



Monica Tiller

Verdsettelse av Entra ASA

**Masteroppgave våren 2022
OsloMet – storbyuniversitetet
Handelshøyskolen (HHS)**

Masterstudiet i økonomi og administrasjon

Forord

Denne masteroppgaven markerer avslutningen på økonomistudiet mitt ved OsloMet.

Jeg valgte å gjøre en verdsettelse av Entra da jeg ønsket å tilegne meg mer kunnskap og større forståelse rundt eiendomsbransjen, og var av den forståelse at eiendomsbransjen ikke er av bransjene i Norge som i høyest grad er økonomisk påvirket av korona pandemien.

Dette var noe jeg vektla i vurderingen av hvilken bransje og selskap jeg ønsket å verdsette da det gjennom lite økonomiske svingninger som konsekvens av pandemien ville ligge bedre forutsetninger til grunn for å gjøre gode vurderinger av økonomisk utvikling i fremtiden og slik kunne gjøre en presis verdsettelse.

Jeg ønsker å takke min veileder professor Sturla Fjesme for god støtte gjennom prosessen.

Sammendrag

Denne oppgaven er en fundamental verdsettelse av eiendomsselskapet Entra ASA hvor jeg gjennom oppgaven benytter meg av ulike verdsettelsesteknikker og andre metoder jeg har tilegnet meg kunnskap om gjennom studiet mitt. Jeg skal med disse metodene komme frem til verdien av dette selskapet. Jeg vil med utgangspunkt i informasjon fra års oppgaver av Entra og annen offentlig informasjon, gjennomføre strategiske og finansielle analyser.

I verdsettelsen av Entra har jeg valgt å benytte DCF metoden, og en multippelanalyse som til sammen gir en estimert aksjepris for selskapet. Jeg har på bakgrunn av funn i den strategiske analysen og historisk økonomisk utvikling, prognostisert verdier for selskapet som danner grunnlaget for verdivurderingen av egenkapitalen. Videre har jeg beregnet sluttverdier med bransjesnitt av fire ulike multipler som i gjennomsnitt gir en estimert pris per aksje. Gjennom disse analysene kom jeg frem til en estimert pris per aksje på 161,95 kr. Registrert aksjepris den 27.05.2022 var 146,20 kr som gir et avvik mellom estimert og registrert aksjepris på 15,75 kr.

Summary

This thesis is a fundamental valuation of the real estate company Entra ASA. The valuation is done using various valuation techniques and other methods I have learned about through my studies. I will through these techniques and methods estimate the value of this company. I will also, based on information from annual reports of Entra and other public information, analyze the company's strategic and financial situation.

In the valuation of Entra, I have chosen to use the DCF method, and a multiple analysis that together resulted in an estimated share price for the company. Based on the findings in the strategic analysis and historical economic development, I have forecasted values for the company that form the basis for the valuation of equity. In addition to this, I have calculated final values with industry averages of four different multiples which on average gives an estimated price per share of NOK 161,96. The registered share price on 27.05.2022 was NOK 146,20, which gives a discrepancy between the estimated and registered share price of NOK 15,75.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Sammendrag	2
1. Introduksjon	6
<i>Problemstilling</i>	6
2. Innledning	6
<i>Om Entra</i>	6
<i>Aksjonærer</i>	8
3. Strategisk analyse	8
<i>PESTEL-Analyse</i>	8
Politiske forhold	8
Økonomiske forhold.....	10
Sosiale forhold.....	10
Teknologiske forhold.....	12
Miljømessige forhold	12
<i>Porters fem konkurransekrefter</i>	13
Trusler fra nye inntrengere	13
Rivalisering blant dagens konkurrenter	13
Leverandørens forhandlingsmakt	14
Kundens forhandlingsmakt	14
Trusler fra substitutter	14
<i>SWOT analyse</i>	15
Styrker	15
Trusler	16
Muligheter.....	17
Svakheter	17
<i>VRIO analyse</i>	17
Økonomiske ressurser.....	18
Menneskelige ressurser	18
Fysiske ressurser	18
Teknologiske ressurser.....	19
4. Finansiell analyse	20
Rentedekningsgrad	20
Gjeldsgrad	21
<i>Egenkapitalandel</i>	22
Likviditetsgrad 1	23
Egenkapitalens rentabilitet.....	25
Finansieringsgrad 1	26
Arbeidskapital	27
5. Verdsettelses modeller	28
<i>DCF-modellen</i>	28
<i>Superprofittmodellen</i>	28
<i>Dividendemodellen</i>	29

<i>Substansverdimetoden</i>	29
6. Multippel analyse	30
Price to book value	30
EV/Sales	31
EV/EBITDA	31
Price /Earning	32
7. Avkastningskrav	34
<i>Risikofri rente</i>	34
<i>Markedets risikopremie</i>	34
<i>Avkastning på egenkapital</i>	35
<i>Avkastningskrav til totalkapitalen</i>	35
8. Fremtidsregnskap	36
Tidshorisont	36
Forecasting	36
<i>Driftsinntekter</i>	36
<i>Driftskostnader</i>	38
<i>Endring i eiendom og utstyr (PP&E)</i>	38
<i>Endring i fordringer (Receivbles)</i>	39
<i>Endring operating cash</i>	40
<i>Endring inventar (inventory)</i>	40
<i>Endring kortsiktig gjeld (Parabels)</i>	40
Driftskostnader	41
Forecastingsmodell	41
9. Value	42
10. Sensitivitetsanalyse	43
WACC	43
Driftsinntekter	44
Driftskostnader	45
11. Oppsummering og konklusjon	47
Kilder	49

Figuroversikt

Figur 1: Aksjonærer	8
Figur 2: Folketall, graf	11
Figur 3: Folketall, tabell	11
Figur 4: SWOT	15
Figur 5: VRIO	19
Figur 6: Gjeldsgrad, tabell	21
Figur 7: Gjeldgrad, graf	21
Figur 8: Egenkapitalandel, tabell	22
Figur 9: Egenkapitalandel, graf	23
Figur 10: Egenkapitalandel, diagram	23
Figur 11: Likviditetsgrad 1, tabell	24
Figur 12: Likviditetsgrad 1, graf	24
Figur 13: P/B ratio	30
Figur 14: EV/Sales ratio	31
Figur 15: EV/EBITDA ratio	31
Figur 16: Aksjepris, multippelanalyse	32
Figur 17: Finansieringsgrad 1, tabell	26
Figur 18: Finansieringsgrad 1, graf	26
Figur 19: Arbeidskapital, tabell	27
Figur 20: Arbeidskapital, graf	28
Figur 21: CAPM	35
Figur 22: WACC	35
Figur 23: Estimert inntekt, graf	37
Figur 24: Estimert inntekt, tabell	37
Figur 25: Estimert eiendom og utstyr, tabell	39
Figur 26: Estimert eiendom og utstyr, graf	39
Figur 27: Estimert kundefordringer, tabell	39
Figur 28: Estimert kundefordringer, graf	40
Figur 29: Estimert kontanter	40
Figur 30: Estimert inventar	40
Figur 31: Driftskostnader/inntekt	41
Figur 32: Forecasting-modell	42
Figur 33: Aksjepris, DCF	43
Figur 34: Aksjepris DCF & multippel analyse	43
Figur 35: Sensitivitetsanalyse, WACC	44
Figur 36: Sensitivitetsanalyse, driftsinntekt, graf	45
Figur 37: Sensitivitetsanalyse, driftsinntekt, tabell	45
Figur 38: Sensitivitetsanalyse, driftskostnad, graf	46
Figur 39: Sensitivitetsanalyse, driftskostnad, tabell	46

1. Introduksjon

Problemstilling

I denne oppgaven vil jeg gjøre en strategisk analyse hvor jeg gjennom analysemetoder som PESTEL, SWOT og VRIO opparbeider meg en forståelse over interne og eksterne faktorer som påvirker Entras drift som vil følge vurderingene som gjøres gjennom hele oppgaven. Videre vil jeg gjennomføre en regnskapsanalyse hvor jeg vurderer Entras likviditet og soliditet med den hensikt å ha bedre forutsetninger for å kunne estimere fremtidige verdier for selskapet. Jeg vil gjennom bruk av DCF-metoden og en multippelanalyse komme frem til en aksjepris for selskapet.

Problemstillingen for denne oppgaven er:

Hva er verdien av egenkapitalen til Entra ASA per 31.12.2021?

2. Innledning

Om Entra

Entra er eiendomsselskap med en eiendomsportefølje som i hovedsak omfatter kontorbygg som er lokalisert i Bergen, Oslo, Stavanger og Trondheim, og som er ledende i markedet og har en solid kundeportefølje med en høy andel offentlige leietakere (Entra, 2022). Selskapet eier, utvikler og forvalter eiendom i Norge og har en strategi som innebærer å levere lønnsom vekst, har stort fokus på miljø og jobber mot å være ledende på kundeopplevd kvalitet (Entra, 2022).

Selskapet ble etablert i 2000, og ble notert på Oslo børs i 2014. Markedsverdien på Entras portefølje er på 68 milliarder kroner. Entra eier 96 eiendommer og har en utleiegrad på 98%. Av kundeporteføljen utgjør offentlig sektor ca. 58% (Entra, 2022).

Entra har som målsetting å opprettholde sin posisjon som miljøleder i bransjen og bidra til å redusere bygg- og eiendomssektorens miljøbelastning (Entra, 2022).

Bygg står for rundt 40% av verdens energiforbruk (Keilman, 2020).

Entra har de siste årene hatt fokus på sirkulær økonomi i form av å bygge opp en grønn portefølje av bygg med lave energiforbruk og miljøsertifisering av byggene deres. De sertifiserer 4 til 5 nye bygg hvert år etter den internasjonale standarden BREEAM in-use (Entra, 2022 miljø). Denne sertifiseringen bidrar til å heve nivået på kvaliteter som energi, miljø og inneklime (Entra, 2022, samfunnsansvar).

Entra ligger under gjennomsnittet i bransjen på energiforbruk. I 2019 hadde Entras eiendomsportefølje et energiforbruk på 135 kWh/kvm. Bransjen hadde et energiforbruk i 2017 på 179 kWh/kvm i snitt (Entra, 2022, miljø).

Informasjon i følgende avsnitt er hentet fra NSD, endringshistorie

(<https://o.nsd.no/polsys/data/forvaltning/enhet/53053/endringshistorie>)

Entra Eiendom AS ble i 2000 etablert gjennom at Stortinget vedtok å skille ut deler av Statsbyggs utleievirksomhet. Entra hadde på det tidspunktet 80 ansatte, og 600 kvadratmeter kontorlokaler rundt om i landet. I 2014 startet arbeidet med å forberede privatisering av selskapet, og Entra Eiendom AS endret navn til Entra holdning AS. Entra ble 17. oktober 2014 notert på børs, og ble etter børsnoteringen gitt nytt navn; Entra ASA. Statens eierandel var 49,6 prosent ved børsnoteringen, og ble redusert ytterligere i 2016 hvor staten solgte 30 millioner aksjer i Entra og da hadde en eierandel på 33,4% til staten i 2020 solgte seg helt ut av selskapet.

Teknologi har de siste årene blitt et kjernesatsingsområde i Entra. Ved bruk av ny teknologi skal de utvikle nye og forbedrede produkter, og la bærekraft stå som et sentralt fokus i virksomheten (Entra, årsrapport, 2017).

Smartbygg er blitt et stadig mer interessant tema, som på grunn av teknologi som i praksis skal gjøre slik at bygget produserer mer energi enn det forbruker. Dette skal kunne resultere i lavere drifts og forvaltningskostnader, og samtidig være et foretrukket alternativ for leietakere noe som vil skape høyere leiepriser og da mer verdi for selskaper (Rønne, 2019).

Aksjonærer

Investor	Antall aksjer	% av topp		Type	Land
		20	% av total		
DANSKE BANK A/S	66 626 346,00	43,14 %	36,58 %	NOM	DNK
CASTELLUM AB (PUBL)	60 710 624	39,31 %	33,33 %	COMP	SWE
SKANDIVANISKA ENSKILDA BANKEN AB	5 602 154,00	3,63 %	3,08 %	COMP	SWE
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	2 895 945,00	1,87 %	1,59 %	NOM	USA
THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	2 355 056,00	1,52 %	1,29 %	NOM	BEL
J.P MORGAN SECURITIES LLC	2 041 461,00	1,32 %	1,12 %	NOM	USA
DANSKE INVEST NORSKE INSTIT. II.	1 625 605,00	1,05 %	0,89 %	COMP	NOR
VERDIPAPIRFONDET ALFRED BERG GAMBA	1 499 526,00	0,97 %	0,82 %	COMP	SWE
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	1 286 124,00	0,83 %	0,71 %	NOM	USA
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	1 233 607,00	0,80 %	0,68 %	NOM	USA
CITIBANK, N.A.	1 131 711,00	0,73 %	0,62 %	NOM	IRL
CITIBANK, N.A.	1 130 148,00	0,73 %	0,62 %	NOM	IRL
JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	1 098 941,00	0,71 %	0,60 %	NOM	GBR
TELENOR PENJONSKASSE	1 043 014,00	0,68 %	0,57 %	COMP	NOR
DANSKE INVEST NORSKE AKSJER INST	782 672,00	0,51 %	0,43 %	COMP	NOR
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	774 266,00	0,50 %	0,43 %	NOM	IRL
VPF DNB AM NORSKE AKSJER	769 244,00	0,50 %	0,42 %	COMP	NOR
MP PENJON PK	686 095,00	0,44 %	0,38 %	COMP	NOR
VERDIPAPIRFONDET ALFRED BERG NORGE	583 322,00	0,38 %	0,32 %	COMP	SWE
VERDIPAPIRFONDET KLP AKSJENORGE IN	579 227,00	0,38 %	0,32 %	COMP	NOR
Totalt antall eid av topp 20		100,00 %	84,80 %		

Figur 1: Aksjonærer (Entra, 2022, investor relation)

Figur 1 viser en oversikt over de 20 største aksjonærene. Som en ser av tabellen har av disse aksjonærene Danske bank, med 43,14%, den største andelen av aksjer.

3. Strategisk analyse

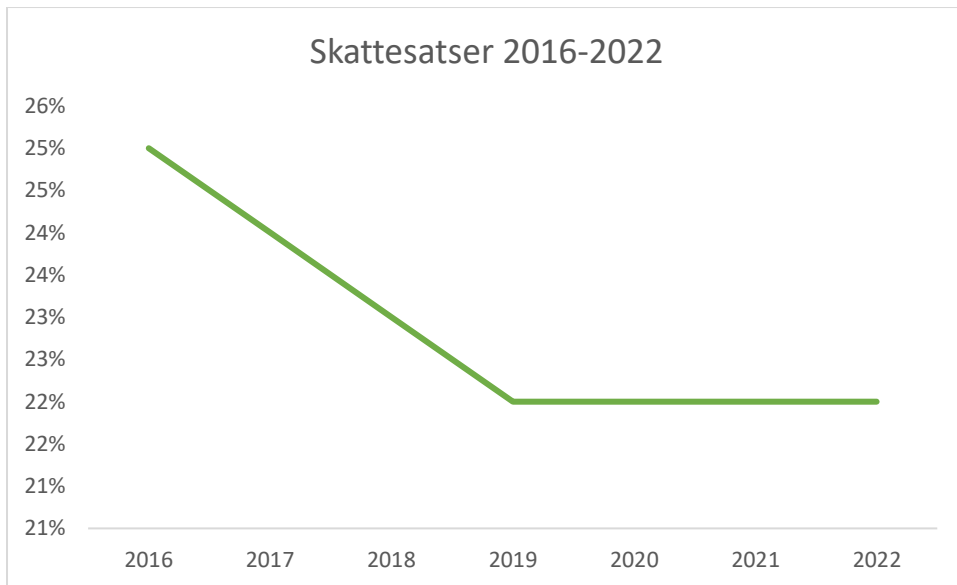
PESTEL-Analyse

I denne analysen ønsker jeg å identifisere eksterne faktorer som påvirker Entra. Jeg vil i analysen se på hvordan politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, og miljømessige forhold påvirker Entras virksomhet.

Politiske forhold

Politiske forhold er de ytre faktorer som politisk ustabilitet, skattepolitikk og valutapolitikk. Disse vil enten ha negativ eller positiv innvirkning på virksomheten.

Av disse eksterne faktorene vil skattepolitikk og endringer i lovverket for bygg være det som i høyest grad vil kunne ha innvirkninger på Entras virksomhet. Norge er å anse som et politisk stabilt land hvor risikoen er lav for at store endringer kan vedtas på kort tid som i stor grad vil påvirke selskapet.



Figur 2: Skattesatser 2016-2022 (Regjeringen, 2022, skattesatser)

Figur 2 illustrerer utviklingen i skattesatser fra 2016-2022. Skattesatsen har, som en ser av grafen i figur 2, blitt redusert fra 25% i 2016 og til 22% i årene 2019 til 2022.

Konkurransetilsynet og produktivitetskommissjonen informerte i 2021 at det foreligger utfordringer på tilbudssiden i byggemarkedet. Prosessen myndighetene gjennomgår for å regulere nye områder er for usikre og for lange (Meldt.st 1 (2021-2022)). En del av utfordringen var også at det finnes for få tomter, og at de som eksisterer er for dyre. Konsekvensen av dette er stor kostnadsvekst noe som for nye aktører vil fungere som etableringshindre (Meld. St 1 (2021-2022)).

I 2021 ble lovverket for eksisterende bygg endret. Denne lovendringen skal gjøre det enklere å endre et eksisterende bygg, samtidig som det skal bidra til et bærekraftig fokus gjennom effektiv gjenbruk av bygg (Meld. St 1 (2021-2022)).

Som følge av krigen i Ukraina har regjeringen og EU innført en rekke sanksjoner mot Russland og russiske firmaer. Dette har resultert i at handel med russiske selskaper har blitt stanset, noe som har ført til importproblematikk og høyere kostnader for materiale og varer.

Økonomiske forhold

Økonomiske forhold er de faktorene som påvirker forbrukermarkedene

Norsk økonomi har hatt en bra utvikling etter gjenåpningen av samfunnet.

Arbeidsledigheten er nesten på samme nivå som før pandemien startet og det ventes stor vekst i store deler av næringslivet i tiden fremover. Det ser det ut til at arbeidsledigheten blir lavere og at norsk økonomi kommer inn i en moderat høykonjunktur. Det er registrert høyere aktivitet i fastlandsøkonomien etter pandemien.

Styringsrenten ble i løpet av våren 2020 satt ned tre ganger, helt ned til null prosent, før den i september 2021 ble satt fra null til 0,25%, fra 0,25% til 0,5% desember 2021, og ble satt opp ytterligere 0,25% mars 2022, og styringsrenten ligger nå på 0,75% (Norges-bank, styringsrenten, 2022).

Utviklingen i boliginvesteringer har vært avtagende siden 2017, men har nå tatt seg opp. Prisen på byggevarer har vært i stor endring og er for tiden høy. Dette vil kunne by på utfordringer for Entra da høye priser på byggevarer kan resultere i lavere boligprisvekst, og byggeprosjekter vil muligens måtte bli satt på vent. Det er i tillegg varslet flere renteøkninger i tiden fremover, noe som også vil påvirke byggeprosjektene til Entra.

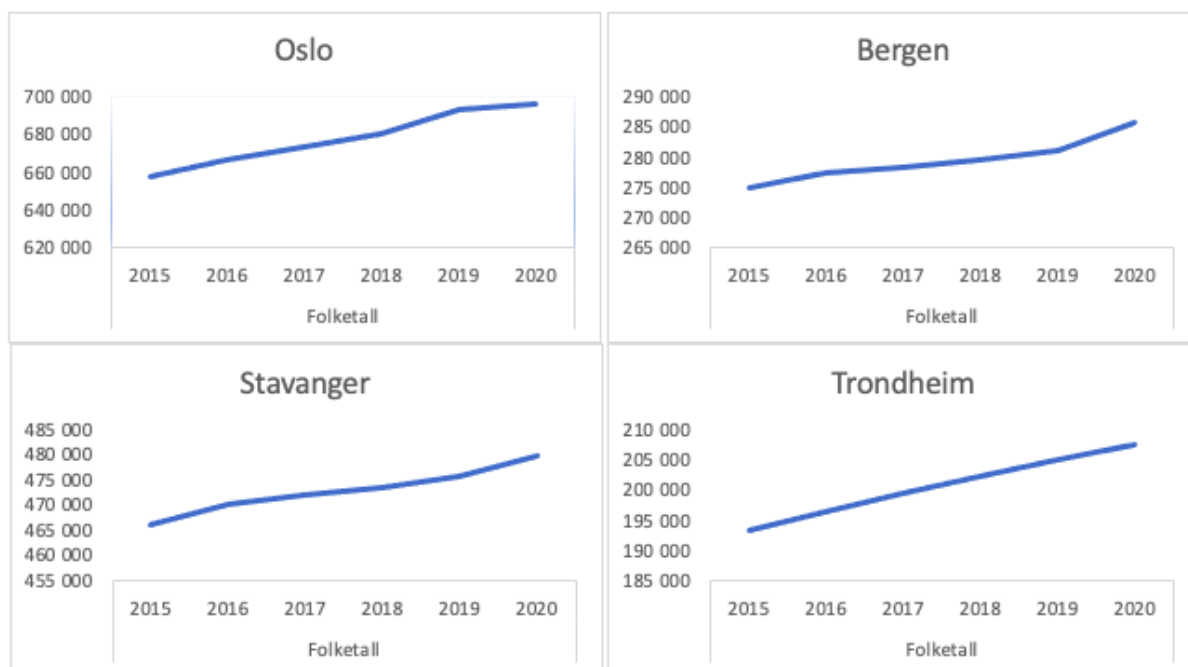
Det er antatt en oppgang i BNP for Fastlands-Norge på 3,8 i 2022 og det ventes en økonomisk vekst de neste årene som er høyere enn normalt (Meld. St 1 (2021-2022)).

Inflasjonen har den siste tiden økt som et resultat av oljeprisene (Meld. St 1 (2021-2022)).

Sosiale forhold

Sosiale forhold er gjerne demografiske trender som livsstilsendringer, befolkningsendringer, og holdninger som påvirker tilbud og etterspørsel i markedet.

Entra har bygg i de 4 største byene i Norge, nemlig Oslo, Stavanger, Bergen og Trondheim. Befolkningsendringen i disse byene har hatt en stigende trend de siste 5 årene, og er de byene med størst befolkningsvekst i Norge den siste tiden.



Figur 3: Folketall, graf

Endring (2015-2020) i %	
Trondheim	7,28 %
Oslo	5,87 %
Bergen	3,93 %
Stavanger	2,91 %

Figur 4: Folketall (2015-2020), tabell

Befolkningstall fra Oslo, Trondheim og Bergen kommune er hentet fra kommunenes hjemmesider. Befolkningstall fra Stavanger kommune er hentet fra tableau public, stavangerstatistikken

Befolkningsveksten i disse byene vil helt klart ha en positiv innvirkning på virksomheten til Entra. Befolkningsveksten vil mulig økte etterspørselen på kontorbygg, noe som igjen vil kunne føre til høyere leiepriser og da høyere leieinntekter for Entra.

Som følge av koronapandemien har hybride kontorløsninger blitt en voksende trend. Mange benytter seg av hjemmekontor flere ganger i uken noe som gjør at behovene for store kontorlokaler for mange firmaer er redusert. I fremtiden kan dette by på fallende etterspørsel, og leverandører vil mulig bli nødt til å tilpasse kontorlokaler til kundenes behov da i form av kortere og mer fleksible leieperioder, og ulike størrelser på kontorarealer.

Teknologiske forhold

Teknologi og innovative løsninger blir et stadig viktigere fokus i byggebransjen. I en undersøkelse gjort av Norstat, som hadde som hensikt å beskrive i hvilken grad innovasjon er i fokus i bygg og anleggsbransjen, framkom det at 89% av utvalget i undersøkelsen sier at de jobber med å finne innovative løsninger gjennom bruk av teknologi (Hagen, 2020). Av undersøkelsen fremkommer det også at samarbeid på tvers av bransjer ser ut til å være en voksende trend, hvor det da er større etterspørsel i bygg og anleggsbransjen etter IT kompetanse, noe som er med på å øke mangfoldet blant ansatte i disse selskapene.

Økt digitalisering øker graden av gjennomførbarheten til fastsatte bærekraftsmål. Økt digitalisering reduserer kostnader og bidrar til mindre forurensning, og vil være viktig sett i forhold til aksept innad i markedet for produkter og tjenester som virksomheten tilbyr (Hoff, 2021, s. 16)

Miljømessige forhold

Bygg og anleggsbransjen står for store deler av verdens klimagassutslipp, og spiller en svært sentral rolle i det grønne skiftet. Det enorme utslippsbidraget som bransjen står for skyldes i stor grad import av ekstreme mengder materiale hvor både produksjon og transport av materialet inngår (Byggalliansen, u.å.). Produksjon og transport av materialet til bygg- og anleggsbransjen står for 50% av utslippene i et byggs livsløp, og byggebransjen står for 40% av all klimagassutslipp (Byggalliansen, u.å.).

Bærekraft har de siste årene fått et stadig større fokus for virksomheter og mennesker generelt. De store aktørene i utleiemarkedet har de siste årene latt bærekraft stå som et sentralt fokus og jobber gjerne aktivt for at bærekraft skal bli en integrert del av

virksomheten. Det er blitt vanligere og vanligere for selskaper å gjenbruke materialer i byggeprosesser. Selskaper benytter seg av ny teknologi og innovative løsninger for å forhindre store utslipp og gjør dette som en del av de bærekraftige tiltakene som samfunnet krever av dem. Kundene til virksomhetene i bygg og anleggsbransjen har et fokus på bærekraft og miljø, noe som legger press på selskaper som opererer i bransjen til å tenke nytt for å holde seg aktuell i markedet. Samtidig kreves det jf regnskapslovens §3-3a. at store selskaper er pliktig til å opplyse om forhold ved virksomheten som kan medføre en betydelig miljøpåvirkning (Regnskapsloven, 1998, § 3-3a)

Porters fem konkurransekrefter

Med analysen ønsker jeg å sette søkelys på de ulike kreftene i porters five forces for å få et overblikk over konkurransesituasjonen til Entra. Denne analysen var i utgangspunktet ment som et rammeverk for å vurdere virksomheters profittpotensial (Johnson & Whittington, 2008, s 59), men benyttes gjerne som en analyse for å identifisere og iverksette tiltak for å forbedre konkurransesituasjonen i virksomheten (Johnson & Whittington, 2008, s 60).

Trusler fra nye inntrengere

Trusler fra nye inntrengere vil i stor grad avhenge av høyden på inngangsbarrierene i markedet (Johnson & Whittington, 2008, s 61). I eiendomsbransjen som Entra operer i vil risikoen for at nye aktører etablerer seg i markedet og fremstår som en trussel for Entras drift være liten. Dette skyldes høye inngangsbarrierer i markedet hvor det kreves stor kapital for å etablere seg, store kostnader knyttet til markedsføring av virksomheten, og mye tid for å skape et godt rykte og omdømme.

Som nevnt under PESTEL analysen under politiske forhold har konkurransetilsynet vist til at det på grunn av få og dyre tomter vil være vanskelig for nye aktører å etablere seg i eiendomsmarkedet, noe som reduserer risikoen for at inntrengere i markedet etablerer seg og fungerer som en trussel for Entras drift.

Rivalisering blant dagens konkurrenter

Eksisterende konkurrenter er virksomheter som med samme målgruppe tilbyr lignende tjenester og produkter i markedet, og intensiteten av konkurransen avhenger av at virksomhetene er relativt lik i størrelse (Johnson & Whittington, 2008, s 64). Andre faktorer som påvirker intensiteten av rivalisering er høye utgangsbarrierer, høye faste kostnader, og lav differensiering (Johnson & Whittington, 2008, s 64).

Leverandørens forhandlingsmakt

Entra er ledende i utleie markedet i Norge med sine 1,6 millioner kvadratmeter som er fordelt på 107 eiendommer. Kontorlokalene er strategisk plassert i de 4 største byene i Norge, og har innad i byene sentrale lokasjoner. Entra har en stor markedsandel i byene de opererer i, og vil ha stor forhandlingsmakt i markedet.

Kundens forhandlingsmakt

For at kunder skal ha forhandlingsmakt i form av å presse ned leieprisen på kontorer avhenger dette i stor grad av at tilbudet er større enn etterspørselen. Utleiepriser på kontorer har i flere år hatt en stabil økning. Årsaken til dette er blant annet lav byggeaktivitet og konvertering fra kontorer til boliger, noe som vil redusere kundens forhandlingsmakt. De største aktørene på utleiemarkedet leier ut store kontorlokaler og har gjerne lange leieavtaler med kundene sine.

Trusler fra substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som er ikke identisk med andre produkter i markedet men som dekker de samme behovene (Johnson & Whittington, 2008, s 62) I situasjoner hvor substitutter fungerer som trusler vil pris-ytelse forholdet være en avgjørende faktor. En substitutt er ikke automatisk en trussel dersom prisen er lavere, men dersom prisen er lavere og nytten er den samme, eller at prisen er høyere og nytten er større vil substituttet være å regne som en trussel (Johnson & Whittington, 2008, s, 62)

I 2017 kom det ny forskrift om tekniske krav til byggverk (TEK17). denne forskriften skal jf § 1-1 sikre at «tiltak planlegges, utføres ut fra hensyn til god visuell kvalitet, universell

utforming og slik at tiltakene oppfyller tekniske krav til sikkerhet, miljø, helse og energi» (Byggteknisk forskrift, 2017). Denne forskriften skal bidra til å redusere klimagassutslipp og frigjøre elektrisitet til bruk for andre formål.

SWOT analyse

Med denne analysen ønsker jeg å identifisere og forstå hva som kan være bedriftens sterke og svake sider, og hva som kan være markedsmessige muligheter og trusler.

<p style="text-align: center;">Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> • Miljøledende • Kompetanse • Lokasjon 	<p style="text-align: center;">Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dårlig likviditet • Gamle bygg • Eksterne bygge partnere
<p style="text-align: center;">Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> • Konkurrenter utland • Konkurrenter innland • Økte priser på materialet • Samfunnets miljøfokus • Lavere etterspørsel • Økt boligvekst i andre byer 	<p style="text-align: center;">Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> • Etablere seg i nye markeder (butikk, eller lignende) • Ekspandere • Fokus på miljø og teknologi • Tilpasse ny kundeatferd

Figur 5: SWOT

SWOT analysen er delt inn i en ekstern og en intern analyse. I den eksterne analysen vurderer jeg markedsmessige muligheter og trusler, gjennom å gjøre en vurdering av faktorer som økonomi og teknologi, og hvor sosiale og kulturelle forhold spiller en sentral rolle. Videre ser jeg på interne forhold og vurderer om disse er å regne som styrker eller svakheter, og hvordan de i så fall påvirker konkurransevnen til Entra.

Styrker

Entra er å regne som miljølende i det norske markedet. Dette er å regne som en klar styrke hos Entra, hvor kompetansen innad i konsernet for ideen om smartbygg spiller en sentral rolle. Entra har utviklet en egen lab kalt Entra Labs. Med dette skal de teste ut teknologiske løsninger i eiendomsbransjen slik at de kan sikre at løsningene er gode før de blir tatt i bruk (ITBaktuelt, 2021).

Entra har etablert seg i de fire største byene i Norge. Den strategiske lokasjonen til kontorlokalene til Entra er en klar styrke, og vil gjøre at selskapet står sterkt i konkurranse med andre aktører i markedet.

Den faglige bredden hos ledelsen og de ansatte i selskapet, samt den tverrfaglige kompetansen de besitter gjennom samarbeidspartnere bidrar til å styrke Entrass konkurransevne i markedet.

Trusler

Å etablere et selskap hvor majoriteten av driften består i utleie og forvaltning av eiendom krever mye kapital og ressurser, slik at på kort sikt vil sannsynligheten for at nye aktører etablerer seg i markedet og dermed vil fungere som en trussel for Entra være liten. Sannsynligheten for at aktører i utlandet skal se det som en mulighet å etablere seg i Norge er derimot ikke like liten, og det vil derfor være å regne som en reell markedsmessig trussel for Entra.

Under Koronapandemien ble svært mange pålagt hjemmekontor. Flere virksomheter så at dette fungerte godt, og har etter pandemien ønsket å fortsette med en hybrid løsning hvor en benytter både hjemmekontor og leid kontorplass. Dersom denne trenden ikke avtar vil det potensielt kunne by på problemer i forhold til etterspørsel i fremtiden, noe som vil påvirke leieprisen til Entra og da også redusere inntektene.

Koronapandemien og krigen i Ukraina har gjort import av materialet vanskelig. Prisen på byggevarer har økt betraktelig noe som vil kunne påvirke utviklingen i pågående prosjekter vanskelig. Dette vil kunne få konsekvenser for Entrass langsiktige plan for utvikling av nye

enheter, og også sette en bremse for videreutvikling av eksisterende bygg hvor planlagte leiekontrakter mulig vil måtte utsettes.

Muligheter

Siden Entra ble etablert har majoriteten av driften i selskapet bestått i å kjøpe og leie ut enheter ment til utleie av kontorlokaler. En mulighet for Entra vil kunne være å utvide eiendomsporteføljen og etablere seg i et nytt marked med andre utleieforhold. Kjøp og utleie av lokaler som egner seg til andre formål enn kontorer, da for eksempel butikklokaler som med en strategisk riktig lokasjon vil øke utleieinntektene både gjennom muligheter for høyere leiepris per kvadratmeter, og gjennom ekspansjonen i seg selv. En annen mulighet for Entras virksomhet er å fortsette arbeidet med å utvikle bygg på en bærekraftig måte gjennom å være oppdatert på nye teknologiske løsninger for bransjen. Det er ingen grunn til å tro at fokuset som ligger på bærekraft er en avtagende trend, slik at Entra vil ha store muligheter for å møte eksisterende og potensielle kunders behov i fremtiden dersom bærekraft står som et sentralt fokus gjennom flere byggeprosjekter.

Svakheter

Entra har en stor eiendomsportefølje hvor det forvaltes både gamle og nye bygg. De eldre byggene i porteføljen vil kunne fremstå som mindre attraktive i markedet enn nye bygg. Eldre bygg vil i tillegg ha høyere kostnader tilknyttet oppgraderinger og vedlikehold. Selskapet inngår avtaler med eksterne parter i utvikling av nye og eksisterende bygg. Eksterne samarbeidsparter kan i noen tilfeller være å regne som fordelaktig, men da risikoen er stor for at uforutsette hendelser som Entra ikke vil være i en posisjon til å påvirke kan oppstå, vil eksterne samarbeidsparter være å regne som en svakhet.

VRIO analyse

VRIO er et analyseverktøy som jeg benytter i denne oppgaven med et mål om å identifisere de ressursene Entra har, tilegne meg informasjon om hvor godt de utnytter ressursene, og vurdere hvilken posisjon Entra står i for å utvikle et varig konkurransefortrinn

Økonomiske ressurser

Entras egenkapital var i 2021 på 33 571 000 000 kroner og har de siste 5 årene hatt en økning på 68,94%. Selskapets langsiktige gjeld var det samme året på 20 039 000 000, og den kortsiktige gjelden var 7 131 000 000. Entra har en egenkapitalandel som i teorien er god, og som treffer målsettingen Entra har internt i forhold til denne andelen. Egenkapitalen har i tillegg hatt en økende trend de siste 5 årene, noe som indikerer på at Entras inntjening og avkastning på investeringer er i en positiv utvikling. Entra har de siste 5 periodene hatt et positivt årsresultat. Gjennom denne perioden har både inntekter og kostnader økt, men inntektene har i gjennomsnitt økt mer enn kostnadene, hvilket har resultert i at resultatstørrelser også har økt i perioden 2017-2021.

Menneskelige ressurser

De menneskelige ressursene i eiendomsbransjen er ledelsen og de ansatte i organisasjonen. Ledelsen i Entra forvalter eiendommene i porteføljen, og det er med deres og de ansattes kunnskap og evne til å tilpasse virksomheten etter kundenes behovsutvikling, deres forståelse av hvordan konkurrentene i markedet opererer, og deres kapasitet og kompetanse til å drifte virksomheten på et bærekraftig sett med et miljøhensyn som trolig er å anse som ledende i markedet som i all hovedsak gjør at de menneskelige ressursene i Entra er verdifulle.

Ledelsens kompetanse til å kartlegge og iverksette tiltak for å motivere og ivareta de ansatte i organisasjonen bidrar også i stor grad til at de menneskelige ressursene i Entra er en verdifull ressurs.

Fysiske ressurser

Fysiske ressurser i eiendomsbransjen er gjerne bygninger, maskiner og produksjonskapasiteten til virksomheten (Johnson & Whittington, 2008, s. 95). Nytt av disse ressursene vil være avhengig av plasseringen og kapasiteten til den enkelte ressurs.

Entra forvalter og leier ut lokaler som i markedet er attraktive, og miljølende. De har en portefølje på 107 eiendommer som til sammen utgjør 1,6 millioner kvadratmeter.

Lokasjonen av disse eiendommene er strategisk plassert i de 4 største byene i landet, hvor de innad i byene er plassert strategisk riktig i forhold til kollektivlinjer med den hensikt å være en fortrukken aktør i utleiemarkedet. De har gjennom perioden fra 2017 til 2021 hatt en gjennomsnittlig utleiegrad på 97,36%. Entras kapasitet til å bringe innovative løsninger inn i deres bygninger, og deres fokus på miljø i utvikling av nye bygg og oppgraderinger av eksisterende bygg vil bidra til et konkurransefortrinn i markedet. Det samme vil deres sentrale beliggenhet.

Teknologiske ressurser

Entra benytter seg av moderne teknologi i nybygde Power hus, og har den siste tiden satt søkelys på alternative måter å bygge nye enheter på hvor teknologi er et sentralt nøkkelord. Powerhusene bygges i samarbeid med andre bransjer for å oppnå en tverrfaglig kompetanse på området. Powerhusene som har til hensikt å produsere mer energi en det forbruker har i tillegg smarte teknologiske løsninger integrert i byggene.

Organisatoriske ressurser

V- valuable – er ressursen verdifull

R-Rare – er ressursen sjelden

I-Imitable – er ressursen kopierbar

O-Organized – er organisasjonen forberedt på utnyttelse av ressursene.

Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organisert	Konkurransefortrinn
NEI				Ingen konkurransefortrinn
JA	NEI			Konkurranseparitet
JA	JA	NEI		Midlertidig konkurransefortrinn
JA	JA	JA	NEI	Ubenyttet konkurransefortrinn
JA	JA	JA	JA	Varig konkurransefortrinn

Figur 6: VRIO

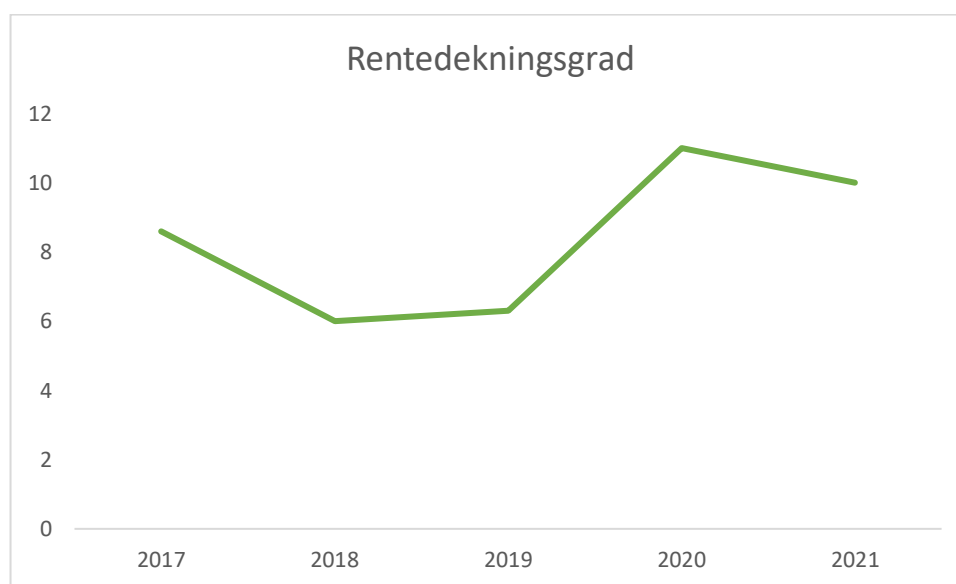
4. Finansiell analyse

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad er et nøkkeltall som sier noe om bedriftens evne til å betale sine rentekostnader, og benyttes for å predikere i hvilken grad bedriften kan oppta gjeld i nærmeste fremtid (Knutsen, 2011, s. 333). Noen mener at dette nøkkeltallet bør være større enn 3, men et generelt krav til størrelsen på dette nøkkeltallet er at det bør være større enn 1 da det skal være tilstrekkelig å kunne betale rentene på gjelden man har i dag 1 gang (Knutsen, 2011, s. 333) Rentedekningsgraden beregnes med følgende formel:

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

I 2021 var Entras ordinære resultat før skatt 5 373 000 000, og deres finanskostnader samme år var 600 000 000. Dette gir en rentedekningsgrad på 10, noe som er et svært godt mål.



Figur 7: Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden for 2017 til 2021 illustreres i figur 6. Av figur 6 ser man at Entra har hatt en noe varierende men solid rentedekningsgrad i denne perioden. Entras rentedekningsgrad var på sitt laveste innenfor dette tidsrommet i 2018, hvor den var på omtrent 6. En ser at selv på det laveste nivået av rentedekningsgraden i denne perioden viser fortsatt Entra til et godt resultat, noe som indikerer at selskapet har mulighet til å

oppta gjeld i nærmeste fremtid, og at de i aller høyeste grad evner å betale rentene de har i dag i tillegg til ytterligere renter ved en økning i gjelden.

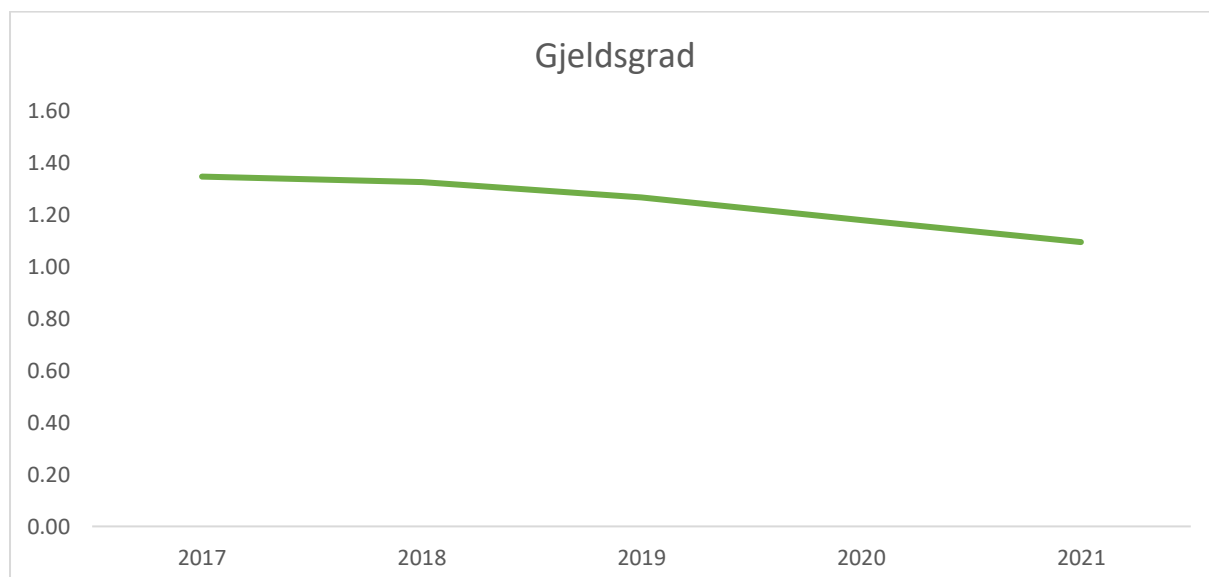
Gjeldsgrad

Gjeldsgrad viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående og eiere (Knutsen, 2011, s. 334). Aller helst bør dette forholdstallet være så lavt som mulig. Jo mindre gjeld bedriften har jo mindre krav stilles til kontantinntjening som er et resultat av mindre renter og avdrag å måtte betale. Risikoen for å slås konkurs vil reduseres i takt med reduksjon av gjeldsgraden da risikoen for å ikke evne å møte betalingsforpliktelser blir mindre.

Gjeldsgrad (Tall i 1000)					
	2017	2018	2019	2020	2021
Gjeld	24 905 000	27 186 000	28 590 000	32 005 000	36 722 000
EK	18 505 000	20 523 000	22 570 000	27 136 000	33 571 000
Gjeldsgrad	1,35	1,32	1,27	1,18	1,09

Figur 8: Gjeldsgrad, tabell (Tall hentet fra årsrapportene)

Figur 7 er en tabell som viser utviklingen av gjeldsgraden.



Figur 9: Gjeldsgrad, graf

Entra har definert et mål for belåningsgrad, som over tid ikke skal overstige 50%. Konsernet har covenants i sine låneavtaler som stiller krav til soliditet (Entra, 2017, årsrapport). Av figur 7 ser man at gjeldsgraden er på et relativt stabilt i perioden 2017-2021. Til tross for at gjeldsgraden kan ses på som noe høy kan man lese av figur 8 som illustrerer utviklingen i gjeldsgraden til Entra at gjeldsgraden har hatt en synkende trend. Dette skyldes at egenkapitalen har økt mer enn gjelden har økt i denne perioden, noe som indikerer at Entrass evne til å møte betalingsforpliktelser har økt i perioden, og risikoen for å bli slått konkurs er mindre i 2021 enn den var i 2016.

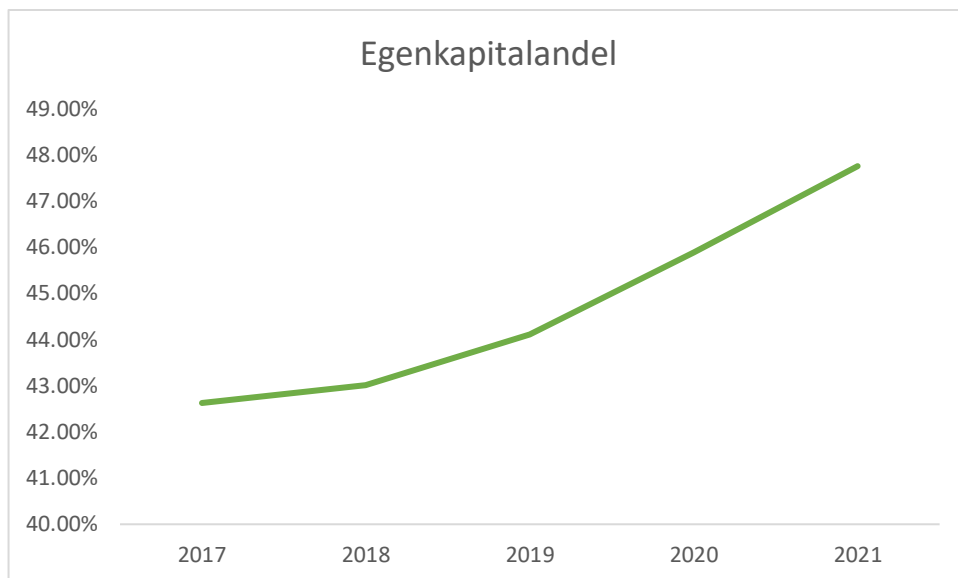
Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er et nøkkeltall som er hensiktsmessig å beregne for å få en oversikt over i hvilken grad eiendeler er egenkapitalfinansiert. Bedriftens soliditet beskrives av dette forholdstallet, og jo større egenkapitalandelen er, jo bedre sies soliditeten til virksomheten å være (Tellefsen, 1992 s. 651)

Egenkapitalandel (Tall i 1000)					
	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapital	18 505 000	20 523 000	22 570 000	27 136 000	33 571 000
Totalkapital	43 410 000	47 709 000	51 160 000	59 141 000	70 292 000
Egenkapitalandel	42,63 %	43,02 %	44,12 %	45,88 %	47,76 %

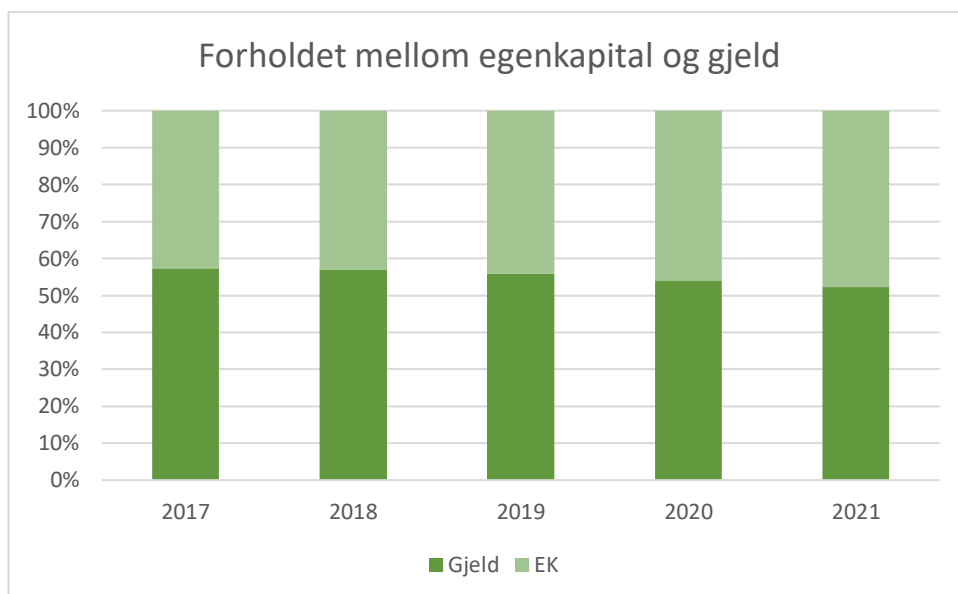
Figur 10: Egenkapitalandel, tabell (Tall hentet fra årsrapportene)

Entrass egenkapitalandel har hatt en økning i alle årene mellom 2016 til 2020, og har hatt en prosentvis økning fra 2016 til 2020 på 8%. Av figur 9 ser man at den største økningen var fra 2016 til 2017 hvor egenkapitalen hadde en økning på 3 773 000, og gjelden bare økte med 747 000.



Figur 11: Egenkapitalandel, graf

Av figur 10 ser man egenkapitalandelens utvikling illustrert. Av grafen leser man at Entra har hatt en sunn utvikling i egenkapitalandelen. Gjennomsnittlig årlig økning i egenkapitalandelen er 2,79%. Økningen gjør at Entra i større grad nå enn før evner å tåle tap.



Figur 12: Egenkapitalandel, diagram

Figur 11 viser andelen av egenkapital og andelen av gjeld, og er ment som en illustrasjon av forholdet mellom disse.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser i hvilken grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld, og det er ønskelig at dette forholdstallet er større enn 2, med andre ord er det ønskelig at halvparten av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital (Tellefsen, 1992, s.656).

Likviditetsgrad 1 (Tall i 1000)					
	2017	2018	2019	2020	2021
Omløpsmidler	1 251 000	1 921 000	998 000	1 054 000	1 149 000
Kortsiktig gjeld	5 263 000	4 710 000	3 067 000	2 683 000	4 622 000
Lkviditetsgrad 1	0,24	0,41	0,33	0,39	0,25

Figur 13: Likviditetsgrad 1, tabell (Tall hentet fra årsrapportene)



Figur 14: Likviditetsgrad 1, graf

For perioden 2016 til 2021 ser man at Entras omløpsmidler i forhold til gjeld har hatt en verdi noe under det som er ønskelig for dette nøkkeltallet. Entra har hatt en jevn økning i omløpsmidler fra 2016 til 2018 men har i samme periode hatt en større økning i kortsiktig gjeld, noe som resulterer i redusert evne til å dekke kortsiktige forpliktelser. Omløpsmidlene har så en betydelig nedgang på 48% i 2019. Det samme hadde den kortsiktige gjelden til selskapet. Reduksjon i kortsiktig gjeld var fra 2018 til 2019 på 34,8% men da forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld i utgangspunktet bar preg av høy gjeld og lite omløpsmidler var fremdeles likviditetsgraden under ønsket nivå også i 2019.

Egenkapitalens rentabilitet.

Egenkapitalrentabiliteten er et den regnskapsmessige avkastningen på kapital som eierne i selskapet har investert (Tellefsen, 1992, s. 639).

Lønnsomheten til virksomheten vil med andre ord beskrives ved å se på størrelsen av egenkapitalrentabiliteten, og jo større dette nøkkeltallet er, jo bedre lønnsomhet indikerer det at selskapet har. Egenkapitalrentabiliteten beregnet med følgende formel:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100$$

Entras ordinære resultat før skatt i 2021 var 5 373 000 000. Gjennomsnittlig egenkapital fra 01.01 til 31.12 i 2021 var 29 212 000 000, noe som gir en egenkapitalrentabilitet på 18% i 2021.



Figur 15: Egenkapitalrentabilitet (Tall hentet fra årsrapportene)

Av figur 13 ser man at dette nøkkeltallet har hatt noen svingninger i perioden 2017-2021. Egenkapitalrentabiliteten var i dette tidsrommet på sitt laveste i 2018 hvor nøkkeltallet var lik 14%. Dette er et resultat av at ordinært resultat før skatt hadde en nedgang på rundt 65% fra 2017 til 2018, samtidig som gjennomsnittlig egenkapital i samme tidsrom økte med ca. 15%. Videre ser man av figur 13 at egenkapitalrentabiliteten økte betraktelig fra 2019 til

2020, og gikk fra å være på omtrent 15% til å bli 23%. Dette skyldes en stor økning i ordinært resultat før skatt på 2 471 000 000.

Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 beskriver i hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert.

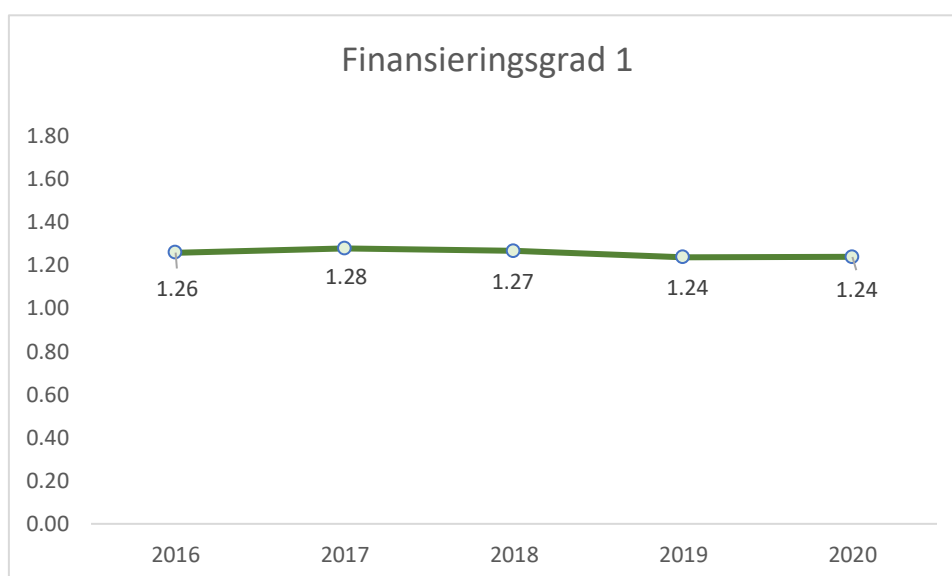
Forholdstallet bør være mindre enn 1 slik at den langsiktige kapitalen i tillegg til å finansiere anleggsmidlene også finansierer den minst likvide delen av omløpsmidlene (Eklund & Knutsen, 2011, s. 331).

Finansieringsgrad 1 beregnes med bruk av følgende formel:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig gjeld} + \text{egenkapital}}$$

Finansieringsgrad 1					
	2016	2017	2018	2019	2020
Anleggsmidler	37 190 000	41 362 000	45 081 000	49 492 000	57 361 000
Langsiktig gjeld	14 826 000	13 873 000	15 113 000	17 462 000	19 197 000
Egenkapital	14 732 000	18 505 000	20 523 000	22 570 000	27 136 000
Finansieringsgrad 1	1,26	1,28	1,27	1,24	1,24

Figur 16: Finansieringsgrad 1, tabell (Tall hentet fra årsrapportene)



Figur 17: Fianansieringsgrad 1, graf

Entras finansieringsgrad 1 har lite svingninger i perioden 2016-2020. Dette forholdstallet var på sitt høyeste i 2017 og var da 1,28. Det sies at finansieringsgrad 1 bør være mindre enn 1, og en ser at dette ikke er tilfellet for Entra. Dette kan tyde på at Entra ikke i ønsket grad evner å finansiere den minst likvide delen av omløpsmidlene med langsiktig kapital.

Arbeidskapital

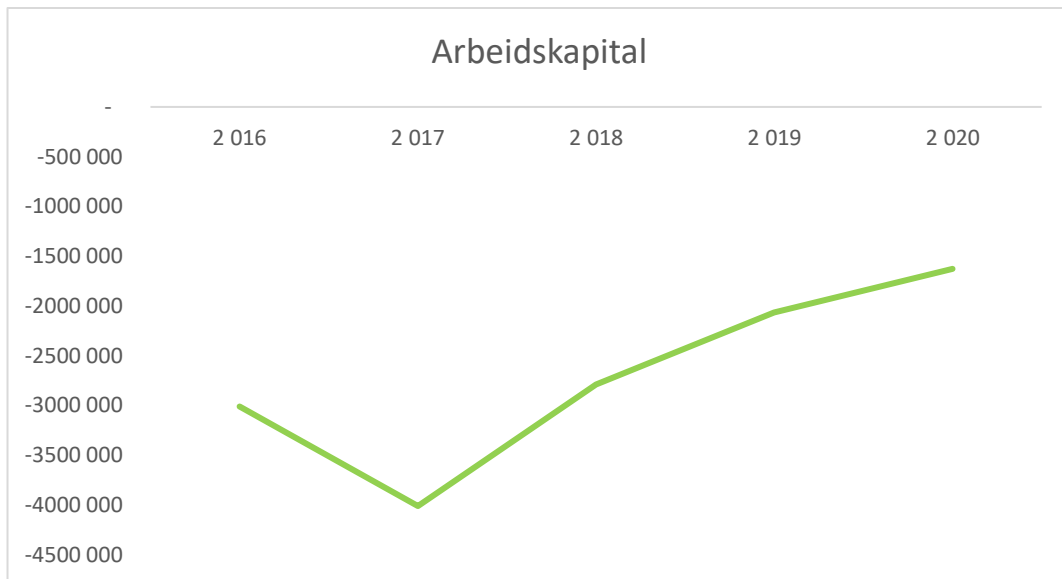
Følgende formel er benyttet for beregning av arbeidskapital

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} + \text{kortsiktig gjeld}$$

Arbeidskapital (Tall i 1000)					
	2017	2018	2019	2020	2021
Omløpsmidler	1 251 000	1 921 000	998 000	1 054 000	1 149 000
Kortsiktig gjeld	- 5 263 000	- 4 710 000	- 3 067 000	- 2 683 000	-4 622 000
Arbeidskapital	- 4 009 983	- 2 786 982	- 2 066 981	- 1 626 980	-3 473 000

Figur 18: Arbeidskapital, tabell (Tall hentet fra årsrapportene)

Av figur 20 ser man at Entras arbeidskapital er i alle årene fra 2017 til 2021 er negativ. Arbeidskapitalen har allikevel hatt en økende trend, fra 2017 til 2020, for så å reduseres betraktelig fra 2020 til 2021. Reduksjonen i dette tidsrommet skyldes at omløpsmidlene økte betraktelig mindre enn den kortsiktige gjelden i denne perioden. Den negative arbeidskapitalen indikerer at selskapets situasjon i forhold til likviditet bør forbedres med et mål om å ha en fornuftig finansiering av virksomheten.



Figur 19: Arbeidskapital, graf

5. Verdsettelses modeller

DCF-modellen

Denne modellen diskonterer fri kontantstrøm, som er den kontantstrømmen som for alle investorer er tilgjengelige til den veide gjennomsnittlige kapitalkostnaden.

Egenkapitalverdien blir estimert gjennom å trekke gjeld og andre egenkapitalkrav fra virksomhetens verdi (Koller & Wessels, 2020, s. 178).

Superprofittmodellen

Superprofittmodellen er en modell hvor verdien av selskapet er lik den investerte kapitalen + nåverdien av meravkastningen av denne kapitalen genererer (Kaldestad, 2016, s. 42).

Denne modellen setter de virkelige verdidriverne i fokus og er drevet i all hovedsak av differansen mellom rentabilitet og kapitalkostnad og kapitalbase, og tar i motsetning til andre modeller hensyn til kapitalkostnaden til selskaper og fanger opp realiteten av vekst, nemlig at det ikke kommer uten tilknyttede kostnader, og ødelegger verdier dersom veksten ikke bidrar til å øke residualinntekten Kaldestad, 2016, s. 44). Denne modellen kan potensielt

være et godt alternativ dersom selskapet man vurderer er kapitalintensive selskaper hvor majoriteten av verdiene er materielle eiendeler.

Dividendemodellen

Dividendemodellen er en modell som viser verdien av egenkapitalen gjennom nåverdier av fremtidige dividender, og det er nødvendig å beregne estimater på dividender i tiden fremover og diskontere med egenkapitalkostnaden (Kaldestad, 2016, s. 37).

Denne modellen skiller seg fra andre modeller gjennom å inkludere finansposter, opptak og nedbetaling av gjeld inn i beregningen av verdien (Kaldestad, 2011, s. 37). Denne modellen vil kunne fremstå som en metode som vil være å foretrekke å benytte seg av, da utbytte er den avkastningen som aksjonærer får direkte, og metoden tar hensyn til at deler av et overskudd er nødt til å finansiere krav til egenkapitalen dersom det er et selskap i vekst (Kaldestad, 2011, s. 38). Metoden har også noen utfordringer. Blant utfordringene er at modellen trenger å ha svært lange prognoseperiode, slik at denne modellen egner seg best for verdivurderinger av finansinstitusjoner (Kaldestad, 2011, s. 38).

Substansverdimetoden

Dersom man benytter substansverdimetoden, verdsetter man selskap til markedsverdien av selskapets eiendeler og trekker fra netto rentebærende gjeld og skatt (Kaldestad, 2016, s. 241). Denne metoden skiller seg fra en DCF tilnærming gjennom at selskapets eiendeler verdsettes forskjellig, hvor en ved benyttelse av DCF metoden verdsetter eiendeler i selskaper til nåverdien av diskontert kontantstrøm, mens man med substansverdimetoden verdsetter eiendeler i selskapet ved å se på observerbare prisene på sammenlignbare eiendeler i markedet og verdsetter eiendeler til det de antageligvis kan selge det for i markedet i dag (Kaldestad, 2016, s. 241).

Substansverdimetoden vil i praksis kunne undervurdere selskapets verdier, og det vil på grunnlag av dette være liten hensikt å benytte seg av denne verdsettelsesmetoden når man

skal vurdere verdier av tradisjonelle virksomheter (Kaldestad, 2016, s. 245). Immaterielle eiendeler er eiendeler som ikke kan selges på åpent marked, og det vil derfor være vanskelig ved bruk av denne metoden å verdsette disse eiendelene korrekt (Kaldestad, 2016, s. 241). Videre vil metoden også kunne undervurdere materielle eiendeler som maskiner og utstyr da disse eiendelene har høyere bruksverdi for virksomheten som eier de i dag, enn de vil kunne selge for i markedet (Kaldestad, 2016, s. 241).

6. Multippel analyse

I denne multippelanalysen vil Entras ratioer sett i forhold til konkurrentene bli kommentert hver for seg, og vil senere bli benyttet for å estimere Entras aksjepris. Alle tall som er benyttet for å gjennomføre denne analysen er hentet fra Eikon (Eikon, u.å.)

P/B					
Entra	Castellum AB	Fabege AB	Citycon Oyj	Kojamo Oyj	Grand City Properties
1,06	1,12	1,06	0,67	1,25	0,84
Gjennomsnitt		1			

Figur 20: P/B ratio (Tall Hentet fra Eikon)

Price to book value

Price to book value er gitt ved følgende formel:

$$\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Price to book value er en finansiell verdsettelsesmetode som brukes til å vurdere virksomheters nåværende markeds verdi i forhold til bokført verdi (Euronext, u.å.).

Markedsverdien er gjeldende aksjekurs på alle utestående aksjer, det markedet mener selskapet er verdt, mens bokført verdi er beløpet som ville vært igjen hvis selskapet likviderte alle eiendelene og tilbakebetalte alle forpliktelsene.

Entras P/B ratio ligger over gjennomsnittet og er også det selskapet som har nest høyest ratio sett i forhold til disse 5 som er med i gjennomsnittet.

EV/Sales

Entra	Castellum AB	Fabege AB	Citycon Oyj	Kojamo Oyj	Grand City properties
22,99	19,91	27,3	10,38	21,01	6,56
Gjennomsnitt		18,025			

Figur 21: EV/Sales ratio (Tall hentet fra Elkon)

EV/Sales

EV/Sales er gitt ved følgende formel:

$$\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Salg}}$$

Denne metoden gjør det mulig å sammenligne selskaper som går med underskudd. Denne metoden er en grov metode som forutsetter at selskapene man sammenligner har samme marginer. Man risikerer feilmarginer om man sammenligner et selskap som selger billige produkter med et selskap som selger dyre produkter.

EV/EBITDA					
Entra	Castellum AB	Fabege AB	Citycon Oyj	Kojamo Oyj	Grand City properties
27,34	28,86	38,47	17,25	36,04	4,14
Gjennomsnitt		25,35			

Figur 22: EV/EBITDA ratio (Tall hentet fra Eikon)

EV/EBITDA

EV/EBITDA er en ratio som er bestemmende for verdien på et selskap, og selskaper som er ønskelig å kjøpe opp har gjerne en EV/EBITDA ratio under 7,5 (Zakamulin, 2020).

Dette ratioen må ses i sammenheng med konkurrenter som opererer i samme bransje da selskapets ratio i forhold til bransjesnittet vil si noe om selskapet er over eller underpriset. Dersom selskapet som er i fokus har en ratio over gjennomsnittet i bransjen vil selskapet være å regne som overpriset (Zakamulin, 2020).

Denne metoden er mest anvendt ved kjøp og salg av selskaper. Med denne metoden kan man sammenligne den underliggende driften i selskapene og ved å måle driftsresultat før

avskrivninger ekskluderer man forskjeller som oppstår på grunn av ulik avskrivningsprofil og goodwill, samt tilfeldige finansinntekter.

Ulemper med metoden er at den ignorerer viktige elementer som forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov.

Gjennomsnittlig EV/EBITDA i bransjen er 25,35. En ser at Entras ratio ligger over bransjesnittet og er lik 27,34. Dersom en hadde sett på Entras ratio i forhold til gjennomsnittet alene ville en kunne påstått at selskapet er overpriset i markedet, men dersom en tar Grand City properties ut av gjennomsnittet vil nytt gjennomsnitt av konkurrentene i bransjen være 29,59 som da ville gjort at Entra lå under gjennomsnittet og ville kunne regnes som underpriset i markedet.

Price /Earning

P/E metoden sammenligner inntjening med dagens pris, og reflekterer forventet inntjeningsvekst (Penman, 2013, s.50). Man finner denne ratioen ved å dividere aksjekursen på årsresultat pr aksje. Dette er en metode som egner seg i verdsettelse i høyest grad for selskaper som ligger i en stabil vekstfase, men må ses i sammenheng med andre metoder da denne alene ikke hensyn tar forskjeller i risiko og kapitalbehov (Kaldestad, 2016, s. 157).

	Pris pr aksje
P/B	184
EV/Sales	102
EV/EBITDA	135
P/E	277
Gjennomsnitt	175

Figur 23: Aksjepris, multippelanalyse

Figur 26 viser en oversikt over estimert aksjepris for hver av de ulike metodene innenfor multippelanalyse. Det vil ikke være tilstrekkelig å se på pris per aksje for en multippel alene,

slik at det vil være nødvendig å se på gjennomsnittlig pris pr aksje for alle multiplene. I beregningen av pris per aksje vil bransjesnittet for hver av ratioene bli benyttet.

Aksjeprisen som er estimert med P/B ratio er beregnet ved å ta bokført egenkapital multiplisert med P/B ratio for så å dividert på antall aksjer. Entrass bokførte egenkapital var i 2021 rundt 33 571 millioner norske kroner (heretter MNOK), og med en gjennomsnittlig P/B ratio på 1 gir dette en sluttverdi på 33 571 MNOK. Deler man sluttverdien på antall aksjer som er 182 132 055 ender man opp med en aksjepris på 184 kr.

I beregningen av sluttverdi for EV/Sales metoden benyttes følgende formel:

$$\frac{EV}{Sales} * \text{inntekt} - \text{rentebærende gjeld}$$

Gjennomsnittlig EV/sales i bransjen er 18,025. Entrass inntekt for 2021 var 2 508 MNOK, og deres rentebærende gjeld var 26 594 MNOK samme år. Dette gir en sluttverdi på 50 506 MNOK og dersom man deler dette på antall aksjer får man en estimert pris per aksje på 102 kr.

Gjennomsnittlig EV/EBITDA i bransjen er 25,35. Ved beregning av sluttverdi for denne metoden benyttes følgende formel

$$\frac{EV}{EBITDA} * EBIT - \text{rentebærende gjeld}$$

Entrass EBIT for 2021 var 2 021 MNOK. Entrass rentebærende gjeld det samme året var som nevnt 26 594 MNOK. Sluttverdien ved denne metoden er da 24 638 MNOK. Sluttverdien deles så på antall aksjer og estimert pris per aksje er 135 kr.

Ved beregning av sluttverdi for P/E metoden benyttes følgende formel

$$\frac{P}{E} * \text{Ordinært resultat etter skatt}$$

Gjennomsnittlig P/E ratio i bransjen er 9,4 og Entras resultat etter skatt for 2021 var 5 373 MNOK. Dette gir en sluttverdi på 50 506 MNOK som delt på antall aksjer på 182 132 055 gir en estimert pris per aksje på 277 kr.

Gjennomsnittlig pris per aksje for alle de ulike metodene er 175 kr per aksje. Registrert pris per aksje var 24.05.2022 lik 147,10 kr. Estimert aksjepris på 175 kr avviker fra markedspris med 16%.

7. Avkastningskrav

Risikofri rente

Risikofri rente er definert som renten man kan få på en investering uten risiko. 10-årig statsobligasjon er det som i størst grad benyttes som risikofri rente i det norske markedet (PWC & NFF, 2021, risikopremie), og er det som blir benyttet i denne oppgaven. Den risikofrie renten benyttet er 1,36%.

Et selskaps beta bestemmes av aksjekursens relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet. Beta er beregnet med følgende formel:

$$\text{Egenkapitalbeta} = \frac{\text{Kovarians av aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians av markedsportefølje}}$$

Markedets risikopremie

PwC har i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening gjennomført en undersøkelse av Risikopremien i det norske markedet (PWC & NFF, 2021, risikopremie).

Markedsrisikopremien har vært tilnærmet uendret de siste 9 årene og ligger i dag på 4,8%. Risikopremien defineres som differansen mellom markedsavkastningen og den risikofrie renten. Risikopremien som benyttes i denne oppgaven er 4,8%.

Avkastning på egenkapital

For å beregne avkastning på egenkapital har jeg benyttet CAPM modellen. Formelen for CAPM ser slik ut:

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

CAPM	
Markedets risikopremie	4,80 %
Risikofri rente	1,36 %
Beta	0,5614138
Avkastningskrav til egenkapital	5,56 %

Figur 24: CAPM

CAMP også kalt kapitalverdimodellen, justerer for risiko ved å bruke beta, som måler hvordan aksjekursen til et selskap reagerer på bevegelser i markedet (Koller, et.al, 2020, s. 306).

Avkastningskrav til totalkapitalen

WACC	
Markedets risikopremie	4,80 %
Risikofri rente	1,36 %
Selskapets risikopåslag	2,59 %
Skatt	22 %
Avkastningskrav til EK	5,56 %
Avkastningskrav til gjeld	3,38 %
Egenkapitalandel	45,88 %
Gjeldsandel	54,12 %
WACC	3,98 %

Figur 25: WACC

Totalkapitalavkastningskravet (WACC) er selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad, og brukes for å diskontere den frie kontantstrømmen for å estimere verdien av virksomheten. Dersom en hadde benyttet dividendemodellen, kun estimert kontantstrømmen til egenkapitaleierne, måtte en diskontere med egenkapitalavkastningskravet. Formelen for WACC er følgende:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * Re + \frac{D}{E + D} * Rd * (1 - T)$$

Som nevnt er beta et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet og hvor eksponert man er for den generelle markedsrisikoen. Beta er i denne oppgaven beregnet som kovarians av aksje- og markedsportefølje dividert på variansen til markedsporteføljen.

8. Fremtidsregnskap

Tidshorisont

I denne verdsettelsen benyttes en tidshorisont på 5 år. Jeg vil på bakgrunn av historiske tall fra 2016 til 2021 estimere fremtidige verdier for selskapet for fem år frem i tid. Prognosen vil dermed være fra 2022 til 2026. Jeg har valgt en noe kort tidshorisont for å ha best mulig forutsetninger for å estimere fremtidige verdier, og dermed får et så realistisk resultat som mulig.

Forecasting

For å estimere verdier i denne modellen vil jeg ta utgangspunkt i passende prognoseratioer for hver av linjene. Disse ratioene vil bli sett i sammenheng med historisk utvikling og tanker om fremtidig vekst. Prognoseratioene jeg benytter meg av i denne analysen vil basert på teori i boken «*Valuation*» av Koller og Wessels

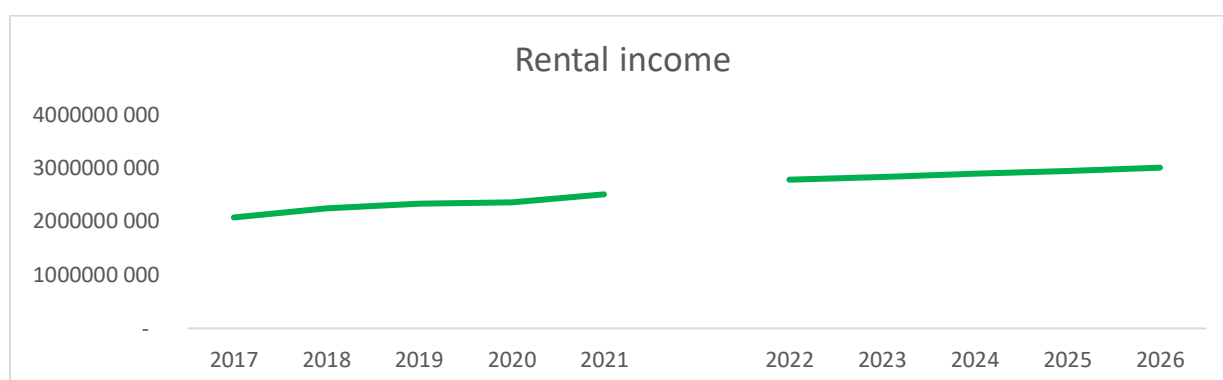
Driftsinntekter

Driftsinntekter kan deles inn i to inntektsposter, den ene er leieinntekter og den andre er inntekt fra eiendomsforvaltning. Leieinntektene har hatt en slak vekst de siste årene og har hatt en gjennomsnittlig årlig økning på 5,67% fra 2017 til 2021. Inntekt fra eiendomsforvaltning har hatt en varierende utvikling i denne tidsperioden. Disse inntektene hadde en nedgang på 665 MNOK fra 2016 til 2017 som skyldtes at Entra i 2016 solgte en bygning i Stavanger for 637 MNOK og hentet inn bare 198 MNOK gjennom et

utviklingsprosjekt i Oslo i 2017. Denne inntektsposten økte så med 45% fra 2017 til 2018, og har deretter hatt en negativ utvikling frem til 2021.

Som nevnt i den strategiske analysen har arbeidsledigheten blitt redusert etter Koronapandemien, og det forventes ytterligere reduksjon i fremtiden. Det nevnes også fra den strategiske analysen at det forventes en befolkningsvekst til de 4 byene som Entra opererer i, noe som er positivt for fremtidig vekst, og vil bli lagt til grunn i estimering av driftsinntektene til Entra.

Leieprisen har hatt en årlig gjennomsnittlig økning på 2,79%. Antall kvadratmeter som Entra forvalter og leier ut har hatt en årlig gjennomsnittlig økning på 5,12%. Gjennomsnittlig utleiegrad har de siste 5 årene vært 97%. I prognosen for leieinntektene legges disse faktorene til grunn. Leieinntektene illustreres i figur 26



Figur 26: Estimert inntekt, graf

2022	2023	2024	2025	2026
2 938 964 224	3 171 351 276	3 422 113 421	3 692 703 598	3 984 689 630

Figur 27: Estimert inntekt, tabell

For inntekter for eiendomsforvaltning vil estimeringen basere seg på Entras kvartalsrapport for 2022 hvor de beskriver planer for ombygging av 4 enheter i Oslo, 1 enhet i Bergen og 1 enhet i Trondheim. Videre har de investert i to nye bygg i Bergen og Trondheim som vil være ferdigstilt mellom 2022-2024. Jeg vil på bakgrunn av dette estimere en årlig økning i disse inntektene på 7,2% for perioden 2022-2024, for så å avta til en årlig økning på 4,2% i perioden 2025-2026.

Driftskostnader

Lønns og personalkostnader har i tidsrommet 2017-2021 hatt en gjennomsnittlig økning på 9,30%, og antall ansatte har økt med 22 stykk i samme tidsrom. Det kommer frem av Entras årsrapporter mellom 2017 til 2021 at årlig lønnsvekst har vært mellom 2%-2,5% og at årlig pensjonsregulering har vært mellom 1,5%-2,5% i denne perioden. Denne kostnaden vil bli estimert i prosent av inntekt. Lønns og personalkostnader har holdt et stabilt nivå på rundt 14% av inntektene i perioden 2017-2021 og har i gjennomsnitt i dette tidsrommet vært 14,59% av inntekter. Estimert lønns og personell kostnader vil være 14,1% av inntekter fra 2022 til 2024, for så å øke til 14,6% fra 2024 til 2026.

Driftskostnader som inkluderer blant annet direkte eiendomskostnader, vedlikehold og kostnader knyttet til utleie har i gjennomsnitt økt med 4,16% fra 2017 til 2021. Av disse kostnadene er det administrative kostnader som er den største kostnaden, og er også den kostnaden med størst prosentvis endring fra 2017-2021. Administrative kostnader har økt med 21,49% i denne perioden. Estimert personalkostnader er 14% av inntekt fra 2022-2024, og vil så øke til 15,5% av inntekt fra 2024-2026

Avskrivninger er en utfordrerne linje å estimere fremtidig verdi på da en med liten sikkerhet kan si noe om størrelsen på anleggsmidlene i balansen til Entra i fremtiden. For å estimere avskrivninger vil jeg se på forholdet mellom avskrivninger og PP&E (Eiendom og utstyr). Avskrivninger dividert på Eiendom og utstyr har vært stabilt de siste 5 årene og har i gjennomsnitt fra 2017 til 2021 vært på 2,84%. Estimeringen av avskrivningene vil på bakgrunn av dette være 3% av eiendom og utstyr i tidsrommet 2022-2024, for så å øke til 5% fra 2024 til 2026.

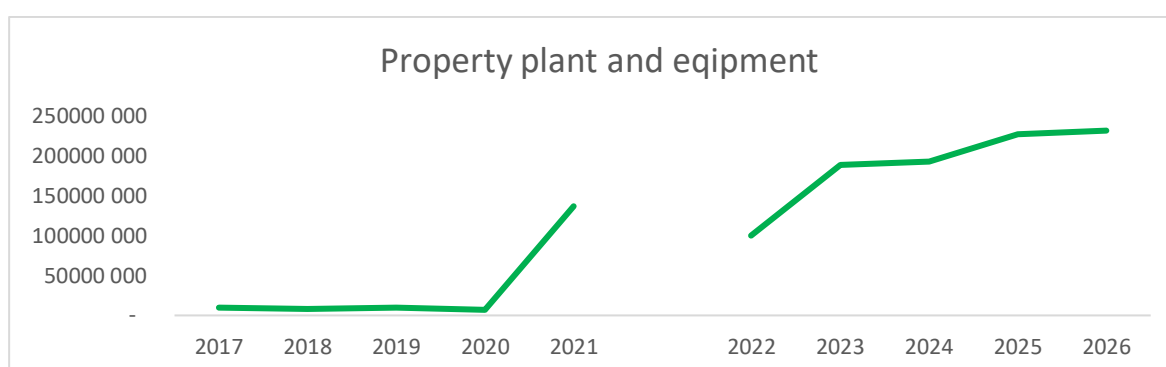
Fra 2017 til 2021 har lønn og personalkostnader hatt en gjennomsnittlig årlig økning på 9,3%.

Endring i eiendom og utstyr (PP&E)

For å lage prognose for verdier for balanseposten Eiendom og utstyr vil jeg ta utgangspunkt i et gjennomsnitt av eiendom og utstyr i prosent av inntekt for perioden 2017-2021. Eiendom og utstyr har i snitt hatt en verdi på 30,08% av inntekten i perioden 2017-2021. Det har vært noe variabelt i forholdet mellom eiendom og utstyr og inntekter, hvor eiendom og utstyr var svært stor i 2017, og av betydelig mindre størrelse i 2020. Estimert verdi for eiendom og utstyr vil i perioden 2022-2024 være 6,5% av inntekter, for så å øke til 7,5% fra 2024-2026.

Item	Forecast ratio	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt
Net PP&E	Net PP&E / revenue	71,52 %	45,39 %	27,76 %	0,30 %	5,46 %	30,08 %

Figur 28: Estimert eiendom og utstyr, tabell



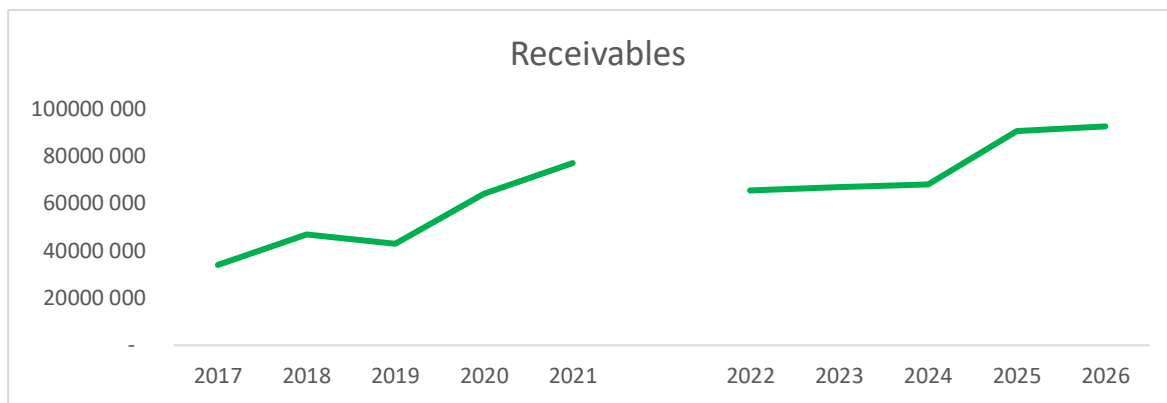
Figur 29: Estimert eiendom og utstyr, graf

Endring i fordringer (Receivables)

Item	Forecast ratio	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt
Account receivable	Account receivables / revenue	1,64 %	2,10 %	1,84 %	2,72 %	3,07 %	2,27 %

Endringer i fordringer vil i modellen ses i sammenheng med inntekt. Fordringer dividert på inntekter har holdt seg omtrent på samme nivå i perioden og har hatt et gjennomsnitt på 2,27%. Fordringer estimeres til 2,3% av inntekt for perioden 2022-2024, for så å øke med 0,7% til 3% av inntektene fra 2024-2026

Figur 30: Estimert kundefordringer, tabell



Figur 31: Estimert kundefordringer, graf

Endring operating cash

Når en skal estimere fremtidig verdi for operating cash kan man benytte seg av en tommelfinger regel på 2% av inntektene. Ofte antas det at et selskap har behov for rundt 2% av inntektene i kontanter for å drive virksomheten. (Koller & Wessels, 2020, s. 338)

Operating cash vil i denne modellen bli estimert til 2% av inntektene for hele perioden mellom 2022-2026.

	2022	2023	2024	2025	2026
Op. cash	60 346 M	65 108 M	70 247 M	75 737 M	81 658 M

Figur 32: Estimert kontanter

Endring inventar (inventory)

Item	Forecasting ratio	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt
Inventory / operating cost		0,00 %	18,15 %	17,66 %	19,59 %	18,70 %	14,82 %

Figur 33: Estimert inventar

Endring i inventar har i perioden 2017-2021 hatt en gjennomsnittlig verdi på 14,82% av driftskostnader. Dette vil bli lagt til grunn i estimeringen av posten *endring inventar*. Estimert verdi av Endring inventar er satt til 14% av driftskostnader i tidsrommet 2022-2024, og vil deretter ha en prosentvis økning på 2% og dermed bli estimert til 16% av driftskostnader i perioden 2024-2026.

Endring kortsiktig gjeld (Parabels)

Kortsiktig gjeld har i gjennomsnitt hatt en verdi tilsvarende 67,05% av driftskostnader i perioden 2017-2021. Det har vært noe variasjon i kortsiktig gjeld i denne perioden. Entrass kortsiktige gjeld var i 2017 306 MNO. I 2018 var kortsiktig gjeld 190 MNOK. Dette er en prosentvis endring på -61,05%, som er betydelig større enn den prosentvise endringen som var fra 2018 til 2019 hvor kortsiktig gjeld økte med 5%. På bakgrunn av dette vil estimert kortsiktig gjeld være 35% av driftskostnader i perioden 2022-2024, for deretter å øke til 37% av driftskostnader for perioden 2024-2026.

Driftskostnader

Fremtidig verdi av driftskostnader vil ses i sammenheng med estimert inntektsutvikling i perioden 2022-2026. Historisk har denne kostnaden i gjennomsnitt vært rundt 25% av inntekter, men på grunn av noe variasjon også i denne kostnaden vil estimert verdi for driftskostnader for perioden 2022-2024 være 15% av inntekter, for få å øke til et nivå på 17% av inntekter fra 2024 til 2026.

Item	Forecast ratio	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt
Driftskostnader	Driftskostnader/Inntekt	52,0 %	18,15 %	27,67 %	18,7%	11,2%	25,5 %

Figur 34: Driftskostnader/inntekt

Forecastingsmodell

	2022	2023	2024	2025	2026
<i>Leiepris pr kvm</i>	2 316	2 351	2 386	2 422	2 458
<i>Antall kvm</i>	1 199 320	1 205 151	1 211 010	1 216 898	1 222 815
<i>utleiegrad</i>	97 %	97 %	97 %	97 %	97 %
Rental income	2 777 900 685	2 833 277 941	2 889 759 138	2 947 366 284	3 006 121 825
other income	73 365 000	73 731 825	74 100 484	77 309 035	80 656 516
Operating income	2 851 265 685	2 907 009 766	2 963 859 622	3 024 675 319	3 086 778 341
Operating costs	535 700 000	589 270 000	648 197 000	713 016 700	784 318 370
Operational EBIT	2 242 200 685	2 244 007 941	2 241 562 138	2 234 349 584	2 221 803 455
COGS	535 700 000	589 270 000	648 197 000	713 016 700	784 318 370
SG&A	399 177 196	406 981 367	414 940 347	468 824 674	478 450 643
EBITDA	1 916 388 489	1 910 758 398	1 900 722 275	1 842 833 945	1 824 009 328
Depreciation	4 989 715	9 447 782	9 632 544	11 342 532	11 575 419
EBITA	1 911 398 774	1 901 310 617	1 891 089 731	1 831 491 412	1 812 433 909
Statutory tax rate	20,00 %	22,00 %	22,00 %	22,00 %	22,00 %
Operating taxes	382 279 755	380 262 123	416 039 741	402 928 111	398 735 460
NOPAT	1 529 119 019	1 521 048 493	1 475 049 990	1 428 563 302	1 413 698 449
NOPAT	1 529 119 019	1 521 048 493	1 475 049 990	1 428 563 302	1 413 698 449

Depreciation	4 989 715	9 447 782	9 632 544	11 342 532	11 575 419
Gross cash flow	1 534 108 734	1 530 496 275	1 484 682 534	1 439 905 834	1 425 273 868
Percent of revenue	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
Operating cash (at % Revenue)	57 025 314	58 140 195	59 277 192	60 493 506	61 735 567
Operating cash	57 025 314	58 140 195	59 277 192	60 493 506	61 735 567
Receivables	65 579 111	66 861 225	68 168 771	90 740 260	92 603 350
Inventory properties	513 227 823	523 261 758	533 494 732	544 441 557	555 620 101
Payables	455 345 000	412 489 000	453 737 900	499 111 690	549 022 859
Property plant and equipment	99 794 299	188 955 635	192 650 875	226 850 649	231 508 376
Starting operating cash	50 160 000	57 025 314	58 140 195	59 277 192	60 493 506
Ending operating cash	57 025 314	58 140 195	59 277 192	60 493 506	61 735 567
Decrease (increase) in operating cash	- 6 865 314	- 1 114 882	- 1 136 997	- 1 216 314	- 1 242 060
Starting inventory	469 000 000	513 227 823	523 261 758	533 494 732	544 441 557
Ending inventory	513 227 823	523 261 758	533 494 732	544 441 557	555 620 101
Decrease (increase) in inventory	- 44 227 823	- 10 033 935	- 10 232 974	- 10 946 825	- 11 178 544
Starting payables	465 000 000	455 345 000	412 489 000	453 737 900	499 111 690
Ending payables	455 345 000	412 489 000	453 737 900	499 111 690	549 022 859
Decrease (increase) in payables	9 655 000	42 856 000	- 41 248 900	- 45 373 790	- 49 911 169
Starting PP&E	137 000 000	99 794 299	188 955 635	192 650 875	226 850 649
Ending PP&E	99 794 299	188 955 635	192 650 875	226 850 649	231 508 376
Depreciation	4 989 715	9 447 782	9 632 544	11 342 532	11 575 419
Capital expenditures	32 215 986	- 98 609 118	- 13 327 784	- 45 542 306	- 16 233 145
Net investment	- 9 222 151	- 66 901 934	- 65 946 656	- 103 079 235	- 78 564 919
Free cash flow	1 524 886 583	1 463 594 341	1 418 735 878	1 336 826 599	1 346 708 949

Figur 35: Forecasting-modell

Figur 23 viser en fullstendig oppstilling av forecastingsmodellen. Den er bygget på de forutsetninger om videre drift som ble diskutert i avsnittet over, og har til hensikt å komme frem til Free cash flow som vil benyttes i estimering av aksjeprisen.

9. Value

NPV of FCF	10 022 780 295
Terminal value	50 716 294 357,82
FCFF+ TV	60 739 074 652,40
Discounted terminal value	43 388 521 345,21
Est EV	53 411 301 639,79
TV in % of EV	105,31 %
est. Market value of equity	26 832 301 639,79
Net interest-bearing debt	- 26 579 000 000
Numbers of share outstanding	182 132 055

Fair value per share	147,32
----------------------	--------

Figur 36: Aksjepris, DCF

For å estimere aksjepris ved bruk av DCF metoden har jeg som tidligere nevnt tatt forutsetninger basert på historisk utvikling og tanker om fremtidig vekst og bygget en forecastingmodell som har til hensikt å komme frem til en free cash flow. Det beregnes deretter NPV (net present value) av den frie kontantstrømmen som ligger på 10 002MNOK. I beregningen av terminalverdi har jeg benyttet det avkastningskravet (WACC) som ble beregnet tidligere i oppgaven som ble estimert til 3,98%. Terminalverdien er det man forventer at en investering er verdt i fremtiden, i slutten av en tidsperiode (Penman, 2013, s.130). Estimert egenkapitalverdi for Entra er et resultat av estimert selskapsverdi minus Entras rentebærende gjeld. Verdien av egenkapitalen ble estimert til 26 832 301 639. verdien av egenkapitalen blir så delt på antall aksjer som er 182 132 055, og estimert aksjepris for Entra er ved bruk av DCF metoden lik 147,32 kr.

	DCF metode	Multipel analyse
Verdi per aksje	147,32	175
Gjennomsnitt		
	161,05	

Figur 37: Aksjepris DCF & multipel analyse

10. Sensitivitetsanalyse

Med en sensitivitetsanalyse vil man se på hvordan verdien av selskapet endrer seg når man gjør modellendringer, og vil med det kunne si noe om hvor sensitiv verdien av selskapet er for alternative prognoser for fremtiden (Penman, 2013, s. 491).

I denne sensitivitetsanalysen vil jeg se på hvilken effekt endringer i en variabel har for verdien av selskapet. Jeg vil gjennom denne analysen vurdere hvilke faktorer som spiller signifikante roller for verdien av selskapet.

WACC

I kontantstrømanalysen som ble gjennomført tidligere i oppgaven ble estimert aksjepris 147,32 kr. I kontantstrømanalysen ble det benyttet et vektet avkastningskrav på 3,98%, og jeg vil i denne analysen se på i hvilken grad aksjeprisen er sensitiv for endringer i nettopp denne variabelen.

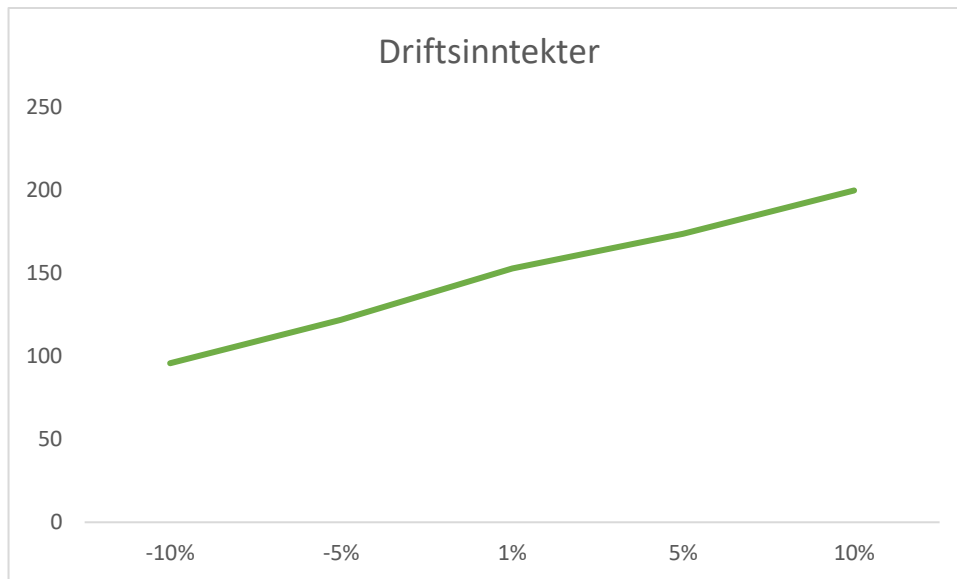
g/WACC	3,60 %	3,70 %	3,80 %	3,98 %	4,10 %	4,20 %
0,50 %	97,30	89,92	82,99	71,52	64,50	59,00
0,70 %	112,09	103,74	95,92	83,04	75,21	69,09
0,90 %	129,08	119,52	110,63	96,06	87,26	80,41
1,10 %	149,08	137,74	128,42	110,89	100,91	93,19
1,3 %	172,02	158,99	147,10	127,93	116,52	107,73
1,50 %	199,45	184,11	170,10	147,73	134,53	124,42

Figur 38: Sensitivitetsanalyse, WACC

Her vises en tabell som illustrerer de ulike aksjeprisene gitt ulike avkastningskrav og vekstrate. Vi ser at med et avkastningskrav på 4,20% og en vekstrate på 0,5% vil aksjeprisen ligge på bare 59 kr, som er den laveste aksjeprisen i denne analysen. Videre ser vi at med et avkastningskrav på 3,60% og en vekstrate på 1,50% er aksjeprisen lik 199,45 kr og er den høyeste aksjeprisen i denne analysen. Differansen i avkastningskravet for disse to aksjeprisene er 0,6%, og differansen i vekstrate mellom disse to er 1%. Likevel ser man en prosentvis differanse på 70% mellom disse to aksjeprisene. Med dette kan man si at aksjeprisen er svært sensitiv for endringer i avkastningskrav.

Driftsinntekter

Videre ønsket jeg å se på hvor sensitiv aksjeprisen er for endringer i driftsinntektene.



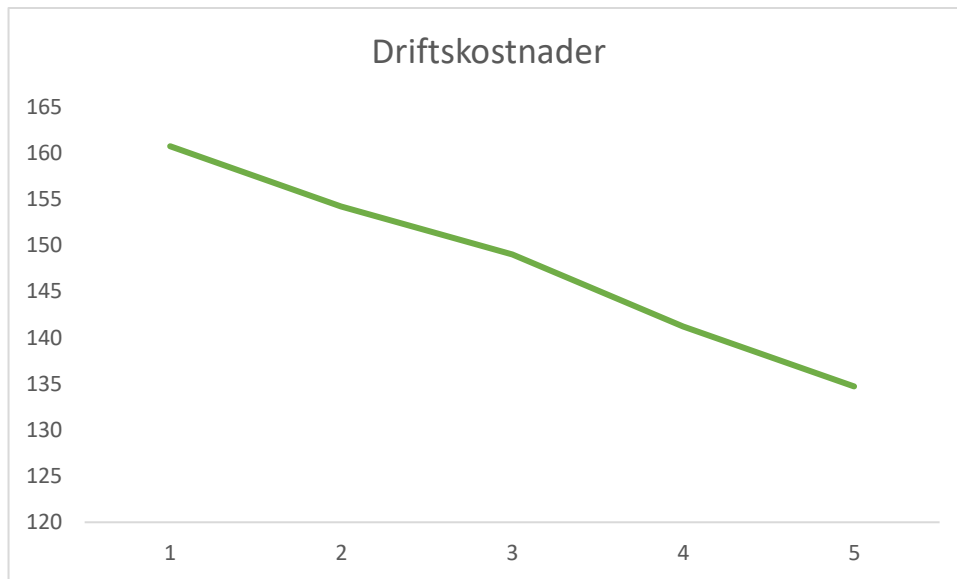
Figur 39: Sensitivitetsanalyse, driftsinntekt, graf

Vekst i inntekt %	-10 %	-5 %	1 %	5 %	10 %
Aksjepris	95,73	121,73	152,92	173,72	199,72

Figur 40: Sensitivitetsanalyse, driftsinntekt, tabell

I denne analysen ser jeg på hvilken effekt en endring i driftsinntektene i intervallet -10%-10% har for aksjeprisen, hvor alle andre variabler er holdt konstante. En ser at med en prosentvis nedgang på 10% i driftsinntektene vil aksjeprisen ligge på omtrent 96 kroner. Denne aksjeprisen avviker fra estimert aksjepris med 68%. Når inntektene endres fra -10% til 10% ser man at aksjeprisen mer enn doubler seg. Aksjeprisen går fra å være 95,73 til å bli 199,72 kr. Det konkluderes derfor med at aksjeprisen ser ut til å være relativt sensitiv for endringer i driftsinntekter.

Driftskostnader



Figur 41: Sensitivitetsanalyse, driftskostnad, graf

Driftskostnader	-10 %	-5 %	1 %	5 %	10 %
Aksjepris	160,74	154,23	149,03	141,22	134,72

Figur 42: Sensitivitetsanalyse, driftskostnad, tabell

I sensitivitetsanalysen for driftskostnader blir samme intervall som i driftsinntekter benyttet. Dette er med den hensikt at jeg ønsker å gjøre en sammenligning av hvor sensitiv aksjeprisen er for endringer driftsinntekter sett i forhold til hvor sensitiv aksjeprisen er for endringer i driftskostnader.

Med en 10% årlig nedgang i driftskostnader ser man at aksjeprisen ligger på 160,74 kr. Med en årlig økning på 10% ligger aksjeprisen på 134,72 kr. Differansen mellom disse er 19,13%.

I sensitivitetsanalysen av driftsinntektene så man at aksjeprisen mer enn doblet seg når driftsinntektene gikk fra å ha en årlig prosentvis nedgang på 10% og en årlig økning på 10%. for driftskostnadene ser man at med endringer på henholdsvis -10%-10% bare gir en endring i aksjepris på 19,13%. En kan med dette si at aksjeprisen er betydelig mer sensitiv for endringer i driftsinntekter enn den er for endringer i driftskostnader, og at aksjeprisen generelt sett er å anse som lite sensitiv for endringer i driftskostnadene.

11. Oppsummering og konklusjon

Jeg har i denne oppgaven gjort en verdsettelse av selskapet Entra ASA. Jeg kan av denne verdsettelsen fastslå at Entra er et vel etablert selskap, som er i en stabil vekstfase. Det fremkommer av den strategiske analysen at Entra har en stor eiendomsportefølje som forvaltes på et strategisk riktig vis i forhold til lokasjon, innovative løsninger, og et bærekraftig fokus som gjør at Entra er konkurransedyktig i markedet. Selskapets muligheter i fremtiden vil potensielt kunne være å ekspandere virksomheten gjennom å investere i utleieenheter som har andre formål enn kontorlokaler. Entra er ett ressurssterkt selskap, med en solid eiendomsportefølje og gode økonomiske resultater. Deres kompetanse innad i selskapet og deres samarbeid med andre parter er en verdifull ressurs som gjør det mulig for Entra å være miljøledende i markedet. Status som miljøledende er betydningsfullt, og kan bidra til at selskapet vil være en foretrukken tilbyder av kontorlokaler. Videre argumenteres det for at deres integrerte teknologiske og innovative løsninger i nybygg vil bidra til nettopp dette. Denne oppgaven viser at Entra står ovenfor noen eksterne trusler i markedet. På grunn av høye inngangsbarrierer vil ikke risikoen for at nyetablerte selskaper i Norge tar store markedsandeler på kort sikt være å regne som stor, men veletablerte selskaper i utlandet og innlands som har kapital til å gjøre store satsinger i markedet vil kunne være å regne som en trussel for Entras drift.

Jeg har estimert en aksjeverdi for Entra gjennom to ulike metoder. Aksjeprisen ble estimert ved bruk av DCF metoden, hvor jeg basert på historisk utvikling og tanker om fremtidig utvikling estimerte verdier for regnskaps og balanselinjer med den hensikt å komme frem til fri kontantstrøm. Kontantstrømmen ble diskontert med et vektet avkastningskrav på 3,98%. Verdien av egenkapitalen til Entra ble så beregnet, og var grunnlaget for beregningen av aksjepris. Jeg kom frem til en aksjepris på 147,73 kr med denne metoden. Pris per aksje ble så estimert gjennom bruk av en multipl analyse, hvor jeg basert på et bransjesnitt for ratioer som P/E, P/B, EV/EBITDA og EV/Sales beregnet sluttverdier. Aksjeprisen for Entra ble estimert ved å beregne et gjennomsnitt av de fire ulike sluttverdiene. Pris per aksje ble estimert til 175 kr. Jeg vil konkludere med en egenkapitalverdi på 26 832 MNOK, og en aksjepris på 161,95 kr, som er et gjennomsnitt av de to metodene jeg har benyttet.

Registrert aksjepris den 27.05.2022 var 146,20 kr (Euronext, u.å.). Differansen mellom registrert og estimert aksjepris er 15,75 kr som tilsvarer en differanse 9,73%.

Kilder

Bergen kommune, (u.å.) *Befolkningsutvikling de siste årene*
<https://www.bergen.kommune.no/omkommunen/fakta-om-bergen/befolkning/befolkningsutvikling-de-siste-arene>

Byggalliansen, (u.å.) *Klimakur for bygg og eiendom*
<https://byggalliansen.no/kunnskapsenter/publikasjoner/infopakkeklimatempen/#1610543721156-39143120-001d>

Eikon, (u.å.) <https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>

Entra, (u.å.) *about*. <https://entra.no/about>

Entra, (u.å.) *Investor relations*. <https://entra.no/investor-relations/article/aksjonaerer/41>

Entra, (u.å.) *Miljø*. <https://entra.no/about/article/miljo/14>

Euronext, (u.å.) <https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0010716418-XOSL/company-information>

Finansdepartementet (2022). *nasjonalbudsjettet*
<https://www.regjeringen.no/contentassets/57a14a2bcf0e4970a23d4199714d0001/no/pdfs/stm202120220001000dddpdfs.pdf>

Forskrift om tekniske krav til byggverk (2017)
https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2017-06-19-840#KAPITTEL_1

Hagen, S, M. (2020). *Ny rapport om digitalisering og innovasjon i byggebransjen*
<https://www.cw.no/bim-bygg-og-anlegg-cramo/ny-rapport-om-digitalisering-og-innovasjon-i-byggebransjen/442752>

ITBaktuellet, (2021). *Fokus på Entras strategi og prosjekter – innovasjon og smartbygg – hvordan lykkes*
<https://www.itbaktuellet.no/2021/04/13/fokus-pa-entras-strategi-og-prosjekter-hvorfor-innovasjon-og-smartbygg-er-vanskelig-hvordan-lykkes/> .

Keilman, T., (2020). *Bygger bedre kunnskap for en mer bærekraftig byggebransje*
<https://www.forskningsradet.no/sok-om-finansiering/hvem-kan-soke-om-finansiering/naringsliv/prosjekter-naringslivet/bygger-bedre-kunnskap-for-en-mer-barekraftig-byggebransje/>

Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven) (1998).
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56>

Norgesbank, (u.å.) *Endringer i styringsrenten*.
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>

Oslo kommune, (u.å.) *Folkemengde og endringer*
<https://www.oslo.kommune.no/statistikk/befolkning/folkemengde-og-endringer/#gref>

PWC, Norske Finansanalytikeres Forening, (2021). *Risikopremien i det norske markedet*
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>

Regjeringen, (2022). *Skattesatser*
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatte-og-avgifter/skattesatser-2022/id2873852/>

Rønne, S (2019). <https://ne.no/2019/03/29/dette-vil-du-se-i-kontormarkedet-i-ar/>

Tableau Public (2017). *Stavanger-statistikken*
https://public.tableau.com/app/profile/stavanger.statistikken/viz/Befolkning_0/Folkemengde-og-likende-endringer

Trondheim kommune, (u.å.) *Befolkningsstatistikk*
<https://www.trondheim.kommune.no/aktuelt/om-kommunen/statistikk/befolkningsstatistikk/#folkemengde>

Zakamulin, D. (2020). *Enterprise value og EV/EBITDA*
<https://www.nordnet.no/blogg/enterprise-value-og-ev-ebitda/>

Årsrapporter

Entra ASA (2016). *Annual report 2016*.
<https://entra.no/storage/uploads/reports/109/entra-annual-report-2016-no-web.pdf>

Entra ASA (2017). *Annual report 2017*.
<https://entra.no/storage/uploads/reports/117/entra-arsrapport-2017-no-web-ny.pdf>

Entra ASA (2018). *Annual report 2018*.
<https://entra.no/storage/uploads/reports/123/entra-annual-report-2018-final.pdf>

Entra ASA (2019). *Annual report 2019*.
<https://entra.no/storage/uploads/reports/130/entra-annual-report-2019-eng-web-ny.pdf>

Entra ASA (2020). *Annual report 2020*.
<https://entra.no/storage/uploads/reports/139/annual-report-2020.pdf>

Entra ASA (2021). *Annual report 2021*.

<https://entra.no/storage/uploads/reports/155/entra-annual-report-2021-web.pdf>

Bøker

Hoff, K. G., Bragelien, I., Holving, P. A., Strøm, Ø. (2021). *Strategisk økonomistyring*. Universitetsforlaget.

Johnson, G., Scholes, K. & Whittington, R. (2008). *Exploring Corporate Strategy*. Prentice Hall.

Kaldestad, Y., Møller, B. (2011). *Verdivurdering – Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Revisorforeningen.no

Kaldestad, Y., Møller, B. (2016). *Verdivurdering – Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Fagbokforlaget

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley Sons Inc.

Penman S. H., (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 5 utg, Mc Graw Hill

Tellefsen, J. T., (1992). *Årsregnskapet*. Universitetsforlaget