på hvor lønnsom virksomheten er i forhold til egenkapitalen som er tilgjengelig for eierne. Vi finner egenkapitalrentabiliteten ved å dividere ordinært resultat før skattekostnad på gjennomsnittlig egenkapital. Forholdet mellom egenkapital og gjeld vil dermed være avgjørende for hvor stor differansen er mellom totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten er. Dersom selskapet er 100 prosent egenkapitalfinansiert vil tallene være like store (Knardal og Sending, 2022, s. 167-168).

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

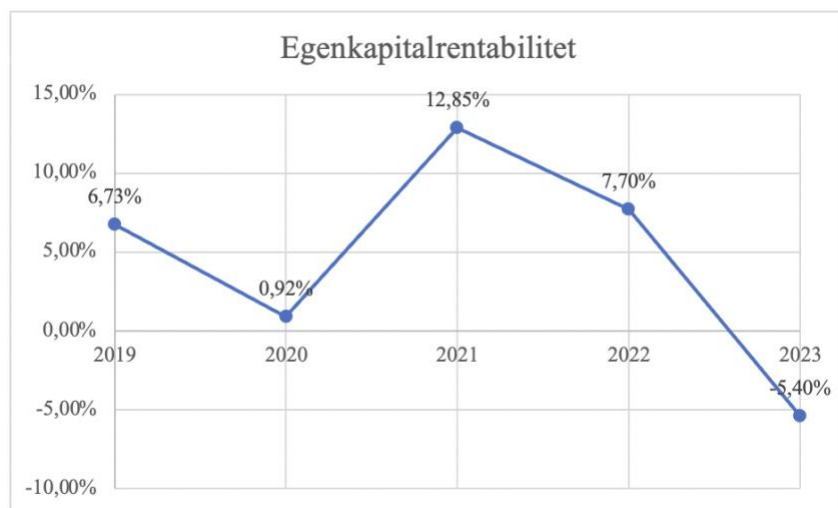
Tall i millioner NOK

År	2023	2022	2021	2020	2019
Ordinært resultat før skatt	- 2 183	3 134	4 767	338	2 336
Ordinært resultat etter skatt	- 1 702	2 466	3 822	257	1 838
Egenkapital	30 385	32 673	31 342	28 136	27 819
Gjennomsnittlig egenkapital	31 529	32 008	29 739	27 978	27 323
<b>Egenkapitalrentabilitet før skatt</b>	<b>-6,92%</b>	<b>9,79%</b>	<b>16,03%</b>	<b>1,21%</b>	<b>8,55%</b>
<b>Egenkapitalrentabilitet etter skatt</b>	<b>-5,40%</b>	<b>7,70%</b>	<b>12,85%</b>	<b>0,92%</b>	<b>6,73%</b>

Tabell 6: Egenkapitalrentabilitet OLT

Egenkapitalrentabilitet etter skatt	2023	2022	2021	2020	2019
Castellum AB	-14,87%	2,15%	17,94%	12,20%	13,53%
Citycon OYJ	-5,35%	0,21%	5,20%	-1,24%	0,40%
Entra	-9,18%	-1,74%	17,12%	21,21%	13,79%
OLT ASA	-5,40%	7,70%	12,85%	0,92%	6,73%

Tabell 7: Egenkapitalrentabilitet med konkurrenter



**Figur 4: Egenkapitalrentabilitet OLT**

Enhver bedriftseier ønsker naturligvis så høy avkastning på sine investeringer som mulig, og generelt er egenkapitalen god dersom den er høyere enn totalkapitalrentabiliteten. Normalt ligger den på 10-20 prosent, men dette varierer også naturligvis mellom gode og dårlige perioder, hvilket vi ser i tabellene over (Knardal og Sending, 2022, s. 168).

På samme måte som for totalkapitalrentabiliteten, er også egenkapitalrentabiliteten negativ i 2023 grunnet et negativt resultat. Dette gjelder også konkurrerende selskaper. Likevel signaliseres optimisme for fremtiden gjennom planlagt økning i utbytte.

### 4.2.3 Driftsmargin

Driftsmarginen forteller oss forholdet mellom driftsresultatet og driftsinntekter, og uttrykkes som en prosentandel. Enkelt forklart viser dette hvor mye som er igjen av inntektene etter at kostnadene er trukket fra. Jo høyere driftsmargin, desto bedre. Dette er en god måte å vurdere lønnsomhet, uavhengig av skatteforhold og finansieringsstruktur. Dersom dette tallet reduseres, viser det at man ikke har klart å opprettholde marginen, hvilket blant annet kan skyldes at salgsprisene ikke holder tritt med kostnadene (Knardal og Sending, 2022, s. 163). Man finner driftsmarginen ved å dividere driftsresultatet på driftsinntektene.

$$\text{Driftsmargin i prosent} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100\%$$

Tall i millioner NOK

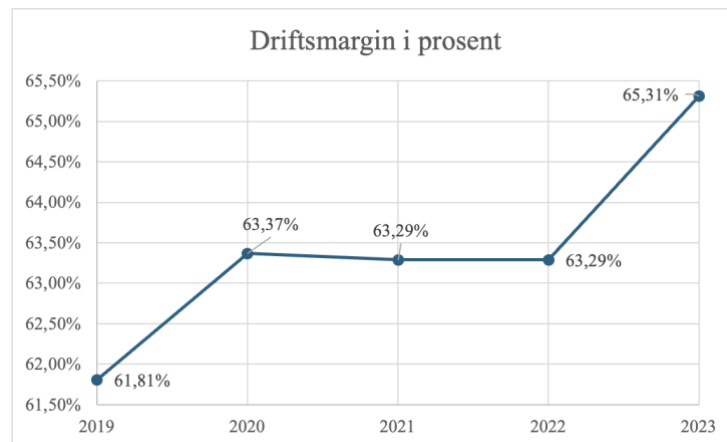
År	2023	2022	2021	2020	2019
Driftsinntekter	4874	4383	4094	3967	4051
Driftskotnader	1691	1609	1503	1453	1547
Driftsresultat	3183	2774	2591	2514	2504
<b>Driftsmargin i prosent</b>	<b>65,31%</b>	<b>63,29%</b>	<b>63,29%</b>	<b>63,37%</b>	<b>61,81%</b>

Tabell 8: Driftsmargin OLT

For konkurrenter

Driftsmargin i prosent	2023	2022	2021	2020	2019
Castellum AB	62,85%	61,89%	65,67%	69,72%	67,86%
Citycon OYJ	56,72%	58,04%	60,29%	60,71%	61,64%
Entra	86,34%	85,02%	82,30%	83,13%	84,60%
OLT ASA	65,31%	63,29%	63,29%	63,37%	61,81%

Tabell 9: Driftsmargin med konkurrenter



Figur 5: Driftsmargin OLT

Her ser vi en driftsmargin på om lag 60 prosent, som også gjelder for Castellum og Citycon OYJ. Entra skiller seg ut med en driftsmargin på rund 85 prosent. OLT viser en positiv trend gjennom de siste fem årene.

### 4.3 Likviditet

Likviditeten gir oss informasjon om selskapets betalingsevne. Dette vil være sentrale nøkkeltall i verdsettelsesprosessen.

#### 4.3.1 Likviditetsgrad 1

Nøkkeltallet likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom bedriftens omløpsmidler og kortsiktige gjeld (Knardal og Sending, 2022, s.171). Tallet beskriver hvor stor andel av omløpsmidlene som er finansiert av den kortsiktige gjelden (Kristoffersen, 2023, s.463). Man har som tommelfingerregel at likviditetsgrad 1 bør ligget på om lag 2 (Kristoffersen, 2023, s.471).

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

*Tall i millioner NOK*

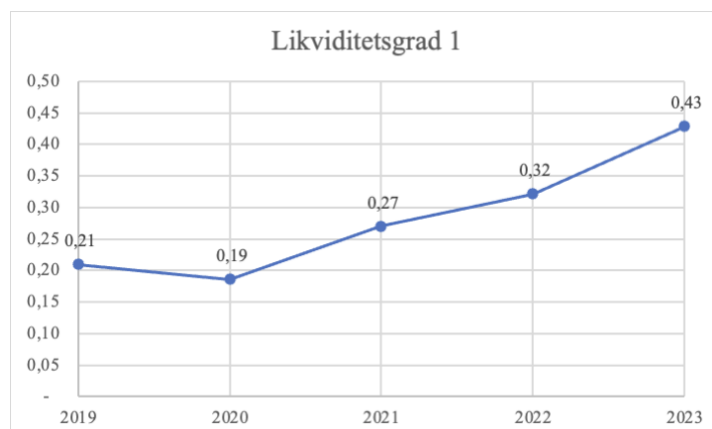
År	2023	2022	2021	2020	2019
Omløpsmidler	1 342	1 310	1 440	1 388	1 387
Kortsiktig gjeld	3 130	4 070	5 333	7 457	6 619
<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>0,43</b>	<b>0,32</b>	<b>0,27</b>	<b>0,19</b>	<b>0,21</b>

Tabell 10: Likviditetsgrad 1 OLT

Likviditetsgrad 1	2023	2022	2021	2020	2019
Castellum AB	0,46	0,20	0,14	0,54	0,41
Citycon OYJ	0,18	0,65	1,09	0,22	0,25
Entra	0,92	0,40	0,25	0,38	0,33
OLT ASA	0,43	0,32	0,27	0,19	0,21

Tabell 11: Likviditetsgrad 1 med konkurrenter





**Figur 6: Likviditetsgrad 1 OLT**

Her ser vi at alle bedriftene har en lavere verdi enn 2, noe som kan ha en sammenheng med bransjen de opererer i. Siden de driver med næringseiendom og kjøpesenter, vil store deler av deres kapital være plassert i anleggsmidlene. I dette tilfellet har Entra den høyeste verdien, mens Citycon OYJ har lavest verdi. OLT ligger stabilt mellom konkurrentene med en likviditetsgrad 1 på 0,43.

#### 4.4 Soliditet

Soliditeten til et selskap gir en indikasjon på hvor god evne de har til å tåle tap. Soliditeten vil være bedre ved en høyere egenkapitalprosent (Kristoffersen, 2023, s.96).

##### 4.4.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert (Kristoffersen, 2023, s.463). Nøkkeltallet bør som en tommelfingerregel ha en verdi lavere enn 1. Dette er fordi den langsiktige kapitalen bør dekke alle anleggsmidlene, i tillegg til at de bør dekke litt av omløpsmidlene. Dersom verdien er 1, dekker hele den langsiktige kapitalen anleggsmidlene. Ved en verdi over 1 vil ikke den langsiktige kapitalen være stor nok til å dekke alle anleggsmidlene, mens ved en verdi under 1 vil det være penger til overs etter å ha dekt anleggsmidlene (Kristoffersen, 2023, s.463).

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

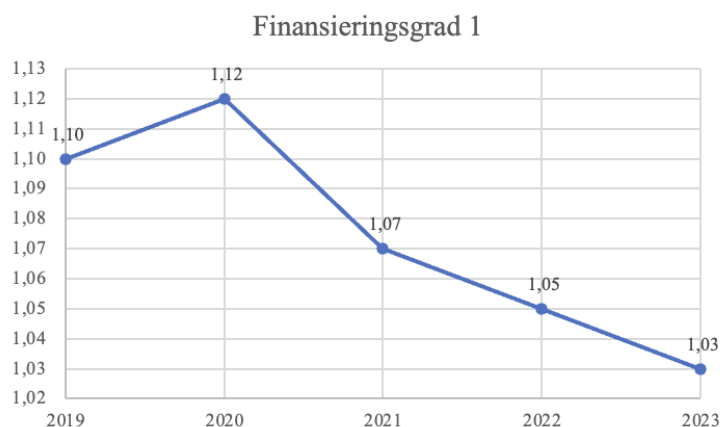
Tall i millioner NOK

År	2023	2022	2021	2020	2019
Anleggsmidler	59 150	61 274	60 560	58 570	58 482
Langsiktig gjeld	26 977	25 841	25 325	24 365	25 431
Egenkapital	30 385	32 673	31 342	28 136	27 819
<b>Finansieringsgrad 1:</b>	<b>1,03</b>	<b>1,05</b>	<b>1,07</b>	<b>1,12</b>	<b>1,10</b>

Tabell 12: Finansieringsgrad 1 OLT

Finansieringsgrad 1	2023	2022	2021	2020	2019
Castellum AB	1,04	1,08	1,12	1,01	1,02
Citycon OYJ	1,10	1,02	0,97	1,03	1,05
Entra	0,99	1,01	1,05	1,03	1,04
OLT ASA	1,03	1,05	1,07	1,12	1,10

Tabell 13: Finansieringsgrad 1 med konkurrenter



Figur 7: Finansieringsgrad 1 OLT

I tabellen over ser vi at OLT har en finansieringsgrad 1 på 1,03, noe som tilsier at den langsiktige kapitalen ikke dekker alle anleggsmidlene. Entra er like under 1 med verdien 0,99 og har litt langsiktig kapital til overs etter å ha finansiert sine anleggsmidler. De andre konkurrentene har i likhet med OLT en finansieringsgrad over 1.

#### 4.4.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er ofte benyttet for å belyse en virksomhets soliditet (Knardal og Sending, 2022, s.174), da den beskriver hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital. En høy egenkapitalandel indikerer at bedriften har god soliditet (Knardal og Sending, 2022, s.133).

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} * 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

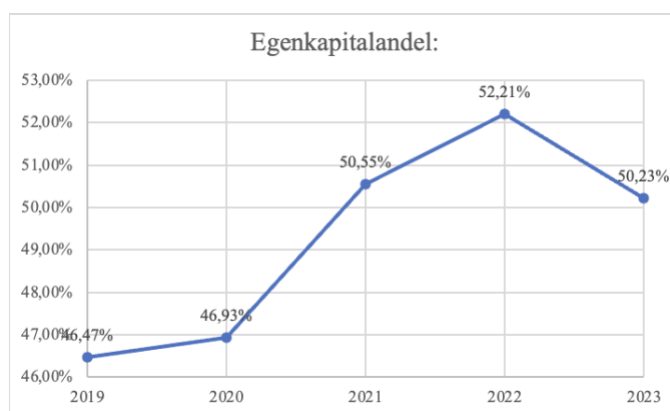
Tall i millioner NOK

År	2023	2022	2021	2020	2019
Ek*100%	30 385	32 673	31 342	28 136	27 819
Totalkapital	60 492	62 584	62 000	59 950	59 869
<b>Egenkapitalandel:</b>	<b>50,23%</b>	<b>52,21%</b>	<b>50,55%</b>	<b>46,93%</b>	<b>46,47%</b>

Tabell 14: Egenkapitalandel OLT

Egenkapitalandel	2023	2022	2021	2020	2019
Castellum AB	48,44%	43,95%	47,08%	43,95%	44,23%
Citycon OYJ	47,23%	51,79%	51,83%	46,28%	50,74%
Entra	34,85%	38,55%	47,76%	49,38%	47,92%
OLT ASA	50,23%	52,21%	50,55%	46,93%	46,47%

Tabell 15: Egenkapitalandel med konkurrenter



Figur 8: Egenkapitalandel OLT

Denne prosentandelen forteller oss forholdet mellom egenkapital og gjeld. Hva egenkapitalandelen bør ligge på varierer ut fra flere faktorer; bransjestandard, risikotoleranse, selskapets størrelse, etc. Hvorvidt kapitalstruktur påvirker selskapets verdi, kan ses i lys av ulike teorier. Likevel er det en normal antakelse at med selskaper som i stor grad er gjeldsfinansiert, følger mer risiko. Her ser vi at både OLT og konkurrentene gjennomsnittlig ligger på om lag 50 prosent og holder seg relativt stabilt over tid.

#### 4.4.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad er et forholdstall som viser oss forholdet mellom kapital finansiert av utenforstående, og kapital finansiert av eierne (Kristoffersen, 2023, s.466). Gjeldsgraden har en klar sammenheng mellom egenkapitalandelen og gjeldsandelen i et selskap. Dersom gjeldsgraden er 1, vil egenkapitalen og gjelden være like stor i bedriften. Lavere gjeldsgrad indikerer derfor bedre soliditet (Kristoffersen, 2023, s.467).

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

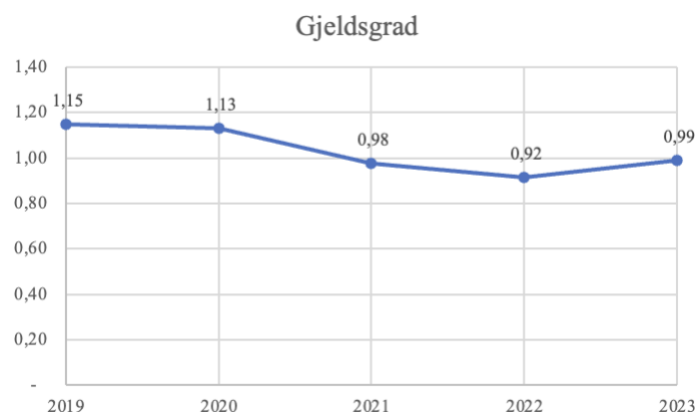
*Tall i millioner NOK*

År	2023	2022	2021	2020	2019
Gjeld	30 107	29 911	30 658	31 822	32 050
Egenkapital	30 385	32 673	31 342	28 136	27 819
<b>Gjeldsgrad:</b>	<b>0,99</b>	<b>0,92</b>	<b>0,98</b>	<b>1,13</b>	<b>1,15</b>

Tabell 16: Gjeldsgrad OLT

Gjeldsgrad	2023	2022	2021	2020	2019
Castellum AB	1,06	1,28	1,12	1,28	0,44
Citycon OYJ	1,12	0,93	0,93	1,16	0,97
Entra	1,87	1,59	1,09	1,03	1,09
OLT ASA	0,99	0,92	0,98	1,13	1,15

Tabell 17: Gjeldsgrad med konkurrenter



**Figur 9: Gjeldsgrad OLT**

OLT har siden 2021 hatt en gjeldsgrad lavere enn 1. Dette betyr at egenkapitalen er større enn gjelden. I likhet med egenkapitalandelen ovenfor, har Entra det dårligste resultatet av konkurrentene med en gjeldsgrad på 1,869. Castellum og Citycon OYJ ligger like rundt 1, men som vi ser er det OLT som har den beste gjeldsgraden, noe som er forventet ut fra våre strategiske analyser.

#### 4.4.4 Rentedeckningsgrad

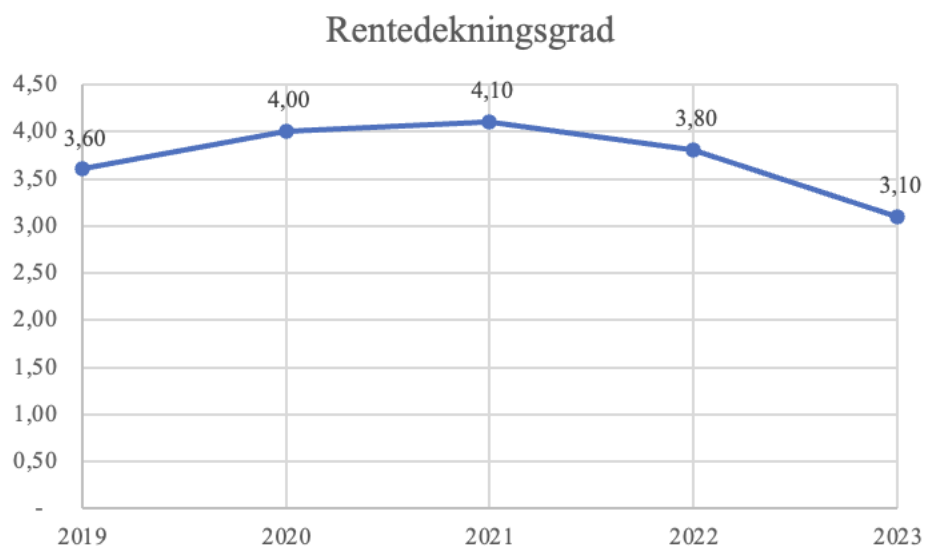
Rentedeckningsgraden til en bedrift forteller hvor godt de er i stand til å betale sine rentekostnader (Kristoffersen, 2023, s.468). Nøkkeltallet er tilknyttet bedriftens lønnsomhet og renter på gjelden. Dersom lønnsomheten er god, vil også rentedeckningsgraden være høy.

Tommelfingerregelen på hva tallet bør ligge på er 3, og bør absolutt ikke ligge under 1 da dette tilsier at bedriften går i underskudd (Kristoffersen, 2023, s.469).

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

Rentedekningsgrad	2023	2022	2021	2020	2019
Castellum AB	3,00	3,90	5,17	5,30	5,02
Citycon OYJ	3,70	4,00	4,10	4,10	4,20
Entra	1,84	2,48	3,68	3,40	3,30
OLT ASA	3,10	3,80	4,10	4,00	3,60

Tabell 18: Rentedekningsgrad med konkurrenter



Figur 10: Rentedekningsgrad OLT

Som vist i tabellen, ser vi at OLT har en rentedekningsgrad på 3,1 i 2023. Entra derimot har svært lav rentedekningsgrad i 2023, noe som tyder på at de har dårligere lønnsomhet enn konkurrentene sine. Castellum AB og Citycon OYJ og har også god rentedekningsgrad i henhold til tommelfingerregelen.

## 4.5 Oppsummering regnskapsanalyse

### *Lønnsomhet*

Negativ total kapitalrentabilitet og egen kapitalrentabilitet skyldes et negativt resultat, som i hovedsak kommer av store nedskrivninger i porteføljen. Dette bør imidlertid ikke vektlegges alt for mye, da mye av nedskrivningene skyldes økt markedsrente og selskapet for øvrig viser god likviditet og soliditet. Den stabile økningen i utbyttet indikerer også at selskapets er godt rigget og har en god økonomiske helse. OLT viser god og stabil driftsmargin med en positiv utvikling de siste fem årene.

### *Likviditet*

I henhold til regnskapsanalysen kan vi se at OLT ligger godt an likviditetsmessig i forhold til sine konkurrenter, hvilket støtter opp under argumentene om finansielle ressurser som konkurransefortrinn. Likviditetsgrad 1 ligger under 1, som har sitt argument i bransjen de opererer i. Store deler av virksomhetens kapital er plassert i anleggsmidler, og OLT holder seg stabilt mellom konkurrentene.

### *Soliditet*

OLT viser jevnt over god soliditet, også sammenliknet med sine komparative konkurrenter. Finansieringsgrad 1 ligger noe i øvre sikte, men er likevel stabil sammenliknet med konkurrentene. God egenkapitalandel indikerer en stabil og trygg virksomhet, og vi ser en positiv gjennomsnittlig økning de siste fem årene. OLT har relativ høy gjeldsgrad, men likevel lavere enn sine konkurrenter. God rentedekningsgrad viser god evne til å betjene sine kreditorer.

*Overordnet* svinger selskapene relativt i takt, noe som kan indikere at selskapene påvirkes på samme måte av ulike eksterne faktorer som bransjen utsettes for.

## 5.0 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Gjennom de eksterne og interne analysene har vi fått informasjon om viktige faktorer, som lønnsomhet, konkurransefordeler, samt lengde på leie- og gjeldskontrakter. Disse blir nødvendige å ta høyde for når vi nå skal prognosere fremtidige frie kontantstrømmer. Ved beregning av OLT sine frie kontantstrømmer fra drift har vi benyttet følgende formel:

*Frie kontantstrømmer fra drift = EBITDA – avskrivninger og nedskrivninger +/- verdiendring eiendom og finansielle instrumenter – skattekostnad – investeringer +/- endring arbeidskapital + avskrivninger og nedskrivninger +/- verdiendring eiendom og finansielle instrumenter*

### 5.1 Driftsinntekter

Vi har valgt å ta utgangspunkt i *driftssegmentresultatet* fra OLT sine årsrapporter i prognosen av fremtidige driftsinntekter. Inntektskildene er delt inn etter kjøpesenter og næringseiendom. I næringseiendom inngår kontorer, handel, hotelleiendommer, logistikk, samt utleieboliger. Leieinntektsnivået på den samlede porteføljen har de siste fem årene økt. Med andre ord en solid vekst til tross for tider med usikkerhet og svakere marked. Ledigheten i den totale eiendomsporteføljen har også holdt seg stabil mellom 2 prosent og 4 prosent de siste årene. Dette viser at selskapet evner å håndtere nedkonjunkturer, noe som gir grunn til å tro at selskapet er godt rustet for videre drift.

År	2019	2020	2021	2022	2023
Leieinntekt kjøpesenter	2,218	2,169	2,188	2,375	2,788
Leieinntekt næringseiendom	766	794	801	844	932
<b>Totale leieinntekter</b>	<b>2,984</b>	<b>2,962</b>	<b>2,990</b>	<b>3,219</b>	<b>3,720</b>
Eiendomsrelaterte inntekter kjøpesenter	817	772	826	883	958
Eiendomsrelaterte inntekter næringseiendom	83	86	113	123	141
<b>Totale eiendomsrelaterte inntekter</b>	<b>900</b>	<b>857</b>	<b>939</b>	<b>1,006</b>	<b>1,098</b>
Andre driftsinntekter kjøpesenter	81	84	91	103	12
Andre driftsinntekter annen virksomhet	86	64	74	55	45
<b>Totale andre driftsinntekter</b>	<b>167</b>	<b>148</b>	<b>165</b>	<b>158</b>	<b>56</b>
<b>Driftsinntekter</b>	<b>4,051</b>	<b>3,967</b>	<b>4,094</b>	<b>4,383</b>	<b>4,874</b>

Tabell 19: OLT sine driftsinntekter (2019-2023)



I 2022 solgte OLT Amfi Drift AS, og mottok en gevinst på 69 millioner som inngikk i posten *andre driftsinntekter*. Den ekstraordinære hendelsen gjør at andre driftsinntekter for 2022 ikke gir et rettviseende bilde på slike inntekter under normale omstendigheter, noe vi ser gjennom at posten ble betydelig mye lavere i 2023 sammenlignet med tidligere år (Henriksen, 2022). Amfi Drift AS bidro generelt til store deler av *andre driftsinntekter* til OLT. Det vil dermed være nødvendig å foreta et vektet gjennomsnitt for å finne gjennomsnittlig vekst for de tidligere 5 årene.

År	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnittlig andel
Leieinntekter kjøpesentere	3.07%	-2.21%	0.88%	8.55%	17.39%	6.19%
Leieinntekter næringsseiendom	13.31%	3.66%	0.88%	5.37%	10.43%	6.78%
Eiendomsrelaterte inntekter kjøpesentere	1.24%	-5.51%	6.99%	6.90%	8.49%	3.94%
Eiendomsrelaterte inntekter næringsseiendom	23.88%	3.61%	31.40%	8.85%	14.63%	16.47%
Andre driftsinntekter kjøpesentere	-11.96%	3.70%	8.33%	13.19%	-88.35%	1.08%
Andre driftsinntekter annen virksomhet	-2.27%	-25.58%	15.63%	-25.68%	-18.18%	-8.97%

**Tabell 20: Gjennomsnittlig andel vekst i driftsinntekter (2019-2023)**

Andre elementer som påvirker prognosen av fremtidige driftsinntekter, er blant annet investeringer og kontinuerlig økning av utbytte de siste årene. I en tid med stor usikkerhet i bransjen grunnet høy rente har OLT de siste årene gjort flere investeringer i både kjøpesentere og næringsseiendom, mens mange av konkurrentene, som for eksempel Entra, har solgt unna store deler av sin portefølje. Dette for å imøtekomme krav om belåningsgrad og risiko (Finansavisen, 2023). OLT har her et stort konkurransefortrinn i form av lav belåningsgrad, balansert gjeldsportefølje og meget store likviditetsreserver som reduserer risikoen for virksomheten i tider med høy rente og inflasjon, samt en sterk merkevare. I tillegg sikrer de lengre leieavtalene en sikker inntekt de kommende årene. OLT kan med andre ord benytte seg av den nåværende situasjonen i markedet ved å kjøpe seg betydelig opp i eiendom mens konkurrentene selger. Dette vil igjen bidra til å generere inntekt i årene fremover. I tillegg kan den sterke merkevaren og selskapets finansielle stilling forventes å bidra til en fortsatt god utvikling, selv med stor usikkerhet knyttet til fremtidig økonomisk utvikling og høye renter

År	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Leieinntekt kjøpesenter	2 961	3 144	3 339	3 546	3 765
Leieinntekt næringseiendom	995	1 063	1 135	1 212	1 294
<b>Totale leieinntekter</b>	<b>3 956</b>	<b>4 207</b>	<b>4 474</b>	<b>4 757</b>	<b>5 059</b>
Eiendomsrelaterte inntekter kjøpesenter	996	1 035	1 076	1 118	1 162
Eiendomsrelaterte inntekter næringseiendom	164	191	223	259	302
<b>Totale eiendomsrelaterte inntekter</b>	<b>1 160</b>	<b>1 226</b>	<b>1 299</b>	<b>1 378</b>	<b>1 464</b>
Andre driftsinntekter kjøpesenter	12	12	12	13	13
Andre driftsinntekter annen virksomhet	41	37	34	31	28
<b>Totale andre driftsinntekter</b>	<b>53</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>43</b>	<b>41</b>
<b>Driftsinntekter</b>	<b>5 169</b>	<b>5 483</b>	<b>5 818</b>	<b>6 178</b>	<b>6 564</b>

Tabell 20: OLT sine estimerte fremtidige driftsinntekter (2024-2028)

## 5.2 Driftskostnader

Høy inflasjon, nedgangskonjunktur og høye byggekostnader har vært med på å øke driftskostnadene til OLT. Fra de strategiske analysene tror vi ikke at disse faktorene vil endre seg betraktelig i fremtiden. Driftskostnadene ses her i sammenheng med driftsinntektene ved prediksjon av fremtidige verdier. Driftsinntektene og driftskostnadene korrelerer med 91,48 prosent. Dette indikerer en sterk samvariasjon, og den vil derfor legge grunnlaget for estimering av fremtidige driftskostnader.

Tabellen under viser prosentandel av driftskostnadene sammenlignet med driftsinntektene:

År	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Driftsinntekter</b>	<b>2 984</b>	<b>2 962</b>	<b>2 990</b>	<b>3 219</b>	<b>3 720</b>
Eiendomsrelaterte kostnader kjøpesentre	907	802	851	1063	1129
Eiendomsrelaterte kostnader næringseiendom	293	310	304	283	328
Totale eiendomrelaterte kostnader	1 201	1 112	1 155	1 346	1 457
Administrasjonskostnader kjøpesentre	158	158	164	143	141
Administrasjonskostnader næringseiendom	31	33	33	37	38
Totale administrasjonskostnader	189	190	197	180	178
Andre driftskostnader konsern	157	151	154	83	56
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>1 547</b>	<b>1 453</b>	<b>1 506</b>	<b>1 609</b>	<b>1 691</b>
Andel av driftsinntekter	51,84 %	49,05 %	50,37 %	49,98 %	45,46 %
Gjennomsnitt	49,34 %				
Korrelasjon	91,48 %				

Tabell 21: OLT sine driftskostnader sett opp mot driftsinntektene (2019-2023)

Som vi ser fra tabellen har *andre driftskostnader* blitt redusert på grunn av salget av Amfi Drift AS i 2022. Vi estimerer derfor at denne posten vil holde seg på et lavt nivå også i fremtiden. I andre driftskostnader er ikke næringseiendom inkludert da dette segmentet ikke skaper driftskostnader. Videre viser tabellen at driftskostnadene utgjør i gjennomsnitt 49,34% av driftsinntektene.

Prognosen under viser utviklingen i driftskostnader relatert til driftsinntektene:

År	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Driftsinntekter	5 169	5 483	5 818	6 178	6 564
<b>Driftsrelaterede kostnader</b>	<b>2 550</b>	<b>2 705</b>	<b>2 871</b>	<b>3 049</b>	<b>3 239</b>

Tabell 22: OLT sine estimerte, fremtidige driftskostnader (2024-2028)

### 5.3 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen viser forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. OLT har hatt en negativ arbeidskapital de siste fem årene. Det skyldes at OLT har brukt kortsiktig gjeld til å finansiere anleggsmidlene. Likevel har det vært en positiv utvikling i arbeidskapitalen da den kortsiktige gjelden har blitt redusert de siste årene. I og med at OLT investerer i eiendom er det ikke uvanlig med en negativ arbeidskapital. Det kan ta tid før eiendommer genererer inntekt, da de kortsiktige forpliktelsene som betalinger til entreprenører etc. forfaller før innteksstrømmene kommer. Negativ arbeidskapital trenger ikke å være et problem så lenge OLT har tilstrekkelig med langsiktige eiendeler og inntekter til å dekke sine forpliktelser over tid. I OLT sitt tilfelle har selskapet store nok reserver til å refinansiere all gjeld frem til 2025, som nevnt i de strategiske analysene.

For å predikere fremtidig arbeidskapital har vi valgt å ta utgangspunkt i den gjennomsnittlige andelen fra de siste fem årene.

År	2019	2020	2021	2022	2023
Arbeidskapital	-5 232	-6 069	-3 893	-2 760	-1 788
Endring	1 301	-828	2 176	1 133	972
Prosent	19,9 %	-15,8 %	35,9 %	29,1 %	35,2 %
Gjennomsnittlig andel					11,3 %

Tabell 23: Gjennomsnittlig andel vekst i arbeidskapital (2019-2023)

Arbeidskapitalen til OLT svinger noe, men overordnet har den blitt forbedret med unntak av korona-året 2020. Vi legger derfor til grunn at den bedres under markedstilstander også i fremtiden.

År	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Arbeidskapital	-1 587	-1 408	-1 249	-1 108	-984
Kontaktstrømeffekt	201	179	159	141	125

Tabell 24: OLT sin estimerte, fremtidige arbeidskapital (2024-2028)

## 5.4 Verdiendringer

Verdiendringene i eiendom og finansielle instrumenter varierer fra år til år. En faktor som kan ha betydning på verdiendringer er styringsrenten satt av Norges Bank. Vi har derfor valgt å se på sammenhengen mellom verdiendringene og styringsrenten de siste ti årene. Årsgjennomsnittet til styringsrenten for de ti siste årene er publisert på Norges Bank sine sider (Norges Bank, u.å.). Disse to faktorene har en korrelasjon på -0,7361, noe som kan anses som en relativ sterk korrelasjon.

Den negative korrelasjonen indikerer at når styringsrenten går opp, går verdien på eiendom og finansielle instrumenter ned. Vi legger derfor denne korrelasjonen til grunn når vi skal predikere fremtidig styringsrente, selv om det ikke er perfekt negativ korrelasjon.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Verdiendring eiendom og finansielle instrumenter	957	281	3 025	2 984	2 438	1 022	424	-1 548	2 647	920	-4 332
Stryingsrente	1,50 %	1,49 %	1,05 %	0,55 %	0,50 %	0,57 %	1,15 %	0,36 %	0,08 %	1,33 %	3,53 %
Korrelasjon											

Tabell 25: Verdiendingsutvikling for OLT i sammenheng med styringsrenten (2013-2023)

Sammenhengen mellom styringsrenten og verdiendringer fremheves spesielt godt i 2023, hvor Norges Bank satte opp styringsrenten syv ganger. Jo mer rentene settes opp, desto mindre penger blir igjen på bunnlinjen. Følgelig vil eiendomsverdiene synke når lønnsomheten synker. Den økte renten har naturligvis ført til økt avkastningskrav for OLT, som igjen har resultert i betydelig store nedskrivninger av eiendomsporteføljen. Denne økningen i renten kan sies å være en unntakstilstand, da den vanligvis ikke øker såpass mye på så kort tid. I årene fremover forventes ikke renten å øke ytterligere, dermed vil vi heller ikke se at verdiene på eiendommene nedskrives i like stor grad som i 2023.

År	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Styringsrente	3,40 %	3,35 %	3,20 %	3,10 %	2,80 %
Endring	-0,13 %	-0,05 %	-0,15 %	-0,10 %	-0,30 %

Tabell 26: Prediksjon av fremtidig styringsrente

Verdiendringene kan i tillegg påvirkes av lengden på leiekontraktene og fremtidige leieinnbetalinger, gjeldsinstrumenter og estimert ledighet. Lengre leiekontrakter gir stabil og forutsigbar fremtidig inntekt. Endringer i styringsrenten og gjeldsbetingelser kan som nevnt være med på å endre verdiene til OLT. Vi antar derfor at verdiendringene i de kommende årene ikke vil være like betydelige som i 2023.

År	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Investerings eiendommer	500	534	600	771	1322
Finansielle instrumenter	90	130	143	345	487
<b>Totale verdiendringer</b>	<b>590</b>	<b>664</b>	<b>743</b>	<b>1116</b>	<b>1809</b>

Tabell 27: OLT sine estimerte fremtidige verdiendringer (2024-2028)

## 5.5 Investeringer

OLT opererer med netto investeringer i sine årsrapporter, og de definerer netto investeringer som «virkelig verdi av kjøp og salg av investeringseiendom, samt øvrige netto investeringer» (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024b). I løpet av de siste 10 årene har deres investeringsaktivitet for det meste omfattet oppgradering av eksisterende eiendomsportefølje, investeringer i

eiendomsprosjekter under oppføring og eiendomskjøp. For å se på hvor mye OLT investerer sammenlignet med hvor mye de tjener, velger vi å finne hvor stor andel nettoinvesteringer representerer av driftsinntektene.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto investeringer	1863,0	3934,0	2699,0	4259,0	1875,0	1304,0	548,0	914,0	449,0	889,0	2029,0
Ending netto investering	46 %	111 %	-31 %	58 %	-56 %	-30 %	-58 %	67 %	-51 %	98 %	128 %
Driftsinntekter	2782,0	3004,0	3266,0	3578,0	3808,0	3881,0	4051,0	3967,0	4094,0	4383,0	4874,0
Andel nettoinvesteringer - driftsinntekter	67 %	131 %	83 %	119 %	49 %	34 %	14 %	23 %	11 %	20 %	42 %

Tabell 28: OLT sin utvikling i investeringsnivå (2013-2023)

Vi ser en interessant utvikling gjennom de siste 10 årene. Før koronapandemien var investeringsaktiviteten relativt høy, men etter korona har den vært unormalt lav. Vi ser dog at investeringsaktiviteten begynner å ta seg opp igjen i 2023, og vi tror dette kommer til å være normalen fremover. Dette kan trolig skyldes koronapandemien som var preget av mye usikkerhet og høyere renter.

Situasjonen i dag er fortsatt preget av høye renter, noe som fører til dyrere lån og høyere kostnader for virksomheter i eiendomsbransjen. Dette fører til at mange selger unna sine eiendommer for å ikke lide store tap. OLT har derimot en meget lav gjeldsgrad og belåningsgrad sammenlignet med konkurrentene sine, noe som gjør at de ikke påvirkes av renten i like stor grad som konkurrentene sine. Dette gir selskapet muligheten til å kjøpe opp ytterligere eiendom i tiden fremover, mens de andre selger. Som nevnt kan OLT refinansiere gjelden sin, og står med andre ord i en sterk finansiell posisjon, og har god mulighet til å ta opp mer lån for å investere ytterligere.

Basert på OLT sin tidligere investeringsaktivitet og lave belåningsgrad vil det dermed være realistisk å påstå at investeringsaktiviteten til OLT vil øke i årene fremover, og tilnærme seg slik den har vært tidligere. Vi tror dog at investeringsaktiviteten vil avta etter de to første årene, da OLT har et ønske med å ha lav belåningsgrad og gode likviditetsreserver, og dermed ikke kan fortsette med samme investeringsnivå. Som det fremgår i tabellen, er fremtidige netto investeringer beregnet ut ifra driftsinntektene.

År	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Driftsinntekter (før investeringspåslag)	5 169	5 483	5 818	6 178	6 564
Andel nettoinvesteringer - driftsinntekter	50 %	45 %	20 %	25 %	15 %
<b>Netto investeringer</b>	<b>2584</b>	<b>2467</b>	<b>1164</b>	<b>1545</b>	<b>985</b>

Tabell 29: OLT sine estimerte fremtidige netto investeringer (2024-2028)

## 5.6 Skatt

For å kunne beregne fremtidige kontantstrømmer blir det nødvendig å finne ut av hva det fremtidige skattenivået ligger på. Siden 2019 har skattesatsen vært på 22 prosent i Norge. Vi antar at den ikke vil endre seg i løpet av de neste fem årene da skattesatsen må holdes på samme nivå som resten av Europa for at norsk næringsliv skal være konkurransedyktige.

## 5.7 Avskrivninger og nedskrivninger

Avskrivninger og nedskrivninger handler om at man fordeler kostnaden ved en investering ut over levetiden til eiendelen. Avskrivninger og nedskrivninger har en skattemessig effekt. Det vil derfor være nødvendig å estimere disse for de kommende årene. I årsrapportene til OLT oppgis det at de utfører lineære avskrivninger, med 3-10, 5-10 og 10-67 års økonomisk levetid. Det har vært et stort fall i avskrivningene og nedskrivningene til OLT i 2023 på grunn av store verdijusteringer av eiendomsporteføljen deres (Resvoll, 2024). Dette skyldes at konsernets portefølje av investeringseiendommer bokføres til virkelig verdi (Olav Thon Eiendom, 2024b).

Fra OLT sine driftssegmentresultater kommer det frem at avskrivningene og nedskrivningene påløper på grunn av kjøpesentrene og næringseiendommene. Det blir dermed naturlig å finne ut hvor stor prosentandel avskrivningene utgjør av driftsinntektene for å finne et vekstestimat for fremtiden.

År	2019	2020	2021	2022	2023
Avskrivninger og nedskrivninger	24	35	32	26	17
<b>Prosentandel av driftsinntekter</b>	<b>0.48%</b>	<b>0.73%</b>	<b>0.64%</b>	<b>0.48%</b>	<b>0.28%</b>

Tabell 30: OLT sine avskrivninger og nedskrivninger (2019-2023)

Som nevnt tidligere skal to av eiendomsprosjekter til OLT ferdigstilles i 2024, og ett i 2025. Dette er store prosjekter, som vil øke fremtidige avskrivninger. I tillegg har OLT flere eiendomsprosjekter under planlegging, noe som igjen vil øke fremtidige avskrivninger når disse prosjektene blir realisert. Følgelig er det naturlig å anta at avskrivningene i 2024 vil øke i forhold til 2023. Veksten på avskrivningene forventes også å øke i takt med fremtidige driftsinntekter (gjennomsnittlig prosentandel). I tillegg har OLT i tidligere år alltid hatt netto investeringer på under 1 milliard, men i 2023 så var netto investeringer 2,03 milliarder. Dette betyr også større avskrivninger i fremtiden (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024b).

År	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Sum avskrivninger og nedskrivninger</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>31</b>	<b>33</b>

Tabell 31: OLT sine estimerte, fremtidige avskrivninger og nedskrivninger (2024-2028)

## 5.8 Frie kontantstrømmer

En sammenstilling av alle økonomiske aktivitetene prognostisert ovenfor, gir oss selskapets frie kontantstrømmer for de neste fem årene. Disse kontantstrømmene skal videre diskonteres til netto nåverdi for å finne verdien av OLT.

År	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Driftsinntekter	5 169	5 483	5 818	6 178	6 564
- Driftskostnader	2 550	2 705	2 871	3 049	3 239
= <b>EBITDA</b>	<b>2 619</b>	<b>2 777</b>	<b>2 948</b>	<b>3 130</b>	<b>3 325</b>
- Avskrivninger og nedskrivninger	-26	-28	-29	-31	-33
+/- Verdiendring eiendom og finansielle instrumenter	590	664	743	1116	1809
= <b>EBIT</b>	<b>3 182</b>	<b>3 414</b>	<b>3 661</b>	<b>4 215</b>	<b>5 101</b>
- Skattekostnad (22%)	700	751	805	927	1122
= <b>EBI</b>	<b>2 482</b>	<b>2 663</b>	<b>2 856</b>	<b>3 287</b>	<b>3 979</b>
- Investeringer	-2584	-2467	-1164	-1545	-985
+/- Endring arbeidskapital	201	179	159	141	125
+ Avskrivninger og nedskrivninger	26	28	29	31	33
+/- Verdiendring eiendom og finansielle instrumenter	-590	-664	-743	-1116	-1809
= <b>Frie kontantstrømmer</b>	<b>-465</b>	<b>-262</b>	<b>1 137</b>	<b>799</b>	<b>1 343</b>



**Tabell 32: OLT sine estimerte, fremtidige frie kontantstrømmer (2024-2028)**

Vi ser ut ifra tabellen at kontantstrømmen de to første årene er negative. Dette er ikke nødvendigvis et signal på dårlig lønnsomhet, da vi ser at kontantstrømmene deres fra drift er positive. De negative kontantstrømmene kommer av verdiendringene og at OLT kommer til å benytte seg av investeringsmuligheter, noe som vil dra ned de frie kontantstrømmene. I og med at investeringsaktiviteten vil avta noe mot slutten av perioden, vil de frie kontantstrømmene vokse hurtigere enn de to første årene.

## 6.0 Avkastningskrav

Avkastningskravet til OLT spiller en viktig rolle i verdsettelsen av selskapet. Dette er en sentral faktor i beregningen av nåverdien av de frie kontantstrømmene, da det reflekterer investorenes krav til avkastning for å kompensere for den risikoen de tar ved å investere kapital i OLT. Ved å beregne avkastningskravet kan investorer få en bedre forståelse av selskapets verdi og potensielle avkastning.

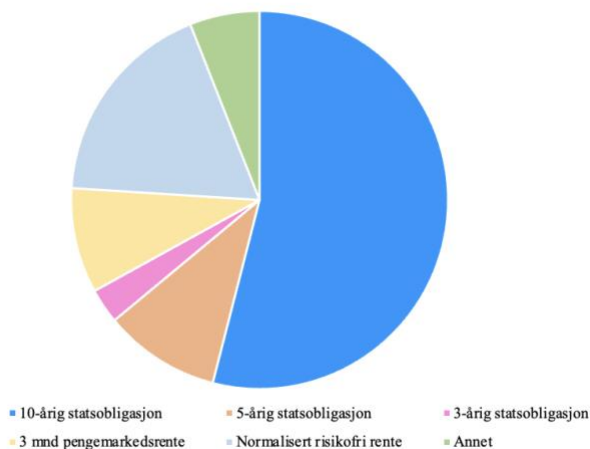
For å bestemme avkastningskravet til totalkapitalen må vi første identifisere og vurdere flere nøkkelkomponenter. Dette inkluderer den risikofrie renten, markedets risikopremie, betaen og avkastningskravet til egenkapitalen.

### 6.1 Risikofri rente

Investeringer i risikofrie aktiva vil gi en forventet avkastning lik den risikofrie renten. På denne måten vil avkastningskravet for risikable aktiva alltid være høyere enn den risikofrie renten for å kompensere for økt risiko. En investor vil med andre ord aldri akseptere at en aksjeinvestering (som innebærer risiko) har samme forventet avkastning som å sette pengene på sparekonto (uten risiko). Risikofri rente er derfor et viktig utgangspunkt for videre beregninger, da denne vil brukes som referanse for å bestemme avkastningskravet til både egenkapitalen og totalkapitalen.

PwC sin årlige markedsundersøkelse viser at 10-årige statsobligasjoner er det vanligste målet på risikofri rente i det norske markedet (PwC, 2023). Undersøkelsen baserer seg på 146 av medlemmene i Foreningen for Finansfag Norge, hvorav 54 prosent valgte å benytte renten på 10-årige statsobligasjoner som risikofri rente i beregning av avkastningskrav.

### Valg av risikofri rente



Figur 11: Valg av risikofri rente (pwc, 2023)

Statsobligasjoner kan være et godt mål fordi det i teorien ikke er noen kredittrisiko her. Med staten som utsteder vil man i de fleste velfungerende markeder være svært sikker på at betalingsforpliktelsene blir overholdt (Norges Bank, 2023). Under vises en tabell med oversikt over renten for 10-årige statsobligasjoner utstedt av Norges Bank de siste årene. Siden den dominerende delen av OLT sin virksomhet befinner seg i Norge, velger vi å fokusere på Norges Bank sine renter. Vi anser det også hensiktsmessig å benytte en løpetid på 10 år med bakgrunn i PwC sin undersøkelse, for å oppnå et mest mulig nøyaktig mål på risikofri rente.

	2022	2023	2024
<b>Rente per 1.1</b>	1,722%	3,064%	3,251%
<b>Gjennomsnittlig rente for året*</b>	2,835%	3,480%	3,629%

\*For 2024 har vi tatt gjennomsnittet for renten så langt i år

Tabell 33: Rente for 10-årige statsobligasjoner utstedt av Norges Bank

Gjennomsnittlig rente for 2023 var på 3,48 prosent. Dette er betydelig høyere enn året før, noe som skyldes svært høy inflasjon og tilhørende økt rente. Vi ser også at renten har fortsatt den økende trenden i 2024, noe som er naturlig da Norges Bank har uttrykt at styringsrenten kommer til å holdes uendret på 4,5 prosent en god stund fremover (Norges Bank, 2023). Basert på at denne oppgaven omhandler en verdsettelse av OLT per 31.12.2023, samt en forventning om

stabil styringsrente fremover, vurderer vi det dithen at gjennomsnittlig rente for 2023 gir et rettviseende utgangspunkt. Vi setter derfor den risikofrie renten til 3,48 prosent.

## 6.2 Markedets risikopremie

Som tidligere nevnt, vil en investor kreve høyere forventet avkastning desto høyere risiko det er i investeringen. Dette “påslaget” kan klassifiseres som markedets risikopremie, og finnes følgelig ved å ta differansen mellom forventet avkastning i markedet og risikofri avkastning.

Markedets risikopremie kan blant annet påvirkes av faktorer som markedsforventninger, økonomiske forhold, investorers risikotoleranse, tilbud og etterspørsel eller risikofrie aktiva, og kan derav variere over tid (Boye *et al*, 2018). Til tross for usikre markeder og urolige geopolitiske tilstander i verden de siste årene, har markedets risikopremie i det norske markedet holdt seg stabil på rundt 5 prosent (PwC, 2023).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Gjennomsnitt</b>	5,2%	4,9%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%
<b>Median</b>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Kvartil 1</b>	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	5,0%
<b>Kvartil 3</b>	6,0%	5,5%	5,4%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Tabell 34: Statistikk over markedets risikopremie (2015-2023) (pwc,2023)

Vi ser at medianen ligger stabilt på 5 prosent mens gjennomsnittet har variert med små marginer. Vi vurderer det hensiktsmessig å ta utgangspunkt i disse målene og dermed sette markedsrisikopremien til 5 prosent

### 6.3 Beta

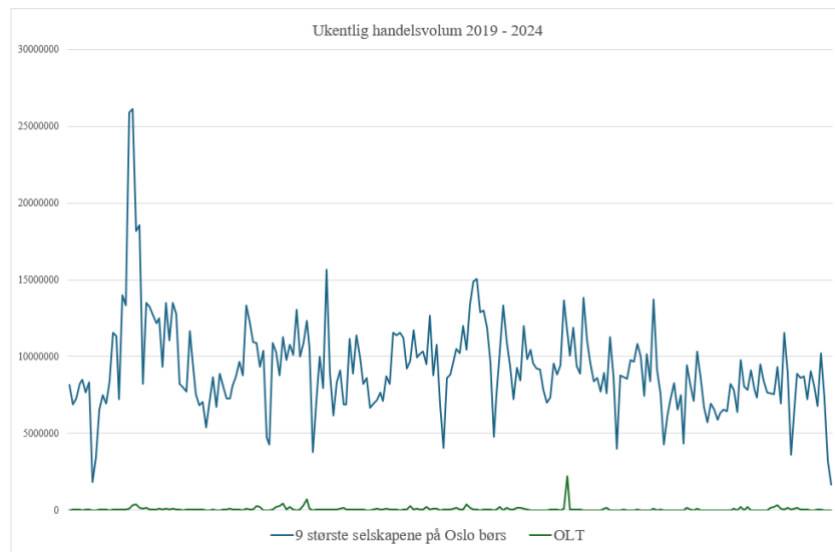
Ved å regne ut betaen til OLT, finner vi ut av hvilken markedsrisiko aksjen har. Markedsrisikoen er den risikoen en ikke kan kvitte seg med gjennom diversifisering, og er dermed en viktig indikator på risikoen knyttet til en aksje. Dersom betaen er under 1, betyr det at aksjen svinger mindre enn markedet. Er betaen til aksjen 1, betyr det at aksjen svinger i takt med markedet. Er betaen til aksjen over 1, betyr det at aksjen svinger mer og dermed har mer risiko enn markedet.

Formelen for beta er som følger:

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

For å finne data til beregningene våre har vi lastet ned historiske aksjepriser for OLT og utviklingen til hovedindeksen til Oslo børs (OSEBX). Grunnen til at vi bruker OSEBX er fordi mesteparten av OLTs aktivitet foregår i Norge, samt OLT sine største aksjonærer holder til i Norge. I tillegg er OLT børsnoterte på Oslo børs, noe som gjør at OSEBX blir relevant til å representere markedsporteføljen. Selv om deres konkurrenter er børsnoterte på den finske og svenske børsen, så ser vi på det som mest hensiktsmessig å bruke den norske børsen.

For å bestemme oss for om vi skal ta i bruk månedlig eller ukentlig data for å beregne betaen, er det viktig å finne ut av hvor stort handelsvolumet til OLT sine aksjer er. Dette er fordi dersom en aksje har høyt handelsvolum, men man bruker ukentlig avkastningsintervall, vil man kunne ende opp med en for høy beta (Finanssans, 2023). For å finne ut av denne finner vi gjennomsnittet av ukentlig handelsvolum til 9 store selskap på OSEBX, da disse selskapene utgjør 62 prosent av OSEBX sin vektning (Aksje Norge, 2023). Ved å sammenligne gjennomsnittet på det ukentlige handelsvolumet av de valgte selskapene opp mot OLT sin aksje, kan en konkludere med at OLT aksjen har et lavt handelsvolum. Det vil dermed være mest riktig å ta i bruk data fra den månedlige avkastningen til OLT.



**Figur 12: OLT sitt handelsvolum sammenlignet med de 9 største selskapene på Oslo børs (2019-2024) (Yahoo Finance, 2024)**

Dataene som ble tatt i bruk for å estimere betaen er hentet fra Yahoo Finance, der vi lastet ned månedlig data for de siste fem årene. Dette skyldes at våre prognoser i den fundamentale verdsettelsen baserer seg på tall fra de siste fem årene. Ved å konvertere og sammenstille disse dataene i Excel, kan vi beregne oss frem til månedlig avkastning for OLT og OSEBX. Da får vi totalt 59 observasjoner av den månedlige avkastningen til både OLT og OSEBX.

Ved å beregne kovariansen mellom OLT og OSEBX sin månedlige avkastning og dele denne på variansen til markedsporteføljen (OSEBX), finner vi betaen. Vi har valgt å finne fem-års beta.

**5 år**

<b>Kovarians mellom OLT og OSEBX</b>	0,201 %
<b>Variansen til OSEBX sin avkastning</b>	0,213 %
<b>Beta</b>	0,95

**Tabell 35: 5 års beta (2019-2024)**

Ved å beregne betaen ved å benytte tall fra 2019 – 2024, får vi en beta som nesten er tilnærmet lik 1. Ved første øyekast kan dette se riktig ut, men koronaåret 2020 er inkludert i dataen som gir oss denne betaen. Da koronapandemien traff Norge og herjet som verst, var det mye usikkerhet i aksjemarkedet. Det førte til store svingninger i aksjepriser og børsindekser. Dermed ved å

inkludere 2020 kan vi få et uriktig resultat da korona var en ekstraordinær hendelse. Ved å beregne betaen for de siste fem årene uten 2020 får vi en beta som ser mer realistisk ut.

**5 år ekskludert 2020**

<b>Kovarians mellom OLT og OSEBX</b>	0,020 %
<b>Variansen til OSEBX sin avkastning</b>	0,12 %
<b>Beta</b>	0,17

Tabell 36: 5 års beta (2019-2024), 2020 ekskludert

Årsaken til at vi tror denne betaen gir et mer representativt bilde knyttet til OLT aksjen er fordi denne aksjen har vært relativt stabil på børsen gjennom flere tiår. I tillegg har OLT lav belåningsgrad og gode likviditetsreserver, noe som gjør dem godt rustet for uventede situasjoner.

### 6.3.1 Drøfting av betaen

Det er ikke slik at betaen vi har kommet frem til kommer til å være realiteten for OLT aksjen. Betaen er basert på historiske tall, så blir dette kun en spekulasjon på hvordan vi tror fremtiden kommer til å se ut. Det at vi valgte Oslo børs som markedsportefølje i våre beregninger når faktumet er at OLT aksjen kan handles på flere andre land sine børser, fører til at betaen ikke nødvendigvis gir et representativt bilde for OLT aksjen sin markedsrisiko. I tillegg fikk vi færre observasjoner å utføre våre beregninger på da vi kuttet ut koronaåret 2020. Dette igjen kan bidra til å gjøre betaen vi kom frem til, til et mer usikkert estimat på fremtidig markedsrisiko.

Det skal dog nevnes at eiendomsbransjen er en av de mest stabile og forutsigbare bransjene vi har, noe som gjør at betaen vi har beregnet oss frem til får mer troverdighet. Siden dette er en beta som skal tas i bruk ved prognoser må en også ta høyde for fremtidig risiko, da en beta på 0,17 er for lavt. Forskningen til økonomen Marshall E. Blume viser hvordan selskaper som vokser over tid har en beta som vil konvertere seg mer og mer mot 1, altså markedets sin beta (Blume, 2011). Det vil dermed gi et mer korrekt bilde og anta en fem-årlig beta på 0,6 for de følgende beregningene.

## 6.4 CAPM – Avkastning til egenkapitalen

For å beregne avkastningen til egenkapitalen vil vi benytte oss av kapitalverdimodellen - en utbredt teoretisk modell innenfor finansfaget. Ved hjelp av denne kan vi regne ut forventet avkastning ved å se på risikofri rente, markedsrisikopremien og aksjens beta. Modellen utformer et lineært forhold mellom risiko og avkastningskrav. Ergo vil avkastningskravet øke for hver enhets økning av risikoen.

Selv om modellen er svært utbredt, har den også sine begrensninger. Siden modellen er teoretisk, og således forenklet, vil den naturligvis ikke gjenspeile virkeligheten helt nøyaktig. I praksis vil vi nok ikke se en 100 prosent linearitet mellom risiko og avkastningskrav. I tillegg antar modellen at risikofri rente og markedets risikopremie ikke påvirker hverandre, noe som i virkeligheten kan være feil. Vi velger dog å benytte oss av kapitalverdimodellen da den i de fleste tilfeller vil gi et fornuftig estimat tross sine svakheter.

Formelen er som følger:

$$r_E = r_f + \beta (r_M - r_f)$$

Innsatt gir dette oss et avkastningskrav for egenkapitalen på 6,48 prosent:

$$r_E = 3,48\% + 0,6 * 5\% = 6,48\%$$

## 6.5 Gjeldskostnad

For å kunne beregne avkastningskravet til totalkapitalen må vi finne gjeldskostnaden.

Gjeldskostnad er knyttet til kostnadene for OLT ved å betjene gjelden sin. Gjennomsnittrenten for gjelden til OLT var på 5,3 prosent i Norge og 4,3 prosent i Sverige for 2023. Renten har økt det siste året og vi kan derfor ikke se for oss at den blir vesentlig høyere. I tillegg er OLT et stort selskap som kan klare å forhandle seg frem til gode finansieringsbetingelser. Av gjelden til OLT er 87 prosent tilhørende i Norge og 13 prosent i Sverige (Olav Thon Eiendomsselskap, 2024b).

$$\text{Gjeldskostnad: } 0,87 * 0,053 + 0,13 * 0,043 = 0,0517$$



## 6.6 Egenkapital og gjeldsandel

Fra regnskapsanalysen under *egenkapitalandel* ser vi at egenkapitalandel for 2023 er på 50,23 prosent. Det betyr at gjeldsandelen er på 49,77 prosent.

## 6.7 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

Videre må vi finne avkastningskravet til totalkapitalen til OLT. Det innebærer et vektlagt gjennomsnitt mellom gjeld og egenkapital. Avkastningskravet brukes til å beregne den gjennomsnittlige kostnaden ved å skaffe kapital til OLT. I og med at OLT får fradrag for finanskostnader, multipliseres lånekostnaden med én minus skattesatsen. WACC kan brukes for å måle lønnsomheten og risikoen til OLT. En høy WACC indikerer høyere risiko og lavere lønnsomhet. Det samme gjelder for det motsatte.

$$WACC = \frac{EK}{EK + G} * r_E + \frac{G}{EK + G} * r_G * (1 - s)$$

EK: markedsverdien av OLT sin egenkapital

G: markedsverdien av OLT sin gjeld

$r_E$ : avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM)

$r_G$ : gjeldskostnad

s: nominell skattesats

Avkastningskravet til totalkapitalen blir som følgende:

$$WACC = \frac{30\,385}{60\,492} * 6,48\% + \frac{30\,107}{60\,492} * 5,17\% (1 - 22\%) = 5,26\%$$

## 6.8 Terminalledd

Vi forventer at OLT også vil generere fremtidige kontantstrømmer etter år 2028. Disse kontantstrømmene ønsker vi å estimere og deretter diskontere til dagens verdi. Verdien av OLT innebærer summen av alle fremtidige kontantstrømmer justert for tidsverdi og risiko. OLT er et veletablert selskap i eiendomsbransjen som mest sannsynlig kommer til å være i drift en god stund til. Det er derfor viktig å inkludere fremtidige kontantstrømmer etter prognosetiden. Vi antar at OLT vil vokse jevnt til det uendelige.

For å estimere verdien av OLT etter prognoseperioden i den diskonterte kontantstrømanalysen, regnes terminalverdien ved hjelp av Gordons formel. Formelen antar at OLT vil vokse i en konstant vekstrate til det uendelige fra og med år 2028. Vekstraten  $g$  reflekterer den forventede langsiktige veksten til OLT. Som nevnt tidligere har OLT flere eiendommer som ferdigstilles i årene fremover, samt flere eiendomsprosjekter som er under utvikling. I tillegg har det vært en økning i leieinntektene og en effektivisering av driften gjennom digitalisering. Videre er det diskutert at den økte renten er en mulighet for OLT til å investere i flere eiendommer nå når flere selger unna. Vi mener derfor at det er rimelig å anta at OLT sin vekst er litt sterkere enn den generelle veksten i økonomien. Inflasjonsmålet er på 2 prosent, og vi antar at myndighetene prøver å nå dette målet i fremtiden og inflasjonen demper seg sammenlignet med i dag. Vi antar derfor at den fremtidige veksten til OLT ligger på 2,5 prosent

$$\text{Gordons formel} = \frac{CF}{r - g}$$

CF: estimert fri kontantstrøm i 2028

r: WACC

g: vekstfaktor

Dette resulterer i følgende terminalverdi:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{1\,343,37}{5,26\% - 2,5\%} = 48\,672,74$$

## 7.0 Sammensetning fundamental verdsettelse

Vi skal nå estimere et kursmål for OLT med utgangspunkt i prognosene for frie kontantstrømmer fra drift de neste fem årene. Basert på avkastningskravet vi har funnet, diskonteres kontantstrømmene tilbake til dagens verdi.

År	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Frie kontantstrømmer	-464,63	-262,02	1 137,02	798,81	1 343,37
Terminalledd					48 672,74
<b>Frie kontantstrømmer neddiskontert</b>	<b>-441,41</b>	<b>-236,48</b>	<b>974,94</b>	<b>650,71</b>	<b>1 039,63</b>
<b>Terminalledd neddiskontert</b>					<b>37 667,69</b>

Tabell 37: Neddiskontert terminalledd

Ved å summere de neddiskonterte kontantstrømmene, det neddiskonterte terminalleddet og trekke ut verdien av netto rentebærende gjeld får vi regnet ut totalverdien av selskapet. På denne måten kommer vi frem til egenkapitalens markedsverdi. Aksjekursen finnes ved å ta verdien av egenkapitalen dividert på antall utestående aksjer.

WACC	5,26 %
Vekstfaktor (g)	2,50 %
Nåverdi terminalledd	37 667,69
Nåverdi frie kontantstrømmer	1 987,39
Rentebærende gjeld	20 997,00
Verdi egenkapital	18 658,08
Antall utestående aksjer	101,48
<b>Kursmål per aksje (NOK)</b>	<b>183,86</b>

Tabell 38: Kursmål per aksje ved fundamental verdsettelse

Egenkapitalen ender opp på en verdi til 18 658,08 NOK (millioner NOK). Dividert på antall utestående aksjer kommer vi frem til et kursmål per aksje på 183,86 NOK per 31.12.2023.

Markedskursen per 31.12.2023 var på 186,5 NOK. Våre beregninger gir en nedside på 1,42 prosent sammenlignet med den faktiske aksjekursen notert per 31.12.2023.

## 8.0 Markedsbasert verdsettelse

Markedsbasert verdsettelse går ut på å sammenlikne konkurrenter og liknende selskaper, normalt ved bruk av multipler. Vi vil fortsette å sammenlikne OLT med selskapene Castellum, Citycon OYJ og Entra. I analysen vil vi benytte oss av multiplene P/S, P/B og P/KVM, da vi mener disse er mest relevant for bransjen. Funnene vil gi en indikator på hvorvidt OLT er under- eller overpriset i forhold til konkurrentene. Vi tar utgangspunkt i selskapets verdier og aksjekurs per 31.12.23.

### 8.1 P / S

«Price-to-sales» ratio vurderer selskapets markedsverdi opp imot deres salgsinntekter. En tommelfingerregel er at dersom verdien er under 1 er selskapet underpriset, og ved en verdi over 1 er selskapet overpriset. Likevel kan et selskap ha høyere eller lavere gjennomsnittlig P/S enn 1. Det er derfor viktig å gjøre en helhetlig vurdering i forhold til komparative selskap.

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

*Tall i millioner NOK*

	<b>OLT</b>	<b>Castellum</b>	<b>Citycon OYJ</b>	<b>Entra</b>
Aksjepris per 31.12.2023	186,50	143,30	5,20	115,40
Utestående aksjer (i millioner)	101	493	172	182
Markedsverdi EK	18926	70590	894	21014
Driftsinntekt	4874	9806	196	3136
Driftsinntekt per aksje	48,03	19,90	1,10	17,20
<b>P/S</b>	<b>3,90</b>	<b>7,20</b>	<b>4,60</b>	<b>6,70</b>
Gjennomsnittlig P/S	5,59			
Estimert pris OLT	<b>268,30</b>			

Tabell 39: P/S

## 8.2 P / B

«Price-to book» ratio viser forholdet mellom markedsverdien og de bokførte eiendelene til selskapet. I likhet med multiplere P/S vil også vurderingen av denne multiplere avhenge av konkurrentenes verdier (Nordnet, u.å.).

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

Tall i millioner NOK

	OLT	Castellum	Citycon OYJ	Entra
Aksjepris (per 31.12.23)	186,5	143,3	5,2	115,4
Utestående aksjer (i millioner)	101,48	492,6	183,89	182,13
Markedsverdi EK	18 925,65	70 589,58	956,23	21 017,80
Bokført verdi EK	30 385	77 177	1 988	25 555
Bokført EK per aksje	299,42	156,67	10,81	140,31
<b>P/B</b>	<b>0,62</b>	<b>0,91</b>	<b>0,48</b>	<b>0,82</b>
Gjennomsnittlig P/B	0,71			
Estimert pris OLT	<b>212,672</b>			

Tabell 40: P/B

Her ser vi at gjennomsnittet på P/B ligger på 0,7 for OLT og konkurrentene. Dette estimatet gir en pris på 212,67 NOK.

## 8.3 P / KVM

Price-to-KVM viser forholdet mellom et selskaps markedsverdi og antall kvadratmeter i eiendomsporteføljen. Vi mener dette er et relevant og godt estimat for bransjen OLT opererer i.

$$\frac{P}{KVM} = \frac{\text{Markedsverdi Egenkapital}}{\text{Rapportert kvm i porteføljen}}$$

Tall i millioner NOK

	OLT	Castellum	Citycon OYJ	Entra
Aksjepris per 31.12.2023	186,50	143,30	5,20	115,40
Utestående aksjer (i millioner)	101	493	172	182
Markedsverdi EK	18926	70590	894	21014
Antall kvm i porteføljen	1900	5485	132	1400
Kvadratmeter per aksje	18,72	11,13	0,77	7,69
<b>P/KVM</b>	<b>10</b>	<b>12,90</b>	<b>6,80</b>	<b>15</b>
Gjennomsnittlig P/KVM	11,15			
Estimert pris OLT	<b>208,80</b>			

Tabell 41: P/KVM

Her ser vi betydelige variasjoner mellom selskapene der Citycon er nede på 0,77, mens OLT har høyest antall kvadratmeter per aksje på 18,72. Dette estimatet gir en pris på 208,3 NOK.

## 8.5 Konklusjon markedsbasert verdsettelse

Multipel	Estimert pris
P/S	268,30
P/B	212,67
P/KVM	208,80
Gjennomsnitt	229,923

Tabell 42: Markedsbasert aksjekurs

	OLT	Castellum	Citycon OYJ	Entra
P/S	3,9	7,2	4,6	6,7
P/B	0,62	0,91	0,48	0,82
P/KVM	10	12,9	6,8	15
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>4,840</b>	<b>7,003</b>	<b>3,96</b>	<b>7,507</b>

Tabell 43: Gjennomsnitt av multipler med konkurrenter

Ved å ta gjennomsnittet av multiplene kommer vi frem til en estimert kurs på 229,923 NOK per aksje, noe som tilsvarer en oppside på 23,3 prosent. Dette er et relativt høyt kursmål sammenliknet med kursen som ble estimert med DCF. De komparative selskapene opererer i ulike markeder med ulike reguleringer, og kan dermed ha påvirkning på kursmålet. Det er likevel ikke urimelig å anta at aksjen er underpriset med tanke på poengene fremhevet i den strategiske

analysen. OLT er i sin helhet et selskap som er godt rigget for markedet også i fremtiden, noe som gjenspeiles i et høyere kursmål.

## 9.0 Dividendemodellen

Dividendemodellen beregner aksjekursen ved å finne nåverdien av alle fremtidige utbyttebetalinger (Investorkilden, u.å).

Formelen ser slik ut:

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

$P_0$ : dagens aksjekurs

$DIV_1$ : forventet utbytte neste år

WACC: weighted average cost of capital

$g$ : vekstraten for utbytte

Ved å inkludere vekstleddet  $g$  i formelen, tar vi høyde for at utbyttene i fremtiden kommer til å vokse fra år til år. Vi har kommet frem til en WACC på 5,26 prosent så vi må nå finne forventet utbytte og dens vekstrate. Fra 2016 til 2023 har OLT økt utbytte, med unntak av 2020. I 2020 ble det ikke utbetalt utbytte grunnet koronapandemien og usikkerheter. Ved beregning av den gjennomsnittlige økningen av utbytte har vi valgt å ekskludere endringen i 2021, 2020 og 2019, da dette er store endringer som hadde gitt en urealistisk vekst.

År	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Utbytte per aksje	6.50	6.50	5.00	0,00	4.40	2.20	2.00	1.80
Endring	0,00 %	30 %	500 %	-100 %	100 %	10 %	11,11 %	12,50 %
Gjennomsnittlig økning per år	12,72 %							

Tabell 44: Gjennomsnittlig økning av utbytte hvert år

Det er noe variasjon i utbyttebetalingene så vi regner derfor ut vekstraten selv.

Vekstraten er definert som:

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

Plowback ratio er den prosentandelen av overskuddet et selskap holder igjen og reinvesterer i seg selv. Med andre ord, det er forholdet mellom hvor mye av inntjeningen til bedriften som blir holdt tilbake i selskapet for å investere i vekstmuligheter, og hvor mye som blir utbetalt til aksjonærene. For å finne plowback ratio benyttes EPS, og hvor stor andel av den som ikke er utbetalt som utbytte.

År	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Resultat per aksje (EPS)	-16,00	24,00	36,00	3,00	18,00	24,00
Gjennomsnittlig EPS uten 2023 og 2020	25,5					

Tabell 45: Gjennomsnittlig EPS uten tallene fra 2023 og 2020

I 2023 hadde OLT et underskudd, og resultat per aksje ble på -16. Det negative resultatet per aksje avviker fra normalt resultat per aksje, og blir derfor ekskludert ved utregning av EPS. Året 2020 blir også ekskludert i beregningen av gjennomsnittlig EPS og utbytte, da det ikke ble utbetalt utbytte, noe det vanligvis blir. Vi benytter oss derfor av data for 2022, 2021, 2019 og 2018.

År	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Utbytte per aksje	6,50	6,50	5,00	0,00	4,40	2,20
Gjennomsnitt uten 2020	4,92					

Tabell 46: Gjennomsnittlig utbytte per aksje uten tallet fra 2020

Gjennomsnittlig EPS er på 25,5 og gjennomsnittlig utbytte per aksje er på 4,92. OLT blir dermed å holde igjen 80 prosent av overskuddet:

$$\frac{25,5 - 4,92}{25,5} = 0,807 = 80,7\%$$



For å finne veksten må vi også finne gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet. Vi velger å ekskludere egenkapitalrentabiliteten fra 2023, da denne er negativ og er meget ulik de forutgående årene.

År	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Egenkapitalrentabilitet	-5,4 %	7,7 %	12,9 %	0,9 %	6,7 %	11,2 %
Gjennomsnitt	5,7 %					
<b>Gjennomsnitt uten 2020</b>	<b>6,6 %</b>					

Tabell 47: Gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet uten tallet fra 2020

Basert på de øvrige beregningene får vi en  $g$  på:

<b>Utregning av <math>g</math></b>	
Tilbakehold overskudd ratio	80,7 %
Egenkapitalrentabilitet	6,6 %
<b><math>g =</math></b>	<b>5,3 %</b>

Tabell 48: Utregning av veksten ( $g$ )

Vår vekstrate er relativt høy. Det er ikke rimelig å anta at et selskap vil vokse 5,3 prosent hvert år til det uendelige. Vi legger derfor til grunn en vekstrate på 2,5 prosent, som er diskutert under *terminalledd*.

Utbytte for 2024 er planlagt 7 NOK per aksje. Estimert kurspris blir dermed:

$$P_0 = \frac{7}{5,26\% - 2,5\%} = 253,62$$

Dividendemodellen gir dermed et estimert kursmål på 253,62 NOK. Som alle andre modeller bygger også denne på forenklinger av virkeligheten, og ved å kun kalkulere fremtidig utbytte mot avkastningskrav og vekst, ender vi på et relativt høyt kursmål sammenlignet med de andre verdsettelsesmetodene.

## 10.0 Sensitivitetsanalyse og diskusjon

### 10.1 Selskapsverdi

Gjennom den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til et estimert kursmål på 183,86 NOK. Beregningene er gjort basert på et avkastningskrav på 5,26 prosent og et inflasjonsmål på 2,5 prosent. Små endringer i ulike variabler kan gi store utslag på selskapsverdien. En sensitivitetsanalyse er en måte å vurdere de indirekte og direkte effektene av endringer i disse variablene. Vi tar for oss endringene i følgende variabler; WACC, vekstfaktor, risikofri rente og beta, som alle vil ha en påvirkning på den estimerte aksjekursen for OLT.

### 10.2 WACC og vekstfaktor

Selskapets WACC og vekstfaktor vil alltid ha en direkte effekt på aksjekursen. En endring i en av disse variablene vil endre selskapets nåverdi av kontantstrømmer. Ved en høyere WACC vil aksjekursen synke, mens en høyere vekstfaktor vil resultere i at aksjekursen stiger. WACC vil her brukes som et avkastningskrav og ved en vekst i variabelen vil kontantstrømmene diskonteres markant.

		WACC					
		183,86	4,26%	4,76%	5,26%	5,76%	6,26%
Vekstfaktor	1,50%	202,95	134,97	85,14	47,08	17,07	
	2,00%	289,09	193,27	126,93	78,31	41,16	
	2,50%	424,16	277,37	<b>183,86</b>	119,12	71,67	
	3,00%	666,44	409,25	265,98	174,72	111,52	
	3,50%	1 227,51	645,81	394,76	254,92	165,83	

Tabell 49: Aksjepriser ved ulike kombinasjoner av WACC og vekstfaktor

Her ser vi av kursen er lavest ved lav vekstfaktor og høy WACC. Vekstfaktoren vil som nevnt ha motsatt effekt av WACC. Siden vekstfaktoren trekkes fra avkastningskravet, vil en høyere verdi av variabelen føre til lavere verdi under brøkstreken, og aksjekursen vil øke. Høyest kurs oppnås dermed ved lavest WACC og høyest vekstfaktor

### 10.3 Beta og risikofri rente

Beta og risikofri rente vil i motsetning til WACC og vekstfaktoren påvirke estimert aksjekurs mer indirekte. En endring i beta og risikofri rente vil påvirke selskapets WACC, som videre påvirker aksjekursen. Ved en økning i begge variablene, vil avkastningskravet til egenkapitalen øke, som resulterer i en økt WACC, som resulterer i en lavere aksjepris. Høyest verdi per aksje finner vi altså der både risikofri rente og beta er lavest.

Hvor stor egenkapitalandel vi har vil også ha en innvirkning på hvor mye avkastningskravet til egenkapitalen påvirker WACC. Ved en lavere egenkapitalandel, vil risikofri rente og beta ha lavere innvirkning på aksjekursen, da det vil være en lavere endring i WACC i motsetning til hvis egenkapitalandelen var høyere.

		Risikofri rente					
		183,86	2,48%	2,98%	3,48%	3,98%	4,48%
Beta	0,50	277,46	250,27	225,80	203,68	183,57	
	0,55	245,17	223,49	203,68	185,50	168,76	
	0,60	216,69	199,50	<b>183,86</b>	168,76	154,95	
	0,65	191,39	177,89	165,21	153,29	142,06	
	0,70	168,76	158,31	148,40	138,96	129,98	

Tabell 50: Aksjepriser for ulike kombinasjoner av risikofri rente og beta

Her ser vi som beskrevet over at den høyeste aksjeprisen finnes der begge variablene er lavest, og motsatt der begge variablene er høyest.

## 11.0 Konklusjon

I denne oppgaven har vi foretatt en verdsettelse av OLT per 31.12.2023.

Den strategiske analysen bestod av en intern og en ekstern analyse som ble oppsummert i en SWOT-analyse. Her fremkommer det at OLT har en sterk merkevare og dermed langvarig konkurransefortrinn i form av sine immaterielle ressurser. Med høy egenkapital og lav belåningsgrad har selskapet gode investeringsmuligheter i en kapitalintensiv bransje. Likevel er virksomheten utsatt for høy rente og økende inflasjon, samt økonomisk usikkerhet som påvirker konsumentenes forbruksvaner. Funnene i den strategiske analysen er med i grunnlaget estimering av fremtidige kontantstrømmer.

I regnskapsanalysen beregnet vi ulike nøkkeltall for å vurdere henholdsvis lønnsomhet, likviditet og soliditet. Selskapet har det siste året hatt store nedskrivninger i porteføljen som ga negative resultater ved lønnsomhetsvurderingen. Dette trenger likevel ikke bety dårlig nytt for interessentene og selskapet viser positive holdninger til selskapets økonomiske helse gjennom jevn økning i utbytte. Regnskapsanalysen samsvarer med den strategiske analysen i form av å understøtte påstanden om at OLT er en stabil og veletablert virksomhet som opererer i en trygg bransje.

Videre i oppgaven estimerte vi beta og kom frem til et avkastningskrav på totalkapitalen på 5,26 prosent, samt en vekstrate på 2,5 prosent. Gjennom DCF-analysen kom vi frem til en egenkapitalverdi på 18,7 milliarder. Denne ble videre delt på antall utestående aksjer for å finne kursmålet, som ble på 183,86 NOK. Videre ga den markedsbaserte verdsettelsen et kursmål på 229,92 NOK ved å ta gjennomsnittet av multiplene. I og med at de komparative selskapene opererer i ulike markeder, vurderer vi dette kursmålet som mindre representativt. Derfor veker vi dette målet noe lavere enn den fundamentale verdsettelsen. Til slutt ga dividendemodellen et kursmål på 253,62 NOK med et planlagt utbytte for 2024 på 7 NOK per aksje.

Ved beregning av endelig kursmål, veker vi den fundamentale verdsettelsen 60 prosent, og markedsbasert 40 prosent. På bakgrunn av dividendemodellens svakheter tas ikke denne med i den totale kalkulasjonen. Dette gir en endelig kursverdi på 202,28 per aksje. Per 31.12.2023 var prisen per OLT-aksje på Oslo Børs kr 186,5. Vårt estimat viser dermed en oppside av faktisk

aksjeverdi på 8,46 prosent. På grunnlag av våre estimater kommer vi frem til at Olav Thon Eiendomsselskap ASA er underpriset per 31.12.2023, og konkluderer med en kjøpsanbefaling.

## 12.0 Kritikk

Arbeidet med denne oppgaven har vært en læringsprosess som har krevet inngående kunnskap og forståelse av en kompleks bransje. Mange elementer har måttet hensyntas, og forenklinger har vært nødvendig for å gjennomføre visse analyser.

I løpet av oppgaven har vi kommet frem til funn som senere dannet grunnlag for våre konklusjoner. Det er her viktig å påpeke at ikke alle funnene nødvendigvis representerer virkeligheten, da disse avhenger av faktorer som valg av konkurrenter, bruk av historiske tall og det faktum at vi kun benytter Oslo Børs som markedsindeks. I og med at vi i stor grad har benyttet oss av årsrapportene til OLT som kilde, samt har kjennskap til merkevaren fra før av, kan dette ha bidratt til et overdrevent optimistisk bilde av selskapet.

Totalt sett har OLT få børsnoterte konkurrenter i Norge, noe som førte til at vi måtte finne konkurrenter i utlandet. Entra er den eneste norske konkurrenten vi har med i oppgaven, men de driver i hovedsak med næringsseiendom og OLT med kjøpesentre. Mangelen på gode selskaper å sammenligne med kan ha ført til mindre pålitelige resultater.

I oppgaven har vi kommet frem til svært varierende aksjekurser ved ulike verdsettelsesmetoder. Dette trenger ikke nødvendigvis å bety at vi har gjort feil i våre beregninger, men at noen verdsettelsesmetoder ikke passer til selskapet. Ved fundamental verdsettelse kom vi frem til aksjekursen; 183,86 NOK, ved markedsbasert verdsettelse; 229,923 NOK og ved dividende; 253,62 NOK. Som vi ser er det stor variasjon, og aller størst er det med dividendemodellen. Ved bruk av denne modellen antar man konstant, evig utbytte, i tillegg til en konstant og evig vekst og WACC. Dette fører til at man ofte får litt for optimistiske kursmål ved bruk av modellen. Både fundamental og markedsbasert verdsettelse har sine svakheter. Fundamental verdsettelse baserer seg på fremtidige estimater, estimert WACC og vekst, noe som bidrar til usikkerhet rundt kursmålet. Når det kommer til den markedsbaserte verdsettelsen, så er kursmålet her basert på en sammenligning med konkurrentene som opererer på ulike markeder. Grunnet ulike land, regler og primærmarkeder i forhold til konkurrentene, kan dette kursmålet være forskjellig fra virkeligheten.

## Litteraturliste

Aksje Norge (2023) *Største Selskaper på Oslo Børs*. Tilgjengelig fra: <https://aksjenorge.no/aktuelt/2023/02/06/storste-selskaper-pa-oslo-bors/> (Hentet: 14 mars.2024)

Blume, M. E. (2011). *Betas and Their Regression Tendencies*. The Journal of Finance. 30 (3), s.785-795.Tilgjengelig fra: <https://www.jstor.org/stable/2326858?origin=JSTOR-pdf> (Hentet: 18.03.2024)

Boye *et al.* (2018) *Finansielle emner*. 15.utg. Oslo: Cappelen Damm Akademisk.

Castellum (u.å) *About Castellum*, Tilgjengelig fra: <https://www.castellum.com/about-castellum/>(Hentet: 14 mars 2024)

Castellum (2023) *Year-end Report Q4 2023*. Tilgjengelig fra: <https://storage.mfn.se/e95154b6-7eda-4678-a41f-978dda7aa442/castellum-year-end-report-2023.pdf> (Hentet: 15 februar 2024)

Christiansen, S. T. G. (2022) *Befolkningen i Norge*. Tilgjengelig fra: <https://www.fhi.no/he/folkehelse/rapporten/samfunn/befolkningen/?term=> (Hentet: 15 februar 2024)

Citycon (u.å) *Dette er Citycon*. Tilgjengelig fra: <https://www.citycon.com/no/om-oss/dette-er-citycon> (Hentet: 19 februar 2024)

Dietrichsom, M. (2020) *Næringseiendom - et solid alternativ i usikre tider*. Tilgjengelig fra: <https://www.kapital.no/kapitalt/2020/08/26/7556926/naeringseiendom-et-solid-alternativ-i-usikre-tider> (Hentet: 09 februar 2024)

DN Investor (2024) *Alle Norges aksjonærer – Entra ASA*. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/investor/norges-aksjer/2022/16366/>(Hentet: 14 mars 2024)

Entra (2022) *Annual Report 2022*. Tilgjengelig fra: [https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations/2022/2022-annual-report.pdf/\\_attachment/inline/31b9bf22-d6ea-473d-bc17-d5c46e62605d:f1e4c7fe356f5613cc5bbc7c104633a4a2ef9974/2022-annual-report.pdf](https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations/2022/2022-annual-report.pdf/_attachment/inline/31b9bf22-d6ea-473d-bc17-d5c46e62605d:f1e4c7fe356f5613cc5bbc7c104633a4a2ef9974/2022-annual-report.pdf) (Hentet: 19 februar 2024)

Entra (2023) *Q4-2023 Report*. Tilgjengelig fra: [https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations/2023/Q4-2023%20Report.pdf/\\_attachment/inline/cd2d0975-9896-43e7-8012-](https://www.entra.no/investor-relations/reports-and-presentations/2023/Q4-2023%20Report.pdf/_attachment/inline/cd2d0975-9896-43e7-8012-)

[ff6b704b56e5:3551bf698bb2a088391cd70159a80abf50dce509/Q4-2023%20Report.pdf](https://www.finanssans.no/aksjer/beta#google_vignette) (Hentet: 15 februar 2024)

Finanssans (2023) *Beta – Hvordan aksjen beveger seg i forhold til markedet*. Tilgjengelig fra: [https://www.finanssans.no/aksjer/beta#google\\_vignette](https://www.finanssans.no/aksjer/beta#google_vignette) (Hentet: 14 mars 2024)

Fjelstad, Ø. og Lunnan, R. (2023) *Strategi*. 3. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.

Framnes *et al.* (2022) *Markedsføringsledelse*. 10. utgave. Oslo: Universitetsforlaget.

Granlund, T. (2023) *Tydelige krav til ESG og miljøtiltak i nye standardkontrakter for næringsleie*. Tilgjengelig fra: <https://www.estatenyheter.no/tydelige-krav-til-esg-og-miljotiltak-i-nye-standardkontrakter-for-naeringsleie/367786> (Hentet: 18 februar 2024)

Henriksen, Ø. (2022) *Salget av Amfi Drift løfter resultatet til Olav Thon Eiendomsselskap*. Tilgjengelig fra: <https://eiendomswatch.no/nyheter/handel/article14303014.ece> (Hentet: 26 februar 2024)

Investorkilden (u.å) *Dividend Discount Model Guide: Alt du trenger å vite om DDM*. Tilgjengelig fra: <https://investorkilden.com/dividend-discount-model-ddm/> (Hentet: 14 mars 2024)

Knardal, P.S. og Sending, A. (2022) *Finansregnskap med analyse*. 1.utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Kristoffersen, T. (2023) *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*. 7.utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Krokeide, I. C., & Skjelland, E. (2023) *Triaden med kjempevekst*. Tilgjengelig fra: <https://www.finansavisen.no/handel/2023/07/13/8022202/okte-omsetningen-med-39-prosent-i-forste-halvar> (Hentet: 15 februar 2024)

Ludico (u.å.) *Slik bruker Olav Thon Gruppen PRA teknologi*. Tilgjengelig fra: <https://ludico.no/olav-thon-gruppen-2/> (Hentet: 15 februar 2024)

Nielsen, T. (2023) *Thon – En doblingskandidat med begrensa risiko?* Tilgjengelig fra: <https://www.firstfondene.no/thon-en-doblingskandidat-med-begrensa-risiko/> (Hentet: 21 februar 2024)

Nordnet (u.å.) *Hvordan beregne pris/bok (P/B)?* Tilgjengelig fra: <https://www.nordnet.no/no/kunnskap/academy/aksjer/hvordan-beregne-pris-bok-p-b> (Hentet: 14 mars 2024)

Norges Bank (u.å.) *Styringsrenten årsgjennomsnitt.* Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Styringsrente-daglig/Styringsrente-arlig/> (Hentet: 8 mars 2024)

Norges Bank (2019) *Hvordan påvirker renten økonomien og inflasjonen?* Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/kunnskapsbanken/styringsrenten/hvordan-pavirker-renten-okonomien/> (Hentet: 9 februar 2024)

Norges Bank. (2023) *Statsobligasjonsmarkedene 2022: Året det var så bratt.* Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/bankplassen/arkiv/2023/statsobligasjonsmarkedene-2022-aret-det-var-sa-bratt/> (Hentet: 14 mars 2024)

Ogre, M. (2024) *Vil regulere leiemarkedet: - Har løpt løpsk.* Tilgjengelig fra: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/0Q2y3A/vil-regulere-leiemarkedet-har-loept-loepesk> (Hentet: 15 februar 2024)

Ogre, M. (2024) *Vil regulere leiemarkedet: - Har løpt løpsk.* Tilgjengelig fra: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/0Q2y3A/vil-regulere-leiemarkedet-har-loept-loepesk> . (Hentet: 15 februar 2024)

Olav Thon Eiendomsselskap (2024a) *Aksjonærer.* Tilgjengelig fra: <https://www.olt.no/investor/aksjonarer/> (Hentet: 14 februar 2024)

Olav Thon Eiendomsselskap (u.å) *Prosjekter.* Tilgjengelig fra: <https://www.olt.no/Virksomheten/Prosjekter/> (Hentet: 21 februar 2024).

Olav Thon Eiendomsselskap (u.å-a) *Om oss.* Tilgjengelig fra: <https://www.olt.no/Om-oss/> (Hentet: 15 februar 2024)

Olav Thon Eiendomsselskap (u.å-b) *Foretaksstyring.* Tilgjengelig fra: <https://www.olt.no/foretaksstyring/> (Hentet: 15 februar 2024)



Olav Thon Eiendomsselskap (2023a) *Eiendomsvirksomheten*. Tilgjengelig fra:

<https://www.olt.no/Virksomheten/Grafer/e3/> (Hentet: 21 februar 2024).

Olav Thon Eiendomsselskap. (2024b) *Rapport for 4.kvartal og foreløpig årsresultat for 2023*.

Tilgjengelig fra: <https://www.olt.no/globalassets/rapporter/2023/q4/kvartalsrapport-ote-2023-q4.pdf> (Hentet: 16 februar 2024)

Olav Thon Eiendomsselskap (2023b) *Rapport for 3. kvartal*. Oslo: OLT. Tilgjengelig fra:

<https://www.olt.no/globalassets/rapporter/2023/q3/kvartalsrapport-ote-2023-q3.pdf> (Hentet: 15 februar 2024)

Olav Thon Eiendomsselskap (2022) *Årsrapport for 2022*. Oslo: OLT. Tilgjengelig fra:

<https://www.olt.no/globalassets/arsrapport-2022/pdf-noen/arsrapport-2022.pdf> (Hentet: 15 februar 2024)

Parr, O.S. (2019) *Analysesjef: Da vil butikkdøden ta av i Norge*. Tilgjengelig fra:

<https://www.finansavisen.no/nyheter/eiendom/2019/01/analysesjef-da-vil-butikkdoeden-ta-av-i-norge> (Hentet: 15 februar 2024)

Præsterud, P.S. (2023). *Monsteravkastning for børsens kjipeste*. Tilgjengelig fra:

<https://www.finansavisen.no/naeringseiendom/2023/06/29/8018942/monsteravkastning-for-borsens-kjipeste> (Hentet: 16 februar 2024)

PwC (2024) *Kort om EUs bærekraftsdirektiv*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/baerekraftsrapportering/baerekraftsdirektivet-csrd.html> (Hentet: 14 mars 2024)

PwC (2023) *Risikopremien i det norske markedet*. Tilgjengelig fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> (Hentet: 14 mars 2024)

Regjeringen (2014). *Privatiserer Entra*. Tilgjengelig fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/nfd/pressemeldinger/2014/privatiserer-entra/id749227/> (Hentet: 19 februar 2024)

Resvoll, A. (2023) *Sterk prisvekst i leiemarkedet:- Stor ubalanse mellom tilbud og etterspørsel*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/nQvPIJ/sterk-prisvekst-i-leiemarkedet-stor-ubalanse-mellom-tilbud-og-etterspoersel> (Hentet 19 februar, 2024)

Resvoll, A. (2024) *Olav Thon Eiendomsselskap kutter verdien på eiendom med to milliarder*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/JOkOJj/olav-thon-eiendomsselskap-kutter-verdien-paa-eiendom-med-to-milliarder> (Hentet 14 mars, 2024)

Skarsgård, M (2021) *Olav Thon eiendom med hevet rating*, Finansavisen.no. Tilgjengelig fra: <https://www.finansavisen.no/nyheter/naeringseiendom/2021/02/16/7626692/olav-thon-eiendom-med-hevet-rating> (Hentet 15 februar, 2024)

Stami (2022) *Hvordan påvirker teknologi og innovasjon fremtidens arbeidsmiljø?* Tilgjengelig fra: <https://stami.no/hvordan-pavirker-teknologi-og-innovasjon-framtidens-arbeidsmiljo/> (Hentet: 18 februar 2024)

Statistisk Sentralbyrå (2023) *Netthandel av varer har økt*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/varehandel/artikler/netthandelen-av-varer-har-okt> (Hentet: 21 februar 2024)

Thon Eiendom (u.å) *Om oss*. Tilgjengelig fra: <https://thoneiendom.no/om-oss/#> (Hentet: 15 februar 2024)

Thon Eiendom (2023) *Norges største kjøpesenter i 2023*. Tilgjengelig fra: <https://thoneiendom.no/magasin/kjopesenter/norges-storste-kjopesenter/> (Hentet: 21 februar 2024)

Widing, G.(2023). *Enorm etterspørsel fra leietakere*. Tilgjengelig fra: <https://www.estatenyheter.no/enorm-etterspørsel-fra-leietakere/376375> (Hentet 15 februar 2024)

Yahoo Finance (2024) *Yahoo Finance*. Tilgjengelig fra: <https://finance.yahoo.com/> (Hentet: 11 mars 2024)

Zakamulin, D. (2020) *Price to Sales Ratio (P/S)*. Tilgjengelig fra: <https://www.nordnet.no/blogg/price-to-sales-ratio-p-s/> (Hentet: 14 mars 2024).

Zeiner, K.R. og Reyr, B. (2023) *Her er EU-kravene eiendomsbransjen må ruste seg for*. Tilgjengelig fra: <https://veridiananalyse.no/her-er-eu-kravene-eiendomsbransjen-ma-ruste-seg-for/>(Hentet: 18 februar 2024)

Økland, T.K. (2021). *Oslo har det dyreste leiemarkedet i Norge*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/boligpriser-og-boligprisindekser/statistikk/leiemarkedsundersokelsen/artikler/oslo-har-det-dyreste-leiemarkedet-i-norge>(Hentet: 15 februar 2024)

Økland, T. K. og Sandstå, B. L. (2024) *Kraftig prisvekst i 2023*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen/artikler/kraftig-prisvekst-i-2023> (Hentet: 15 februar 2024)

