

# **VERDSETTELSE AV OLAV THON EIENDOMSSELSKAP ASA**

ÅSA HORNNES & BIRGIT NOMELAND

*Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet innestår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.*

Universitetet i Agder, mai 2010  
Fakultet for økonomi og samfunnsvitenskap  
Institutt for økonomi

---

---

## Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som avsluttende del av det femårige masterprogrammet i økonomi- og administrasjon ved Universitetet i Agder våren 2010. Oppgaven er skrevet innenfor fordypningen økonomisk- og finansiell styring.

Det var kurset ”Financial Statement Analysis og Equity Valuation” (BE-414) høsten 2009 som gav oss inspirasjon til å skrive en verdsettelsesoppgave. Ved valg av selskap var vi opptatt av å finne et børsnotert norsk selskap som vi begge ønsket å skrive om. På bakgrunn av dette ble valget til slutt Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Hovedgrunnene til dette var at konsernet var veletablert med en lang historie og opererer innenfor en interessant bransje.

Å skrive en verdsettelsesoppgave har vært svært arbeidskrevende, og bydd på en rekke utfordringer. Til tross for dette har oppgaven vært faglig lærerik og ikke minst spennende.

Til slutt vil vi takke veileder Leif Atle Beisland for gode råd og tilbakemeldinger gjennom hele arbeidsprosessen.

Kristiansand, mai 2010

Åsa Hornnes

Birgit Nomeland

## Sammendrag

Oppgaven blir innledet med en beskrivelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA, samt en teoridel om bransjen konsernet opererer innenfor. Deretter følger en metodedel hvor vi gir en beskrivelse av ulike verdsettelsesmetoder, og drøfter hvilke av disse som er mest egnet for vårt selskap. Vi kom frem til at det vil være mest hensiktsmessig å legge til grunn en fundamental verdsettelsesmetode.

Videre foretar vi en strategisk analyse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA for å kartlegge konsernets konkurranseforhold og strategiske posisjon. Vi valgte å skille ut en egen del om makroøkonomiske forhold i den eksterne analysen. Dette gjorde vi for å få et best mulig grunnlag for å utføre budsjetteringen senere i oppgaven. Etter den strategiske analysen foretar vi en regnskapsmessig analyse av konsernet. I denne delen reformuleres egenkapitaloppstillingen, balansen, resultatregnskapet og kontantstrømmen til selskapet ved å skille de driftsrelaterte- og finansielle aktivitetene. Til slutt normaliserer vi det reformulerte resultatregnskapet ved å skille ut unormale poster som ikke kan budsjetteres for fremtiden. Neste del av oppgaven omfatter en finansiell analyse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA og de nærmeste konkurrentene. I denne analysen utfører vi en likviditets- og soliditetsanalyse av selskapet for å avdekke den kortsiktige og langsiktige risikoen. Før vi kunne utarbeide Olav Thon Eiendomsselskap ASA sitt fremtidsregnskap måtte vi beregne avkastningskravet til selskapets totalkapital. For å komme frem til selskapets verdidrivere må vi ta en rekke forutsetninger om konsernets fremtidige vekst. Forutsetningene tar utgangspunkt i den strategiske og regnskapsmessige analysen vi utarbeidet tidligere i oppgaven. Etter å ha drøftet de ulike fundamentale verdsettelsesmodellene valgte vi å legge til grunn den driftsrelaterte superprofittmodellen i verdsettelsen.

Vi kom frem til et verdiestimat per aksje på 846 NOK. På grunn av at forutsetningen bak dette verdiestimatet er svært usikre og subjektive utfører vi en sensitivitets- og scenarioanalyse. Analysene avdekket som ventet at estimatet er svært usikkert, men forventningsverdien på 852 NOK fra scenarioanalysen underbygget vårt anslag. Til slutt utfører vi en supplerende verdsettelsesmetode ved å beregne multiplikatorer fra selskapene i vår bransjeavgrensning. Den relative verdsettelsen gav oss et verdiestimat på 831 NOK per aksje.

## Innholdsfortegnelse

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Forord</b> .....  | <b>2</b>  |
| <b>Sammenheng</b> .....  | <b>3</b>  |
| <b>Innholdsfortegnelse</b> .....                                     | <b>4</b>  |
| <b>Figurliste</b> .....  | <b>7</b>  |
| <b>Tabelliste</b> .....  | <b>8</b>  |
| <b>Innledning</b> .....  | <b>9</b>  |
| <b>1. Olav Thon Eiendomsselskap ASA</b> .....                        | <b>10</b> |
| 1.1 Generelt.....  | 10        |
| 1.2 Ledelse og menneskelige ressurser.....                           | 11        |
| 1.3 Organisering og hovedaksjonærer.....                             | 11        |
| 1.4 Eiendomsporteføljen.....   | 12        |
| 1.5 Risikofaktorer.....  | 12        |
| <b>2. Eiendomsbransjen</b> .....                                     | <b>13</b> |
| 2.1 Generelt.....  | 13        |
| 2.2 Hvordan investere i eiendom.....                                 | 14        |
| 2.3 Hvorfor investere i eiendom.....                                 | 15        |
| 2.3.1 Risikojustert avkastning.....                                  | 15        |
| 2.3.2 Diversifiseringsevne.....                                      | 16        |
| 2.3.3 Inflasjonssikring.....   | 17        |
| 2.3.4 Eiendom som en del av markedsporteføljen.....                  | 17        |
| 2.3.5 Direkteavkastning.....   | 18        |
| 2.3.6 Negative sider ved eiendomsinvesteringer.....                  | 18        |
| 2.4 Oslo Børs Eiendomsindeks (OSE4040).....                          | 18        |
| 2.4.1 Generelt om OSE4040.....                                       | 19        |
| <b>3. Verdsettelsesmetoder og valg av verdsettelsesteknikk</b> ..... | <b>21</b> |
| 3.1 Verdsettelsesmetoder.....  | 21        |
| 3.1.1 Fundamental verdsettelse.....                                  | 21        |
| 3.1.2 Relativ verdsettelse.....                                      | 21        |
| 3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....                                | 22        |
| 3.1.4 Eiendelsbasert verdsettelse.....                               | 22        |
| 3.2 Valg av verdsettelsesteknikk.....                                | 23        |
| 3.2.1 Karakteristikker ved eiendelene og selskapet.....              | 23        |
| 3.2.2 Karakteristikker ved investoren.....                           | 24        |
| 3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse.....                      | 25        |
| <b>4. Strategisk analyse</b> .....                                   | <b>27</b> |
| 4.1 Ekstern analyse.....   | 27        |
| 4.1.1 Porters fem konkurransekrefter.....                            | 27        |
| 4.2 Makroøkonomiske forhold.....                                     | 33        |
| 4.2.1 Den norske økonomien.....                                      | 33        |
| 4.2.2 Fremtidsutsikter.....  | 34        |
| 4.3 Intern analyse.....  | 36        |
| 4.3.1 VRIO analyse.....  | 37        |

---

|   |           |
|---|-----------|
| 4.4 SWOT - analyse .....                                      | 42        |
| <b>5. Regnskapsanalyse.....</b>                               | <b>43</b> |
| 5.1 Reformulering av egenkapitalen .....                      | 43        |
| 5.2 Avkastning på egenkapitalen og vekst i egenkapitalen..... | 45        |
| 5.3 Reformulering av balansen.....                            | 46        |
| 5.4 Reformulering av resultatregnskapet .....                 | 48        |
| 5.5 Sammenligning.....  | 50        |
| 5.5.1 Trendanalyse .....                                      | 50        |
| 5.6 Reformulering av kontantstrømmen.....                     | 53        |
| 5.7 Lønnsomhetsanalyse .....                                  | 54        |
| 5.7.1 Analyse av lønnsomheten til OLT .....                   | 56        |
| 5.7.2 Analyse av lønnsomheten til FBU .....                   | 58        |
| 5.7.3 Lønnsomhetsanalyse av NPRO .....                        | 59        |
| 5.7.4 Sammenligning.....                                      | 60        |
| 5.8 Vekstanalyse.....   | 61        |
| 5.8.1 Vekst gjennom lønnsomhet .....                          | 62        |
| 5.8.2 Vekst i egenkapitalen .....                             | 64        |
| <b>6. Finansiell analyse.....</b>                             | <b>66</b> |
| 6.1 Kortsiktig risiko - likviditetsanalyse .....              | 66        |
| 6.1.1 Likviditetsanalyse av OLT .....                         | 67        |
| 6.1.2 Likviditetsanalyse av FBU og NPRO .....                 | 68        |
| 6.2 Langsiktig risiko - soliditetsanalyse .....               | 69        |
| 6.2.1 Soliditetsanalyse av OLT .....                          | 70        |
| 6.2.2 Soliditetsanalyse av FBU og NPRO.....                   | 71        |
| <b>7. Avkastningskrav .....</b>                               | <b>73</b> |
| 7.1 Avkastningskrav til egenkapitalen .....                   | 73        |
| 7.1.1 Risikofri rente.....                                    | 74        |
| 7.1.2 Markedets risikopremie.....                             | 74        |
| 7.1.3 Betaverdien.....  | 74        |
| 7.2 Avkastningskravet til gjelden .....                       | 75        |
| 7.3 Avkastningskravet til totalkapitalen .....                | 75        |
| <b>8. Regnskapet i tider med økonomisk uro.....</b>           | <b>77</b> |
| <b>9. Verdsettelsen.....</b>                                  | <b>79</b> |
| 9.1 Fundamentale verdsettelsesmodeller.....                   | 79        |
| 9.1.1 Dividendemodellen .....                                 | 79        |
| 9.1.2 Fri kontantstrømmodellen .....                          | 80        |
| 9.1.3 Den driftsrelaterte superprofittmodellen .....          | 81        |
| 9.2 Budsjettperioden.....                                     | 83        |
| 9.2.1 Det normale resultatregnskapet .....                    | 84        |
| 9.2.2 Netto driftsrelaterte eiendeler .....                   | 87        |
| 9.3. Vekst etter budsjettperioden .....                       | 88        |
| 9.4 Fremtidsregnskapet .....                                  | 89        |

---

|  |            |
|--|------------|
| <b>10. Usikkerhet i verdiestimatet .....</b> | <b>90</b>  |
| 10.1 Sensitivitetsanalyse .....              | 90         |
| 10.2 Scenarioanalyse .....                   | 91         |
| <b>11. Relativ verdsettelse.....</b>         | <b>94</b>  |
| <b>12. Svakheter ved oppgaven .....</b>      | <b>97</b>  |
| 12.1 Generelt .....                          | 97         |
| 12.2 Denne oppgaven .....                    | 97         |
| <b>13. Oppsummering og konklusjon .....</b>  | <b>99</b>  |
| 13.1 Oppsummering .....                      | 99         |
| 13.2 Konklusjon/Handlingsstrategi .....      | 100        |
| <b>Referanseliste .....</b>                  | <b>101</b> |
| <b>Vedlegg .....</b>                         | <b>106</b> |

## Figurliste

|  |    |
|--|----|
| <b>Figur 1:</b> Konsernstruktur per 1. mars 2010 .....                                 | 10 |
| <b>Figur 2:</b> Utviklingen til OSEBX og OSE4040 i forhold til OLT 2005-2009.....      | 20 |
| <b>Figur 3:</b> Den fundamentale verdsettelsesprosessen.....                           | 26 |
| <b>Figur 4:</b> Porters fem konkurransekrefter. ....                                   | 28 |
| <b>Figur 5:</b> Styringsrenten .....   | 35 |
| <b>Figur 6:</b> KPI anslag fra Norges Bank .....                                       | 35 |
| <b>Figur 7:</b> VRIO rammeverket .....   | 38 |
| <b>Figur 8:</b> Oppsummering VRIO – analyse .....                                      | 41 |
| <b>Figur 9:</b> SWOT – analyse.....  | 42 |
| <b>Figur 10:</b> Lønnsomhetsanalyse .....  | 54 |
| <b>Figur 11:</b> Volumendring i BNP .....  | 88 |
| <b>Figur 12:</b> Fordeling over verdiestimatet etter simulering. ....                  | 91 |
| <b>Figur 13:</b> Budsjett- og verdidrivernes bidrag til varians i verdiestimatet. .... | 92 |



## Tabelliste

|  |    |
|--|----|
| <b>Tabell 1:</b> De fem største aksjonærene per 31.12.2009 .....                     | 11 |
| <b>Tabell 2:</b> Historisk avkastning 1988-2006 .....                                | 15 |
| <b>Tabell 3:</b> Korrelasjon 1988-2006 .....   | 17 |
| <b>Tabell 4:</b> OSE4040 Oslo Børs eiendomsindeks .....                              | 19 |
| <b>Tabell 5:</b> Arbeidsledigheten, AKU.....   | 34 |
| <b>Tabell 6:</b> Lønnsveksten. ....  | 34 |
| <b>Tabell 7:</b> Reformulert egenkapitaloppstilling.....                             | 44 |
| <b>Tabell 8:</b> Avkastning på egenkapitalen for OLT.....                            | 45 |
| <b>Tabell 9:</b> Egenkapitalens vekstrate for OLT. ....                              | 46 |
| <b>Tabell 10:</b> Reformulert balanse for OLT.....                                   | 47 |
| <b>Tabell 11:</b> Reformulert resultatregnskap for OLT. ....                         | 49 |
| <b>Tabell 12:</b> Trendanalyse av den reformulerte balansen til OLT.....             | 51 |
| <b>Tabell 13:</b> Trendanalyse av resultatregnskapet til OLT. ....                   | 52 |
| <b>Tabell 14:</b> Reformulering av kontantstrømoppstillingen til OLT. ....           | 53 |
| <b>Tabell 15:</b> Analyse av lønnsomheten til OLT på førstenivå. ....                | 56 |
| <b>Tabell 16:</b> Analyse av lønnsomheten til OLT på andrenivå.....                  | 57 |
| <b>Tabell 17:</b> Analyse av lønnsomheten til FBU. ....                              | 58 |
| <b>Tabell 18:</b> Analyse av lønnsomheten til NPRO. ....                             | 59 |
| <b>Tabell 19:</b> Identifisering av normale og unormale driftsrelaterte poster. .... | 61 |
| <b>Tabell 20:</b> Vekst i lønnsomhet.....  | 63 |
| <b>Tabell 21:</b> Vekst i egenkapitalen til OLT. ....                                | 65 |
| <b>Tabell 22:</b> Likviditetsgrader for OLT.....                                     | 67 |
| <b>Tabell 23:</b> Likviditetsgrader for FBU og NPRO. ....                            | 68 |
| <b>Tabell 24:</b> Egenkapitalprosent for OLT. ....                                   | 70 |
| <b>Tabell 25:</b> Rentedekningsgrad for OLT.....                                     | 70 |
| <b>Tabell 26:</b> Egenkapitalprosent FBU og NPRO. ....                               | 71 |
| <b>Tabell 27:</b> Rentedekningsgrad til FBU og NPRO. ....                            | 71 |
| <b>Tabell 28:</b> Forventet inflasjon. ....  | 83 |
| <b>Tabell 29:</b> DI 2005-2009 for OLT.....  | 84 |
| <b>Tabell 30:</b> DI fra kjøpesentrene til OLT.....                                  | 85 |
| <b>Tabell 31:</b> Forventet DI fra kjøpesentrene til OLT. ....                       | 85 |
| <b>Tabell 32:</b> DI fra kontorene til OLT. ....                                     | 86 |
| <b>Tabell 33:</b> Forventet DI fra kontorlokalene til OLT.....                       | 86 |
| <b>Tabell 34:</b> Investeringsseidommer OLT. ....                                    | 87 |
| <b>Tabell 35:</b> Forventet vekst i investeringsseidommene til OLT. ....             | 88 |
| <b>Tabell 36:</b> Fremtidsregnskapet til OLT. ....                                   | 89 |
| <b>Tabell 37:</b> Sensitivitetsanalyse. ....   | 90 |
| <b>Tabell 38:</b> P/B og P/S for OSE4040.....  | 95 |

## **Innledning**

### **Begrunnelse for valg av oppgave**

Vi har valgt å utføre en verdsettelse av Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Hovedgrunnen til at vi valgte å skrive en verdsettelsesoppgave var fordi vi syntes at dette var et interessant tema. Vi ønsket å skrive en oppgave som vi også kunne få nytte av i fremtidig jobbsammenheng. En verdsettelsesoppgave dekker svært mange fagområder innenfor økonomi. Det er derfor svært sannsynlig at vi får bruk for det vi har lært i løpet av arbeidet med oppgaven.

Vi valgte Olav Thon Eiendomsselskap ASA fordi vi ønsket å skrive om et selskap og en bransje som ikke var skrevet så mye om før i en masteroppgave. Blant de børsnoterte selskapene er det få eiendomsselskaper. Det er i løpet av de siste årene blitt børsnotert flere eiendomsselskaper på Oslo Børs. Valget av selskap ble til slutt Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

### **Målsetning**

Hovedmålet med denne oppgaven er å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA per 31.12.2009. Ut fra dette verdiestimatet vil vi enten anbefale eksisterende eller potensielle nye investorer om de skal kjøpe, selge eller holde aksjen.

### **Avgrensning**

Utredningen er skrevet fra et investorperspektiv, og er basert på offentlig informasjon hovedsakelig gjennom kvartals- og årsrapporter.

## 1. Olav Thon Eiendomsselskap ASA

Olav Thon Gruppen er en samlebetegnelse for alle virksomheter og selskaper hvor Olav Thon er majoritetseier (Olav Thon Eiendomsselskap ASA årsrapport, 2009). Gruppen driver med omfattende næringsvirksomhet innen fast eiendom, hotell- og restaurantvirksomhet, varehandel og industri. I 1982 valgte Olav Thon Gruppen å skille ut store deler av eiendomsporteføljen. Eiendommene dannet det nye selskapet Olav Thon Eiendomsselskap AS som skulle ha sitt virksomhetsområde i Norge. Allerede ett år etter stiftelsen ble selskapet lagt ut på Oslo Børs.

### 1.1 Generelt

Konsernet har siden stiftelsen oppnådd stor vekst ved å være et solid og konkurransedyktig selskap. Årlige leieinntekter har økt fra 27 MNOK i 1983 til 1 740 MNOK i 2009 (Olav Thon Eiendomsselskap ASA årsrapport, 2009). Virksomheten til Olav Thon Eiendomsselskap ASA omfatter å kjøpe, utvikle og forvalte fast eiendom. I tillegg investerer konsernet i andre selskaper med lignende virksomhet i det norske markedet. Konsernet hevder at det har en sterk finansiell stilling, høy kvalitet på eiendomsporteføljen og medarbeidere med høy kompetanse. Selskapets overordnede mål er å oppnå best mulig utvikling i egenkapital per aksje. Over tid skal aksjonærene oppnå en avkastning som er konkurransedyktig i forhold til sammenlignbare investeringsalternativer. Hovedstrategien til konsernet er å erverve, utvikle og eie eiendommer med sentral beliggenhet. Et viktig element i den finansielle strategien til Olav Thon Eiendomsselskap ASA er målsettingen om å opprettholde en solid finansiell posisjon, kjennetegnet ved en høy egenkapitalandel og betydelig likviditetsreserver.



**Figur 1:** Konsernstruktur per 1. mars 2010 (Olav Thon Eiendomsselskap ASA årsrapport, 2009).

## 1.2 Ledelse og menneskelige ressurser

Styret i Olav Thon Eiendomsselskap ASA består av fem medlemmer (Olav Thon Eiendomsselskap ASA, 2010). Styreleder i konsernet er Olav Thon. De øvrige styremedlemmene er Stig O. Jacobsen, Kristian Leer-Salvesen, Signe Moland og Kristin Normann. Administrerende direktør i konsernet er Dag Tangevald-Jensen. Tangevald-Jensen har siden 1990 vært ansatt i ulike ledende stillinger i Olav Thon Gruppen før han i 2000 ble administrerende direktør. Konsernet har ingen egen administrasjon som følge av driftsavtalen med søsterselskapet Thon Holding AS. Driftsavtalen sikrer at Olav Thon Eiendomsselskap ASA benytter seg av ressursene Olav Thon Gruppen besitter. Thon Holding AS står for det administrative arbeidet for hele Olav Thon Gruppen. Olav Thon Eiendomsselskap ASA har ved inngangen til 2010 et samlet årsverk på 271.

## 1.3 Organisering og hovedaksjonærer

Olav Thon Eiendomsselskap ASA er i dag organisert som et allment aksjeselskap. Vedtektene i konsernet angir at aksjene er fritt omsettelig og kan handles på Oslo Børs. Utestående aksjer per 31.12.2009 var 10 644 532 aksjer.

| Aksjonærer            | Eierandel |
|-----------------------|-----------|
| Thon Gruppen AS       | 71,50 %   |
| Folketrygdfondet      | 9,50 %    |
| MP pensjon            | 1,90 %    |
| Otto Olsen Eiendom AS | 1,90 %    |
| Skagen Vekst          | 1,70 %    |
| Øvrige eiere          | 13,50 %   |

**Tabell 1:** De fem største aksjonærene per 31.12.2009 (Olav Thon Eiendomsselskap ASA årsrapport, 2009).

Aksjekursen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA har i perioden 1.1.2005 til 31.12.2009 steget med 90 prosent. Dette er høyere enn hovedindeksen på Oslo Børs som i samme periode steg med 55 prosent. Ved utgangen av 2009 var kursen på 770 NOK per aksje.

### 1.4 Eiendomsporteføljen

Ved inngangen til 2010 har Olav Thon Eiendomsselskap ASA en eiendomsportefølje bestående av 110 eiendommer i eie og forvaltning (Olav Thon Eiendomsselskap ASA årsrapport, 2009). Blant selskapets 63 kjøpesentre er fire av dem blant Norges åtte største. Konsernet hadde en bokført verdi på sine eiendeler på 26 162 MNOK ved utgangen av 2009. Investerings eiendommene utgjorde 24 389 MNOK av denne summen. Olav Thon Eiendomsselskap ASA har en balansert forfallsstruktur på sine leiekontrakter. Den gjennomsnittlige restløpetiden på kontraktene er på omkring fire år. Ledighetsraten til konsernet var i 2009 på cirka fire prosent.

Konsernet har en eiendomsportefølje bestående av eiendomssegmentene kjøpesentre og nærings eiendom. Målt etter leienivå kommer 78 prosent av porteføljens leieinntekter fra kjøpesentrene, og 22 prosent fra nærings eiendom i Oslo regionen. Kjøpesentrene har en kundeportefølje bestående av internasjonale og nasjonale kjeder innenfor detaljhandel. Av nærings eiendomssegmentet til konsernet utgjør kontorlokaler den største andelen. Geografisk fordeler eiendomsporteføljen seg på Osloregionen (49 %), øvrige storbyregioner (20 %) og øvrige byregioner (31 %) målt etter leieinntektene.

### 1.5 Risikofaktorer

I årsrapporten (2009) gjør Olav Thon Eiendomsselskap ASA rede for at de står ovenfor tre hovedtyper av risiko. De tre hovedtypene er markedsmessig-, finansiell- og operasjonell risiko. Konsernet har sitt virksomhetsområde i Norge, og som følge av dette er Olav Thon Eiendomsselskap ASA knyttet til utviklingen i det norske eiendoms markedet. I tillegg til den markedsmessige risikoen er også konsernet utsatt for finansiell risiko. Denne risikoen deler konsernet opp i likviditets-, rente- og kredittrisiko. Den operasjonelle risikoen er knyttet til risikoen konsernet har for at medarbeidere og systemer for forvaltningen av virksomheten ikke skal fungere som planlagt. De ulike risikofaktorene kommer vi tilbake til senere i løpet oppgaven.

I den videre fremstillingen av Olav Thon Eiendomsselskap ASA benyttes forkortelsen OLT.

## 2. Eiendomsbransjen

Eiendom er et bredt begrep og omfatter alt fra privatbolig, hytte, hotell, kontor, logistikk og detalj (Thomson, 2007). Når vi diskuterer eiendom og eiendomsbransjen i denne oppgaven gjelder dette næringsseiendom. Det private eiendomsmarkedet blir holdt utenfor. Det finnes lite informasjon tilgjengelig om det norske næringsseiendomsmarkedet. Denne delen av oppgaven er derfor hovedsakelig basert på artikler.

### 2.1 Generelt

Eiendomsbransjen er svært kapitalintensiv, har høye transaksjonskostnader og preges av langsiktige kontrakter (Dahl & Boye, 1997). Investeringsbeslutningen blir dermed svært sentral, og den bør derfor bygges på høy kompetanse og grundige vurderinger. Over tid vil eiendomsverdien endres som følge av balansen mellom tilbud og etterspørsel i markedet. Eiendomsverdien er også avhengig av det økonomiske aktivitetsnivået i samfunnet. Ved investering i eiendom mottar man noe fysisk, og av denne grunn omtales eiendom som et realaktivum. Eiendomsverdien vil derfor i det lange løp følge endringene i pengeverdien (Dahl & Boye, 1997). I perioden 2000 til 2008 ble det gjennomført en tidsseriestudie for avkastning på norsk næringsseiendom (Tollefsen, 2009). Det kom frem at 70 prosent av verdiskapningen kom fra de løpende leieinntektene, mens de resterende 30 prosentene kom fra verdistigning på eiendommene. I en kapitalintensiv bransje er det viktig å ha en god finansiell strategi. For at selskapet skal ha finansiell handlefrihet kreves det god likviditet og soliditet.

Investering i eiendom kan i hovedsak deles inn i utvikling av eiendom og eiendomsbesittelse (Thomson, 2007). En eiendomsutvikler kjøper en uregulert tomt og utvikler den til eiendommen er utleid eller solgt. Eiendomsutvikleren ønsker å øke leiegrunnlaget for å øke verdien på eiendommene sine. Kostnadene ved foredlingen må da ikke overstige gevinstene verdiøkningen medfører. Verdiskapningen kan skje gjennom blant annet et nybyggings- eller et ombyggingsprosjekt (Dahl & Boye, 1997). En eiendomsbesitter kjøper en ferdigutviklet eiendom for utleie og eventuelt videresalg. Eiendomsbesitteren ønsker å oppnå høyest mulig

leieinntekter samtidig som drifts- og finanskostnadene er på et lavest mulig nivå. I tillegg er det en viktig målsetning å opprettholde realverdien på eiendomsporteføljen (Dahl & Boye, 1997). Det kreves både evne og kunnskap for å vurdere inntekspotensialet til nye og eksisterende eiendommer. Inntekspotensialet må vurderes i forhold til markedsverdien for å avgjøre om en skal kjøpe, beholde eller selge eiendom. Eiendom bør kjøpes når prisene er generelt lave i forhold til lengre svingninger i markedet og selges når prisene er forholdsvis høye. Eiendomsutviklere og eiendomsbesittere har ulik risikoprofil, forventet avkastning og valg av finansiell strategi (Thomson, 2007). Eiendomsutviklere tar på seg en større risiko enn eiendomsbesittere siden de tar del i hele utviklingen fra byggestart til salg. Dermed har også eiendomsutviklere høyere forventet avkastning som er avhengig av tilstandene i økonomien. I en høykonjunktur lønner det seg å drive med utvikling av eiendom fremfor å drive med eiendomsbesittelse, men snur økonomien kan dette føre til at eiendomsutviklere går konkurs.

I eiendomsbransjen blir begrepet yield ofte omtalt. Dette forholdstallet beregnes ved å dividere første års netto leieinntekt på eiendommens kjøpesum eller verdi (Tollefsen, 2009). Yelden på en eiendom viser direkteavkastningen på grunnlag av dens verdi og risiko (Gundersen, 2009). Nominelt avkastningskrav fremkommer ved å legge til konsumprisindeksen. Ved å bruke yield i en verdsettelsessammenheng kan investoren raskt komme frem til et verdiestimat. Estimert verdi av eiendommen fremkommer ved å dividere netto leieinntekt på forventet yield. Et anslag på forventet yield baseres blant annet på rentenivå, opplevd risiko og forventet leievekst (Hansen & Løken, 2007). Yelden er normalt lavere på eiendommer i sentrale strøk enn ellers. Dette er fordi det forventes høyere leievekst i sentrale strøk som følge av fremtidig arealbeskrankning, og at markedet er mer likvid slik at risikoen vurderes til å være lavere (Hansen & Løken, 2007). Bruk av yield ved verdsettelsesformål er en relativt enkel og rask metode, men det bør foretas grundigere vurdering for å komme frem til et avkastningskrav for det enkelte selskapet (Gundersen, 2009).

### 2.2 Hvordan investere i eiendom

Investering i eiendom kan klassifiseres som direkte eller indirekte (Flåøyen, 2007). Direkte investeringer foregår uten mellomledd hvor investor kjøper opp eiendom for utleie eller

videresalg. Denne type investering krever høy kapital, profesjonell forvaltning og det omhandler store enhetsstørrelser. Investoren har da selv ansvaret for drift og vedlikehold. Investeringer i eiendomsmarkedet kan også gjøres indirekte enten ved å kjøpe andeler av et selskap eller instrument som gir eksponering mot eiendomsmarkedet. De senere årene har det stadig kommet flere tilbud av slike investeringsmuligheter. Konsekvensen er at eiendomsmarkedet har blitt mer likvid og transparent. Direkte investeringer omfatter unoterte produkter og omhandler egenkapitalinvesteringer. Indirekte investeringer kan både omfatte noterte og unoterte produkter, og kan omhandle både egenkapital- og gjeldsinvesteringer. Målet med indirekte investeringer er at de skal bevare de gunstige egenskapene som forbindes med direkte investeringer. Flåøyen (2007) klassifiserer indirekte investeringer som syndikater, fond, aksjer, derivater og ”Commercial Mortgage-Backed Securities”.

Oppgaven vår bygger på et eksternt investorperspektiv hvor vi skal vurdere om det bør foretas en indirekte investering i OLT. Det vil da være hensiktsmessig å se på hvorfor en bør investere i eiendom.

### 2.3 Hvorfor investere i eiendom

Ifølge Flåøyen (2007) og Kampli (2004) er det fem hovedgrunner til at næringseiendom er attraktiv som investeringsklasse å inkludere i en portefølje. Disse er god risikojustert avkastning, diversifiseringsevne i forhold til andre aktivaklasser, sikring mot uventet inflasjon eller deflasjon, komponent i en markedsnøytral portefølje og for å generere kontantstrøm til porteføljen.

#### 2.3.1 Risikojustert avkastning

|                           | Avkastning | Standardavvik | Sharpe-kvotient |
|---------------------------|------------|---------------|-----------------|
| Eiendom i Norge (ubelånt) | 10,70 %    | 6,80 %        | 0,52            |
| Obligasjoner i Norge      | 8,10 %     | 4,50 %        | 0,22            |
| Obligasjoner utland       | 7,10 %     | 5,00 %        | -0,01           |
| Aksjer i Norge            | 13,90 %    | 26,80 %       | 0,25            |
| Aksjer utland             | 9,20 %     | 16,60 %       | 0,12            |

**Tabell 2:** Historisk avkastning 1988-2006 (Flåøyen, 2007, s.2).



Tabellen viser at eiendom historisk sett har hatt avkastning og risiko som ligger mellom aksjer og obligasjoner (Flåøyen, 2007). Dette resultatet gir mening siden eiendomsinvesteringer har en avkastning med både et aksjeelement og et obligasjonselement. En eiendom har et obligasjonselement når eiendommen har en lang leiekontrakt. Da kan netto leieinntekter sammenlignes med kupongen på en obligasjon. Eiendom har et aksjeelement når eiendommen er uten leietakere eller en ser på kortere leiekontrakter. Da vil prisingen av eiendommen være en funksjon av tilbud og etterspørsel etter areal i markedet, og dette er sammenlignbart med prisingen i aksjemarkedet. Historisk sett har det vært lave svingninger i eiendomsavkastningen. Grunnen er at avkastningen til eiendom stort sett kommer fra den løpende direkteavkastningen. Denne avkastningen er stabil som følge av at bare en liten del av eiendomsporteføljen hvert år blir utsatt for markedsleien. En eiendomsportefølge består som regel av eiendommer med kontrakter på fem til ti år.

I tabellen ser vi også sharpe-kvotienten for eiendom de siste 19 årene. Sharpe-kvotienten beregnes ved å ta avkastningen og trekke fra risikofri rente for så å dele på standardavviket. En høyere sharpe-kvotient vil si at en får høyere betalt for å påta seg risiko enn ved lavere sharpe-kvotient. Eiendom kommer best ut i forhold til de andre aktivaklassene i tabellen. Årsaken er at eiendomsinvestorer har fått en risikopremie som har kompensert for at eiendom har vært underinvestert, illikvid og mindre effisient i forhold til andre aktivaklasser.

Resultatene i tabellen har overvurdert avkastningen og undervurdert risikoen til eiendom. Hovedgrunnene til dette er for det første at eiendom har betraktelig større kostnader relatert til transaksjoner og administrasjon i forhold til aksjer og obligasjoner. For det andre er verdivurdering av eiendom basert på subjektive vurderinger som kan dempe effekten av verdistigninger.

### 2.3.2 Diversifiseringsevne

Ved vurdering av investeringsalternativer må det også tas hensyn til om risikoen kan diversifiseres bort i en portefølje. En investor ønsker stabil og forutsigbar avkastning (Kampli, 2004). Dette kan oppnås ved plasseringen har lav eller negativ samvariasjon med andre investeringsklasser.

|                           | Eiendom i Norge | Obligasjoner i Norge | Obligasjoner utland | Aksjer i Norge | Aksjer utland |
|---------------------------|-----------------|----------------------|---------------------|----------------|---------------|
| Eiendom i Norge (ubelånt) | 1,00            |                      |                     |                |               |
| Obligasjoner i Norge      | -0,65           | 1,00                 |                     |                |               |
| Obligasjoner utland       | -0,20           | 0,62                 | 1,00                |                |               |
| Aksjer i Norge            | 0,15            | 0,20                 | -0,18               | 1,00           |               |
| Aksjer utland             | 0,22            | 0,15                 | 0,07                | 0,72           | 1,00          |

**Tabell 3:** Korrelasjon 1988-2006 (Flåøyen, 2007, s.3).

Tabell tre viser at eiendom i Norge historisk sett har hatt en negativ korrelasjon til obligasjoner og en lav korrelasjon til aksjer. Forklaringen til den negative korrelasjonen mellom obligasjoner og norsk eiendom er knyttet til faktorer ved oppgangs- og nedgangstider (Flåøyen, 2007). I oppgangskonjunkturer er avkastningen i eiendomsmarkedet høy, mens obligasjonsavkastningen blir lavere som følge av tilstramming i pengepolitikken og høyere rente. I nedgangstider blir avkastningen for eiendomsmarkedet lavere som følge av vanskeligere utleiemarked, mens obligasjonsavkastningen blir høyere som følge av lavere rente. I tabellen er korrelasjonen mellom aksjer og obligasjoner er lav. Diskonteringen i aksjemarkedet baseres på forventninger, fremtidig utvikling og fremtidig inntjening. Eiendomsmarkedet reagerer senere og svakere enn aksjemarkedet som følge av at eiendom er en realinvestering. En investor kan redusere risikoen i en portefølje av aksjer og obligasjoner ved å inkludere eiendom uten at avkastningen reduseres.

### 2.3.3 Inflasjonssikring

Normalt justeres leieinntektene til eiendom for inflasjon i henhold til konsumprisindeksen, og eiendommens leieinntekter øker ved inflasjon (Flåøyen, 2007). Konsekvensen av dette er at eiendom er mer avhengig av realrente enn nominalrente. Denne konklusjonen holder så lenge vi ser på en eiendom med lang gjenværende løpetid og solide leietakere. I en portefølje med gjennomsnittlig løpetid på fem til ti år vil kun ti til tjue prosent bli eksponert for tilbuds og etterspørselssituasjonen i markedet.

### 2.3.4 Eiendom som en del av markedsporteføljen

I det globale investeringsuniverset står eiendom for 14 prosent (Flåøyen, 2007). Kapitalverdimodellen er den modellen som blir mest bruk ved vurdering av sammenhengen mellom forventet avkastning og risiko. Den optimale investeringsporteføljen er ifølge denne modellen sammensatt av en risikofri plassering og markedsporteføljen. I denne markedsporteføljen inkluderes alle tilgjengelige investeringsinstrumenter vektet med deres

markedsverdi. Eiendom utgjør en betydelig del av det globale investeringsuniverset og bør derfor inkluderes i markedsporteføljen.

### 2.3.5 Direkteavkastning

Leieinntektene til eiendom står for størstedelen av avkastningen (Flåøyen, 2007). Eiendom gir dermed stabil og løpende kontantstrøm for en investor. Direkteavkastningen forandres etter hvordan utviklingen i leieinntekten er og hvilket avkastningskrav investoren krever. I tillegg er direkteavkastningen til eiendomsinvesteringer avhengig av handlingsstrategien som velges.

### 2.3.6 Negative sider ved eiendomsinvesteringer

Eiendom er mindre likvid og omsettelig enn aksjer og obligasjoner (Flåøyen, 2007). Årsaken er at investeringer og realisasjon innenfor eiendom ofte tar flere måneder. Verdssettelse av eiendom er ofte avhengig av subjektive vurderinger som følge av at eiendommer er heterogene. Transaksjonskostnadene for eiendom er også betydelige. Eksempler på slike kostnader er meglerhonorarer, avgifter og juridisk bistand. Aktiv forvaltning er nødvendig ved investering i eiendom, fordi den sikrer videre drift og verdiskapning. Forvaltning av eiendom utgjør en betydelig kostnad for investoren. En annen negativ side ved eiendomsinvesteringer er at det kreves en stor portefølje for å kunne utnytte diversifiseringsevnen. Dette har kun de aller største investorene mulighet til.

## 2.4 Oslo Børs Eiendomsindeks (OSE4040)

OLT foretar direkte investeringer gjennom eiendomsutvikling og eiendomsbesittelse. Det er mange aktører som opererer innenfor utleie av kjøpesenterlokaler og kontorlokaler i Norge, men ikke i samme skala som OLT. Lite tilgjengelig informasjon om bransjen for næringseiendom gjør det vanskelig å avgrense OLT sine konkurrenter. Det har vist seg at den årlige avkastningen på eiendomsaksjer er mer avhengig av utviklingen i aksjemarkedet enn i selve eiendomsmarkedet (Flåøyen, 2007). Konsekvensen er at aksjer til tider handles til priser som er forskjellig fra de underliggende eiendomsverdiene. Eiendomsaksjene er også mer volatile enn de underliggende eiendomsverdiene. Årsaken er at markedsforventninger slår tidligere inn på prisene til eiendomsaksjene enn på selve eiendomsprisen. I tillegg finnes det faktorer som påvirker prisingen av eiendomsaksjene som er knyttet til aksjemarkedet, men

som ikke er knyttet direkte til eiendomsmarkedet. Det vil dermed være mest sammenlignbart å velge en bransje hvor selskapene er børsnoterte. Vi har derfor valgt å avgrense bransjen til Oslo Børs sin eiendomsindeks (OSE4040). Denne indeksen består de største og mest omsatte eiendomsselskapene på Oslo Børs. Oslo Børs eiendomsindeks består av følgende børsnoterte eiendomsselskaper.

| OSE4040                        | Markedsverdi (MNOK) |
|--------------------------------|---------------------|
| Borgestad ASA                  | 390,25              |
| Faktor Eiendom ASA             | 433,95              |
| Northern Logistic Property ASA | 802,96              |
| Norwegian Property ASA         | 6 073,83            |
| Olav Thon Eiendomsselskap ASA  | 8 249,51            |
| Fornebu Utvikling ASA          | 1 294,82            |

**Tabell 4:** OSE4040 Oslo Børs eiendomsindeks (Oslo Børs, 2010).

### 2.4.1 Generelt om OSE4040

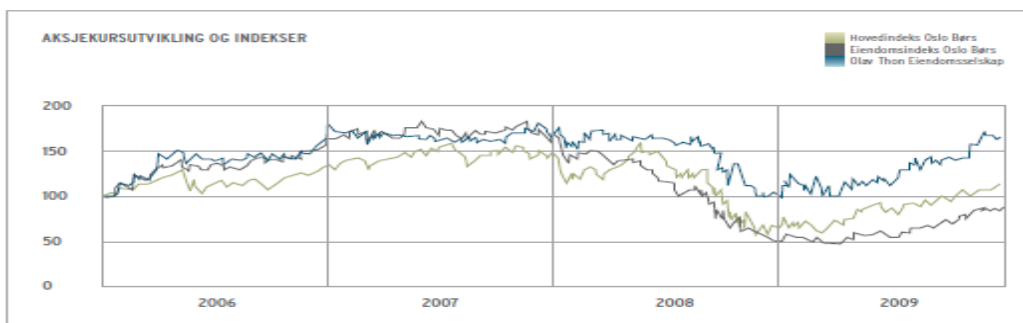
Borgestad ASA ble stiftet i 1904 og notert på Oslo Børs i 1917 (Borgestad ASA, 2010). Selskapet er et investeringsselskap med hovedfokus på finansforvaltning, eiendom og shipping. Borgestad ASA etablerte i 2006 Borgestad Properties AS for å ivareta sine eiendomsaktiviteter. Borgestad Properties AS fokuserer på kjøp, utvikling, utleie og salg av attraktive eiendomsprosjekter i inn- og utland. Eiendomsporteføljen til selskapet består av en rekke eiendommer i Norge og utlandet. I Norge leier de ut kontorlokaler i Borgestad Næringspark og Bridge Eiendom. Konsernet leier også ut boliger på Borgestadholmen, og eier en andel av Skagerrak Arena. I utlandet har Borgestad Properties AS konsentrert seg om et kjøpesenterprosjekt og en mindre eiendom i Polen. Konsernet har også enkelte næringsseiendommer i Tyskland.

Faktor Eiendom ASA er et eiendoms- og utviklingsselskap som ble startet i 1999 (Faktor Eiendom ASA, 2010). Selskapet ble børsnotert to år senere. Deres forretningsidé var å kjøpe eiendommer egnet for bolig og fritidsbolig for å videreutvikle dem og deretter legge dem ut for salg. Faktor Eiendom ASA har primært fokus på prosjekter i Norge, Sverige og i de senere årene også på Kanariøyene. Konsernet har de siste årene involvert seg i utvikling og drift av hotell og resortanlegg. Konsernet har satset på ferdigstilte bygningsdeler fra fabrikk for en rask og kostnadssparende levering.

Northern Logistic Property ASA er et logistikeiendomsselskap med virksomhet i Norden (Northern Logistic Property ASA, 2010). Selskapet ble etablert i 2006 og har siden 2007 vært notert på Oslo Børs. Porteføljen til Northern Logistic Property ASA består av 24 logistikeiendommer lokalisert i større byer i Sverige og Danmark. Forretningskonseptet er å investere, drifte og utvikle logistikk og lagereiendom.

Norwegian Property AS ble etablert våren 2006 og høsten samme året ble selskapet notert på Oslo Børs (Norwegian Property ASA, 2010). Virksomhetsområdene til Norwegian Property ASA er hotelleiendom og forretningseiendom. Hotelleiendommene er organisert i det heleide datterselskapet Norgani Hotel og består av 74 hotelleiendommer i Norden. Forretningseiendommene er organisert i morselskapet. Kontorporteføljen består av 48 næringsseiendommer lokalisert i Oslo og Stavanger. Konsernet satser på eiendommer med god beliggenhet og langsiktige kontrakter med store og solide aktører.

Fornebu Utvikling ASA ble startet i 2007 ved at selskapet kjøpte et utviklingsprosjekt på Fornebu utenfor Oslo (Fornebu Utvikling ASA, 2010). Selskapet ble notert på Oslo Børs allerede høsten 2007. Konsernet har fokus på skandinaviske utviklingsprosjekter samt investeringer i eiendommer med høyt avkastningspotensial. Konsernets hovedvirksomhet er å utvikle og selge bolig- og næringsseiendommer. Fornebu Utvikling ASA har for tiden utviklingsprosjekter på Fornebu utenfor Oslo, Stavanger og Odense i Danmark.



**Figur 2:** Utviklingen til OSEBX og OSE4040 i forhold til OLT 2005-2009 (OLT årsrapport, 2009).

## 3. Verdsettelsesmetoder og valg av verdsettelsesteknikk

Innenfor verdsettelse er det flere ulike metoder å velge mellom. Ifølge Damodaran (2002) finnes det fire hovedmetoder for å verdsette et selskap. Disse er fundamental-, relativ-, opsjonsbasert- og eiendelsbasert verdsettelse. Målet med metodene er å komme frem til en verdi på egenkapitalen til foretaket. De ulike metodene er ikke gjensidig utelukkende, men supplerende til hverandre.

### 3.1 Verdsettelsesmetoder

#### 3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse innebærer å verdivurdere et foretak basert på en analyse av bedriftens strategi og regnskap (Penman, 2010). Analysen danner grunnlaget for å prognostisere et fremtidsregnskap. For å komme frem til verdiestimatet neddiskonteres fremtidsregnskapet for tidsverdien av pengene og risikoen. Fundamental verdsettelse baserer seg på offentlig informasjon. Hovedsakelig er det to ulike metoder for å komme frem til et verdiestimat på et selskap innenfor fundamental verdsettelse, og flere ulike modeller innenfor metodene (Palepu, 2007). De to metodene er egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Egenkapitalmetoden finner verdien til selskapet direkte, mens selskapsmetoden finner verdien til selskapet og trekker fra gjelden for å komme frem til egenkapitalen. Teoretisk sett skal begge fremgangsmåtene generere samme verdi. Fundamental verdsettelse innebærer en grundig vurdering av foretaket, og kommer deretter frem til en konklusjon om den underliggende verdien. En fundamental analyse medfører en del kostnader som følge av at metoden forlanger at investoren vurderer en stor mengde informasjon.

#### 3.1.2 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse går ut på å sammenligne nøkkeltall og størrelser med andre sammenlignbare selskaper eller eiendeler. Dette gjøres for å finne verdien på selskapet man ønsker å verdsette (Damodaran, 2002). Denne verdsettelsen kan gjennomføres på to måter enten som en tverrsnittssammenligning eller tidsseriesammenligning. Ved en tverrsnittssammenligning sammenlignes aktuelle forholdstall med tilsvarende forholdstall til andre selskaper i bransjen. En tidsseriesammenligning sammenligner forholdstallet til

selskapet med tidligere forholdstall for å komme frem til verdien på selskapet. Relativ verdsettelse antar at markedet er korrekt i måten det gjennomsnittlig priser aksjer på, men at det lager feil i prisingen av individuelle aksjer. Ved å sammenligne forholdstall antar metodene at en kan identifisere feil, og at disse blir korrigert over tid (Penman, 2010). Forholdstall er enkle, lette å relatere seg til, benytter minimal informasjon og er billige. De blir ofte brukt til å oppnå raske estimater for verdien til et selskap eller en eiendel. Metoden er spesielt nyttig når en skal sammenligne et stort antall bedrifter. Det som begrenser bruken av forholdstall er at de lett kan misbrukes og manipuleres når sammenlignbare selskaper blir brukt.

#### 3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Ved opsjonsbasert verdsettelse tas det hensyn til at ledelsesmessig fleksibilitet i et selskap representerer en verdi (Koller, Copeland, Wessels & Goedthart, 2005). Ledere kan forandre planer og strategier i selskapet som følge av endringer i det økonomiske miljøet. Den driftsrelaterte- og strategiske fleksibiliteten kan deles opp i fire kategorier. Disse er alternativet ledelsen har til å utsette en investering, å forlate eller selge et prosjekt, reinvestere eller forlate investeringer og til å justere produksjonen. Denne inndelingen er ikke uttømmende, men skal gi hjelp til å identifisere fleksibiliteten. De to metodene som kan brukes for å komme frem verdien på den ledelsesmessige fleksibiliteten er enten en beslutningstreanalyse eller en realopsjonsverdsettelse. Beslutningstreanalysen kommer frem til verdien ved å diskontere de fremtidige betingede kontantstrømmene med kapitalkostnaden. I opsjonspringsmodeller brukes det en replikerende portefølje for å utarbeide verdien av prosjektet. Ved opsjonsbasert verdsettelse legges verdien av fleksibiliteten til den fundamentale verdsettelsen (Damodaran, 2002). Det er mer aktuelt å bruke opsjonsbasert verdsettelse for individuelle selskaper og prosjekter, siden det da er lettere å identifisere, analysere og komme frem til en verdi (Koller et al., 2005).

#### 3.1.4 Eiendelsbasert verdsettelse

Eiendelsbasert verdsettelse innebærer å komme frem til selskapets verdi ved å summere verdien til hver enkelt eiendel og trekke fra gjelden (Penman, 2010). Et selskaps gjeld, kontanter og fordringer er som oftest registrert ganske nær markedsverdien i finansregnskapet. Et selskap kan bruke to metoder for å komme frem til verdien på selskapets eiendeler (Damodaran, 2005). Den første metoden kommer frem til verdien på eiendelene ved

å finne likvidasjonsverdien. Denne verdien tilsvarer prisen markedet er villige til å betale for eiendelene dersom selskapet opphørte i dag. Den andre metoden kommer frem til verdien ved å finne erstatningsverdien til eiendelene på nåværende tidspunkt. I tillegg til at eiendelsbasert verdsettelse identifiserer nåværende markedsverdier for eiendeler og gjeld identifiseres også utelatte eiendeler i regnskapet som for eksempel immaterielle eiendeler (Penman, 2010). Det er en rekke problemer knyttet til denne verdsettelsesmetoden. Et av problemene er at markedsverdien til enkelte eiendeler ikke alltid er like tilgjengelige. Markedsverdien representerer ikke alltid den verdien eiendelen har for selskapet. Summen av de enkelte eiendelenes markedsverdi blir ikke nødvendigvis lik verdien til eiendelene totalt.

## 3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Ved valg av verdsettelsesteknikk må en komme fram til en akseptabel metode som oppveier for kostnadene ved å bruke den. I tillegg må det tas hensyn til hvilken informasjon og data en har om virksomheten før det kan avgjøres hvilken modell som er mest hensiktsmessig. Hvilken metode eller metoder som skal brukes avhenger av ulike faktorer relatert til både selskapet og investoren (Damodaran, 2002).

### 3.2.1 Karakteristikk ved eiendelene og selskapet

De selskapsrelaterte faktorene er knyttet til om selskapets eiendeler er salgbare, og om selskapet genererer kontantstrøm (Damodaran, 2002). I tillegg spiller det inn i hvilken grad selskapets virksomhetsområde er unikt sammenlignet med andre. Dersom et selskap har eiendeler som er delbare og salgbare er det mulig å utføre en eiendelsbasert verdsettelse. Denne verdsettelsen kan gi avvik fra den virkelige verdien dersom et selskap har høy vekst. Ut fra evne til å generere kontantstrøm kan selskapene grupperes inn i tre grupper. Den første gruppen består av eiendeler eller foretak som enten genererer kontantstrøm nå eller forventes å gjøre det i fremtiden. De aller fleste offentlig handlede selskapene kommer innenfor denne gruppen. Slike selskaper skal vurderes ved hjelp av fundamental verdsettelse. Den andre gruppen omfatter selskaper som ikke genererer kontantstrøm nå, men kommer muligens til å gjøre det i fremtiden. Legemiddelpatenter, lovende teknologi og uutviklet eiendom er eksempler på eiendeler og foretak som har slike kontantstrømmer. Disse eiendelene eller foretakene bør bruke en opsjonsbasert verdsettelse. Den tredje gruppen omfatter de eiendelene



og foretak som ikke forventes å generere kontantstrøm. Eksempler på slike eiendeler er kunst og samleobjekter. Disse kan bare bli verdsatt ved å bruke relative metoder. Et selskaps- og en eiendels unikhet har også påvirkning på valg av verdsettelsesmetode. Dersom det finnes et stort antall av lignende eiendeler og selskaper taler dette for at relativ verdsettelse bør brukes

#### 3.2.2 Karakteristikker ved investoren

Ved valg av verdsettelsesmetode må det også tas hensyn til en rekke investorrelaterte faktorer (Damodaran, 2002). Faktorene er tidshorisont, verdsettelsesårsak og antakelse om markedet. Fundamental verdsettelse bør velges når investoren betrakter selskaper med lang tidshorisont, og når selskapet ikke kan verdsettes basert på markedet. I tillegg antas det at markedsprisen avviker fra virkelig verdi, men at den korrigerer seg selv over tid. Relativ verdsettelse bør brukes når investoren har kortere tidshorisont, markedet kan brukes for å verdsette og at investoren antar at markedet gjennomsnittelig har rett. Eiendeler eller individuelle selskaper kan være mispriset selv om det gjennomsnittelige er rett priset. Opsjonsbasert verdsettelse bør velges når investoren har kortere tidshorisont, og når markedet ikke kan brukes for å verdsette. I tillegg benyttes metoden når investoren mener at markedene ikke er effektive i å vurdere fleksibiliteten til et foretak. Felles for alle disse metodene er at de antar at markedet til slutt vil gjenkjenne feilene og korrigere dem.

OLT er et konsern som driver med utleie av næringseiendom og kjøpesenterlokaler. Denne utleievirksomheten genererer kontantstrøm nå ved å motta leieinntekter. Konsernet har en stor eiendomsportefølje og selger sjelden eiendommer. Dermed antar vi at OLT kommer til å generere kontantstrømmer også i fremtiden. I denne oppgaven ønsker vi å studere konsernet over en lang tidshorisont, og undersøke om virkelig verdi avviker fra markedsverdien. Ut fra dette mener vi det er mest hensiktsmessig å utføre en fundamental verdsettelse av OLT. Det er flere ulike modeller innenfor fundamental verdsettelse. Penman (2010) deler disse opp i dividende-, fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Disse modellene kommer vi tilbake til senere i oppgaven hvor det gjør rede for fundamentale verdsettelsesmodeller som er aktuelle i OLT sitt tilfelle. I denne oppgaven velger vi å utføre en fundamental verdsettelse. Siden verdsettelsesmetodene er supplerende og ikke gjensidig utelukkende til hverandre ønsker vi å supplere med en relativ verdsettelse. Dersom det skulle vise seg at verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelse avviker betydelig fra

markedsverdien supplerer vi istedenfor med en opsjonsbasert verdsettelse. Det opsjonsbaserte verdiestimatet legges da til det fundamentale verdiestimatet.

### 3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en prosess som består av fem steg (Palepu, Healy & Bernard, 2000; Penman, 2010).

#### 1. Strategisk analyse

Det første steget innebærer å analysere bedriftens bransje og dens strategi til å skape et vedvarende konkurransefortrinn. Formålet med strategisk analyse er å identifisere viktige profitt drivere og bedriftens risiko. På bakgrunn av den strategiske analysen kan investoren i større grad ta pålitelige antakelser om selskapets fremtid.

#### 2. Regnskapsanalyse

I dette steget analyseres selskapet regnskapstall og andre utenforliggende regnskapstall. Dette er nødvendig for å skille ut informasjon som er nødvendig for å verdsette. Regnskapsanalysen øker troverdigheten til konklusjonene fra den strategiske analysen.

#### 3. Budsjettering

Målet med budsjetteringen er å komme frem til et fremtidsregnskap basert på den strategiske og regnskapsmessige analysen.

#### 4. Verdsettelse

Driften til et selskap lønner seg som regel over mange år, og en ønsker å verdsette et selskap på grunnlag av et fremtidsestimert. Til slutt i analysen blir fremtidsbudsjettet neddiskontert for tidsverdien og risikoen.

#### 5. Handlingsstrategi

I det siste steget avgjør investoren om han eller hun skal handle eller ikke. Investoren bør handle dersom den estimerte verdien er høyere enn aksjeprisen, og selge dersom den er lavere.

---

Med utgangspunkt i rammeverket for fundamental verdsettelse vil det i oppgaven utføres en strategisk analyse, regnskapsanalyse, budsjettering, verdsettelse og en handlingsstrategi for OLT.



**Figur 3:** Den fundamentale verdsettelsesprosessen (Penman, 2010, s.85).

### 4. Strategisk analyse

Den strategiske analysen gir oss kvalitativ innsikt i bedriftens underliggende økonomiske forhold. Analysen hjelper oss å kartlegge konkurransekraftene i markedet, profitt drivere og risikofaktorer slik at vi kan foreta en vurdering av bedriftens strategiske posisjon. Bedriften kan oppnå en strategisk posisjon ved å utnytte markedsforholdene og egne ressurser (Palepu et al., 2000). Selskapet kan da generere superprofitt ved å ha høyere egenkapitalrentabilitet (ekr) enn avkastningskravet (ekk). En strategisk analyse gir også indikasjon på om selskapets ytelse vil vedvare. Dette er nødvendig for å kunne utarbeide et realistisk fremtidsregnskap senere i oppgaven.

I den strategiske analysen kartlegger vi OLT sin strategiske posisjon for å kunne se nærmere på hvordan de har oppnådd den posisjonen de har i dag. I tillegg vil vi kartlegge hvilke utfordringer konsernet står ovenfor i fremtiden. Vi velger å ta utgangspunkt i en SWOT – analyse hvor vi vil foreta en ekstern- og intern analyse (Hill & Jones, 2004). SWOT – analysen identifiserer bedriftens strategiske styrker (**Strenghts**) og svakheter (**Weaknesses**), og hvilke muligheter (**Oppportunities**) og trusler (**Threats**) det eksterne miljøet medfører. I den videre fremstillingen velger vi å konsentrere oss om OLT sine to satsingsområder som er kjøpesenterlokaler og kontorlokaler.

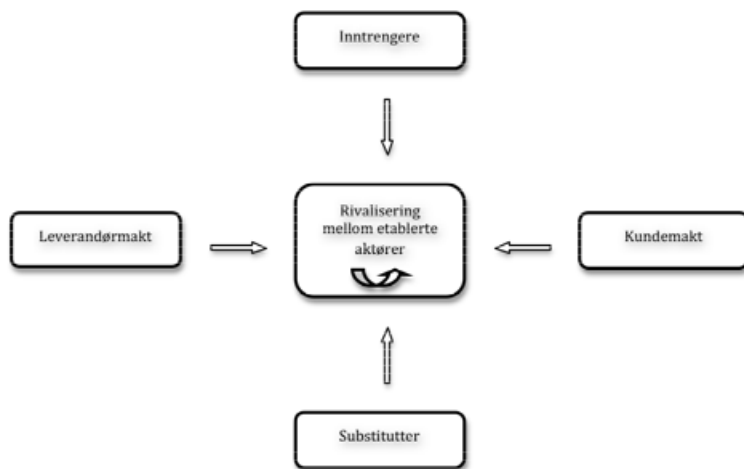
#### 4.1 Ekstern analyse

Hensikten med den eksterne analysen er å få en grundig forståelse for hvilke aktører i markedet bedriften må forholde seg til. Selskapet ønsker å dempe konkurransen og forhandlingsmakten til andre aktører i bransjen, slik at det oppnår størst mulig markedsandel. Bransjestrukturen er avgjørende for bedriftenes konkurranseforhold og hvilken strategi den enkelte bedrift bør velge. For å kunne foreta en analyse av bransjen innad velger vi å ta utgangspunkt i Porters modell om de fem konkurransekraftene (Hill & Jones, 2004).

##### 4.1.1 Porters fem konkurransekrefter

Porter (1998) definerer fem hovedkrefter i sin konkurransemodell. Disse former konkurransen innenfor bransjen og kategoriseres som trusselen fra nyetableringer, rivalisering mellom

etablerte aktører, trusselen fra substitutter, leverandørens forhandlingsmakt og kundenes forhandlingsmakt.



**Figur 4:** Porters fem konkurransekrefter (Porter, 1998, s.4).

Ifølge Porter (1998) er det vanskeligere for etablerte bedrifter å generere høyere profitt det sterkere hver av disse konkurransekraftene er. Innenfor konkurransemodellen kan en aktør med sterk konkurransekraft bli ansett som en trussel siden den bedriftens profittpotensial reduseres. Samtidig som en aktør med svak konkurransekraft kan bli ansett som en mulighet til å øke profittpotensialet til bedriften. Det er dermed viktig at selskapet tilpasser sin strategi etter konkurranseforholdene, slik at de kan oppnå en sterk posisjon i markedet. Konkurransekraftene vil ofte skifte i løpet av bedriftens levetid.

#### **Trusselen fra nyetableringer**

Nyetableringer er bedrifter som enten nylig har kommet inn i bransjen eller som ønsker å gjøre innpass i nærmeste fremtid (Hill & Jones, 2004). Ved nyetableringer vil konkurransen i bransjen øke, siden eksisterende bedrifter da må dele sin profitt. Trusselen for nyetableringer kan vurderes ut fra etableringskostnadene. Dersom disse er høye er trusselen for nyetableringer lav. I motsatt tilfelle hvor etableringskostnadene er lave vil trusselen for nyetableringer være høy. Nivået på etableringskostnadene er avhengig av om det eksisterer inngangsbarrierer, og hvor strenge disse er. Dersom det ikke eksisterer inngangsbarrierer vil bedrifter fortsette å gjøre innpass i bransjen helt til profitten blir lik null. En mulig trussel for

bransjen er muligheten for at det kan komme nye konkurrenter som kan få betydelig innflytelse. I den videre fremstillingen går vi inn på eventuelle inngangsbarrierer.

OLT er en del av Olav Thon Gruppen, og forbindes med personen Olav Thon. Olav Thon har siden midten av 1950 tallet drevet med næringseiendom. Han er kjent for å investere i eiendommer med sentral beliggenhet og at han sjelden selger eiendom. Det å forbindes med ”merkenavnet” Olav Thon kan for OLT medføre at eventuelle investorer, lånegivere, leietakere og samfunnet for øvrig har en større tiltro til konsernet. Nye selskaper kan oppfatte denne tilliten til OLT som en betydelig inngangsbarriere.

Selskapet har ingen egen administrasjon, men en driftsavtale med Thon Holding AS. Slik utnytter selskapet fordelene ved å være en del av Olav Thon Gruppen. Konsernet har opparbeidet seg svært mye erfaring innenfor eiendom som kan være kostbart for nye aktører å etterligne. Andre kostnadsfordeler som selskapet eventuelt kan ha i forhold til nyetableringer er at selskapet kan oppnå lavere lånerente som følge av tilhørigheten til Olav Thon Gruppen. OLT kan som følge av de overnevnte grunnene ha absolutte kostnadsfordeler i forhold til nyetablerte selskaper.

Eiendomsbransjen kjennetegnes av at den er svært kapitalintensiv, og valg av finansiell strategi har derfor stor betydning. På grunn av den nåværende nedgangskonjunkturen er risikoviljen til bankene redusert (Akershus Eiendom, 2009). Dette har ført til at finansieringen av næringseiendom har blitt vanskeligere og mer kostbar. Trusselen for at nye aktører skal komme inn på markedet er derfor redusert. I de aller fleste tilfellene er det eksisterende aktører som ønsker å ekspandere innenfor bransjen.

#### **Rivalisering mellom etablerte aktører**

Selskaper som allerede er etablert i en bransje vil stadig prøve å ta markedsandeler fra hverandre. For å redusere denne konkurranseintensiteten er bedriftene nødt til å skaffe seg et særpreg slik at de skiller seg ut i mengden (Hill & Jones, 2004). Økt konkurranse fører til at prisene blir presset ned samtidig som kostnadene blir høyere i markedet. Konsekvensene er at det blir vanskeligere for hver enkelt bedrift å oppnå høy profitt.

Det er til sammen seks eiendomsselskaper som er registrert på OSE4040 som utgjør bransjen i denne oppgaven. Disse eiendomsselskapene driver med forskjellige direkte investeringer innenfor eiendom både med hensyn på type eiendom og geografiske plassering. OLT driver hovedsakelig med utleie av kjøpesenterlokaler og næringslokaler i Norge. Ingen av de andre eiendomsselskapene på OSE4040 driver med utleie av kjøpesenterlokaler i Norge. Borgestad ASA har derimot et kjøpesenterprosjekt i Polen. På grunnlag av dette er ingen av aktørene i bransjen direkte konkurrenter til OLT på kjøpesentersegmentet. Blant aktørene som driver innefor segmentet utleie av kontorlokaler finner vi Borgestad ASA, Norwegian Property ASA og Fornebu Utvikling ASA. OLT leier kun ut næringsseidommer i form av kontorlokaler i Oslo regionen. Ut fra geografisk lokalisering er det bare Norwegian Property ASA og Fornebu Utvikling ASA som fremstår som direkte konkurrenter i vår avgrensning av bransjen. Disse to selskapene er relativt nyetablerte, mens OLT er et veletablert selskap.

Den norske økonomiske lavkonjunkturen ser ut til å være mer begrenset enn tidligere forventet (OLT årsrapport, 2009). Myndighetenes politiske inngrep, kreditt stimuleringer og en rekord lav styringsrente har alle bidratt til at økonomien ser ut til å bli bedre (Finansdepartementet, 2010). Eiendomsmarkedet forventes gradvis å forbedres i tiden fremover. Fornebu Utvikling ASA og Norwegian Property ASA ble etablert før lavkonjunkturen da mange selskaper kom inn på markedet. Etter at lavkonjunkturen inntraff har mange selskaper måtte slå seg konkurs. At OLT er veletablert med mange års erfaring kan føre til at OLT har sterkere strategisk posisjon enn de to hovedkonkurrentene.

Etterspørselen etter kontorlokaler ble redusert som følge av den økende arbeidsledigheten. Dette har resultert i synkende leiepriser og økt konkurranseintensitet i bransjen. Til tross for de negative markedsutsiktene har OLT sine kontorlokaler ikke hatt store inntektsfall (OLT årsrapport, 2009). Dette er på grunn av at konsernets kontorportefølje består av kontorlokaler med sentral beliggenhet. Konsernet har en balansert forfallsstruktur på sine lokaler som reduserer risikoen ytterligere for økt ledighet.

Til tross for nedgangen i norsk økonomi har kjøpesentrene til OLT i 2009 hatt vekst i omsetningen (NæringsEiendom, 2010). Det er økt konkurranseintensitet i bransjen for å tiltrekke seg kunder som er lønnsomme på grunn av nedgangskonjunkturen.

##### **Trusselen fra substitutter**

Substitutter er lignende produkter som dekker samme behov hos kunden (Hill & Jones, 2004). Dersom det eksisterer substitutter vil disse kunne redusere prisene i bransjen, og dermed redusere profitten. En prisøkning på eget produkt kan føre til at kunder velger et substitutt istedenfor. Eksisterer det få lignende produkter på markedet, slik at konkurransekraften fra substitutter er svak, kan bedriften øke prisene og generere ekstra profitt.

En stor trussel for OLT sin utleie av kontorlokaler er økende bruk av hjemmekontor (NæringsEiendom, 2010). De teknologiske utviklingene de siste årene har gjort det mulig for arbeidstakere å arbeide hjemme. Det har også blitt mer vanlig med uformell kontorstruktur som for eksempel åpne kontorlokaler. Konsekvensen av redusert arealbehov er fallende leiepriser i kontormarkedet som har ført til overskudd av kontorareal. Et annet substitutt for kundene av kontorlokalene til OLT er at de selv kjøper eller bygger kontorlokalene.

Kjøpesentrene til OLT har en sentral beliggenhet og hovedsubstituttet er handlegatene i sentrum av en by. De siste årene har det vært økende bruk av netthandel som utgjør en trussel for kjøpsentrene til OLT. Hovedårsakene til økningen er at nettbutikkene har blitt enklere å navigere i, produktene har blitt bedre, tydeligere prisinformasjon, sikrere betalingssystem og at en ikke behøver å dra hjemmefra for å handle.

En ny type trussel de siste årene har vært den økende interessen blant institusjonelle og private investorer for å investere i eiendomsfond. Ved å benytte seg av fond får man mulighet til å ta del i en portefølje som er satt sammen av profesjonelle forvaltere (Flåøyen, 2007). Siden man slipper å stå for hele porteføljen selv kreves det ikke at investoren har høy kapital tilgjengelig.

##### **Leverandørenes forhandlingsmakt**

Leverandører forsyner bedriften med råmateriale, tjenester, arbeidskraft og andre kritiske faktorer for videre drift (Hill & Jones, 2004). Forhandlingsmakten til leverandørene kommer av at de kan øke prisene eller redusere kvaliteten på sine forsyninger. Dette stiller bedriftene i en vanskelig situasjon. Forhandlingsstyrken til leverandørene vurderes ut fra hvor avhengig selskapet er av forsyningene til hver enkelt leverandør. Dersom en leverandør har høy forhandlingsstyrke vil denne leverandøren kunne utgjøre en trussel for bedriften. Består en



bransje av leverandører med høy forhandlingsstyrke, kan dette føre til at profitten blir overført til leverandørene og bransjen vil kunne ende opp med null profitt.

De viktigste leverandørene til OLT er leverandørene som bygger og vedlikeholder bygningene. Det er viktig for konsernet å ha leverandører som bidrar til at konsernet er konkurransedyktig. Prisene fra leverandørene er markedsavhengige og avhenger av lønnsutviklingen. I byggebransjen er det svært mange firmaer, og på grunn av nåværende lavkonjunktur er aktivitetsnivået lavt. Dette fører til at leverandørene har svak forhandlingsmakt i forhold til OLT. På bakgrunn av konsernets størrelse er det høyst sannsynlig at OLT er en viktig kunde for ulike leverandører.

#### **Kundenes forhandlingsmakt**

Kundene til en bedrift kan enten være sluttbrukere eller bedrifter som videreselger produktene. Forhandlingsmakten til kundene kommer av at de kan kreve lavere priser og bedre kvalitet på produktene (Hill & Jones, 2004). Forhandlingstyrken blir målt etter hvor avhengig bedriften er av den enkelte kunde. Har kundene høy forhandlingsstyrke kan det medføre at bransjen går mot ett nullprofittnivå. I slike tilfeller utgjør kundene en trussel for selskapet.

Det viktigste eksistensgrunnlaget for enhver bedrift er kundene. OLT sine kunder er hovedsakelig leietakerne av kontor- og kjøpesenterlokalene. Porteføljen er utleid til mange leietakere innenfor forskjellige bransjer, og kontraktene har en balansert forfallsstruktur (OLT årsrapport, 2009). Dette kan bidra til at risikoen for OLT er lavere enn for sine konkurrenter.

Økende arbeidsledigheten den siste tiden har redusert etterspørselen etter kontorlokaler. Dette har medført til at kundene har hatt økt forhandlingsmakt. OLT er ikke like svekket av lavkonjunkturen, fordi konsernet har en eiendomsportefølje bestående av eiendommer med sentral beliggenhet.

Leieinntekten fra kjøpesentrene til OLT består av avtalt minimumsleie, samt en andel av omsetningen (OLT årsrapport, 2009). Mesteparten av leieinntektene fra kjøpesentrene kommer derfor fra omsetningen til butikkene. Til tross for nedgangstiden har kjøpesentrene til konsernet hatt økt omsetning. Årsaken er at kjøpesentrene har de varegruppene som normalt

handles, og er derfor mindre konjunkturfølsomme. Omsetningen til kjøpesentrene har også økt på grunn av den lave styringsrenten som har blitt satt av Norges Bank etter resesjonen inntraff. Kundene til OLT har dermed mer makt ved reforhandlinger av leiekontraktene. De viktigste kundene til OLT er store kjeder og butikker som trekker kunder til sentrene, som for eksempel vinmonopolet og apoteker. Kunder som øker omsetningen til hele kjøpesenteret har sannsynligvis høyere forhandlingsmakt.

### 4.2 Makroøkonomiske forhold

Den eksterne analysen basert på Porters konkurransemodell kan fremstå som noe statisk. På grunnlag av at markedet i realiteten er mer dynamisk vil vi ta for oss makroøkonomiske forhold i norsk økonomi. OLT er, som tidligere nevnt, utsatt for tre risikofaktorer. Den markedsmessige risikoen innebærer at konsernet er knyttet til utviklingen i det norske eiendomsmarkedet. Utviklingen i dette markedet påvirkes av den makroøkonomiske utviklingen i Norge og den generelle etterspørselen etter næringseiendom som investeringsobjekt.

#### 4.2.1 Den norske økonomien

Den økonomiske nedgangen som startet på høsten 2007 etter flere år med sterk vekst ble betraktelig forverret gjennom 2008 (Akershus Eiendom, 2009). Den norske økonomien ble kraftig påvirket gjennom nedgang i investeringer, produktivitet og forbruk. I siste halvår av 2009 ser det ut til at den økonomiske resesjonen har snudd, og flere land opplever økonomisk vekst. Ved inngangen av 2010 viser norsk økonomi økende vekst på de fleste områder. I Norge har den økonomiske nedgangen vært svakere enn først fryktet. Grunnene til dette er blant annet at norske myndigheter innførte en rekke raske og omfattende politiske inngrep ved å føre en ekspansiv finans- og pengepolitikk (Finansdepartementet, 2010). Styringsrenten i Norge lå på 5,75 prosent per 15.10.2008 før Norges Bank startet å sette den ned, og per 31.12.2009 var den på 1,75 prosent. Bedringen må også sees i sammenheng med tiltak utført for å bedre finansinstitusjonenes evne og vilje til å gi lån. Tiltakene har ført til stabilisering av utviklingen i det norske markedet og forbedret tilgang på nye lån for norske banker, husholdninger og bedrifter.

Det er ennå usikkerhet omkring markedsutviklingen for næringsseiendom til tross for redusert usikkerhet rundt den makroøkonomiske utviklingen. OLT blir fortrinnsvis påvirket av den økonomiske nedgangen i form av reduserte markedsverdier på konsernets investeringseiendommer.

### 4.2.2 Fremtidsutsikter

I denne delen vil vi først gjennomgå prognoser for de makroøkonomiske faktorene vi mener er viktige for å kunne utarbeide et fremtidsregnskap for OLT. Dette er prognoser for arbeidsledighet, lønnsvekst, styringsrente og inflasjon. Deretter vil vi gå inn på forventningene i markedet for kontorlokaler og kjøpesenterlokaler.

#### Generelt

Den økonomiske tilstanden i Norge begynte å bedre seg siste halvdel av 2009. Landets bruttonasjonalprodukt er nå ventet å vokse gradvis i tiden fremover (SSB, 2010). Dette vil på sikt ha en positiv effekt på sysselsettingen. DnB NOR Markets (2010) forventer at arbeidsledigheten kommer til å øke frem mot 2011 for så å reduseres.

|                      | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Arbeidsledighet, AKU | 3,50 % | 4,00 % | 3,90 % | 3,80 % |

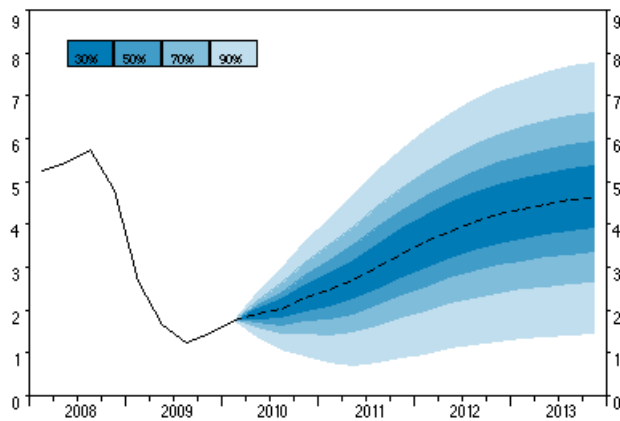
**Tabell 5:** Arbeidsledigheten, AKU.

Lavere arbeidsledighet har en positiv effekt på utleiemarkedet til kontorlokaler. Flere sysselsatte medfører større etterspørsel i dette markedet. Det private forbruket forventes å øke i tiden fremover (SSB, 2010). Renteutgiftene og lønnsnivået til husholdningene har innvirkning på det private forbruket. Statistisk sentralbyrå (2010) prognostiserer fremtidig lønnsvekst til å være følgende.

|                     | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| Lønn, normalårsverk | 3,40 % | 3,40 % | 3,90 % | 4,70 % |

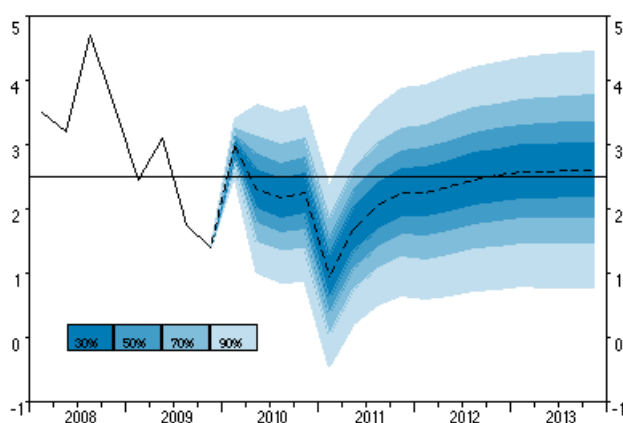
**Tabell 6:** Lønnsveksten.

Lønnsveksten vil trolig føre til en økning i det private forbruket til husholdningene. Økt styringsrente vil derimot dempe virkningen av lønnsveksten. Det forventes at Norges Bank kommer til å øke styringsrenten gradvis (Norges Bank, 2010).



**Figur 5:** Styringsrenten (Norges Bank, 2010)

Figuren viser at Norges Bank satte styringsrenten kraftig ned i 2008. Frem mot 2013 forventer Norges Bank å sette opp styringsrenten mot et mer normalt nivå. Dette medfører at husholdningene får redusert kjøpekraft, og dette kommer høyst sannsynlig til å påvirke omsetningen til kjøpesentrene. Styringsrenten reguleres med sikte på at inflasjonen over tid skal være rundt 2,5 prosent (Norges Bank, 2010). Norges Bank (2010) forventer følgende inflasjonsutvikling i årene som kommer.



**Figur 6:** KPI anslag fra Norges Bank (Norges Bank, 2010).

Den heltrukne linjen i figuren viser faktisk utvikling i inflasjonen i prosent de to siste årene, mens den stiplede linjen viser Norges Bank sitt anslag på inflasjonsutviklingen frem til midten av 2013. Inflasjonen i figuren er målt som veksten i KPI fra samme måned året før.

### **Kontor**

I følge NæringsEiendom (2010) viser leieprisene for kontoreiendommer en svak utvikling. Det har vært et fall i leieprisene på 10 til 20 prosent gjennom 2008 og 2009. Leieprisene forventes å stabiliseres i 2010, og i løpet av 2011 forventes de å stige. Tall fra Newsec (2010) viser at nystartede prosjekter innen næringseiendom i 2009 ble redusert sammenlignet med året før. Oppstart av prosjekter innen næringseiendom er forventet å reduseres noe i 2010 på landsbasis, mens det i Oslo forventes en liten økning. Det er velholdte og nye bygg som vil oppleve et velfungerende marked (NæringsEiendom, 2010). Det er fremdeles viktig å velge rett lokalisering, men bygningskvalitet er blitt viktigere nå enn tidligere. Finanskrisen og usikre tider har ført til at bedrifter har revurdert størrelsen og beliggenheten til sine kontorlokaler, slik at ledigheten i kontorlokaler økte ytterligere. På grunn av økning i sysselsettingen forventes ledigheten i kontorlokalene å synke fra og med 2012.

### **Kjøpesenter**

Lønnsvekst og lav styringsrente har positiv effekt på omsetningen til detaljhandelen, slik at det forventes en omsetningsøkning i tiden fremover. I 2012 og 2013 forventes det derimot en reduksjon i det private konsumet grunnet økning i styringsrenten. Leienivået i detaljhandelen har nær sammenheng med nivået av privat konsum. Kjøpesentrene har historisk sett hatt det mest stabile leieprisnivået i detaljhandelsbransjen. Dette forventes å fortsette de neste årene. Leieprisnivået og ledighetsraten er avhengig av lokaliseringen til kjøpesentret. Et kjøpesenter med sentral beliggenhet vil oftest ha høyere leiepriser og en lavere ledighetsrate enn et kjøpesenter med mindre sentral beliggenhet. I tillegg er det større risiko for at ledighetsperioden varer lengre for sistnevnte.

## **4.3 Intern analyse**

Hensikten med den interne analysen er å kartlegge bedriftens indre styrker og svakheter. Ved å analysere bedriftens ressurser og evner identifiseres bedriftens potensielle konkurransefortrinn. Bedriftens ressurser og evner kan bli delt inn i fire kategorier:

finansielle, menneskelige, fysiske og organisasjonsmessige (Barney & Hesterly, 2008). Ved å bruke VRIO rammeverket analyseres de fire overnevnte kategoriene for å kartlegge om disse gir opphav til midlertidige eller varige konkurransefortrinn. Avslutningsvis vil vi presenteres resultatene fra VRIO analysen i en tabell.

### 4.3.1 VRIO analyse

For å avgjøre om selskapet har noen midlertidige eller varige konkurransefortrinn undersøkes det om ressursene er verdifulle for kundene (**V**aluable), sjeldne på markedet eller i bransjen (**R**are), vanskelige å imitere (**I**mitability) og/eller effektivt organisert slik at de utnyttes best mulig i organisasjonen (**O**rganization). Oppfyller bedriftens ressurser disse fire egenskapene vil de inngå som bedriftens kjernekompetanse (Barney & Hesterly, 2008). Videre vil slike ressurser kunne være kilde til et selskaps superprofitt.

#### **Verdifull**

For at bedriftens ressurser og evner skal være verdifulle må de kunne utnytte eksterne muligheter eller nøytralisere eksterne trusler. Bedriftens ressurser og evner vil da betraktes som en styrke, og i motsatt tilfelle en svakhet. Ressursene og evnene er verdifulle dersom de kan øke bedriftens konkurransepotensial.

#### **Sjelden**

Ressursen anses som sjelden dersom det er vanskelig for konkurrentene å skaffe lik mengde og kvalitet. Dersom et selskap besitter verdifulle, men vanlige ressurser eller evner i bransjen, vil selskapet kunne oppnå konkurransemessig paritet. For å oppnå konkurransemessig fortrinn må ressursene og evnene være av sjelden art.

#### **Kostbar å imitere**

Dersom en ressurs er svært kostbar eller umulig for konkurrenter å anskaffe er ressursen ikke-imiterbar. Klarer bedriften å bruke den ikke-imiterbare ressursen til å utnytte muligheter eller redusere trusler kan bedriften oppnå konkurransefortrinn. Har selskapet både verdifulle, sjeldne og ikke-imiterbare ressurser kan det oppnå et midlertidig konkurransefortrinn.

### Utnyttet ved organisering

Selskapet er effektivt organisert når det klarer å utnytte konkurransepotensialet til sine ressurser og evner. Det er viktig med god organisering i forhold til rapporteringsstrukturen, kontrollsystemet og kompensasjonspolitikken. Effektiv organisering av ressursene alene kan oftest ikke utvikle konkurransefortrinn. Varig konkurransefortrinn oppnås ved at en ressurs både er effektivt organisert, verdifull, sjelden og ikke-imiterbar.

| Verdifull? | Sjelden? | Kostbar å imitere? | Utnyttet ved organisering? | Konkurranse potensial           | Super-rentabilitet               |
|------------|----------|--------------------|----------------------------|---------------------------------|----------------------------------|
| Nei        | -        | -                  | Nei<br>↑<br>↓<br>Ja        | Konkurransemessig ulempe        | $e_{kr} < e_{kk}$                |
| Ja         | Nei      | -                  |                            | Konkurransemessig paritet       | $e_{kr} \approx e_{kk}$          |
| Ja         | Ja       | Nei                |                            | Midlertidig konkurransefortrinn | $e_{kr} > e_{kk}$<br>(kort sikt) |
| Ja         | Ja       | Ja                 |                            | Varig konkurransefortrinn       | $e_{kr} > e_{kk}$<br>(lang sikt) |

**Figur 7:** VRIO rammeverket (Barney & Hesterly, 2008, s. 92).

Figuren ovenfor viser hvordan de fire egenskapene ved ressursene påvirker konkurransepotensialet. I det følgende velger vi å bruke VRIO rammeverket for å analysere om OLT har varige eller midlertidige konkurransefortrinn.

### Finansielle ressurser

De finansielle ressursene til OLT kommer hovedsakelig fra leieinntekter, verdiøkning på investeringseiendommene ved realisasjon, resultat i tilknyttede selskap og kapital fra investorer (OLT årsrapport, 2009). I konsernets rapporterte balanse finner vi at egenkapitalen per 31.12.09 var på 8 320 MNOK. Langsiktig gjeld var på 16 466 MNOK, mens kortsiktig gjeld i 2009 var på 1 377 MNOK. Summen av konsernets eiendeler var da bokført til 26 162 MNOK. I konsernets rapporterte resultatregnskap er årsresultatet for 2009 oppgitt til 574 MNOK. Dette er en økning på 798 MNOK fra det negative årsresultatet i 2008 på -224 MNOK. OLT sin finansielle strategi innebærer å opprettholde en solid finansiell posisjon. Selskapet ønsker å opprettholde høy egenkapitalandel og ha betydelige likviditetsreserver. Den solide egenkapitalandelen til OLT reduserer risikoen for konkurs. Konsernet kan da stå imot fremtidige svingninger i markedet. OLT sin bokførte verdi på omløpsmidlene var i 2009

på hele 1 292 MNOK. En solid egenkapitalandel og gode likviditetsreserver gir selskapet finansiell handlefrihet til raskt å kunne akseptere eventuelle attraktive investeringsmuligheter.

Investerings eiendommene til OLT er i 2009 bokført til hele 24 389 MNOK. Disse er verdsatt til virkelig verdi og genererer høye leieinntekter for selskapet. I 2009 hadde konsernet en høy resultatvekst i forhold til det negative resultatet året før. Dette kommer i hovedsak av at investeringseiendommene ikke er nedjustert like mye. Bedret økonomiske tilstander i 2009 enn 2008 førte til et mer optimistisk marked med lavere nedjusteringer.

OLT sine finansielle ressurser er helt klart svært verdifulle for konsernet, men er ikke av sjelden art eller umulige å imitere. Selskapet klarer å utnytte konkurransepotensialet til sine finansielle ressurser ved å være en sterk aktør i markedet. OLT har da en god organisering av finansielle ressurser. De finansielle ressursene gir dermed opphav til konkurransemessig paritet. I den regnskapsmessige analysen går vi nærmere inn på OLT sine finansielle ressurser.

#### **Fysiske ressurser**

OLT sine viktigste fysiske ressurser er selskapets bygninger og den geografiske lokaliseringen av eiendommene. Per 31.12.09 eide konsernet 110 eiendommer som utgjorde et samlet utleibart areal på omkring 1 200 000 kvm (OLT årsrapport, 2009). Hovedsegmentene til OLT er næringseiendom og kjøpesenterlokaler. Næringseiendommene består primært av kontorlokaler. Konsernet mottar månedlige leieinntekter som genereres av eiendomsporteføljen. Over tid har selskapet også oppnådd gevinster ved verdiøkning i eiendomsporteføljen, og bygningene har dermed blitt en svært verdifull ressurs for OLT. Ressursen er ikke av sjelden art og kan lett imiteres av OLT sine konkurrenter. Eiendomsporteføljen til OLT har gjennom årene bidratt til svært god avkastning, soliditet og likviditet. Slike resultater har vært mulige å oppnå gjennom selskapets effektive organisering. Denne ressursen gir kun konkurransemessig paritet fordi aktørene i bransjen kan anskaffe lignende bygninger.

Eiendomsporteføljen til OLT består av eiendom med sentral geografisk lokalisering. En konsekvens av lavkonjunkturen er økt arbeidsledighet som har medført økt ledighetsrate i kontorlokalene. Dermed falt leieprisene innenfor næringseiendom hvor sentrale strøk var



spesielt utsatt (OLT årsrapport, 2009). Likevel vil eiendom med sentral beliggenhet ha et fortrinn i forhold til mer perifere strøk, fordi sentrale eiendommer er lettere å omsette selv i dårlige tider. Eiendommer med sentral beliggenhet har mindre sannsynlighet for å bli stående tomme over lengre perioder. Kombinasjonen av bygning og geografisk lokalisering skaper inntekter for OLT. Flotte bygninger med dårlig lokalisering generer ikke like store summer. Geografisk lokalisering er dermed en svært verdifull ressurs for OLT. Den geografiske lokaliseringen er derimot ikke en sjelden ressurs siden andre aktører i bransjen har også tilgang på eiendom med sentral beliggenhet. Eiendom er en heterogen aktivaklasse og konkurrenter kan imitere selve bygget, men ikke den geografiske lokaliseringen. OLT har som hovedstrategi å erverve, utvikle og eie eiendommer med sentral beliggenhet. Det er dermed stort fokus på å oppnå god geografisk lokalisering, og det er da følgelig at selskapet satser på en effektiv organisering av ressursen. Oppsummert er den geografiske lokaliseringen en ressurs som kan gi opphav til et midlertidig konkurransefortrinn.

#### **Menneskelige ressurser**

De menneskelige ressursene til OLT består av konsernets ansatte og styret. Gjennom årenes løp har konsernet opparbeidet en arbeidstokk med god lojalitet, og med relativt lavt sykefravær. OLT har som nevnt tre risikofaktorer og en av disse er operasjonell risiko. Den operasjonelle risikoen er hovedsakelig knyttet til medarbeidere og forvaltningen av selskapet. Det kommer frem av årsrapporten (2009) at risikoen knyttet til enkeltpersoners aktiviteter og fravær er relativt lav. Samtidig vurderes konsernets forvaltningssystemer å være robuste. I OLT vurderes konsernets ansatte å være en verdifull ressurs. Videre er ikke de ansatte en sjelden resurs, og den er imiterbar for andre aktører i bransjen. Vi mener at de menneskelige ressursene til OLT gir opphav til konkurransemessig paritet.

Styret har et overordnet ansvar for ledelsen av OLT og gjennomføring av selskapets strategi. Styrets oppgaver går i tillegg ut på å overvåke og kontrollere konsernets virksomhet, samt ansette administrerende direktør som har ansvaret for den daglige driften. Dermed har styret ansvaret for at virksomheten drives og organiseres innenfor lovens rammer. Olav Thon er grunnlegger av selskapet og har siden opprettelsen sittet som styrets leder. Thon har livslang erfaring innenfor eiendomsbransjen, og drifter det heleide selskapet Olav Thon Gruppen hvor OLT er et datterselskap. Olav Thon sitter med majoritetsinteresse i OLT med en andel på hele 71,5 % gjennom Olav Thon Gruppen (OLT årsrapport, 2009). Øvrige styremedlemmene i

OLT har kompetanse både innen eiendom, finansiering, juss, aksjemarkedet og dagligvarehandel. Styresammensetningen er en styrke for selskapet og representerer en verdifull ressurs. Det er vanskelig å få tak i tilsvarende kompetanse. Dette gjelder spesielt med hensyn på Olav Thons suksesshistorie og veteranerfaring innen eiendomsbransjen. Dermed mener vi at styret representerer en sjelden ressurs. Styret til OLT er vanskelig å imitere, men det er ikke umulig. Dette sammen med en effektiv organisering gjør at selskapets styre gir opphav til et midlertidig konkurransefortrinn.

### Organisasjonsmessige ressurser

Administrasjonsarbeidet til OLT er satt bort til søsterselskapet Thon Holding AS. Konsernet har ikke egen administrasjon, men har tilsatt en administrerende direktør. Dag Tangevald-Jensen har sittet i denne stillingen siden 2000. Tangevald-Jensen har helt tilbake til 1990 hatt ulike ledende posisjoner i Olav Thon Gruppen, og har de siste 18 årene vært medlem i konsernledelsen til OLT. Han har dermed svært bred erfaring innen eiendom og kjenner konsernet fra de fleste aspekter. Det er både kostnads- og arbeidsbesparende for OLT å ha en felles administrasjon med Thon Gruppen. Dette sammen med en dyktig administrerende direktør utgjør en verdifull ressurs. Denne ressursen er ikke sjelden, og det er ikke vanskelig å imitere en lignende konsernoppbygning. For OLT er dette likevel en mer effektiv måte å organisere administrasjonsarbeidet på. Denne ressursen skaper konkurransemessig paritet.

Etter å ha foretatt en analyse av de viktigste ressursene til OLT kan resultatene oppsummeres i en tabell.

| Ressurs   | Konkurranse potensial  | Super-rentabilitet                         |
|---|--|--|
| Finansielle                                       | Konkurransemessig paritet                                    | ekr $\approx$ ekk                          |
| Fysiske:<br>Bygningene<br>Geografisk lokalisering | Konkurransemessig paritet<br>Midlertidig konkurransefortrinn | ekr $\approx$ ekk<br>ekr > ekk (kort sikt) |
| Menneskelige:<br>Ansatte<br>Styret                | Konkurransemessig paritet<br>Midlertidig konkurransefortrinn | ekr $\approx$ ekk<br>ekr > ekk (kort sikt) |
| Organisasjonsmessige                              | Konkurransemessig paritet                                    | ekr $\approx$ ekk                          |

**Figur 8:** Oppsummering VRIO – analyse (Barney & Hesterly, 2008, s. 92).

---

## 4.4 SWOT - analyse

Til slutt i den strategiske analysen ønsker vi å oppsummere hvilke styrker og svakheter vi mener OLT har internt, og hvilke muligheter og trusler de møter i omgivelsene.

|                        | <b>Positive elementer</b>  | <b>Negative elementer</b>  |
|------------------------|--|--|
| <b>Intern analyse</b>  | <b>Styrker:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• den soliden egenkapitalen</li><li>• bygningene og den geografiske lokaliseringen av eiendommene</li><li>• styret</li><li>• en del av Olav Thon Gruppen</li><li>• balansert kundeportefølje</li><li>• ingen egen administrasjon</li><li>• kjøpesentrene mindre konjunkturfølsomme</li><li>• Olav Thon</li></ul> | <b>Svakheter:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• mange eldre eiendommer</li><li>• ingen egen administrasjon</li><li>• virksomhetsområde kun i Norge</li></ul>   |
| <b>Ekstern analyse</b> | <b>Muligheter:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• markedsutviklingen</li><li>• utvide til flere segmenter</li><li>• sentral beliggenhet</li><li>• tiltrekke flere kunder</li><li>• redusert forhandlingsstyrke til leverandørene</li><li>• lav styringsrente og kredittstimulering</li></ul>  | <b>Trusler:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• markedsutviklingen</li><li>• nåværende konkurrenter</li><li>• nye konkurrenter</li><li>• kontormarkedet: arbeidslediget og hjemmekontor</li><li>• kjøpesentermarkedet: netthandelen og handlegatene</li><li>• økt forhandlingsstyrke til leverandørene</li><li>• bankenes risikovilje</li><li>• eiendomsfond</li></ul> |

**Figur 9:** SWOT – analyse (Løwendahl & Wenstøp, 2008, s. 227)

## 5. Regnskapsanalyse

Rammeverket for den videre fremstillingen er hentet fra Penman (2010) og utgjør åtte punkter.

1. Reformulere egenkapitaloppstillingen med hensyn på fullstendig nettoresultat.
2. Beregne avkastningen og veksten i egenkapitalen ut fra den omgrupperte egenkapitalen.
3. Reformulere balansen for å skille driftsrelaterte- og finansielle aktiviteter.
4. Reformulere resultatregnskapet for å skille driftsrelaterte- og finansielle inntekter og kostnader.
5. Sammenligne den reformulerte balansen og resultatregnskapet gjennom en felles størrelse analyse og/eller en trendanalyse.
6. Reformulere kontantstrømoppstillingen.
7. Utføre en lønnsomhetsanalyse.
8. Utføre en vekstanalyse.

### 5.1 Reformulering av egenkapitalen

Egenkapitaloppstillingen er en oppsummering av alle transaksjoner som påvirker egenkapitalen til aksjonærene (Gjesdal, 2007). Ved å foreta en reformulering av egenkapitaloppstillingen identifiseres verdskapningen og verdiutdelingen i selskapet. En slik reformulering skal avdekke poster som etter kongruensprinsippet i regnskapsloven § 4-3 skulle vært regnskapsført i resultatregnskapet. Disse postene er såkalte dirty surplus som sammen med nettoresultatet utgjør fullstendig nettoresultat (Penman, 2010). Reformuleringen av egenkapitaloppstillingen avdekker endringen i aksjonærenes egenkapital ut fra periodens kapitalbidrag og endring i fullstendige nettoresultat. Kapitalbidraget er en verdiutdeling i selskapet, og består av eventuelle nye utstedte aksjer med fratrukk fra utbytte og tilbakekjøpte aksjer. Det fullstendige nettoresultatet viser verdiskapningen som er skjedd i perioden.

Når et selskap har kontroll over et annet selskap oppstår det et konsernforhold (Kristoffersen, 2002). Morselskapet kan ha både minoritets- og majoritetsinteresser i et annet selskap. Majoritetsinteresse oppstår når morselskapet har full kontroll over et eller flere av

datterselskapene. Minoritetsinteresse oppstår derimot når morselskapet har utenforstående eierinteresse i et konsern. Konsernregnskapet inneholder egenkapitalen og gjelden til selskapene konsernet har minoritets- og majoritetsinteresse i, og skal gi et bilde av hele konsernet.

| (beløp i 1000 NOK)                                       | 2005             | 2006             | 2007             | 2008             | 2009             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>IB egenkapital</b>                                    | <b>4 448 001</b> | <b>5 619 230</b> | <b>6 906 457</b> | <b>9 083 040</b> | <b>8 208 037</b> |
| Utbytte  | -633 768         | -31 688          | -84 502          | -84 502          | 0                |
| Endringer relatert til fisjoner og utløsning minoriteter | 703 631          | 54 379           | -22 864          | -201 703         | -462 318         |
| <b>Transaksjoner</b>                                     | <b>69 863</b>    | <b>22 691</b>    | <b>-107 366</b>  | <b>-286 205</b>  | <b>-462 318</b>  |
| Totalresultatet  | 1 248 654        | 1 398 666        | 2 177 923        | -224 381         | 573 829          |
| Øvrige endringer   | -147 288         | -134 130         | 106 026          | -364 417         | 32               |
| <b>Fullstendig nettoresultat</b>                         | <b>1 101 366</b> | <b>1 264 536</b> | <b>2 283 949</b> | <b>-588 798</b>  | <b>573 861</b>   |
| <b>UB egenkapital</b>                                    | <b>5 619 230</b> | <b>6 906 457</b> | <b>9 083 040</b> | <b>8 208 037</b> | <b>8 319 581</b> |
| Minoritetsinteresser                                     | 826 442          | 1 039 437        | 1 373 474        | 892 448          | 101 092          |
| <b>Alminnelig egenkapital</b>                            | <b>4 792 788</b> | <b>5 867 020</b> | <b>7 709 566</b> | <b>7 315 589</b> | <b>8 218 489</b> |

**Tabell 7:** Reformulert egenkapitaloppstilling.

Kommentarer til den reformulerte egenkapitaloppstillingen:

- Utbytte fra OLT er ført direkte mot egenkapitalen i den rapporterte egenkapitaloppstillingen. Dersom utbytte var klassifisert som kortsiktig gjeld måtte vi ha foretatt en justering.
- Årets resultat som bidrar til det fullstendige nettoresultatet inneholder allerede posten for verdiendring i renteswapavtalene. Dermed trenger vi ikke foreta justering i den reformulerte egenkapitaloppstillingen.
- Posten øvrige endringer er kun ført direkte mot egenkapitalen og er ikke regnskapsført i det rapporterte resultatregnskapet. Øvrige endringer klassifiseres da som dirty surplus. Det er ikke opplysninger i notene hva posten øvrige endringer inneholder. Vi velger å anta at denne posten er relatert til driften, og blir dermed ført i det reformulerte resultatregnskapet under driften etter skatt.
- I den reformulerte egenkapitaloppstillingen har vi valgt å vise hvor stor andel av egenkapitalen til konsernet som kommer fra selskaper hvor OLT har minoritets- og majoritetsinteresse.

Dirty surplus postene er synlige i den rapporterte egenkapitaloppstillingen. Det kan også eksistere poster som ikke er rapporterte i det hele tatt som blir kalt skjulte dirty surplus. Fra et

investorperspektiv har vi dessverre ikke nok informasjon om OLT til å kunne fastslå om det foreligger slike poster i selskapet.

## 5.2 Avkastning på egenkapitalen og vekst i egenkapitalen

Den reformulerte egenkapitaloppstillingen identifiserer avkastningen og veksten i egenkapitalen. Avkastning på egenkapitalen kan defineres som følger (Penman, 2010).

$$ROCE = \frac{\text{Fullstendig nettoresultat}}{1/2 \times (EK_t + EK_{t-1})}$$

Nedenfor har vi fremstilt avkastningen på egenkapitalen for OLT. Det kommer frem av tabellen at OLT hadde negativ avkastning på egenkapitalen i 2008 grunnet det negative nettoresultatet i perioden.

| (beløp i 1000 NOK)        | 2005           | 2006           | 2007           | 2008           | 2009          |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Fullstendig nettoresultat | 1 101 366      | 1 264 536      | 2 283 949      | -588 798       | 573 861       |
| IB EK                     | 4 448 001      | 5 619 230      | 6 906 457      | 9 083 040      | 8 208 037     |
| UB EK                     | 5 619 230      | 6 906 457      | 9 083 040      | 8 208 037      | 8 319 581     |
| Gjennomsnittlig EK        | 5 033 616      | 6 262 844      | 7 994 749      | 8 645 539      | 8 263 809     |
| <b>ROCE</b>               | <b>21,88 %</b> | <b>20,19 %</b> | <b>28,57 %</b> | <b>-6,81 %</b> | <b>6,94 %</b> |

**Tabell 8:** Avkastning på egenkapitalen for OLT.

Egenkapitalens vekstrate inneholder både vekst generert fra aksjonærenes finansiering og selskapets aktiviteter.

$$\text{Vekstrate } EK_t = \frac{\text{Fullstendig nettoresultat} + \text{Netto transaksjoner med aksjonærer}}{EK_{t-1}}$$

Egenkapitalens vekstrate i OLT hadde følgende utvikling. Veksten var også negativ i 2008 på grunn av det negative nettoresultatet.

| (beløp i 1000 NOK)        | 2005           | 2006           | 2007           | 2008           | 2009          |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Transaksjoner             | 69 863         | 22 691         | -107 366       | -286 205       | -462 318      |
| Fullstendig nettoresultat | 1 101 366      | 1 264 536      | 2 283 949      | -588 798       | 573 861       |
| IB EK                     | 4 448 001      | 5 619 230      | 6 906 457      | 9 083 040      | 8 208 037     |
| <b>Vekstrate EK</b>       | <b>26,33 %</b> | <b>22,91 %</b> | <b>31,52 %</b> | <b>-9,63 %</b> | <b>1,36 %</b> |

**Tabell 9:** Egenkapitalens vekstrate for OLT.

Ovenfor kom det frem at OLT i 2008 både hadde negativ avkastning på egenkapitalen og negativ vekstrate. Hovedårsaken er mest sannsynlig at den økonomiske resesjonen inntraff Norge for fullt dette året. Konsernet kostnadsførte verdiendring i næringseiendommene i 2008, og dette resulterte i et negativt nettoresultat i 2008. Relativ høy vekstraten i 2007 kan trolig forklares ut fra den daværende høye produktiviteten i norsk økonomi. I 2009 var både veksten og avkastningen på egenkapitalen positive grunnet positivt fullstendig nettoresultat.

### 5.3 Reformulering av balansen

Den rapporterte balansen til OLT deler eiendelene og forpliktelsene etter om de er kortsiktige eller langsiktige. For å komme frem til konsernets evne til å generere profitt må balansen reformuleres (Penman, 2010; Feltham & Ohlson, 1995). Hensikten med å reformulere balansen er å skille eiendeler og forpliktelser knyttet til driftsrelaterte aktiviteter fra finansielle aktiviteter. Ved reformulering av balansen er det viktig å ha god kjennskap til det aktuelle selskapet. Eiendeler og forpliktelser kan være en finansiell aktivitet for et selskap, men for et annet selskap kan den samme posteringen være en driftsrelatert aktivitet.

## 5. Regnskapsanalyse

| (beløp i 1000 NOK)                                   | 2005              | 2006              | 2007              | 2008              | 2009              |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Utsatt skattefordel                                  | 76 940            | 17 530            | 4 918             | 78 577            | 115 965           |
| Immaterielle eiendeler                               | 0                 | 0                 | 6 104             | 6 752             | 6 616             |
| Investerings eiendommer                              | 15 971 616        | 17 266 438        | 22 879 237        | 22 683 775        | 24 388 820        |
| Varige driftsmidler                                  | 323 033           | 643 639           | 375 220           | 1 492 034         | 73 946            |
| Investeringer i tilknyttede selskaper                | 149 128           | 218 209           | 171 728           | 159 248           | 210 076           |
| Varebeholdning                                       | 17 560            | 75 545            | 136 150           | 2 371             | 1 953             |
| Kundefordringer                                      | 94 034            | 328 962           | 465 110           | 548 762           | 585 354           |
| Andre fordringer                                     | 198 342           | 382 157           | 216 321           | 189 088           | 138 625           |
| <b>Driftsrelaterte eiendeler (DE)</b>                | <b>16 830 653</b> | <b>18 932 480</b> | <b>24 254 788</b> | <b>25 160 607</b> | <b>25 521 355</b> |
| Pensjonsforpliktelser                                | 8 640             | 8 200             | 7 650             | 7 020             | 6 500             |
| Utsatt skatt   | 2 117 460         | 2 475 667         | 3 240 609         | 3 098 910         | 3 206 697         |
| Leverandørgjeld                                      | 96 021            | 167 035           | 137 754           | 131 743           | 94 656            |
| Betalbar skatt                                       | 110 784           | 90 040            | 86 340            | 45 002            | 42 838            |
| Annen kortsiktig gjeld                               | 18 586            | 55 145            | 36 895            | 61 202            | 51 980            |
| <b>Driftsrelatert gjeld (DG)</b>                     | <b>2 351 491</b>  | <b>2 796 087</b>  | <b>3 509 248</b>  | <b>3 343 877</b>  | <b>3 402 671</b>  |
| <b>Netto driftsrelaterte eiendeler (NDE = DE-DG)</b> | <b>14 479 162</b> | <b>16 136 393</b> | <b>20 745 540</b> | <b>21 816 730</b> | <b>22 118 684</b> |
| Annen langsiktig gjeld                               | 8 853 341         | 9 271 252         | 11 555 373        | 12 745 205        | 13 252 738        |
| Anne kortsiktig gjeld                                | 244 502           | 439 081           | 691 112           | 1 153 082         | 1 187 077         |
| <b>Finansiell gjeld (FG)</b>                         | <b>9 097 843</b>  | <b>9 710 333</b>  | <b>12 246 485</b> | <b>13 898 287</b> | <b>14 439 815</b> |
| Andre finansielle anleggsmidler                      | 64 839            | 71 999            | 78 295            | 66 445            | 75 121            |
| Kontanter og kontantekvivalenter                     | 173 074           | 408 397           | 505 691           | 223 149           | 565 591           |
| <b>Finansielle eiendeler (FE)</b>                    | <b>237 913</b>    | <b>480 396</b>    | <b>583 986</b>    | <b>289 594</b>    | <b>640 712</b>    |
| <b>Netto finansiell gjeld (NFG = FG - FE)</b>        | <b>8 859 930</b>  | <b>9 229 937</b>  | <b>11 662 499</b> | <b>13 608 693</b> | <b>13 799 103</b> |
| Innskutt egenkapital                                 | 383 944           | 383 944           | 383 944           | 383 944           | 424 807           |
| Opptjent egenkapital                                 | 4 408 844         | 5 483 076         | 7 325 622         | 6 931 645         | 7 793 682         |
| <b>Egenkapital (EK)</b>                              | <b>4 792 788</b>  | <b>5 867 020</b>  | <b>7 709 566</b>  | <b>7 315 589</b>  | <b>8 218 489</b>  |
| <b>Minoritetsinteresser (Min)</b>                    | <b>826 442</b>    | <b>1 039 437</b>  | <b>1 373 474</b>  | <b>892 448</b>    | <b>101 092</b>    |
| <b>EK+NFG+Min</b>                                    | <b>14 479 160</b> | <b>16 136 394</b> | <b>20 745 539</b> | <b>21 816 730</b> | <b>22 118 684</b> |

**Tabell 10:** Reformulert balanse for OLT.

Kommentarer til den reformulerte balansen:

- Det er uenighet om posten pensjonsforpliktelser er en finansiell eller driftsrelatert aktivitet (Gjesdal, 2007). Pensjonsforpliktelser inneholder både finansielle og driftsrelaterte elementer. Denne posten er liten i OLT sitt tilfelle, og vi antar at denne aktiviteten er driftsrelatert.
- Annen kortsiktig gjeld inneholder kortsiktig del av langsiktig gjeld, gjeld til felleskontrollerte- og tilknyttede selskaper, skyldige offentlige avgifter og annen gjeld. Posten skyldige offentlige avgifter er driftsrelatert som følge av at den ikke er rentebærende. Den er derfor skilt ut og lagt til driftsrelatert gjeld. De andre postene under annen kortsiktig gjeld er finansiell gjeld.
- Investeringer i tilknyttede selskaper er en driftsrelatert eiendel fordi den inngår i virksomhetsområdet til konsernet (Gjesdal, 2007).



- Andre finansielle anleggsmidler omfatter lån til felleskontrollerte- og tilknyttede selskaper, og andre fordringer. Aktivitetene er finansielle og blir ført i den reformulerte balansen som finansielle eiendeler.
- Posten kontanter og kontantekvivalenter er betydelig stor, og vi antar derfor at denne posten er en finansiell eiendel.
- Det er ingen opplysninger i notene hva posten andre fordringer inneholder. I følge Gjesdal (2007) vil slike poster normalt være relatert til driften. Antar dermed at andre fordringer er driftsrelatert.

Minoritetsinteresser er ikke en forpliktelse, men er heller en egenkapitaldeling. I reformuleringen av balansen fremkommer denne posten som en egen linje som deler egenkapitalen.

### 5.4 Reformulering av resultatregnskapet

Resultatregnskapet oppgir profitten eller tapet som driftsrelaterede- og finansielle eiendeler har produsert (Penman, 2010). Ved å reformulere resultatregnskapet grupperes resultatregnskapet inn i driftsrelaterede- og finansielle kategorier. Problemet med det rapporterte resultatregnskapet er at det oppgir en nettopost for skatten det vil si skatten på de driftsrelaterede- og finansielle aktivitetene. Når en reformulerer resultatregnskapet kalkuleres det en netto rentekostnad (inntekt), og en beregner den skattefordelen (ulempen) som denne posten medfører. Denne skattefordelen/ulempen blir lagt til den rapporterte skatten. Uten denne skattefordelen (ulempen) ville skatten på driftsresultatet blitt høyere (lavere).

Ved reformulering av resultatregnskapet kan manglende informasjon være et problem (Penman, 2010). Andelen av inntekt fra et datterselskap kan inkludere både finansielle inntekter og driftsinntekter, men de to komponentene er ofte ikke identifiserbare. Det kan også være vanskelig å dele tap og gevinst på valuta. Salg, administrative og generelle poster er kostnader som det ofte finnes liten forklaring på i regnskapet. Renteinntekter er ofte lagt sammen med andre inntekter fra driften i resultatregnskapet, og det kan derfor være vanskelig å regne ut denne posten.

Analyse av egenkapitaloppstillingen er en forutsetning for reformuleringen av resultatregnskapet. Dette er fordi den reformulerte egenkapitaloppstillingen identifiserer dirty surplus gjenstander som skal legges til det reformulerte regnskapet. Ekstraordinære og dirty surplus poster er rapporterte etter skatt og føres derfor etter skattelinjen i det reformulerte resultatregnskapet.

| (beløp i 1000 NOK)                           | 2005             | 2006             | 2007             | 2008            | 2009             |
|--|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|
| Leieinntekter                                | 924 943          | 1 222 622        | 1 345 721        | 1 529 613       | 1 573 093        |
| Andre driftsinntekter                        | 269 404          | 666 313          | 738 027          | 733 972         | 642 056          |
| Andre driftskostnader                        | -437 764         | -749 208         | -887 887         | -905 321        | -828 963         |
| Ordinære avskrivninger                       | -4 573           | -9 412           | -13 319          | -15 809         | -18 894          |
| Verdiendring i investeringseiendom           | 1 154 840        | 855 681          | 2 089 438        | -628 388        | -145 203         |
| Andel resultat i tilknyttede selskaper       | 54 515           | 36 644           | 20 258           | 28 537          | 49 933           |
| <b>Driftsresultat før skatt</b>              | <b>1 961 365</b> | <b>2 022 640</b> | <b>3 292 238</b> | <b>742 604</b>  | <b>1 272 022</b> |
| Skattekostnad                                | -461 154         | -506 159         | -844 497         | 106 704         | -214 250         |
| Skattefordel fra netto finansielle kostnader | -70 436          | -32 988          | -75 549          | -300 633        | -135 504         |
| Øvrige endringer                             | -147 288         | -134 130         | 106 026          | -364 417        | 32               |
| <b>Driftsresultat etter skatt</b>            | <b>1 282 487</b> | <b>1 349 363</b> | <b>2 478 218</b> | <b>184 258</b>  | <b>922 300</b>   |
| Finansinntekter                              | 5 141            | 15 214           | 30 722           | 38 232          | 75 516           |
| Finanskostnader                              | -167 809         | -302 484         | -501 748         | -679 236        | -590 933         |
| Verdiendring i finansielle instrumenter      | -88 888          | 169 456          | 201 208          | -432 684        | 31 473           |
| Netto finansielle kostnader før skatt        | -251 556         | -117 814         | -269 818         | -1 073 688      | -483 944         |
| Skattefordel fra netto finansielle kostnader | -70 436          | -32 988          | -75 549          | -300 633        | -135 504         |
| Netto finansielle kostnader etter skatt      | -181 120         | -84 826          | -194 269         | -773 055        | -348 440         |
| <b>Fullstendig nettoresultat</b>             | <b>1 101 367</b> | <b>1 264 537</b> | <b>2 283 949</b> | <b>-588 797</b> | <b>573 861</b>   |

**Tabell 11:** Reformulert resultatregnskap for OLT.

Kommentarer til det reformulerte resultatregnskapet:

- Det fullstendige nettoresultatet i det reformulerte resultatregnskapet har minimale avvik fra det fullstendige nettoresultatet i den reformulerte egenkapitaloppstillingen. Årsaken til avviket er avrundinger.
- Posten andre driftsinntekter inneholder felleskostnader viderebelastet leietakerne, salg av leiligheter, andre salgsinntekter, forvaltningsinntekter, gevinst ved avgang av anleggsmidler og øvrige driftsinntekter. Postene er relatert til driften og er en del av driftsresultatet.
- I den reformulerte balansen er andel resultat i tilknyttede selskaper klassifisert som en driftsrelatert eiendel. I det reformulerte resultatregnskapet behandles dermed denne posten som en driftsinntekt.
- Skattefordelen fra netto finansielle kostnader er trukket fra den rapporterte skattekostnaden. Uten denne skattefordelen fra de finansielle aktivitetene ville skatten på driftsresultatet blitt høyere.

- Verdiendring i finansielle instrumenter er vurdert til virkelig verdi. Vi antar at denne posten er en finansiell aktivitet. I notene var det ikke opplysninger som kunne indikert noe annet.
- Øvrige endringer ble identifisert som dirty surplus i egenkapitaloppstillingen, og må derfor legges til det reformulerte resultatregnskapet.

### 5.5 Sammenligning

Ytelsen til et selskap kan vurderes ved enten å sammenligne det med andre selskaper eller se på tidligere regnskapstall (Penman, 2010). Når selskapet sammenlignes med andre selskaper utføres en tverrsnittanalyse. Analysen innebærer at den reformulerte balansen og resultatregnskapet standardiseres ved å bruke ”common size” analyse (Penman, 2010). For å sammenligne selskapet med tidligere prestasjoner gjennomføres en tidsserieanalyse. En slik analyse innebærer å sammenligne den reformulerte balansen og resultatregnskapet over tid ved hjelp av trendanalyse (Penman, 2010). Vi velger i første omgang å sammenligne OLT med seg selv gjennom en trendanalyse. En sammenligning med konkurrentene kommer vi tilbake til senere i oppgaven.

#### 5.5.1 Trendanalyse

En trendanalyse fremstiller den reformulerte balansen og resultatregnskapet som indekstall i forhold til et basisår (Penman, 2010). I trendanalysen av OLT ser vi på konsernet over femårsperioden fra 2005 til 2009 slik som tidligere i regnskapsanalysen. Videre velger vi å sette basisåret til 2005, og bruker 100 som indekstall dette året. En slik analyse gir oss innblikk i hvordan finansregnskapet har endret seg over tid. Ved å utføre en trendanalyse av balansen får en informasjon om netto driftsrelaterte eiendeler har økt eller redusert. Videre gir indeksen for egenkapitalen et signal på om eierne har valgt å øke investeringene eller om de har redusert dem. Analysen avdekker om selskapet har økt eller redusert bruken av fremmedkapital. Dette indikeres gjennom økt eller redusert netto finansiell gjeld.

| (beløp 1000 NOK)                       | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         | 2009         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Utsatt skattefordel                    | 100 %        | 23 %         | 6 %          | 102 %        | 151 %        |
| Immaterielle eiendeler                 | i/m          | i/m          | i/m          | i/m          | i/m          |
| Investerings eiendommer                | 100 %        | 108 %        | 143 %        | 142 %        | 153 %        |
| Varige driftsmidler                    | 100 %        | 199 %        | 116 %        | 462 %        | 23 %         |
| Investeringer i tilknyttede selskaper  | 100 %        | 146 %        | 115 %        | 107 %        | 141 %        |
| Varebeholdning                         | 100 %        | 430 %        | 775 %        | 14 %         | 11 %         |
| Kundefordringer                        | 100 %        | 350 %        | 495 %        | 584 %        | 622 %        |
| Andre fordringer                       | 100 %        | 193 %        | 109 %        | 95 %         | 70 %         |
| <b>Driftsrelaterte eiendeler</b>       | <b>100 %</b> | <b>112 %</b> | <b>144 %</b> | <b>149 %</b> | <b>152 %</b> |
| Pensjonsforpliktelser                  | 100 %        | 95 %         | 89 %         | 81 %         | 75 %         |
| Utsatt skatt                           | 100 %        | 117 %        | 153 %        | 146 %        | 151 %        |
| Leverandørgjeld                        | 100 %        | 174 %        | 143 %        | 137 %        | 99 %         |
| Betalbar skatt                         | 100 %        | 81 %         | 78 %         | 41 %         | 39 %         |
| Annen kortsiktig gjeld                 | 100 %        | 297 %        | 199 %        | 329 %        | 280 %        |
| <b>Driftsrelatert gjeld</b>            | <b>100 %</b> | <b>119 %</b> | <b>149 %</b> | <b>142 %</b> | <b>145 %</b> |
| <b>Netto driftsrelaterte eiendeler</b> | <b>100 %</b> | <b>111 %</b> | <b>143 %</b> | <b>151 %</b> | <b>153 %</b> |
| <b>Netto finansiell gjeld</b>          | <b>100 %</b> | <b>104 %</b> | <b>132 %</b> | <b>154 %</b> | <b>156 %</b> |
| <b>Egenkapital</b>                     | <b>100 %</b> | <b>122 %</b> | <b>161 %</b> | <b>153 %</b> | <b>171 %</b> |
| <b>Minoritet</b>                       | <b>100 %</b> | <b>126 %</b> | <b>166 %</b> | <b>108 %</b> | <b>12 %</b>  |

**Tabell 12:** Trendanalyse av den reformulerte balansen til OLT. (i/m = ikke mulig)

Kommentarer til trendanalysen av balansen:

- Tabellen viser at OLT har hatt stabil økning i netto driftsrelaterte eiendeler. Konsernet har dermed økt sine investeringer i driftsrelaterte eiendeler over tid.
- Selskapet har hatt en gradvis økning i netto finansiell gjeld.
- Veksten i egenkapitalen kommer av at opptjent egenkapital har økt i perioden. I 2008 ble opptjent egenkapital redusert som følge av økte investeringer i anlegg under utførelse, og dette førte til reduksjon i konsernets egenkapital. Egenkapitalen til OLT økte i 2009 fordi innskutt egenkapital økte betraktelig.
- I 2008 hadde OLT kraftig økning i varige driftsmidler på grunn av økte investeringer i anlegg under utførelse fra 2007 til 2008. Reduksjonen i 2009 skyldtes reduserte investeringer i anlegg under utførelse.
- OLT hadde kraftig økning i varebeholdningene i 2007. Dette skyldtes økningen i boliger for videresalg.
- Minoritetsinteressene for 2009 har blitt redusert i forhold til tidligere år, fordi konsernet økte andelene i selskaper hvor de tidligere hadde minoritetsinteresser.

I trendanalysen av resultatregnskapet bør vi rette mest oppmerksomhet mot postene er salg, driftsresultatet etter skatt og fullstendig nettoresultat.

| (beløp i 1000 NOK)                     | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         | 2009        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Leieinntekter                          | 100 %        | 132 %        | 145 %        | 165 %        | 170 %       |
| Andre driftsinntekter                  | 100 %        | 247 %        | 274 %        | 272 %        | 238 %       |
| Andre driftskostnader                  | 100 %        | 131 %        | 203 %        | 207 %        | 190 %       |
| Ordinære avskrivninger                 | 100 %        | 206 %        | 291 %        | 346 %        | 413 %       |
| Verdiendring i investeringseiendom     | 100 %        | 74 %         | 181 %        | -54 %        | -13 %       |
| Andel resultat i tilknyttede selskaper | 100 %        | 67 %         | 37 %         | 52 %         | 92 %        |
| <b>Driftsresultat før skatt</b>        | <b>100 %</b> | <b>103 %</b> | <b>168 %</b> | <b>38 %</b>  | <b>65 %</b> |
| <b>Driftsresultat etter skatt</b>      | <b>100 %</b> | <b>105 %</b> | <b>193 %</b> | <b>14 %</b>  | <b>72 %</b> |
| <b>Fullstendig nettoresultat</b>       | <b>100 %</b> | <b>115 %</b> | <b>207 %</b> | <b>-53 %</b> | <b>52 %</b> |

**Tabell 13:** Trendanalyse av resultatregnskapet til OLT.

Kommentarer til trendanalysen av resultatregnskapet:

- OLT har hatt en jevn vekst i leieinntektene i perioden 2005 til 2009.
- Andre driftsinntekter har hatt størst økning i 2006 som følge av at samtlige av postene under andre driftsinntekter har økt.
- Driftsresultatet etter skatt har hatt en markant reduksjon i 2008. Dette kan sees i sammenheng med nedjusteringen av verdien på investeringseiendommene. I 2009 var driftsresultatet etter skatt høyere enn året før. Grunnen til dette er i hovedsak at nedjusteringen av investeringseiendommer var lavere.
- Fullstendig nettoresultat hadde også en betydelig reduksjon i 2008 som følge av nedjusteringen av investeringseiendommene. Reduksjonen kan også forklares ut fra høyere finanskostnader i 2008 og nedjustering av finansielle instrumenter. I 2009 var fullstendige nettoresultatet høyere. Årsaken til forbedringen er i hovedsak lavere nedjusteringer i investeringseiendommer og oppjustering av finansielle instrumenter.
- OLT oppjusterte investeringseiendommene i 2007 da produktiviteten i norsk økonomi var på topp. Dårligere økonomiske tider fikk innvirkning på verdien i 2008 hvor det ble foretatt en nedjustering av investeringseiendommene.
- I perioden fra 2007 til 2009 vokste driftsrelaterte kostnader mer enn driftsrelaterte inntekter i resultatregnskapet. Dette er uheldig siden det kan redusere profittmarginen. Profittmarginen er et mål på hvor mye som ender opp i fullstendig nettoresultat for hver krone i salgsinntekter.

## 5.6 Reformulering av kontantstrømmen

Investorer benytter kontantstrømoppstillingen for å vurdere selskapets evne til å generere kontanter (Penman, 2010). Fri kontantstrøm er i fokus siden den viser hvor høy likviditet selskapet har. God likviditetsgrad er nødvendig for å kunne imøtekomme attraktive investeringsmuligheter. Reformulering av kontantstrømoppstillingen avdekker selskapets frie kontantstrøm generert fra operasjonelle aktiviteter med fratrukk av kontantstrøm fra investeringsaktiviteter. Videre blir fri kontantstrøm gruppert etter hvor mye som tildeles aksjonærer og kreditorer. Dette vil si hvor mye kontanter som tilfaller finansieringsaktiviteter. Den fullstendige reformuleringen av kontantstrømmen er lagt ved oppgaven som vedlegg to.

| (beløp i 1000 NOK)                                    | 2005            | 2006           | 2007              | 2008              | 2009             |
|---|-----------------|----------------|-------------------|-------------------|------------------|
| Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter      | 411 720         | 416 732        | 917 515           | 573 269           | 806 908          |
| Netto rentekostnader etter skatt                      | 113 625         | 195 707        | 335 578           | 457 507           | 369 894          |
| Verdiendring finansielle instrumenter                 | 88 888          | 169 456        | 201 208           | -432 684          | 36 887           |
| <b>Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter (C)</b> | <b>614 233</b>  | <b>781 895</b> | <b>1 454 301</b>  | <b>598 092</b>    | <b>1 213 689</b> |
| Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter        | 586 391         | 686 311        | 2 372 187         | 1 836 843         | 1 824 401        |
| <b>Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter (I)</b>   | <b>586 391</b>  | <b>686 311</b> | <b>2 372 187</b>  | <b>1 836 843</b>  | <b>1 824 401</b> |
| <b>C - I = Fri kontantstrøm</b>                       | <b>27 842</b>   | <b>95 584</b>  | <b>-917 886</b>   | <b>-1 238 751</b> | <b>-610 712</b>  |
| Utebetalinger av utbytte                              | 633 768         | 31 688         | 84 502            | 84 502            | 0                |
| <b>Kontantstrøm fra egenkapitalen (F)</b>             | <b>633 768</b>  | <b>31 688</b>  | <b>84 502</b>     | <b>84 502</b>     | <b>0</b>         |
| Innbetalinger ved opptak av rentebærende gjeld        | -2 550 664      | -1 431 253     | -4 878 907        | -4 185 059        | -3 251 615       |
| Netto rentekostnader etter skatt                      | 113 625         | 195 707        | 335 578           | 457 507           | 369 894          |
| Utbetalinger ved nedbetaling av rentebærende gjeld    | 1 620 264       | 894 663        | 3 242 439         | 3 119 525         | 1 891 679        |
| Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter      | 121 961         | 235 323        | 97 294            | -282 542          | 342 443          |
| Verdiendring finansielle instrumenter                 | 88 888          | 169 456        | 201 208           | -432 684          | 36 887           |
| <b>Kontantstrøm fra gjeldsfinansiering (d)</b>        | <b>-605 926</b> | <b>63 896</b>  | <b>-1 002 388</b> | <b>-1 323 253</b> | <b>-610 712</b>  |
| <b>Sum d + F</b>                                      | <b>27 842</b>   | <b>95 584</b>  | <b>-917 886</b>   | <b>-1 238 751</b> | <b>-610 712</b>  |

**Tabell 14:** Reformulering av kontantstrømoppstillingen til OLT.

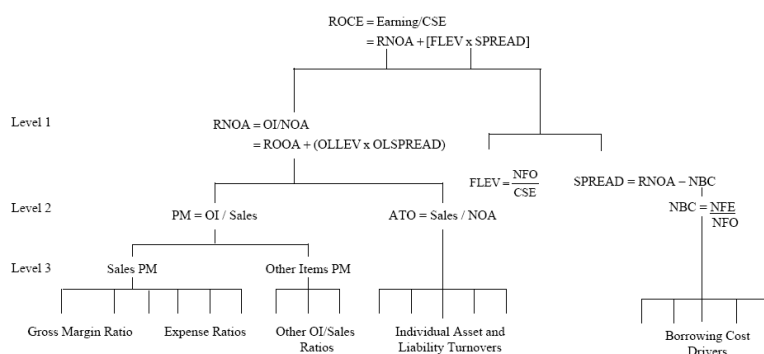
Kommentarer til den reformulerte kontantstrømoppstillingen:

- Rentekostnadene og renteinntektene er hentet fra det rapporterte resultatregnskapet. Postene kan inneholde periodiseringselementer det vil si at en inntekt (kostnad) ikke er ført i samme periode som tilhørende innbetaling (utbetaling). Siden vi ikke har informasjon om eventuelle periodiseringselementer i årsrapportene, forutsetter vi at rentekostnadene og renteinntektene ikke inneholder slike.
- Verdiendringer i finansielle instrumenter er en finansiell aktivitet. Verdiendringen trekkes derfor ut fra netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter, og legges til kontantstrøm fra gjeldsfinansiering.

- Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter inneholder innbetalinger og utbetalinger tilknyttet andre investeringer. Andre investeringer inneholder merverdi ved oppkjøp av anleggsmidler og andre selskaper hvor OLT er stemmeberettiget. Vi antar at postene er driftsrelaterte.
- Kontantstrømmene som tilfaller finansieringsaktivitetene sees fra aksjonærenes og kreditorenes ståsted og ikke fra selskapets side. Utbetaling fra selskapets side vil være en innbetaling for aksjonærer og kreditorer, og en innbetaling vil medføre en utbetaling for aksjonærer og kreditorer. Utbetalinger som inngår i finansieringsaktivitetene har positivt fortegn og innbetalinger har negativt fortegn.
- Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter ble i den reformulerte balansen klassifisert som finansiell aktivitet, og får da samme klassifisering i den reformulerte kontantstrømmen.

## 5.7 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhetsanalyse innebærer å finne driverne til avkastningen på egenkapitalen for å kunne fastslå hvor selskapet er nå (Penman, 2010). Analyse av lønnsomheten innebærer å splitte opp avkastningen på egenkapitalen i tre nivåer. I lønnsomhetsanalysen av OLT er det mest hensiktsmessig å utføre første- og andrenivå analyse.



**Figur 10:** Lønnsomhetsanalyse (McGraw & Hill, 2010).

Inntjeningen til aksjonærene påvirkes av selskapets driftsrelaterte- og finansielle aktiviteter. Ved å splitte opp avkastningen på egenkapitalen på førstnivå identifiseres lønnsomheten aktivitetene genererer. Førstenivå oppsplitting identifiserer tre drivere.

$$ROCE = RNOA + [FLEV \times (RNOA - NBC)]$$

Den første driveren er avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler (RNOA) som fremkommer ved å dividere driftsresultatet etter skatt med netto driftsrelaterte eiendeler. Driveren forteller hvor mye av avkastningen som er generert fra driftsrelaterte aktiviteter. Den andre driveren er finansiell gjeldsgrad (FLEV), og fremkommer ved å dividere netto finansiell gjeld med egenkapitalen. Finansiell gjeldsgrad identifiserer hvor stor andel av netto driftsrelaterte eiendeler som er finansiert av netto finansielle forpliktelser istedenfor egenkapital. Avkastningen på egenkapitalen kan bli større enn avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler dersom selskapet har finansiell gjeld. I tillegg må da avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler være større enn netto lånekostnader (NBC). Netto lånekostnader er netto finansielle kostnader delt på netto finansiell gjeld. Den siste driveren er driftsrelatert spread (SPREAD) som er differansen mellom avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler og netto lånekostnader. Dersom driftsrelatert spread er negativ er gjelden til selskapet ugunstig. Årsaken er at den senker avkastningen på egenkapitalen. I den videre fremstillingen blir driftsrelatert spread omtalt som spread.

Når en skal analysere avkastningen på egenkapitalen på andrenivå identifiseres driverne til avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler og netto lånekostnader. Avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler dekomponeres i driftsrelatert profittmargin (PM) og eiendelenes omløpshastighet (ATO). Denne modellen er bedre kjent som DuPont modellen.

$$ROCE = RNOA + [FLEV \times (RNOA - NBC)] = (PM \times ATO) + [FLEV \times (RNOA - NBC)]$$

Driftsrelatert profittmargin fremkommer ved å dividere driftsresultatet etter skatt på salget. Denne driveren forteller hvor mye som ender opp i fullstendig nettoresultat fra hver krone i salgsinntekter. I den videre fremstillingen blir denne driveren omtalt som profittmarginen. Eiendelenes omløpshastighet fremkommer ved å dividere salget på netto driftsrelaterte eiendeler. Denne driveren gir informasjon om hvor mange kroner i netto driftsrelaterte eiendeler som trengs for å generere en krone i salgsinntekter.

For å vurdere OLT sin lønnsomhet i forhold til bransjen utføres lønnsomhetsanalyse av de nærmeste konkurrentene på Oslo Børs eiendomsindeks. I den strategiske analysen kom vi



frem til at de to nærmeste konkurrentene til OLT er Fornebu Utvikling ASA og Norwegian Property ASA. Videre i oppgaven brukes forkortelsene FBU for Fornebu Utvikling ASA, og NPRO for Norwegian Property ASA. For å kunne utføre en slik analyse reformulerte vi finansregnskapet til de to konsernene (FBU årsrapporter 2007-2009; NPRO årsrapporter 2006-2009). Både FBU og NPRO er relativt nye selskaper, og det eksisterer ikke flere regnskapsår enn det vi presenterer i tabellene nedenfor. Tidligere har vi gjort rede for at OLT driver med kjøpesenterlokaler og kontorlokaler. FBU driver innenfor privatbolig- og kontorsegmentene. NPRO har derimot sitt virksomhetsområde innenfor kontoreiendom og hoteller. Driftsinntektene til kjøpesenter og hoteller er i motsetning til kontorlokaler også avhengig av omsetningen. Til tross for ulikhetene ønsker vi å bruke disse to selskapene for å se om vi kan finne tendenser i lønnsomheten.

### 5.7.1 Analyse av lønnsomheten til OLT

| (beløp 1000 NOK)  | 2005       | 2006           | 2007           | 2008           | 2009          |
|-------------------|------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| DR (etter skatt)  | 1 282 487  | 1 349 363      | 2 478 218      | 184 258        | 922 300       |
| IB NDE            |            | 14 479 162     | 16 136 393     | 20 745 540     | 21 816 730    |
| UB NDE            | 14 479 162 | 16 136 393     | 20 745 540     | 21 816 730     | 22 118 684    |
| Gj.snitt NDE      |            | 15 307 778     | 18 440 967     | 21 281 135     | 21 967 707    |
| <b>RNOA</b>       |            | <b>8,81 %</b>  | <b>13,44 %</b> | <b>0,87 %</b>  | <b>4,20 %</b> |
| IB NFG            |            | 8 859 930      | 9 229 937      | 11 662 499     | 13 608 693    |
| UB NFG            | 8 859 930  | 9 229 937      | 11 662 499     | 13 608 693     | 13 799 103    |
| Gj.snitt NFG      |            | 9 044 934      | 10 446 218     | 12 635 596     | 13 703 898    |
| Gj.snitt EK       |            | 6 262 844      | 7 994 749      | 8 645 539      | 8 263 809     |
| <b>FLEV</b>       |            | <b>1,44</b>    | <b>1,31</b>    | <b>1,46</b>    | <b>1,66</b>   |
| NFK (etter skatt) | 181 120    | 84 826         | 194 269        | 773 055        | 348 440       |
| Gj.snitt NFG      |            | 9 044 934      | 10 446 218     | 12 635 596     | 13 703 898    |
| NBC               |            | 0,94 %         | 1,86 %         | 6,12 %         | 2,54 %        |
| <b>Spread</b>     |            | <b>7,88 %</b>  | <b>11,58 %</b> | <b>-5,25 %</b> | <b>1,66 %</b> |
| <b>ROCE</b>       |            | <b>20,19 %</b> | <b>28,57 %</b> | <b>-6,81 %</b> | <b>6,94 %</b> |

**Tabell 15:** Analyse av lønnsomheten til OLT på førstenivå.

Tabellen viser at avkastningen på egenkapitalen og driverne til avkastningen på egenkapitalen til OLT har vært ustabil i regnskapsperioden. Avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler har vært ustabil som følge av at driftsresultatet etter skatt har endret seg i løpet av 2005 til 2009. De netto driftsrelaterte eiendelene til selskapet økte i løpet av disse årene. Den finansielle gjeldsgraden til OLT har økt i 2008 og 2009. Dette betyr at konsernet har finansiert en større andel av de netto driftsrelaterte eiendelene ved å bruke netto finansielle forpliktelser istedenfor egenkapital. Fra tabellen av førstenivå analysen av OLT ser vi at spreaden til

konsernet var negativ i 2008. Konsernets negative spread senket avkastningen på egenkapitalen for OLT, fordi avkastningen fra de netto driftsrelaterte eiendelene var større enn netto lånekostnader. En negativ spread betyr at gjelden selskapet har er ugunstig for selskapet. I 2009 ble spread igjen positiv, og dette betyr at konsernet hadde en gjeldsandel i konsernet som var gunstig.

| (beløp i 1000 NOK)     | 2005            | 2006           | 2007            | 2008          | 2009           |
|------------------------|-----------------|----------------|-----------------|---------------|----------------|
| DR (etter skatt)       | 1 282 487       | 1 349 363      | 2 478 218       | 184 258       | 922 300        |
| Salg                   | 1 194 347       | 1 888 935      | 2 083 748       | 2 263 585     | 2 215 149      |
| <b>PM</b>              | <b>107,38 %</b> | <b>71,44 %</b> | <b>118,93 %</b> | <b>8,14 %</b> | <b>41,64 %</b> |
| Salg                   |                 | 1 888 935      | 2 083 748       | 2 263 585     | 2 215 149      |
| Gj.snitt NDE           |                 | 15 307 778     | 18 440 967      | 21 281 135    | 21 967 707     |
| <b>ATO</b>             |                 | <b>0,1234</b>  | <b>0,1130</b>   | <b>0,1064</b> | <b>0,1008</b>  |
| <b>RNOA = PM × ATO</b> |                 | <b>8,81 %</b>  | <b>13,44 %</b>  | <b>0,87 %</b> | <b>4,20 %</b>  |

**Tabell 16:** Analyse av lønnsomheten til OLT på andrenivå.

Profittmarginen til OLT har variert i perioden 2005 til 2009. Den kraftige reduksjonen i denne driveren i 2008 kom av det lave driftsresultatet etter skatt. Dette skyldtes som tidligere nevnt at konsernet nedskrev investeringseiendommene dette året. I 2005 og 2007 var profittmarginen unormal høy det vil si høyere enn 100 prosent. Årsaken var oppjusteringen av investeringseiendommene. I 2009 økte profittmarginen sammenlignet med 2008, og dette betyr økt lønnsomhet. Eiendelenes omløpshastighet har vært relativt stabil i 2008 og 2009. Dette vil si at OLT har hatt en stabil andel av hvor mange kroner i netto driftsrelaterte eiendeler som kreves for å generere en krone i salgsinntekter.

## 5.7.2 Analyse av lønnsomheten til FBU

| (beløp 1000 NOK)           | 2007            | 2008             | 2009            |
|----------------------------|-----------------|------------------|-----------------|
| <b>Førstenivå analyse:</b> |                 |                  |                 |
| DR (etter skatt)           | -194 033        | -1 561 233       | -615 970        |
| IB NDE                     |                 | 7 163 876        | 6 078 705       |
| UB NDE                     | 7 163 876       | 6 078 705        | 5 251 817       |
| Gj.snitt NDE               |                 | 6 621 291        | 5 665 261       |
| <b>RNOA</b>                |                 | <b>-23,58 %</b>  | <b>-10,87 %</b> |
| IB NFG                     |                 | 3 389 184        | 3 871 359       |
| UB NFG                     | 3 389 184       | 3 871 359        | 3 066 592       |
| Gj.snitt NFG               |                 | 3 630 272        | 3 468 976       |
| Gj.snitt EK                | 1 870 675       | 2 973 848        | 2 221 875       |
| <b>FLEV</b>                |                 | <b>1,22</b>      | <b>1,56</b>     |
| NFK (etter skatt)          | 26 129          | -28 048          | 39 660          |
| Gj.snitt NFG               |                 | 3 630 272        | 3 468 976       |
| NBC                        |                 | -0,77 %          | 1,14 %          |
| <b>Spread</b>              |                 | <b>-22,81 %</b>  | <b>-12,02 %</b> |
| <b>ROCE</b>                |                 | <b>-51,42 %</b>  | <b>-29,63 %</b> |
| <b>Andrenivå analyse:</b>  |                 |                  |                 |
| DR (etter skatt)           | -194 033        | -1 561 233       | -615 970        |
| Salg                       | 381 675         | 819 868          | 1 025 675       |
| <b>PM</b>                  | <b>-50,84 %</b> | <b>-190,42 %</b> | <b>-60,06 %</b> |
| Salg                       |                 | 819 868          | 1 025 675       |
| Gj.snitt NDE               |                 | 6 621 291        | 5 665 261       |
| <b>ATO</b>                 |                 | <b>0,1238</b>    | <b>0,1810</b>   |
| <b>RNOA</b>                |                 | <b>-23,58 %</b>  | <b>-10,87 %</b> |

Tabell 17: Analyse av lønnsomheten til FBU.

Avkastningen på egenkapitalen for FBU var negativ i 2008 og 2009. I 2009 var avkastningen på egenkapitalen forbedret sammenlignet med året før. Førstenivå analysen av FBU tar for seg driverne til avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler, finansiell gjeldsgrad og spread. Avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler for FBU har vært negativ i 2008 og 2009. Hovedgrunnen til dette skyldtes svært negative driftsresultater etter skatt. Den finansielle gjeldsgraden til FBU har økt som følge av økt netto finansiell gjeld i 2008 og 2009. I tillegg økte driveren som følge av redusert egenkapital i 2009. Konsernet har hatt negativ spread i begge årene. Dette har bidratt til å redusere avkastningen på egenkapitalen. FBU har dermed hatt en andel av gjeld som har vært ugunstig for konsernet.

Andrenivå analyse innebærer oppsplitting av avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler i profittmarginen og eiendelenes omløpshastighet. Profittmarginen til FBU har vært negativ i alle årene, men spesielt negativ i 2008. Hovedgrunnen til negativ profittmargin var negative driftsresultater etter skatt. Eiendelenes omløpshastighet til FBU har økt fra 2008 til 2009 som følge av økt salg. Denne driveren var spesielt høy i 2009 på grunn av økt salg og reduserte netto driftsrelaterte eiendeler.

## 5.7.3 Lønnsomhetsanalyse av NPRO

| (beløp 1000 NOK)           | 2006         | 2007           | 2008            | 2009            |
|----------------------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Førstenivå analyse:</b> |              |                |                 |                 |
| DR(etter skatt)            | 538 851      | 1 632 042      | -2 370 653      | -434 220        |
| IB NDE                     |              | 14 827 535     | 30 359 633      | 27 296 829      |
| UB NDE                     | 14 827 535   | 30 359 633     | 27 296 829      | 23 509 422      |
| Gj.snitt NDE               |              | 22 593 584     | 28 828 231      | 25 403 126      |
| <b>RNOA</b>                |              | <b>7,22 %</b>  | <b>-8,22 %</b>  | <b>-1,71 %</b>  |
| <b>Andrenivå analyse:</b>  |              |                |                 |                 |
| IB NFG                     |              | 9 454 308      | 23 528 729      | 22 295 670      |
| UB NFG                     | 9 454 308    | 23 528 729     | 22 295 670      | 18 591 426      |
| Gj.snitt NFG               |              | 16 491 519     | 22 912 200      | 20 443 548      |
| Gj.snitt EK                | 2 686 664    | 6 102 065      | 5 916 032       | 4 959 578       |
| <b>FLEV</b>                |              | <b>2,70</b>    | <b>3,87</b>     | <b>4,12</b>     |
| NFK (etter skatt)          | 72 196       | 510 127        | 1 436 168       | 648 324         |
| Gj.snitt NFG               |              | 16 491 519     | 22 912 200      | 20 443 548      |
| NBC                        |              | 3,09 %         | 6,27 %          | 3,17 %          |
| <b>Spread</b>              |              | <b>4,13 %</b>  | <b>-14,49 %</b> | <b>-4,88 %</b>  |
| <b>ROCE</b>                |              | <b>18,39 %</b> | <b>-64,35 %</b> | <b>-21,83 %</b> |
| <b>Andrenivå analyse:</b>  |              |                |                 |                 |
| DR (etter skatt)           | 538 851      | 1 632 042      | -2 370 653      | -434 220        |
| Salg                       | 414 773      | 1 195 686      | 1 866 774       | 1 767 665       |
| <b>PM</b>                  | <b>130 %</b> | <b>136 %</b>   | <b>-127 %</b>   | <b>-25 %</b>    |
| Salg                       |              | 1 195 686      | 1 866 774       | 1 767 665       |
| Gjennomsnittlig NDE        |              | 22 593 584     | 28 828 231      | 25 403 126      |
| <b>ATO</b>                 |              | <b>0,0529</b>  | <b>0,0648</b>   | <b>0,0696</b>   |
| <b>RNOA</b>                |              | <b>7,22 %</b>  | <b>-8,22 %</b>  | <b>-1,71 %</b>  |

Tabell 18: Analyse av lønnsomheten til NPRO.

Avkastningen på egenkapitalen til NPRO har vært ustabil i 2007, 2008 og 2009. I både 2008 og 2009 var avkastningen på egenkapitalen negativ, men den var betraktelig negativ i 2009. Ved å utføre førstenivå analyse av avkastningen på egenkapitalen kommer det frem at avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler har svingt litt. Avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler var negativ i 2008 og 2009 på grunn av negativt driftsresultat etter skatt. Denne driveren var spesielt negativ i 2008. NPRO sin netto finansielle gjeld har økt betraktelig. Dette vil si at selskapet har finansiert en større andel av netto driftsrelaterte eiendeler med finansiell gjeld istedenfor egenkapital. Tabellen viser at konsernet økte den netto finansielle gjelden og egenkapitalen i 2007 før den ble redusert i 2008 og 2009. Spreaden til NPRO har vært negativ i 2008 og 2009 som følge av at avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler har vært lavere enn netto lånekostnader.

Andrenivå analyse av avkastningen på egenkapitalen viser at konsernet har hatt en ustabil profittmargin. Profittmarginen var negativ i 2008 og 2009, men var spesielt negativ i 2008 på grunn av negative driftsresultater etter skatt. Eiendelens omløpshastighet har vært relativ

stabil. Driveren økte i 2007 og 2008 som følge av økt salg. Årsaken til økningen i eiendelenes omløpshastighet er at netto driftsrelaterte eiendeler har blitt redusert i 2009.

### 5.7.4 Sammenligning

FBU og NPRO har begge hatt negativ avkastning på egenkapitalen i 2008 og 2009. OLT hadde negativ avkastning på egenkapitalen i 2008, men i 2009 ble den positiv.

I løpet av regnskapsperioden har alle konsernene økt netto driftsrelaterte eiendeler, netto finansiell gjeld og egenkapitalen. Økt netto finansiell gjeld har medført høyere netto finansielle kostnader etter skatt. Denne kostnaden var spesielt høy i 2008 for alle tre konsernene. NPRO har økt netto finansiell gjeld betraktelig mer enn OLT og FBU i løpet av regnskapsperioden. Konsekvensen er at NPRO hadde høyere gjeldsgrad sammenlignet med de to andre i 2009. Alle tre konsernene hadde negativ spread i 2008 som vil si at de hadde en ugunstig andel av gjeld. I forhold til FBU og NPRO har OLT hatt en positiv spread i 2009.

Profittmarginene til selskapene har vært ustabile siden driveren er avhengig av driftsresultatet etter skatt. Driveren var redusert i 2008 for alle tre konsernene. Dårlige driftsresultater etter skatt for konsernene dette året skyldtes mest sannsynlig at den økonomiske resesjonen som slo inn for fullt. Eiendelenes omløpshastighet har i 2008 og 2009 økt for FBU. OLT sin omløpshastighet for eiendelene har vært relativt stabil i 2008 og 2009. NPRO har hatt lavere omløpshastighet for eiendelene enn de to andre konsernene.

Oppsummert ser vi ut fra lønnsomhetsanalysen at de tre konsernene på Oslo Børs eiendomsindeks er svært forskjellige. Ingen selskaper er like, og det er derfor som regel vanskelig å finne en representativ bransje. Ved å ta utgangspunkt i disse to konsernene ønsket vi å se om lønnsomhetsanalysen kunne hjelpe oss å verdsette OLT senere i oppgaven. FBU og NPRO har ulik utvikling i de forskjellige driverne til lønnsomheten. Derfor velger vi å ikke basere den fremtidige veksten til OLT med utgangspunkt i FBU og NPRO. Vi kommer tilbake til FBU og NPRO i den finansielle analysen og multiplikatoranalysen senere i oppgaven.

## 5.8 Vekstanalyse

For å kunne utarbeide fremtidsregnskapet må vi først foreta en analyse av selskapets vekst (Penman, 2010). I verdsettelsessammenheng er ikke vekst i selskapets inntekter et gyldig mål på vekst siden inntektene kan øke uten at det skapes verdi. Eksempel på dette er når selskapet foretar investeringer uten tilhørende positive kontantstrømmer, og ulike regnskapsteknikker kan øke inntektene uten å skape verdi. Verdiskapende vekst kan identifiseres ved å beregne selskapets superprofitt eller vekst i superprofitt.

Aktiviteter som forekommer ofte er normale poster, mens aktiviteter som kun forekommer en gang eller sjelden er unormale poster. Unormale poster kan også bestå av aktiviteter som gjentas ofte, men som er umulige å predikere for fremtiden. Slike poster kan typisk være gevinst og tap på valuta eller andre poster som skal vurderes til markedsverdi. Normale poster danner grunnlaget for vekst slik at vi må skille ut de unormale postene. Det er vanskelig eller umulig å komme frem til fornuftig vekst i unormale poster, og et fremtidsregnskap som tar hensyn til disse postene kan være misvisende. Fremtidsregnskapet, som danner grunnlaget for verdsettelsen, må skille mellom normale og unormale poster.

| (beløp i 1000 NOK)                               | 2005             | 2006             | 2007             | 2008             | 2009             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Leieinntekter                                    | 924 943          | 1 222 622        | 1 345 721        | 1 529 613        | 1 573 093        |
| Andre driftsinntekter                            | 269 404          | 666 313          | 738 027          | 733 972          | 642 056          |
| Andre driftskostnader                            | -437 764         | -749 208         | -887 887         | -905 321         | -828 963         |
| Ordinære avskrivninger                           | -4 573           | -9 412           | -13 319          | -15 809          | -18 894          |
| Andel resultat i tilknyttede selskaper           | 54 515           | 36 644           | 20 258           | 28 537           | 49 933           |
| <b>Normalt driftsresultat før skatt</b>          | <b>806 525</b>   | <b>1 166 959</b> | <b>1 202 800</b> | <b>1 370 992</b> | <b>1 417 225</b> |
| Skattekostnad                                    | -461 154         | -506 159         | -844 497         | 106 704          | -214 250         |
| Skattekostnad verdiendring i investeringseiendom | 323 355          | 239 591          | 585 043          | -175 949         | -40 657          |
| Skattefordel fra netto finansielle kostnader     | -70 436          | -32 988          | -75 549          | -300 633         | -135 504         |
| <b>Normalt driftsresultat etter skatt</b>        | <b>598 290</b>   | <b>867 403</b>   | <b>867 797</b>   | <b>1 001 114</b> | <b>1 026 814</b> |
| <b>Unormale driftsrelaterte poster:</b>          |                  |                  |                  |                  |                  |
| Verdiendring i investeringseiendom               | 1 154 840        | 855 681          | 2 089 438        | -628 388         | -145 203         |
| Skattekostnad verdiendring i investeringseiendom | 323 355          | 239 591          | 585 043          | -175 949         | -40 657          |
| Øvrige endringer                                 | -147 288         | -134 130         | 106 026          | -364 417         | 32               |
| <b>Driftsresultat etter skatt</b>                | <b>1 282 487</b> | <b>1 349 363</b> | <b>2 478 218</b> | <b>184 258</b>   | <b>922 300</b>   |

**Tabell 19:** Identifisering av normale og unormale driftsrelaterte poster.

Verdiendring i investeringseiendom og finansielle instrumenter er poster som forekommer årlig i resultatregnskapet (Penman, 2010). Postene vurderes til markedsverdi ved årets slutt og blir dermed umulige å budsjettere. På grunnlag av dette klassifiseres verdiendringene som

unormale poster. Siden verdsettelsesmetoden vi velger senere i oppgaven kun baserer seg på driftsrelaterte poster, velger vi å ikke klassifisere de finansielle postene. Dermed er kun verdiendringen i investeringseiendom unormal post av disse to. Øvrige endringer er et dirty surplus element og er derfor vanskelig å predikere for fremtiden. Posten klassifiseres da som unormal. Ved å klassifisere verdiendring i investeringseiendom som unormal post må det også tas hensyn til postens tilhørende skatteelement. Dette er gjort ved å trekke ut postens skattelement fra total skattekostnad. Øvrige endringer er allerede beskattet slik at vi ikke trenger å omgruppere noe skattelement. Endring i superprofitten er basert på endring i egenkapitalen og dens avkastning.

$$\text{Superprofitt}_t (RE_t) = (ROCE_t - \text{avkastningskrav til egenkapitalen}) \times EK_{t-1}$$

I den videre fremstillingen vil vi analysere OLT sin vekst gjennom lønnsomhet og vekst i egenkapitalen.

### 5.8.1 Vekst gjennom lønnsomhet

Driverne til avkastningen på egenkapitalen er som tidligere beskrevet avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler pluss finansiell gjeldsgrad multiplisert med spread. For å kunne analysere OLT sin vekst gjennom lønnsomhet vil vi ta for oss hver av disse driverne. Vekst i avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler kan dekomponeres slik (Penman, 2010).

$$\begin{aligned} \Delta RNOA_t &= (\Delta \text{Normal } PM_t \times \Delta ATO_{t-1}) + (\Delta ATO_t \times \text{Normal } PM_t) \\ &\quad + \Delta \left( \frac{\text{Unormale poster}}{\text{Gjennomsnittlig NDE}} \right) \end{aligned}$$

| (beløp i 1000 NOK)            | 2005      | 2006       | 2007           | 2008            | 2009           |
|-------------------------------|-----------|------------|----------------|-----------------|----------------|
| Normalt DR (etter skatt)      | 598 290   | 867 403    | 867 797        | 1 001 114       | 1 026 814      |
| Salg                          | 1 194 347 | 1 888 935  | 2 083 748      | 2 263 585       | 2 215 149      |
| Normal PM                     | 50,09 %   | 45,92 %    | 41,65 %        | 44,23 %         | 46,35 %        |
| ΔNormal PM                    |           | -4,17 %    | -4,27 %        | 2,58 %          | 2,13 %         |
| Salg                          |           | 1 888 935  | 2 083 748      | 2 263 585       | 2 215 149      |
| Gj.snitt NDE                  |           | 15 307 778 | 18 440 967     | 21 281 135      | 21 967 707     |
| ATO                           |           | 0,1234     | 0,1130         | 0,1064          | 0,1008         |
| ΔATO                          |           | 0,1234     | -0,0104        | -0,0066         | -0,0055        |
| Unormale poster (UP)          | 684 197   | 481 960    | 1 610 420      | -816 856        | -104 514       |
| Gj.snitt NDE                  |           | 15 307 778 | 18 440 967     | 21 281 135      | 21 967 707     |
| UP/Gj.snitt. NDE              |           |            | 8,73 %         | -3,84 %         | -0,48 %        |
| ΔUP/Gj.snitt. NDE             |           |            | 8,73 %         | -12,57 %        | 3,36 %         |
| <b>ΔRNOA</b>                  |           |            | <b>7,77 %</b>  | <b>-12,57 %</b> | <b>3,33 %</b>  |
| <b>Endring i RNOA fra PM</b>  |           |            | <b>-0,53 %</b> | <b>0,29 %</b>   | <b>0,23 %</b>  |
| <b>Endring i RNOA fra ATO</b> |           |            | <b>-0,43 %</b> | <b>-0,29 %</b>  | <b>-0,26 %</b> |
| <b>Endring i RNOA fra UP</b>  |           |            | <b>8,73 %</b>  | <b>-12,57 %</b> | <b>3,36 %</b>  |
| <b>Sum endring i RNOA</b>     |           |            | <b>7,77 %</b>  | <b>-12,57 %</b> | <b>3,33 %</b>  |
| FLEV                          |           | 1,44       | 1,31           | 1,46            | 1,66           |
| ΔFLEV                         |           |            | <b>-0,13</b>   | <b>0,15</b>     | <b>0,20</b>    |
| NBC                           |           | 0,94 %     | 1,86 %         | 6,12 %          | 2,54 %         |
| ΔNBC                          |           |            | <b>0,92 %</b>  | <b>4,26 %</b>   | <b>-3,58 %</b> |
| RNOA                          |           |            | 13,44 %        | 0,87 %          | 4,20 %         |
| SPREAD                        |           | 7,88 %     | 11,58 %        | -5,25 %         | 1,66 %         |
| ΔSPREAD                       |           |            | <b>3,70 %</b>  | <b>-16,83 %</b> | <b>6,91 %</b>  |

**Tabell 20:** Vekst i lønnsomhet.

De normaliserte profittmarginene har vært ganske stabile i løpet av regnskapsperioden fra 2005 til 2009. Under lønnsomhetsanalysen kom det frem at profittmarginen var over 100 prosent i 2005 og 2007. Grunnen til dette var at investeringseiendommene var kraftig oppjustert disse årene. I normalregnskapet er verdiendring i investeringseiendommer klassifisert som en unormal post. Den normale profittmarginen vil da endres. Tabellen viser at OLT hadde økning i avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler på 3,33 prosent i 2009. Dette kan forklares ved at normal profittmargin økte med 2,13 prosent fra 2008 til 2009 som økte avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler med 0,23 prosent ( $2,13 \% \times 0,1064$ ). Eiendelenes omløpshastighet ble redusert fra 2008 til 2009 med 0,0055 som gav en reduksjon i avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler på 0,26 prosent ( $-0,0055 \times 46,35 \%$ ). Normale poster reduserte dermed OLT sin lønnsomhet med 0,03 prosent ( $0,23 \% + -0,26 \%$ ). Unormale poster økte avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler med 3,36 prosent. Dette gav en økning i avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler i 2009 med 3,33 prosent ( $-0,03 \% + 3,36 \%$ ). Avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler bidro i 2009 til økning i avkastningen på egenkapitalen. Finansiell gjeldsgrad og netto lånekostnad bidro også til en økning i avkastningen på egenkapitalen i 2009. Resonnementet er likt for 2007 og 2008.



Finansielle aktiviteter påvirker avkastningen på egenkapitalen, men dette betyr ikke nødvendigvis at de skaper verdi for selskapet. Dersom selskapet tar opp lån til markedsverdi vil dette ikke ha noen innvirkning på selskapsverdien. Verdiskapningen skjer da gjennom driftsrelaterte aktiviteter. Gjeldsfinansiering kan øke avkastningen på egenkapitalen høyere enn avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler. Dermed kan selskaper øke avkastningen på egenkapitalen ved opptak av lån og det er viktig å være oppmerksomme på dette. Maksimering av netto driftsrelaterte eiendeler vil da være mer hensiktsmessig.

### 5.8.2 Vekst i egenkapitalen

Vekst i egenkapitalen er differansen mellom veksten i netto driftsrelaterte eiendeler og netto finansiell gjeld ( $\Delta EK = \Delta NDE - \Delta NFG$ ). Driveren til netto driftsrelaterte eiendeler er salg (Penman, 2010). Dermed blir salg også en driver til egenkapitalen. Omløpshastigheten uttrykker dette forholdet ( $ATO = \text{salg}/NDE$ ). Vekst i egenkapitalen kan uttrykkes som  $\Delta EK = \Delta(\text{Salg} \times (1/ATO)) - \Delta NFG$ . Endring i egenkapitalen kan forklares ut fra økt salg, endring i netto driftsrelaterte eiendeler som bidrar til hver krone av salg og/eller endringen i netto finansiell gjeld. Økt salg er hoveddriveren til vekst i egenkapitalen, men økt salg krever en høyere investering i driftseiendeler som er finansiert ved gjeld eller egenkapital.

Maksimering av superprofitten er mulig gjennom å øke investeringene og øke avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler. For å gjøre dette må salget øke, investeringen per krone av salg må reduseres ( $1/ATO$ ) og inntekten per krone solgt (PM) må økes. Vekst i egenkapitalen kan dekomponeres slik (Penman, 2010):

$$\Delta EK_t = \left( \Delta \text{Salg}_t \times \frac{1}{ATO_{t-1}} \right) + \left( \Delta \frac{1}{ATO_{t-1}} \times \text{Salg}_t \right) - \Delta NFG_t$$

| (beløp 1000 NOK)     | 2005       | 2006       | 2007             | 2008           | 2009            |
|----------------------|------------|------------|------------------|----------------|-----------------|
| Salg                 | 1 194 347  | 1 888 935  | 2 083 748        | 2 263 585      | 2 215 149       |
| ΔSalg                |            | 694 588    | 194 813          | 179 837        | -48 436         |
| ATO                  |            | 0,1234     | 0,1130           | 0,1064         | 0,1008          |
| 1/ATO                |            | 8,1039     | 8,8499           | 9,4015         | 9,9170          |
| Δ(1/ATO)             |            |            | 0,7460           | 0,5516         | 0,5155          |
| Gj.snitt NFG         |            | 9 044 934  | 10 446 218       | 12 635 596     | 13 703 898      |
| ΔGj.snitt. NFG       |            |            | 1 401 284        | 2 189 378      | 1 068 302       |
| <b>ΔEK</b>           |            |            | <b>1 731 905</b> | <b>650 790</b> | <b>-381 730</b> |
| NDE                  | 14 479 162 | 16 136 393 | 20 745 540       | 21 816 730     | 22 118 684      |
| Gj.snitt NDE         |            | 15 307 778 | 18 440 967       | 21 281 135     | 21 967 707      |
| Δ Gj.snitt NDE       |            |            | 3 133 189        | 2 840 169      | 686 572         |
| Gj.snitt NFG         |            | 9 044 934  | 10 446 218       | 12 635 596     | 13 703 898      |
| Δ Gj.snitt NFG       |            |            | 1 401 284        | 2 189 378      | 1 068 302       |
| <b>Δ Gj.snitt EK</b> |            |            | <b>1 731 905</b> | <b>650 791</b> | <b>-381 730</b> |

**Tabell 21:** Vekst i egenkapitalen til OLT.

I 2009 reduserte OLT den gjennomsnittlige egenkapitalen med 381 730 NOK som følge av at salgsinntektene ble redusert med 48 436 NOK, og at investeringen per krone av salg økte med 0,5155 fra forrige år. I tillegg har gjennomsnittlig finansiell gjeld økt med 1 068 302 NOK. Ut fra endringen i egenkapitalen ser vi at netto driftsrelaterte eiendeler ble finansiert hovedsakelig ved opptak av gjeld og delvis av egenkapital. Resonnementet er likt for 2007 og 2008.

## 6. Finansiell analyse

I årsrapporten (2009) deler OLT, som tidligere nevnt, sin finansielle risiko inn i likviditetsrisiko, renterisiko og kredittrisiko. Likviditetsrisikoen omfatter den risikoen konsernet har for å ikke kunne innfri sine forpliktelser ved forfall. Denne risikoen kan OLT redusere ved å ha flere tilgjengelige finansieringskilder og store likviditetsreserver. Konsernets renterisiko består av renteendringer i det korte- og langsiktige rentemarkedet. Konsekvensen av renteendringer er at kontantstrømmen, resultatregnskapet og egenkapitalen til konsernet endres. For å redusere risikoen benytter OLT seg av finansielle instrumenter. Konsernet har renteswaper for å sikre en langsiktig rentebinding slik at det oppnås en stabil kontantstrøm. Renteswapene er bokført til markedsverdi og avvik mellom avtalt fastrente og markedsrente bokføres i resultatregnskapet. OLT definerer kredittrisiko til å være risikoen konsernet har knyttet til om leietakere betaler den avtalte leien. Konsernet vurderer leietakerne til å ha tilfredsstillende soliditet, og selskapet har de senere årene hatt relativt lave tap av leiekrev. Kredittrisiko til OLT har økt på grunn av nedgangskonjunkturen, men vurderes likevel til å være moderat. For å gå nærmere inn på den finansielle risikoen til OLT velger vi å utføre en likviditets- og soliditetsanalyse.

### 6.1 Kortsiktig risiko - likviditetsanalyse

Analyse av selskapets likviditet innebærer å vurdere hvorvidt selskapet har nok likvide midler til å betale forpliktelsene etter hvert som disse forfaller (Kinserdal, 2005). Konsernets likviditet bør kunne imøtekomme fremtidige svingninger i lønnsomhet og kapital. Det blir dermed viktig å bygge opp likviditetsreserver som fanger opp disse svingningene. Klarer ikke selskapet å overholde kreditorenes betingelser må det slå seg konkurs. Likviditetsanalysen gir dermed en vurdering av selskapets kredittrisiko. Vurderingen av konsernets likviditet baseres både på hvor raskt eiendelene lar seg realisere og hvor store utbetalinger som forventes i fremtiden. Omløpsmidlene er selskapets mest likvide midler, mens den kortsiktige gjelden består av de utbetalinger som må foretas i nærmeste fremtid. Ifølge Banken og Busch (1999) har likviditetsanalyse to begrensninger. Den ene er at det varierer fra bedrift til bedrift hvor likvide omløpsmidlene er, og hvor raskt den kortsiktige gjelden skal nedbetales. Dette medfører at det blir vanskelig å foreta sammenligninger mellom bedrifter. Den andre

begrensningen er at selskapet kan ha store innbetalinger og utbetalinger som ikke fanges opp av balansen. Eksempler på disse er kontantsalg, renteinntekter, lønnsutbetalinger og rentekostnader. Begrensningene medfører at nøkkeltallene må betraktes som indikasjoner. Det er viktig å være kritisk til generelle standarder om hvor store nøkkeltallene bør være. Likviditetsgrad 1 og 2 beregnes som følger (Kinserdal, 2005):

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

Omløpsmidlene bør være dobbelt så store som den kortsiktige gjelden det vil si at halvparten av omløpsmidlene finansieres av langsiktig kapital. Likviditetsgrad 1 bør være større eller lik 2. Dette nøkkeltallet betegnes ofte som balanselikviditet.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

De mest likvide omløpsmidlene bør være minst like store som den kortsiktige gjelden. Likviditetsgrad 2 bør være større eller lik 1. Dette nøkkeltallet betegnes ofte som kasselikviditet.

### 6.1.1 Likviditetsanalyse av OLT

| (beløp i 1000 NOK)        | 2005          | 2006          | 2007          | 2008          | 2009          |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Omløpsmidler              | 483 009       | 1 195 062     | 1 323 272     | 963 370       | 1 291 523     |
| Kortsiktig gjeld          | 469 894       | 751 301       | 952 102       | 1 391 029     | 1 376 551     |
| <b>Likviditetsgrad 1</b>  | <b>1,0279</b> | <b>1,5907</b> | <b>1,3898</b> | <b>0,6926</b> | <b>0,9382</b> |
| Mest likvide omløpsmidler | 465 450       | 1 119 516     | 1 187 122     | 960 999       | 1 289 570     |
| Kortsiktig gjeld          | 469 894       | 751 301       | 952 102       | 1 391 029     | 1 376 551     |
| <b>Likviditetsgrad 2</b>  | <b>0,9905</b> | <b>1,4901</b> | <b>1,2468</b> | <b>0,6909</b> | <b>0,9368</b> |

**Tabell 22:** Likviditetsgrader for OLT.

Tallene er hentet fra årsrapportene til OLT i perioden 2005 til 2009. Posten mest likvide omløpsmidler består av kontanter og kontantekvivalenter, kundefordringer og andre fordringer. Varebeholdning er trukket ut som mindre likvid omløpsmiddel. Likviditetsgrad 1 var lavere enn det nivået som blir anbefalt. Likevel er det som nevnt vanskelig å sette en standard for alle typer selskaper. Eiendomsbransjen er svært kapitalintensiv og store andeler

av midlene er bundet i investeringseiendommer. Dette kan være årsaken til at likviditetsgrad 1 var noe lav. Likviditetsgrad 2 var tilfredsstillende frem til 2008. Både likviditetsgrad 1 og 2 var lavest i 2008, men ble høyere i 2009. Årsaken til de lave likviditetsgradene i 2008 var lavere varebeholdning og mindre kontanter og kontantekvivalenter enn forrige regnskapsår (OLT årsrapport, 2008). Samtidig økte kortsiktig gjeld hovedsakelig som følge av at den kortsiktige delen av langsiktig gjeld ble høyere. I 2009 var likviditetsgradene høyere enn i 2008 ved at omløpsmidlene økte og kortsiktig gjeld ble redusert. Omløpsmidlene økte hovedsakelig på grunn av økt kontantbeholdning og bankinnskudd. Kortsiktig gjeld ble noe redusert som følge av lavere leverandørgjeld. Fra tabellen ser vi at likviditetsgrad 1 og 2 var tilnærmet like i perioden 2005 til 2009. Grunnen er den relativt lave varebeholdningen. Likviditetsanalysen av OLT gir oss indikasjon på at konsernet har god evne til å betjene sine kortsiktige forpliktelser og vurderes til å ha lav kredittrisiko.

Vi velger å se på likviditetsgradene til OLT sine nærmeste konkurrenter ut fra vår bransjeavgrensning. Selv om en ikke kan trekke noen konklusjoner basert på sammenligningen vil denne likevel gi indikasjoner på hvor god selskapets likviditet er i forhold til sine konkurrenter. Vi velger i denne sammenhengen å se på likviditetsgradene til FBU og NPRO (FBU årsrapporter, 2007-2009; NPRO årsrapporter, 2006-2009).

### 6.1.2 Likviditetsanalyse av FBU og NPRO

| (beløp i 1000 NOK)             | 2006          | 2007          | 2008          | 2009          |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Likviditetsgrader FBU:</b>  |               |               |               |               |
| Omløpsmidler                   |               | 7 751 967     | 6 729 165     | 6 025 260     |
| Kortsiktig gjeld               |               | 1 611 775     | 1 150 786     | 1 025 575     |
| <b>Likviditetsgrad 1</b>       |               | <b>4,8096</b> | <b>5,8475</b> | <b>5,8750</b> |
| Mest likvide omløpsmidler      |               | 235 625       | 537 359       | 542 159       |
| Kortsiktig gjeld               |               | 1 611 775     | 1 150 786     | 1 025 575     |
| <b>Likviditetsgrad 2</b>       |               | <b>0,1462</b> | <b>0,4669</b> | <b>0,5286</b> |
| <b>Likviditetsgrader NPRO:</b> |               |               |               |               |
| Omløpsmidler                   | 1 703 015     | 1 687 489     | 667 716       | 348 823       |
| Kortsiktig gjeld               | 518 307       | 3 795 470     | 2 231 420     | 1 160 432     |
| <b>Likviditetsgrad 1</b>       | <b>3,2857</b> | <b>0,4446</b> | <b>0,2992</b> | <b>0,3006</b> |
| Mest likvide omløpsmidler      | 1 515 782     | 1 008 816     | 540 241       | 346 078       |
| Kortsiktig gjeld               | 518 307       | 3 795 470     | 2 231 420     | 1 160 432     |
| <b>Likviditetsgrad 2</b>       | <b>2,9245</b> | <b>0,2658</b> | <b>0,2421</b> | <b>0,2982</b> |

**Tabell 23:** Likviditetsgrader for FBU og NPRO.

FBU hadde høyere likviditetsgrad 1 sammenlignet med OLT i årene 2007 til 2009. OLT hadde høyere likviditetsgrad 2 over hele perioden, siden FBU hadde en lav andel av mer likvide omløpsmidler. Til å være et relativt nyetablert konsern har FBU god likviditet, men har noe høye andeler av mindre likvide omløpsmidler. Likevel vurderes selskapet til å ha lav til moderat kredittrisiko. OLT hadde lavere likviditetsgrader enn NPRO i 2006. Senere i perioden hadde OLT bedre likviditet samtlige av årene. Grunnen til at NPRO hadde forholdsvis høye likviditetsgrader i 2006 var den lave kortsiktige gjelden. Selskapet ble stiftet dette året og hadde ikke opparbeidet seg store andeler kortsiktig gjeld ennå. I årene 2007 til og med 2009 hadde NPRO lav likviditet som følge av høye gjeldsandeler og synkende andeler av omløpsmidler. Denne situasjonen kan forklares ut fra at konsernet er relativt nystiftet. I denne fasen har NPRO en noe høy kredittrisiko.

Oppsummert gir dette indikasjon på at OLT har tilfredsstillende likviditet i forhold til FBU, og god likviditet i forhold til NPRO. Begge konkurrentene er i en tidlig driftsfase og er ikke fullstendig sammenlignbare med OLT. Likevel gir likviditetsanalysen av de to konsernene oss en indikasjon på kredittrisikoen til OLT i forhold til bransjen.

### 6.2 Langsiktig risiko - soliditetsanalyse

Soliditetsanalyse gir indikasjon på selskapets evne til å bære tap over lengre tid (Banken & Busch, 1999). Selskapets soliditet kan analyseres ved å se på egenkapitalandelen. Denne viser hvor mye underskudd selskapet kan tåle før egenkapitalen går tapt.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \times 100$$

Nøkkeltallet viser hvor stor andel av totalkapitalen som er finansiert med egne midler, og dermed hvor stor del av eiendelene som kan gå tapt før kreditorenes fordringer kommer i fare. Dersom nye investeringsmuligheter dukker opp er egenkapitalandelen avgjørende for hvor god finansiering kreditorene er villige til å gi. Selskapets soliditet er bedre det høyere egenkapitalprosenten er. Egenkapitalandel på 30 til 35 prosent vil i de fleste tilfeller være tilfredsstillende, men nedre grensen vil avhenge av bransjen (Kristoffersen, 2002). Soliditeten kan også uttrykkes gjennom gjeldsgraden ved å dele gjelden på egenkapitalen. Gjeldsgraden

gir ikke videre informasjon utover det som fremkommer ved å beregne egenkapitalprosenten. På grunnlag av dette foretas det ikke beregning av gjeldsgraden til de tre konsernene. Rentedekningsgraden er også et sentralt nøkkeltall i soliditetsanalysen. Nøkkeltallet uttrykker selskapets evne til å påta seg økte renteforpliktelser.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Finanskostnader}}$$

Høy rentedekningsgrad gir selskapet økt handlefrihet og fleksibilitet. Mange har hevdet at rentedekningsgraden bør være større enn tre og minst større enn en (Kristoffersen, 2002). Er forholdstallet mindre enn en går selskapet med underskudd. Nedenfor vil vi gjøre beregning av egenkapitalprosenten, gjeldsgraden og rentedekningsgraden for OLT, FBU og NPRO (OLT årsrapport, 2005-2009; FBU årsrapport, 2007-2009; NPRO årsrapport, 2006-2009).

### 6.2.1 Soliditetsanalyse av OLT

| (beløp i 1000 NOK)        | 2005           | 2006           | 2007           | 2008           | 2009           |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Egenkapital               | 5 619 230      | 6 906 457      | 9 083 040      | 8 208 037      | 8 319 581      |
| Totalkapital              | 17 068 565     | 19 412 877     | 24 838 774     | 25 450 201     | 26 162 067     |
| <b>Egenkapitalprosent</b> | <b>32,92 %</b> | <b>35,58 %</b> | <b>36,57 %</b> | <b>32,25 %</b> | <b>31,80 %</b> |

**Tabell 24:** Egenkapitalprosent for OLT.

Redusert egenkapitalprosent i 2008 var en konsekvens av at opptjent egenkapital var lavere dette året. I tillegg medførte økt totalkapital ytterligere reduksjon i egenkapitalprosenten. Totalkapitalen økte i 2008 som følge av opptak av kortsiktig- og langsiktig lån. I 2009 pådro konsernet seg mer langsiktig gjeld. Økningen i totalkapitalen var større enn økningen i egenkapitalen slik at egenkapitalprosenten til OLT ble redusert i 2009 i forhold til 2008. OLT hadde en egenkapitalandel på over 30 prosent av totalkapitalen gjennom hele perioden. Selskapet kan dermed tåle tap uten at det er direkte fare for kreditorenes fordringer med det første. Egenkapitalprosenten til OLT tilsier at selskapet har god soliditet.

| (beløp i 1000 NOK)         | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Driftsresultat             | 806 524     | 1 166 958   | 1 202 800   | 1 370 992   | 1 417 225   |
| Finansinntekter            | 5 141       | 15 214      | 30 722      | 38 232      | 75 516      |
| Finanskostnader            | 167 809     | 302 484     | 501 748     | 679 236     | 590 933     |
| <b>Rentedekningsgraden</b> | <b>4,84</b> | <b>3,91</b> | <b>2,46</b> | <b>2,07</b> | <b>2,53</b> |

**Tabell 25:** Rentedekningsgrad for OLT.

Rentedekningsgraden var hele 4,84 i begynnelsen av perioden. Frem til 2008 var selskapets evne til å påta seg renteforpliktelser blitt redusert. Årsaken til dette var i hovedsak at rentekostnadene hadde økt som følge av OLT har tatt opp mer lån. I 2009 ble rentekostnadene redusert i forhold til året før. I tillegg økte driftsresultatet og finansinntektene. Dermed økte rentedekningsgraden litt i 2009. Tommelfingerregelen er at rentedekningsgraden bør være over tre (Kristoffersen, 2002). Rentedekningsgraden for OLT viste minimale avvik i perioden 2005 til 2009. Minstekravet om at rentedekningsgraden må være større enn en var oppfylt. Resultatene fra rentedekningsgraden viser at konsernet har tilfredsstillende evne til å påta seg renteforpliktelser og har dermed god soliditet.

### 6.2.2 Soliditetsanalyse av FBU og NPRO

| (beløp i 1000 NOK)              | 2006           | 2007           | 2008           | 2009           |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Egenkapitalprosent FBU:</b>  |                |                |                |                |
| Egenkapital                     |                | 3 774 692      | 2 207 346      | 2 326 406      |
| Totalkapital                    |                | 8 198 777      | 7 202 515      | 6 271 564      |
| <b>Egenkapitalprosent</b>       |                | <b>46,04 %</b> | <b>30,65 %</b> | <b>37,09 %</b> |
| <b>Egenkapitalprosent NPRO:</b> |                |                |                |                |
| Egenkapital                     | 5 373 227      | 6 830 903      | 5 001 160      | 4 917 996      |
| Totalkapital                    | 16 887 931     | 33 882 078     | 28 926 323     | 24 713 048     |
| <b>Egenkapitalprosent</b>       | <b>31,82 %</b> | <b>20,16 %</b> | <b>17,29 %</b> | <b>19,90 %</b> |

**Tabell 26:** Egenkapitalprosent FBU og NPRO.

I 2007 og 2009 hadde OLT lavere egenkapitalprosent enn FBU. Dette kommer av at OLT hadde en større gjeldsandel av totalkapitalen. OLT er et relativt veletablert konsern og har dermed opparbeidet store andeler bundne midler finansiert av langsiktig gjeld. Dette gjør at egenkapitalprosenten ikke er fullstendig sammenlignbare. FBU har en god soliditet basert på egenkapitalprosenten. OLT hadde høyere egenkapitalprosent enn NPRO over hele perioden. Etter 2006 hadde NPRO lavere egenkapitalprosent men prosenten tok seg opp i 2009. Høy gjeldsfinansiering medfører at konsernet har moderat soliditet.

| (beløp i 1000 NOK)             | 2006        | 2007          | 2008           | 2009          |
|--------------------------------|-------------|---------------|----------------|---------------|
| <b>Rentedekningsgrad FBU:</b>  |             |               |                |               |
| Driftsresultat                 |             | -217 501      | -2 000 387     | -691 521      |
| Finansinntekter                |             | 23 385        | 39 228         | 15 802        |
| Finanskostnader                |             | 10 399        | 15 261         | 33 915        |
| <b>Rentedekningsgrad</b>       |             | <b>-18,67</b> | <b>-128,51</b> | <b>-19,92</b> |
| <b>Rentedekningsgrad NPRO:</b> |             |               |                |               |
| Driftsresultat                 | 744 955     | 2 264 738     | -2 591 047     | -378 571      |
| Finansinntekter                | 13 521      | 67 972        | 26 627         | 42 233        |
| Finanskostnader                | 295 762     | 958 863       | 1 353 046      | 1 098 198     |
| <b>Rentedekningsgrad</b>       | <b>2,56</b> | <b>2,43</b>   | <b>-1,90</b>   | <b>-0,31</b>  |

**Tabell 27:** Rentedekningsgrad til FBU og NPRO.



FBU hadde negativ rentedekningsgrad over hele perioden, og har hatt vesentlig verre utvikling enn OLT. Årsaken til negativ rentedekningsgrad var det negative driftsresultat. I 2008 hadde konsernet svært lav rentedekningsgrad. I 2009 ble dekningsgraden bedre, men ikke på et tilfredsstillende nivå. Dersom konsernets driftsresultat ikke bedres de neste årene vil selskapet ikke klare å betjene gjelden sin. Basert på rentedekningsgraden har FBU svært lav soliditet. Rentedekningsgraden til NPRO var tilfredsstillende i 2006 og 2007. I 2008 og 2009 hadde konsernet negativ rentedekningsgrad som kom av det negative driftsresultatet. Finanskostnadene økte i takt med gjeldsfinansieringen og har sammen med det negative driftsresultatet hatt negativ effekt på rentedekningsgraden. Rentedekningsgrad mindre enn en tilsier at selskapet går med underskudd (Kristoffersen, 2002). Fortsetter konsernet å ha rentedekningsgrad mindre enn en vil ikke selskapet kunne betjene sine renteforpliktelser på sikt, og vurderes dermed å ha lav soliditet. OLT hadde høyere rentedekningsgrad enn NPRO over hele perioden.

Oppsummert vurderes OLT til å ha bedre soliditet enn begge sine konkurrenter. FBU har god soliditet basert på egenkapitalprosenten og gjeldsgraden. Svært lav rentedekningsgrad gjør at FBU totalsett vurderes til å ha moderat soliditet. NPRO betraktes også til å ha moderat soliditet totalsett. OLT betraktes å ha god soliditet, og stiller dermed sterkere enn begge konkurrentene. Fra et investorperspektiv er det hensiktsmessig å foreta likviditets- og soliditetsanalyse for å vurdere konkurrisikoen. En investor ønsker å finne ut om selskapet vedkommende skal investere i er overlevelsesdyktig. Likviditets- og soliditetsanalysen tilsier at OLT har lav risiko for konkurs både på kort og lang sikt. OLT har dermed lav selskapsspesifikk risiko. Dersom et selskap ikke har oppgitt gjennomsnittlig gjeldsrente kan det utføre syntetisk rating som måler selskapets konkurrisiko (Standard & Poors, 2010). Lånegiver legger til grunn konkurrisikoen for å komme frem til risikopremien ved fastsettelse av krav på utlånt kapital. På grunnlag av at den gjennomsnittlige gjeldsrenten til OLT er oppgitt i årsrapporten for 2009, foretar vi ikke syntetisk rating av konsernet.

## 7. Avkastningskrav

Et avkastningskrav er ifølge Penman (2010) avkastningen en investor må ha for å kompensere for tidsverdien av pengene og risikoen investeringen innebærer. Tidligere i oppgaven under bransjedelen ble det gjort rede for at eiendomsbransjen ofte bruker yield ved verdivurdering av eiendom (Gundersen, 2009). Dette forholdstallet er et usikkert mål på den realiserte avkastningen. Ved verdsettelse av eiendom bør det foretas en mer grundig vurdering av hvilket avkastningskrav som er riktig å benytte. Vi velger å fastsette avkastningskravet basert på kapitalverdimodellen.

### 7.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskravet for en aksjeinvestering etter skatt er ifølge kapitalverdimodellen (Bøhren & Michaelsen, 2006).

$$E(r_j) = r_f \times (1 - s) + \beta_j \times [E(r_m) - r_f \times (1 - s)]$$

$E(r_j)$  = eiernes forventede avkastning på aksjen

$r_f$  = risikofri rente

$s$  = skattesatsen (0,28)

$\beta_j$  = relevant (systematisk) risiko

$E(r_m)$  = forventet avkastning på markedsporteføljen

Kapitalverdimodellen bygger på en rekke strenge forutsetninger. Disse forutsetningene er knyttet til egenskaper ved investorene og kapitalmarkedet (Bøhren & Michaelsen, 2006). Investorene har enperiodisk tidshorisont, homogene forventninger og velger kun effisiente porteføljer. Det antas også at investorene er risikoaverse. Det forutsettes at investorene kan låne og spare ubegrenset i kapitalmarkedet. Alle eiendeler er omsettelige og fullstendig delbare. I tillegg antas det at informasjonen en har er tilgjengelig for alle, og at tilbudet av alle eiendeler er gitt. Mange av forutsetningene til kapitalverdimodellen holder ikke i virkeligheten. Det finnes flere alternative modeller til kapitalverdimodellen, men vi velger å holde oss til denne modellen. Grunnen til dette er at de alternative modellene ikke nødvendigvis gir et bedre estimat for avkastningskravet til egenkapitalen. Dessuten er

kapitalverdimodellen den modellen som blir mest brukt i praksis. I de neste punktene vil vi fastsette passende estimater for risikofri rente, markedets risikopremie og betaverdien.

### 7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten skal tilsvare avkastningen en investor krever for å utsette forbruket. Denne kompensasjonen dekker prisstigningen og alternativkostnaden. Koller et. al (2005) konkluderer med at en skal bruke renten til en tiårig statsobligasjon som den risikofrie renten når en skal verdsette et selskap. Ifølge Norges Bank er den gjennomsnittelige renten på en tiårig statsobligasjon fire prosent per 20.mars 2010.

### 7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er et estimat på hva investoren forlanger for å utsette seg for den gjennomsnittelige markedsrisikoen (Koller et al., 2005). Markedets risikopremie finnes ved å ta den forventede avkastningen til markedsporteføljen og trekke fra risikofri rente etter skatt (Boye & Meyer, 1998). Risikopremien til markedet blir ofte valgt på grunnlag av historiske risikopremier. Tidligere i oppgaven under bransjedelen presenterte vi tabell to som viser de historiske avkastningskravene til eiendom fra 1988 til 2006. Flåøyen (2007) kom frem til disse tallene ved å bruke et geometrisk gjennomsnitt. Det oppdaterte avkastningskravet på eiendom for perioden 1988 til 2009E er 9,9 prosent (Flåøyen, 2010). Markedets risikopremie blir da for OLT 7,02 prosent ( $9,9 \% - 4,0 \% \times 0,72$ ).

### 7.1.3 Betaverdien

I kapitalverdimodellen er betaverdien et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til et selskap. For å finne betaverdien til en aksje brukes det vanligvis avkastningstall fra aksjen og markedet (Boye & Meyer, 1998). For å beregne egenkapitalbetaen for OLT velger vi å gjøre dette ved å bruke månedlige avkastningstall fra OLT og OSEAX fra januar 2005 til og med desember 2009. Den beregnede betaverdien ble på 0,3286. Utrekningen av betaverdien er lagt ved oppgaven i vedlegg tre. Ved bruk av historiske data er det alltid mulighet for estimeringsfeil. I virkeligheten tenderer ofte gjennomsnittelig betaverdi mot 1. Vi velger å bruke den såkalte Bloomberg justeringen av betaverdien for å komme frem til betaverdien for OLT (Damodaran, 2002).

$$0,67 \times \beta_i + 0,33 \times 1 = 0,67 \times 0,3286 + 0,33 \times 1 = \underline{0,5502}$$

$$E(r_j) = 4 \% \times 0,72 + 0,5502 \times [ 9,9 \% - 4 \% \times 0,72 ] = \underline{6,7424 \%}$$

Avkastningskravet til egenkapitalen er aksjonærenes eller eiernes avkastningskrav. Egenkapitalen som investeres i et foretak må i hvert fall gi en avkastning som tilsvarer eiernes avkastningskrav.

### 7.2 Avkastningskravet til gjelden

I følge Koller et. al (2005) finnes selskapets avkastningskrav på gjelden ved å bruke selskapets langsiktige gjeldrente. Gjennomsnittlig gjeldsrente for OLT sin portefølje av lån og finansielle instrumenter var i 2009 på 4,20 prosent (OLT årsrapport, 2009).

### 7.3 Avkastningskravet til totalkapitalen

Avkastningskravet på totalkapitalen fremkommer ved å vekte avkastningskravet for egenkapitalen og gjennomsnittelig lånerente for rentebærende gjeld. Totalavkastningskravet defineres som følgende (Koller et. al, 2005):

$$WACC = \frac{E}{V} \times k_e + \frac{D}{V} \times k_d \times (1 - s)$$

E = markedsverdien til egenkapitalen

D = markedsverdien til gjelden

V = markedsverdien til egenkapitalen og gjelden

s = skattesatsen (0,28)

$k_e$  = egenkapitalkravet

$k_d$  = gjeldskravet

Per 31.12.2009 var aksjene til OLT priset til 770 NOK, og antall utstedte aksjer var 10 644 532. Markedsverdien til egenkapitalen blir da 8 196 289 640 NOK (10 644 532 × 770 NOK).

Rentebærende gjeld til OLT består av langsiktig gjeld og deler av den kortsiktige gjelden. Finansiell gjeld i 2009 var 14 481 621 NOK som er summen av annen langsiktig gjeld på 13 252 973 NOK og annen kortsiktig gjeld på 1 228 649 NOK.

$$WACC = \frac{8\,196\,289\,640}{8\,210\,771\,261} \times 6,7424\% + \frac{14\,481\,621}{8\,210\,771\,261} \times 4,2\% \times (1 - 0,28) \approx 6,74\%$$

Avkastningen på totalkapitalen for OLT ble på 6,74 prosent.

## 8. Regnskapet i tider med økonomisk uro

Tidligere i oppgaven gjorde vi rede for at høsten 2007 startet det en økonomisk nedgangsperiode etter flere år med sterk økonomisk vekst. Den norske økonomien ble kraftig rammet hovedsakelig gjennom nedgang i investeringer, produktivitet og forbruk. Ifølge Aastveit og Berner (2009) er det en utfordring å utarbeide regnskap i ustabile økonomiske tider.

Finanskrisen slo hardest inn i 2008 og 2009 ved at de realøkonomiske effektene kom frem. Dette innebar blant annet svakere resultater for en rekke børsnoterte selskaper, problemer med å overholde lånebetingelser og nedskrivninger. Regnskapsreglene bidro til at finanskrisen ble mer synlig som følge av at regnskapet blir påvirket av lavere omsetning, tap, verdireduksjoner og at selskapene ikke kan overholde lånebetingelsene. I tider med økonomisk uro er kvaliteten på finansielle rapporteringer viktig, siden den danner grunnlaget for et selskaps nåværende og fremtidige situasjon. Aastveit og Berner (2009) poengterer at ved økonomisk uro bør en være ekstra oppmerksom på resultat kvaliteten og de såkalte røde flaggene. I Norge ble det fra og med 2005 krav om at alle børsnoterte selskaper måtte føre regnskapet etter IFRS standarden. Denne regnskapsstandard er mer omfattende og tydeligere i forhold til tradisjonell norsk god regnskapsskikk. Til tross for at IFRS er mer omfattende har også denne regnskapsstandard rom for skjønsmessige vurderinger.

De røde flaggene gir indikasjoner på unormale aktiviteter i den finansielle rapporteringen. Eksempler på slike aktiviteter er endring av regnskapsprinsipp, unormal økning i kundefordringer, unormal økning i lager, unormal økning i leverandørgjeld og store låneopptak. Til tross for at IFRS krever meget detaljerte noteopplysninger er det mange instanser som mener at det er mangler i regnskapsrapporteringen. Økt fokus på resultat kvalitet og røde flagg etter resesjonen inntraff har medført at selskapene må forsvare og eventuelt dokumentere verdiene de besitter. I tillegg må eventuelle nedskrivninger dokumenteres.

Det har blitt hevdet at regnskapsreglene skapte finanskrisen, og at de var hovedårsaken til at bankene fikk problemer. Aastveit og Berner (2009) er uenig i dette og mener heller at regnskapsreglene har blitt brukt som en unnskyldning for nedgangskonjunkturen. Forfatterne hevder at regnskapsreglene likevel har bidratt til å tydelig- og synliggjøre krisen.

---

Fokuset på regnskapskvalitet er også viktig i verdsettelsessammenhenger. Dersom regnskapskvaliteten er dårlig vil dette føre til at kvaliteten på budsjetteringen blir dårligere, og at selve verdsettelsen kan gi misledende verdierestimater (Penman, 2010). Viser det seg at historisk inntjening ikke er et godt mål på fremtidig inntjening kan regnskapskvaliteten være dårlig. Vi vil ikke gå nærmere inn på OLT sin regnskapskvalitet, men antar at den er tilfredsstillende siden det ikke er indikasjoner på dette.

## 9. Verdsettelsen

Basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen av OLT vil vi utarbeide et fremtidsregnskap for konsernet. Fremtidsregnskapet danner grunnlaget for å kunne foreta en verdsettelse av OLT. Flere av momentene fra den strategiske analysen vil hjelpe oss å fastsette selskapets fremtidige vekst. Veksten baseres på selskapets historiske regnskapstall hvor vi benytter det reformulerte regnskapet for de fem siste årene.

### 9.1 Fundamentale verdsettelsesmodeller

I kapittel tre gjorde vi rede for ønsket om å benytte fundamental verdsettelse. I den videre fremstillingen presenteres aktuelle fundamentale modeller og valg av hvilken modell som er mest hensiktsmessig for å verdsette OLT. Verdsettelsen av OLT baseres på en to-periodemodell (Damodaran, 2002). I den første perioden forventes selskapet å vokse mer enn i den andre perioden. Den første perioden kalles budsjettperioden, og denne perioden varer frem til år T. Den andre perioden er veksten utover budsjettperioden T hvor det forventes stabil vekst.

#### 9.1.1 Dividendemodellen

Dividendemodellen er den enkleste av modellene for å verdsette egenkapitalen til et selskap (Damodaran, 2002). Modellen neddiskonterer beløpene som det forventes at selskapet utbetaler i fremtidig dividende. I tillegg tar modellen hensyn til nåverdien av forventet terminalverdi. Terminalverdien ( $P_T$ ) kan uttrykkes som enten konstant eller voksende dividende utover budsjetteringsperioden T (Penman, 2010). Fordelen med å benytte dividendemodellen er at den er en relativ enkel modell. Dividende er utbetalingen til aksjonærene, og disse er vanligvis ganske stabile på kort sikt. Dette gjør at den kortsiktige budsjetteringen er enkel å gjennomføre (Penman, 2010). Ulempen ved å benytte modellen er at dividende ikke nødvendigvis er knyttet til verdiskapning på kort sikt. Dermed kreves en lang budsjettperiode for at terminalverdien skal bli mindre usikker (Penman & Sougiannis, 1998).

$$V_0^E = \frac{d_1}{\rho_E} + \frac{d_2}{\rho_E^2} + \frac{d_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{d_T}{\rho_E^T} + \frac{P_T}{\rho_E^T}$$



Hvor  $P_T$  er terminalverdien etter budsjettperioden  $T$ , og  $\rho_E$  er en pluss avkastningskravet til egenkapitalen (Penman, 2010). Modellen virker best når selskapet genererer stor vekst og forventer at dette fortsetter inn i fremtiden (Damodaran, 2002). Et annet kriterium for at dividendemodellen fungerer optimalt er at utbetalingene til aksjonærene er tett knyttet til verdiskapningen i selskapet, for eksempel ved at selskapet har en fast utbytterate. OLT har ikke hatt fast utbetaling til aksjonærene de fem siste årene som det kommer frem i vedlegg en. Ifølge Miller og Modigliani (1961) påvirkes ikke selskapets verdi av hvilken dividendepolitikk de fører. Dividendemodellen tar heller ikke hensyn til verdiskapningen fra investeringsaktivitetene (Penman, 2010). Dette gjør derimot fri kontantstrømmodellen.

### 9.1.2 Fri kontantstrømmodellen

Differansen mellom kontantstrømmen fra driften og kontantstrømmen til nye investeringer er selskapets frie kontantstrøm (Damodaran, 2002). Den frie kontantstrømmen er kapitalen selskapet kan forvalte etter de har gjort sine reinvesteringer. Kapitalen tilfaller aksjonærene og kreditorene til selskapet. Siden aksjonærene må dele fri kontantstrøm med kreditorene, er verdien til egenkapitalen lik nåverdien av forventet fri kontantstrøm minus verdien av netto gjeld (Penman, 2010). I tillegg må forventet verdi av fri kontantstrøm etter budsjettperioden  $T$  legges til for å komme frem til verdien på selskapets egenkapital (Penman, 2010). Denne fremskrivingsverdien fremkommer som  $FV$ .

$$V_0^E = \frac{C_1 - I_1}{\rho_F} + \frac{C_2 - I_2}{\rho_F^2} + \frac{C_3 - I_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{C_T - I_T}{\rho_F^T} + \frac{FV_T}{\rho_F^T} - V_0^G$$

Hvor  $\rho_F$  er en pluss avkastningskravet til totalkapitalen. Fremskrivingen avhenger av om det forutsettes konstant eller voksende fri kontantstrøm utover budsjettperioden  $T$ . Fordelene med å bruke fri kontantstrømmodellen er at den er relativt enkel å bruke, kontantstrømmer er relativt enkle å forholde seg til og kontantstrømmene blir ikke påvirket av regnskapsprinsipper (Penman, 2010). Ulempen ved å velge modellen er at fri kontantstrøm ikke måler verdiskapning på kort sikt, fordi investeringene ikke blir sammenstilt med verdien de genererer (Penman & Sougiannis, 1998). Investeringer blir da på kort sikt fremstilt som verdiforringende. Dermed kreves en lang budsjettperiode og fremskrivingen blir tillagt mer vekt enn ønskelig. I tillegg medfører den negative tolkningen av investeringer at det gir insentiv til selskapet om å redusere investeringene for å øke fri kontantstrøm. Dette vil

redusere verdiskapningen på lang sikt. Selskaper i vekst som har foretatt store investeringer har negativ kontantstrøm selv om selskapet er vellykket. Modellen fungerer best når investeringsmønsteret skaper positiv fri kontantstrøm eller den frie kontantstrømmen har en konstant vekst (Penman, 2010). I regnskapsanalysen kom det frem av den reformulerte kontantstrømoppstillingen at OLT hadde negativ fri kontantstrøm i 2007, 2008 og 2009. Modellen vil ikke fungere fordi vi ikke kan fastsette hvilket tidspunkt selskapet vil produsere positiv fri kontantstrøm. I tillegg kan vi ikke fastsette fremskrivingsverdien når budsjettverdien er negativ siste året før budsjettperioden.

### 9.1.3 Den driftsrelaterte superprofittmodellen

I reformuleringen skilte vi mellom driftsrelaterte- og finansielle aktiviteter (Penman, 2010). Dette ble utført fordi det normalt er driftsrelaterte aktiviteter som skaper verdi for selskapet. Det er kun verdiskapende poster som skal budsjetteres (Gjesdal, 2007). Bokført verdi av netto finansiell gjeld blir ofte antatt å være lik markedsverdien (Feltham & Ohlson, 1995). Ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet kan det dermed ses bort fra finansielle aktiviteter. Ifølge Miller og Modigliani har ikke selskapets kapitalstruktur innvirkning på selskapets verdi (Berk & DeMarzo, 2007). Normalt genererer gjeldsfinansiering som nevnt kun vekst i inntektene og er ikke verdiskapende for selskapet. Dermed er det mer hensiktsmessig å fokusere på resultat fra driftsrelaterte aktiviteter enn rapportert resultat som inneholder finansielle inntekter og kostnader. I tillegg er det mer nyttig å fokusere på netto driftsrelaterte eiendeler enn egenkapital i balansen. Den driftsrelaterte superprofittmetoden kan beregnes ut fra differansen mellom driftsresultatet etter skatt og avkastningskravet til totalkapitalen multiplisert med inngående verdi av netto driftsrelaterte eiendeler (Penman, 2010).

$$ReOI_t = DR \text{ (etter skatt)}_t - (\rho_F - 1) \times NDE_{t-1}$$

Hvor  $\rho_F$  er 1 pluss avkastningskravet for selskapet. Da blir verdien til de netto driftsrelaterte eiendelene lik (Penman, 2010):

$$V_0^{NDE} = NDE_0 + \frac{ReOI_1}{\rho_F} + \frac{ReOI_2}{\rho_F^2} + \frac{ReOI_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{ReOI_T}{\rho_F^T} + \frac{FV_T}{\rho_F^T}$$

Hvor NDE er bokført verdi, ReOI er driftsrelatert superprofitt, og FV er verdien av forventet ReOI etter budsjettthorisonen T. Fremskrivingen i modellen summerer forventningene om

selskapets ytelse utover budsjetthorizonten. I denne perioden er selskapets kommet inn i en stabil vekstfase kalt steady state (Penman, 2010). Forventet driftsrelatert superprofitt etter budsjetthorizonten kan enten være lik null, konstant eller voksende. Driftsrelatert superprofitt kan også uttrykkes som følgende (Penman, 2010).

$$ReOI_t = [RNOA_t - (\rho_F - 1)] \times NDE_{t-1}$$

Driverne til driftsrelatert superprofitt er avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler i tillegg til netto driftsrelaterte eiendeler. Verdsetting av selskaper ved bruk av denne modellen kan da baseres på budsjettering og fremskriving av avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler og netto driftsrelaterte eiendeler. For å kunne utarbeide fremtidsregnskapet for OLT må vi identifisere verdidriverne til superprofitten basert på normalregnskapet (Penman, 2010). Den driftsrelaterte superprofitten har følgende fem drivere:

$$ReOI = Salg \times \left[ Normal PM - \frac{Avkastningskravet\ til\ selskapet}{ATO} \right] \\ + Normalt\ annet\ driftsresultat + Unormale\ poster$$

I fremtidsregnskapet til OLT velger vi å slå sammen postene leieinntekt og andre driftsinntekter. Salg er dermed segmentert i forhold til hva som er generert fra kontoreiendommene, kjøpesentrene og annet. Normal profittmargin og eiendelens omløpshastighet er konsernets øvrige verdidrivere. Normalregnskapet til OLT inneholder ikke posten normalt annet driftsresultat, og er derfor ikke verdidriver for OLT. Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet er det vanskelig å predikere unormale poster. Vi velger dermed å ikke ta med disse postene for å komme frem til verdierestimatet av egenkapitalen til OLT.

Verdien til egenkapitalen er  $V_0^{EK} = V_0^{NDE} - V_0^{NFG}$  (Penman, 2010). Dersom den bokførte verdien til netto finansiell gjeld er lik markedsverdien, blir  $V_0^{NFG}$  lik NFG. Verdien til egenkapitalen uttrykkes dermed slik:

$$V_0^{EK} = EK_0 + \frac{ReOI_1}{\rho_F} + \frac{ReOI_2}{\rho_F^2} + \frac{ReOI_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{ReOI_T}{\rho_F^T} + \frac{FV_T}{\rho_F^T}$$

Hvor  $EK = NDE - NFO$ . Det er denne modellen vi velger å bruke for å verdsette egenkapitalen til OLT. Verdien til selskapet kan også finnes ved å bruke driftsrelatert superprofittvekstmodellen hvor verdien fremkommer som endring i driftsrelatert superprofitt (Penman, 2010). Dersom det legges til grunn en uendelig tidshorison vil de overnevnte modellene gi lik verdi på egenkapitalen (Penman & Sougiannis, 1998). Ved avvik i egenkapitalverdien skyldes dette at en har benyttet for kort fremskrivningshorison.

### 9.2 Budsjettperioden

Ifølge Koller (2002) skal budsjettperioden være på fem til ti år slik at selskapet kan nå steady state før fremskrivningsperioden. Vi velger i den videre fremstillingen å bruke en budsjettperiode på fem år.

Norges Bank forventer at inflasjonen i Norge vil utvikle seg slik som i figur seks under den strategiske analysen. Ut fra denne figuren tolker vi at det er mest sannsynlig at inflasjonen kommer til å utvikle seg som følgende.

|                     | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Forventet inflasjon | 1,50 % | 2,25 % | 2,50 % | 2,50 % | 2,50 % |

**Tabell 28:** Forventet inflasjon.

Etter budsjettperioden antar vi at inflasjonen kommer til å være tilnærmet inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 prosent. I den videre fremstillingen av fremtidsregnskapet har vi tatt hensyn til inflasjonen i beregningene, og regnskapet baseres på løpende priser.

Vi har valgt å bruke den driftsrelaterte superprofittmodellen for å verdsette OLT. For å komme frem til et verdierestimert må vi da ta for oss postene i det reformulerte normalregnskapet og i netto driftsrelaterte eiendeler i balansen. Ut fra den strategiske- og regnskapsmessige analysen gjør vi antagelser om hvordan disse postene utvikler seg i budsjettperioden og i fremskrivningsperioden.

### 9.2.1 Det normale resultatregnskapet

Driftsinntektene til OLT består av leieinntekter og andre driftsinntekter. I tabellen nedenfor, som er hentet fra finansregnskapet, er konsernets driftsinntekter delt inn etter om de kommer fra kjøpesenterlokaler, kontorlokaler eller annet.

| (beløp i 1000 NOK) | Kjøpesenter | Kontor-/Næringseiendom | Annet   | Konsern   |
|--------------------|-------------|------------------------|---------|-----------|
| DI 2005            | 799 777     | 374 336                | 20 234  | 1 194 347 |
| DI 2006            | 1 301 821   | 573 669                | 13 445  | 1 888 935 |
| DI 2007            | 1 404 006   | 600 279                | 79 463  | 2 083 748 |
| DI 2008            | 1 656 108   | 470 113                | 137 364 | 2 263 585 |
| DI 2009            | 1 677 886   | 573 263                | 0       | 2 251 149 |

**Tabell 29:** DI 2005-2009 for OLT.

Fremtidige driftsinntekter deles inn i driftsinntekter fra kjøpesenter og kontorlokaler. Segmentet annet i tabellen utgjør kun en liten del av driftsinntektene, og består av forvaltning av kjøpesentre og utvikling og salg av boliger. Dette segmentet blir behandlet som driftsinntekter fra kjøpesenterlokaler. Hovedgrunnen til oppdelingen er at det er ulike markedsforventninger knyttet til kontor- og kjøpesenterlokaler. Veksten fra år til år varierer mye for hvert segment basert på perioden fra 2005 til 2009. Grunnen til dette er blant annet at konsernet har foretatt ulikt antall investeringer de ulike årene og de makroøkonomiske forholdene har endret seg.

I strategien kom det frem at omsetningen i kjøpesentrene til OLT hadde økt i løpet av 2009 sammenlignet med 2008. Siden en betydelig del av leieinntektene til OLT kommer fra omsetningen i detaljhandlene har driftsinntektene fra kjøpesenterlokaler økt. Driftsinntektene fra dette segmentet har og økt som følge av nye investeringer. Veksten i driftsinntektene for konsernet ble i 2009 dempet av at fem kjøpesentre ble utfisjonert til tidligere eiere i Amfi Eiendom. I løpet av 2009 gjennomførte OLT en rekke investeringer som til sammen ble på 1 822 MNOK. Disse omfattet blant annet økt eierandel i Amfi Eiendom AS fra 72 prosent til 99 prosent. I tillegg kjøpte konsernet 55 prosent av kjøpesenteret Vestkanten i Bergen kommune. OLT hadde en rekke eiendomsprosjekter under oppføring per 31.12.2009. Av eiendomsprosjektene forventes Amfi Steinkjer og Storo Storsenter å være ferdigstilt i slutten av 2010. Utvidelsen av Sørlandssenteret ved Kristiansand S pågår i to byggetrinn og disse blir

henholdsvis ferdigstilt i 2011 og 2013. I løpet av 2009 ble eiendomsprosjektene Molde Storsenter og Amfi Alta ferdigstilt. Det er svært sannsynlig at OLT kommer til å fortsette å investere i kjøpesenterlokaler og nye eiendomsprosjekter. Vi antar at økte investeringer i fremtiden vil øke driftsinntektene til OLT.

| (beløp i 1000 NOK)       | 2005    | 2006      | 2007      | 2008      | 2009      | Gjennomsnitt |
|--------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| DI fra kjøpesenter       | 820 011 | 1 315 266 | 1 483 469 | 1 793 472 | 1 677 886 |              |
| Årlig prosentvis endring |         | 60 %      | 13 %      | 21 %      | -6 %      | 22 %         |

**Tabell 30:** DI fra kjøpesentrene til OLT.

Ut fra tabellen har årlig prosentvis vekst variert over perioden. I 2006 var den svært høy for så å bli betraktelig redusert. I 2009 ble veksten i driftsinntektene fra kjøpesentrene redusert som følge av utfisjonering. Dette førte til at driftsinntektene fra kjøpesentrene var lavere enn året før. Den gjennomsnittlige veksten i driftsinntekter fra kjøpesenter var 22 prosent.

Ifølge Newsec (2010) forventes det økning i privatforbruket i 2010 og 2011. Dette vil medføre en positiv effekt på omsetningen i detaljhandelen. I 2012 og 2013 forventes det økt lønnsvekst som kan bidra til økt omsetning for kjøpesentrene. Styringsrenten ved utgangen av 2009 var på 1,75 prosent. I fremtiden forventes det at Norges Bank kommer til å øke styringsrenten som vist i figur fem under den strategiske analysen. Vi forutsetter at styringsrenten vil holde seg forholdsvis lav frem til 2012 og deretter vil øke mot normalnivået. Den økte lønnsveksten som bidrar til økt privat konsum vil bli dempet av høyere styringsrente. Dette vil ha negativ effekt på omsetningen i kjøpesentrene. Basert på forutsetningene ovenfor kommer vi frem til følgende vekst i driftsinntektene fra kjøpesentrene over budsjettperioden.

|                                 | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 2014E  |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| Driftsinntekter fra kjøpesenter | 14,00 % | 20,00 % | 25,00 % | 15,00 % | 8,00 % |

**Tabell 31:** Forventet DI fra kjøpesentrene til OLT.

Vi antar at driftsinntektene fra kjøpesentrene kommer til å øke mot 2012. Dette året budsjetterer vi at veksten i driftsinntektene vil være noe høyere enn den gjennomsnittlige veksten på 22 prosent. Etter 2012 antar vi at driftsinntektene fra kjøpesentrene vil reduseres mot langsiktig økonomisk vekst.

Markedet for kontorlokaler har vært preget av synkende leiepriser, økt konkurranseintensitet i bransjen og negative markedsutsikter. Grunnen til at OLT likevel har unngått store tap kan komme av at konsernets kontorportefølje har hatt en balansert forfallsstruktur. I tillegg består kundeporteføljen av ulike leietakere fra forskjellige bransjer. Pilestredet 56 i Oslo er et eiendomsprosjekt som OLT hadde under oppføring ved utgangen av 2009. Dette kontorbygget forventes ferdigstilt i slutten av 2010. Størstedelen av konsernets kontorlokaler ligger i Oslo området. I årsrapporten finner vi ingen indikasjoner på at konsernet kommer til å utvide dette segmentet geografisk, og vi antar derfor at OLT ikke vil utføre betraktelig større utvidelse av dette segmentet.

| (beløp i 1000 NOK)       | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | Gjennomsnitt |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|
| DI fra kontorlokaler     | 374 336 | 573 669 | 600 279 | 470 113 | 537 263 |              |
| Årlig prosentvis endring |         | 53 %    | 5 %     | -22 %   | 14 %    | 13 %         |

**Tabell 32:** DI fra kontorene til OLT.

Tabellen viser at veksten i driftsinntektene fra kontorlokaler var størst i 2006. I 2008 ble driftsinntektene fra kontorlokalene redusert i forhold til året før. Hovedgrunnen til dette er mest sannsynlig den økonomiske resesjonen. Driftsinntektene oppnådde igjen en positiv vekst i 2009. Den gjennomsnittlige veksten i driftsinntekter fra kontorlokaler var på 13 prosent.

I strategien kom det frem at det forventes at arbeidsledigheten kommer til å øke frem mot 2011 for så å reduseres. Det er stor sannsynlighet for at redusert sysselsetting vil påvirke etterspørselen etter kontorlokaler i fremtiden. I tillegg kom det frem at leieprisen for kontorlokaler forventes å stabilisere seg i 2010 for så å stige i 2011.

|                                   | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 2014E  |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| Driftsinntekter fra kontorlokaler | 10,00 % | 12,00 % | 15,00 % | 13,00 % | 8,00 % |

**Tabell 33:** Forventet DI fra kontorlokalene til OLT.

Vi antar at veksten kommer til å øke litt i tiden fremover som følge av lavere arbeidsledighet og høyere leiepriser. I 2012 vil veksten i driftsinntektene fra kontorlokaler være noe høyere enn den gjennomsnittlige veksten. Etter dette antar vi at driftsinntektene kommer til å gå mot den langsiktige økonomiske veksten.

Kontorlokaler utgjør en mindre andel av driftsinntektene til OLT, og vi antok tidligere i oppgaven at dette også vil gjelde i fremtiden. Ut fra årsrapporten (2009) utførte OLT hovedsakelig investeringer innenfor kjøpesentersegmentet. At OLT har hovedfokus på kjøpesenterlokaler kan ses i sammenheng med at mange selskaper velger å satse på kjernevirksomheten i nedgangstider.

Under regnskapsanalysen kom vi frem til at den normaliserte profittmarginen var relativt stabil over regnskapsperioden. Det er derfor ikke urimelig antakelse at profittmarginene i fremtiden kommer til å være på omkring samme verdier som de historiske normaliserte profittmarginene. Profittmarginen er som tidligere nevnt driftsresultatet etter skatt dividert på salg. For å holde normaliserte profittmarginer relativt stabile er det naturlig å anta at utviklingen i andre driftskostnader, ordinære avskrivninger og andel resultat i tilknyttede selskaper følger veksten i driftsinntektene fra kjøpesenter. Driftsinntektene fra kjøpesenter og kontor er verdidrivere i det fremtidige normaliserte resultatregnskapet siden vi antar at den fremtidige normaliserte profittmarginene skal holdes tilnærmet lik den historiske.

OLT benytter en nominell skattesats på 28 prosent. På lang sikt vil effektiv driftsskattesats gå mot nominell skattesats. I fremtidsregnskapet velger vi derfor å bruke effektiv driftsskattesats på 28 prosent.

### 9.2.2 Netto driftsrelaterte eiendeler

For å kunne utarbeide fremtidsregnskapet må vi ta hensyn til netto driftsrelaterte eiendeler. Den største posten i balansen til OLT er investeringseiendommer. I utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er investeringseiendommene derfor en verdidriver. De resterende postene er forholdsvis små, og vi forutsetter at disse kommer til å følge veksten i driftsinntekter fra kjøpesentrene i fremtiden. Veksten i investeringseiendommene har utviklet seg som følgende.

| (beløp i 1000 NOK)       | 2005       | 2006       | 2007       | 2008       | 2009       | Gjennomsnitt |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Investeringseiendommer   | 15 971 616 | 17 266 438 | 22 879 237 | 22 683 775 | 24 388 822 |              |
| Årlig prosentvis endring |            | 8,11 %     | 32,51 %    | -0,85 %    | 7,52 %     | 11,82 %      |

**Tabell 34:** Investeringseiendommer OLT.

Tabellen viser at OLT utførte en rekke investeringer i investeringseiendommer de siste fem årene. Gjennomsnittlig prosentvis endring i investeringseiendommer kan da beregnes til



11,82 prosent. Vi antar at OLT kommer til å øke investeringene mot det historiske gjennomsnittet.

|                         | 2010E  | 2011E  | 2012E   | 2013E  | 2014E  |
|-------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| Investerings eiendommer | 8,00 % | 9,00 % | 10,00 % | 8,00 % | 7,00 % |

**Tabell 35:** Forventet vekst i investeringseiendommene til OLT.

Veksten i driftsinntektene fra kjøpesenterlokalene og kontorlokalene var høyere enn veksten i investeringseiendommene. Dette er en følge av at konsernet tidligere har utført store investeringer i kjøpesenterlokaler og kontorlokaler. I tiden fremover antar vi at OLT kommer til å investere en del, men ikke i like stor grad som tidligere. Mot slutten av budsjettperioden antar vi at veksten går mot den langsiktige økonomiske veksten.

### 9.3. Vekst etter budsjettperioden

Etter budsjettperioden, som er fra 2010 til og med 2014, antar vi at OLT vokser i takt med økonomien generelt. Det vil si at selskapet vokser med like mye som bruttonasjonalt produkt i Norge. Et selskap kan ikke vokse seg større enn den generelle økonomien på lang sikt hvor selskapet opererer (Damodaran, 2002).



**Figur 11:** Volumendring i BNP (SSB, 2010).

Vi regnet ut den gjennomsnittlige endringen i realveksten til bruttonasjonalt produkt til å ha vært 3,16 prosent i perioden 1865 til 2008 (SSB, 2010). Ved å legge på inflasjonen får vi et mål på den langsiktige økonomiske veksten. Vi antar derfor at nominell vekst i norsk økonomi blir på 5,7 prosent.

## 9.4 Fremtidsregnskapet

| (beløp i 1000 NOK)            | 2009              | 2010E          | 2011E          | 2012E          | 2013E          | 2014E          |
|-------------------------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Normale DR e.s                | 1 026 814         | 1 147 785      | 1 343 301      | 1 631 469      | 1 865 228      | 2 014 446      |
| <b>Normal PM</b>              | <b>46,35 %</b>    | <b>45,84 %</b> | <b>45,42 %</b> | <b>44,94 %</b> | <b>44,84 %</b> | <b>44,84 %</b> |
| NDE                           | 22 118 684        | 23 751 971     | 25 604 973     | 27 699 638     | 29 643 874     | 31 674 303     |
| ATO                           |                   | <b>0,1132</b>  | <b>0,1245</b>  | <b>0,1418</b>  | <b>0,1502</b>  | <b>0,1515</b>  |
| RNOA                          |                   | 5,19 %         | 5,66 %         | 6,37 %         | 6,73 %         | 6,80 %         |
| ReOI (6,74%)                  |                   | -342 095       | -256 595       | -93 242        | -577           | 17 681         |
| Diskonteringsrate             |                   | 1,0674         | 1,1393         | 1,2161         | 1,2981         | 1,3856         |
| Nåverdi av ReOI               |                   | -320 494       | -225 213       | -76 671        | -444           | 12 761         |
| <b>Total nåverdi til 2014</b> | <b>-610 062</b>   |                |                |                |                |                |
| <b>FV</b>                     | <b>1 296 907</b>  |                |                |                |                |                |
| <b>Selskapsverdi</b>          | <b>22 805 529</b> |                |                |                |                |                |
| <b>NFG</b>                    | <b>13 799 103</b> |                |                |                |                |                |
| <b>Verdi EK</b>               | <b>9 006 426</b>  |                |                |                |                |                |
| <b>Antall aksjer</b>          | <b>10 644 532</b> |                |                |                |                |                |
| <b>Verdi per aksje</b>        | <b>846,11</b>     |                |                |                |                |                |

**Tabell 36:** Fremtidsregnskapet til OLT.

$$FV_{2009} = \frac{17\,681 \times 1,057}{1,0674^5 \times (1,0674 - 1,057)}$$

For fullstendig utregning av fremtidsregnskapet se vedlegg fire.

Profittmarginen og eiendelenes omløpshastighet er to viktige drivere for konsernets lønnsomhet og vekst noe vi gjorde rede for under lønnsomhets- og vekstanalysen. I fremtidsregnskapet er den normaliserte profittmarginen til OLT ganske stabil, og er tilnærmet den historiske normaliserte profittmarginen. Eiendelenes omløpshastighet øker i fremtidsregnskapet. Denne driveren er, som tidligere nevnt, salg delt på netto driftsrelaterte eiendeler. I vekstanalysen var denne driveren tilnærmet stabil i 2008 og 2009. Økningen i fremtidsregnskapet skyldes større vekst i salget enn veksten i netto driftsrelaterte eiendeler. Under antakelsens om budsjettperioden gjorde vi rede for at OLT har en rekke prosjekter som er under utførelse. Disse kommer til å bli ferdigstilte i løpet av budsjettperioden. Eiendelens omløpshastighet øker da i løpet av budsjettperioden som følge av at ferdigstilte prosjekter øker salget. Ved å bruke fundamental verdsettelse ble verdierestimatet på 846 NOK. Dette verdierestimatet avviker ikke betydelig fra markedsverdien på Oslo Børs per 31.12.2009 på 770 NOK. For å supplere den fundamentale verdsettelsen vil det være mest hensiktsmessig å utføre en relativ verdsettelse. Opsjonsbasert verdsettelse bør, som nevnt under verdsettelsesmetoder og valg av verdsettelsesteknikk, brukes dersom verdierestimatet fra den fundamentale verdsettelsen avviker betydelig fra markedsverdien.

## 10. Usikkerhet i verdiestimatet

I den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til et verdiestimat per aksje på 846 NOK. Denne verdien avhenger av antagelsene vi la til grunn i fremtidsregnskapet (Koller et al., 2005). Verdiestimater innebærer alltid stor grad av usikkerhet og vi vil derfor utføre en sensitivitetsanalyse og en scenarioanalyse.

### 10.1 Sensitivitetsanalyse

I sensitivitetsanalysen vil vi undersøke endringen i aksjeverdien dersom vi endrer avkastningskravet og den langsiktige økonomiske veksten. På lang sikt er det disse to driverne som har størst betydning for selskapets verdiestimat. Anslagene våre i fremtidsregnskapet kan være overvurderte eller undervurderte, og vi vil dermed ta for oss både positive og negative endringer i de langsiktige verdidriverne.

Den langsiktige veksten

|                 | 3,20 % | 3,70 % | 4,20 % | 4,70 % | 5,20 % | 5,70 % | 6,20 %     | 6,70 % | 7,20 % |         |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|---------|
| Avkastningskrav | 5,24 % | 2 575  | 3 137  | 4 240  | 7 384  | 89 130 | -6 833     | -2 835 | -1 575 | -958    |
|                 | 5,74 % | 1 728  | 1 955  | 2 329  | 3 063  | 5 157  | 59 585     | -4 309 | -1 647 | -808    |
|                 | 6,24 % | 1 162  | 1 240  | 1 357  | 1 551  | 1 930  | 3 011      | 31 120 | -1 878 | -503    |
|                 | 6,74 % | 756    | 762    | 770    | 781    | 800    | <b>846</b> | 943    | 3 699  | 464     |
|                 | 7,24 % | 453    | 420    | 376    | 316    | 225    | 76         | -216   | -1 049 | -22 715 |
|                 | 7,74 % | 217    | 163    | 95     | 4      | -122   | -310       | -621   | -1 230 | -2 968  |
|                 | 8,24 % | 28     | -36    | -116   | -218   | -354   | -544       | -827   | -1 293 | -2 208  |

**Tabell 37:** Sensitivitetsanalyse.

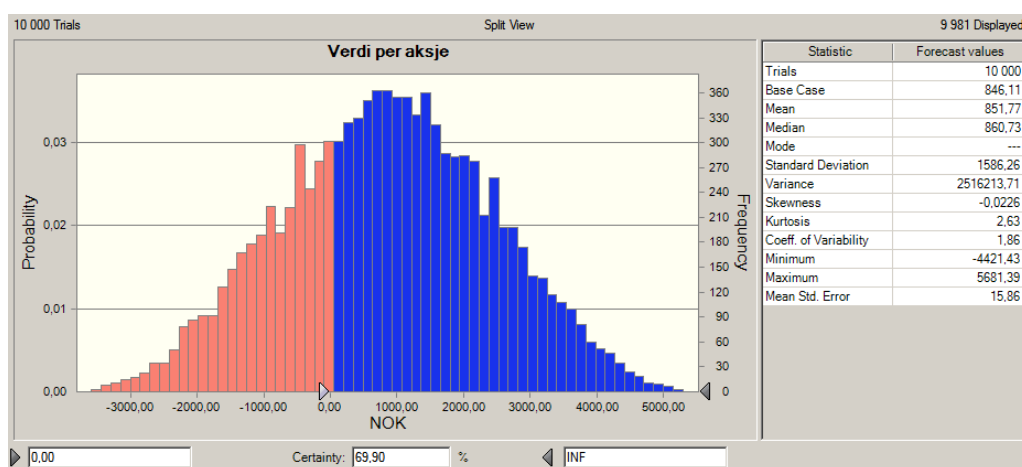
I sensitivitetsanalysen endres avkastningskravet fra 5,24 til 8,24 prosent med et intervall på 0,5 prosentpoeng. Nedre grense er satt på grunnlag av at avkastningskravet bør være høyere enn risikofri rente. Vi velger å endre den langsiktige veksten fra 3,20 til 7,20 prosent med et intervall på 0,5 prosentpoeng. Langsiktig vekst består av gjennomsnittlig historisk bruttonasjonalprodukt og forventet inflasjon. Nedre og øvre grense av langsiktig vekst virker da rimelig. Sensitivitetsanalysen viser at relativt små endringer i de overnevnte verdidriverne gir kraftige utslag i verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Økning eller reduksjon i avkastningskravet og langsiktig vekst på kun 0,5 prosentpoeng fra henholdsvis 6,75 og 5,70

prosent medfører en endring i verdiestimatet på rundt hele 127 prosent. I realiteten kan ikke aksjeprisen være negativ, men likevel er vårt anslag på aksjeverdien svært sensitivt. De negative aksjeverdiene er merket med lys gråtone. Verdiestimatene merket med mørk gråtone gir ikke mening, fordi i disse tilfellene er den langsiktige veksten er større enn avkastningskravet.

## 10.2 Scenarioanalyse

Sensitivitetsanalyse kan ikke avdekke den fullstendige rekkevidden av forskjellige utfall. For å kunne gjøre dette vil vi foreta en scenarioanalyse. Ved å benytte oss av Crystal Ball (Oracle, 2010) som er et tilleggsprogram i Excel, kan vi utføre en Monte Carlo simulering.

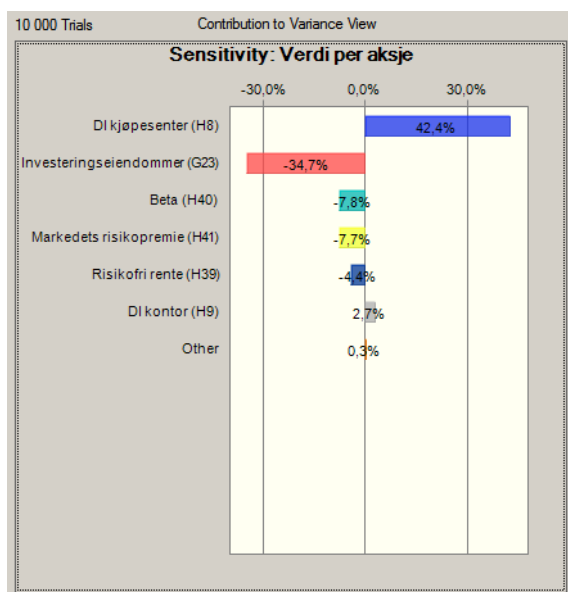
I sensitivitetsanalysen kom vi frem til ulike punkttestimater for verdien på aksjen, men i simuleringen omformes punkttestimatene til stokastiske variabler. Da vi utførte sensitivitetsanalysen vurderte vi innvirkningen en endring i avkastningskravet og i den langsiktige veksten fikk på verdiestimatet. I scenarioanalysen vil vi se på hvilken effekt en endring i driftsinntektene fra kjøpesenter og kontor, investeringseiendommene, risikofri rente, beta og markedets risikopremie har på estimert aksjeverdi. Vi forutsetter at budsjett- og verdidriverne har uniform fordeling på grunnlag av at hvert av utfallene har lik sannsynlighet. Videre velger vi å sette grenseverdiene til pluss 10 og minus 10 prosent, med forventning lik de budsjetterte driverne. Konfidensintervallet settes til 95 prosent, og vi vil kjøre 10 000 treknninger.



**Figur 12:** Fordeling over verdiestimatet etter simulering.

Simuleringsresultatet er tilnærmet normalfordelt med forventningsverdi på 851,77 NOK. Forventningsverdien er tilnærmet lik verdiestimatet vi kom frem til under fundamental verdsettelse. Medianen til normalfordelingen er på 860,73 NOK. Det er da 50 prosent sjanse for at virkelig aksjeverdi er større eller mindre enn 860,73 NOK. Fra statistikktabellen kan vi også se at skjevheten er på  $-0,0226$  og kurtosis er på  $2,63$ . Skjevheten er et mål på graden av symmetri i sannsynlighetsfordelingen (Pitman, 1992). I en normalfordeling skal skjevheten til sannsynlighetsfordelingen være lik null. Kurtosis uttrykker relative hyppigheten av ekstremverdier i forhold til normalverdier. Normalfordelingen har kurtosis lik tre (Grimmett & Stirzaker, 2006). Siden våre verdier avviker minimalt er fordelingen vår tilnærmet en normalfordeling. Fordelingen over verdiestimatet tilsier at verdiestimatet inneholder svært stor usikkerhet. Det er høy sannsynlighet for at virkelig aksjepris avviker fra vårt estimat. Forutsetningene vi legger til grunn i budsjetteringen vil ha stor innvirkning på hvilket verdiestimat vi kommer frem til. Likevel underbygger forventningsverdien i normalfordelingen det verdiestimatet vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen.

Vi valgte også å utføre en sensitivitetsanalyse i Crystal Ball. Analysen oppsummerer ulike budsjett- og verdidriveres innvirkning på verdiestimatet. Positive søyler angir at en økning i budsjett- og verdidriveren fører til økning i verdiestimatet, mens negative søyler angir at en økning i driveren fører til reduksjon i verdiestimatet.



**Figur 13:** Budsjett- og verdidriverens bidrag til varians i verdiestimatet.

---

Driftsinntektene fra kjøpesentrene forklarer hele 42,4 prosent av variasjonen i verdiestimatet. Investeringseiendommene forklarer også en del av endringen i verdiestimatet. Beta, markedets risikopremie, og risikofri rente forklarer forholdsvis lite av variasjonen. Endring i driftsinntektsveksten fra kontor har også liten innvirkning på verdiestimatet. Av driftsinntektene er det da inntektene fra kjøpesentrene som er opphav til størst variasjon. Dette er fordi vi har budsjettert at driftsinntektene fra kjøpesenter kommer til å øke mer enn driftsinntektene fra kontor i fremtiden.

## 11. Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse beregner verdiesestimater til eiendelen basert på hvordan lignende eiendeler er priset i markedet (Damodaran, 2002). Denne verdsettelsesmetoden har to komponenter. Den første komponenten er knyttet til at en må komme frem til verdien på en eiendel på relativ basis. Det vil si at verdiene må bli standardiserte ved å omforme priser til multipler av årsresultat, bokverdi eller salg. Den andre omfatter at en må finne lignende selskaper. Ingen selskaper er like, og derfor er dette svært vanskelig. Det mest naturlige er å velge et selskap innen samme bransje, men selv innenfor denne avgrensningen kan det være vanskelig å finne representative multiplikatorer (Palepu et al., 2007). Dette er fordi selskapene ofte har ulike strategier, vekstmuligheter og lønnsomhet. I tillegg opererer kanskje selskapene på tvers av flere bransjer. For å få et mest mulig representativt utvalg i den relative verdsettelsen velger vi å ta utgangspunkt i alle selskapene på Oslo Børs eiendomsindeks. En kunne også ha valgt å finne multiplikatorer for selskaper i andre land. Problemet med dette er at flere av faktorene som påvirker multiplikatorer kan være ulike fra land til land (Palepu et al., 2007).

I den relative verdsettelsen av OLT benytter vi oss av tverrsnittssammenligning av selskapene på Oslo Børs eiendomsindeks. Forholdstallene som er mest brukt i relativ verdsettelse er P/E, P/B og P/S. P/E er pris delt på årsresultat, P/B er pris delt på egenkapital og P/S er pris delt på salg (Damodaran, 2002). P/E er den multiplikatoren som er mest vanlig å bruke ved relativ verdsettelse. Dette forholdstallet er også det mest misbrukte, fordi det kan manipulere regnskapsmetodene for å komme frem til bedre verdi. P/E multiplikatoren kan beregnes på grunnlag av siste års resultat og kalles da trailing P/E. Den kan også beregnes på grunnlag av estimat for fremtidig resultat og omtales da forward P/E (Penman, 2010). Forholdstallet P/B kan i motsetning til P/E brukes på selskaper med negativ inntjening. Problemet med P/B er at det er vanskelig å sammenligne med selskaper som bruker andre regnskapsprinsipper. Multiplikatoren P/S blir minst påvirket av regnskapsføringen, og er dermed det forholdstallet som er lettest å sammenligne på tvers av selskaper. Metoden brukes ofte av analytikere ved verdsettelse av unge selskaper eller selskaper med negativt resultat. Ulempen med metoden er at selv om selskapet har høye inntekter kan det likevel tape penger og dermed ha dårlige resultater.

Vi baserer multiplikatoren på historiske regnskapstall per 31.12.2009. Tallene er hentet fra selskapenes årsrapporter for 2009. Det er svært viktig å være konsistent ved utarbeidelse av multiplikatorer. Dersom regnskapstallene er basert på ulike perioder vil ikke sammenligningsgrunnlaget være representativt.

Flesteparten av selskapene på Oslo Børs eiendomsindeks hadde negativt årsresultat i 2009. Vi kan dermed ikke bruke multiplikatoren P/E som del av den relative verdsettelsen. I den videre fremstillingen ser vi på forholdstallene P/B og P/S.

|                                | Pris                 | Bok                  | Salg                 | Pris/Bok    | Pris/Salg   |
|--------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-------------|-------------|
| Borgestad ASA                  | 363 777 202          | 402 166 000          | 19 380 000           | 0,90        | 18,77       |
| Faktor Eiendom ASA             | 324 908 400          | 726 100 000          | 997 100 000          | 0,45        | 0,33        |
| Fornebu Utvikling ASA          | 1 203 523 112        | 2 326 406 000        | 1 025 675 000        | 0,52        | 1,17        |
| Northern Logistic Property ASA | 708 512 820          | 984 295 000          | 414 231 000          | 0,72        | 1,71        |
| Norwegian Property ASA         | 6 119 156 232        | 4 917 996 000        | 1 767 665 000        | 1,24        | 3,46        |
| <b>Gjennomsnitt</b>            | <b>1 743 975 553</b> | <b>1 871 392 600</b> | <b>844 810 200</b>   | <b>0,77</b> | <b>5,09</b> |
| <b>OLT</b>                     | <b>8 196 289 640</b> | <b>8 319 581 000</b> | <b>2 215 149 000</b> | <b>0,99</b> | <b>3,70</b> |

**Tabell 38:** P/B og P/S for OSE4040.

Gjennomsnittlig P/B for bransjen er 0,77. Selskapsverdien til OLT kan da beregnes ved å multiplisere gjennomsnittlig P/B for bransjen med bokført verdi av egenkapitalen til OLT.

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{\left(\frac{P}{B} \times \text{bokført EK}\right)}{\text{antall aksjer}} = \frac{(0,77 \times 8\,319\,581\,000)}{10\,644\,532} \approx 602 \text{ NOK}$$

Gjennomsnittlig P/S for bransjen er 5,09. Selskapsverdien til OLT kan da beregnes ved å multiplisere gjennomsnittlig P/S for bransjen med salgsinntektene til OLT.

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{\left(\frac{P}{S} \times \text{salgsinntekter}\right)}{\text{antall aksjer}} = \frac{(5,09 \times 2\,215\,149\,000)}{10\,644\,532} \approx 1\,059 \text{ NOK}$$

Vektet blir verdien per aksje:  $(0,5 \times 602) + (0,5 \times 1\,059) \approx 831 \text{ NOK}$ . Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen er på 846 NOK per aksje. Dermed gav relativ- og fundamental verdsettelse tilnærmet likt estimat. Multiplikatoranalysen sammen med scenarioanalysen



---

underbygger da verdiestimatet vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen av OLT aksjen.

Relativ verdsettelse har blitt populær fordi metoden er forholdsvis enkel å bruke, og det kreves ikke like mange antagelser og forarbeid som ved fundamental verdsettelse. I tillegg reflekterer relativ verdsettelsesmetode markedet bedre ved å søke relative fremfor virkelige verdier (Damodaran, 2002). Dette medfører at metoden ofte beregner estimater nærmere markedsverdien enn fundamentale metoder. Ulempen ved å benytte seg av relativ verdsettelse er at faktorer som risiko og vekst blir ignorert (Damodaran, 2002). I tillegg kan metoden lett overvurdere verdier i et optimistisk marked og undervurdere verdier i et nedgangsmarked. Dette medfører at verdiestimatet innebærer usikkerhet. Den relative verdsettelsen baseres på selskaper innad i bransjen. Ingen selskaper er helt like, og det er vanskelig å finne selskap som gir et representativt sammenligningsgrunnlag. En annen årsak til at det er vanskelig å oppnå et representativt sammenligningsgrunnlag er at selskapene er organisert som konsern (Dahl, 2004). Konsern består av flere virksomheter heleid eller deleid og har ofte tilknyttede selskaper. De ulike selskapene i konsernet kan operere innenfor ulike bransjer og markeder. Dette medfører at verdiestimatet fra den relative verdsettelsen vurderes til å innebære stor grad av usikkerhet.

## 12. Svakheter ved oppgaven

### 12.1 Generelt

Ved verdsettelse av selskaper kan det brukes ulike verdsettelsesmodeller (Damodaran, 2002). Modellene kan gi rom for subjektive avgjørelse. En verdsettelse er ikke så objektiv som en kunne ønsket på grunn av at verdiestimatet blir påvirket av antakelsene som tas. Verdiestimatet er basert både på informasjonen om markedet og selskapet som foreligger på verdsettelsestidspunktet. Dette fører til at et verdiestimat fort blir utdatert, og en må oppdatere de ulike antakelsene i verdsettelsen. Antakelsene analytikerne tar omkring fremtiden til selskapet og økonomien innebærer alltid en stor grad av usikkerhet. Analytikerne må derfor ta hensyn til usikkerheten i verdiestimatet ved investeringsavgjørelsen. Verdsettelse av store og veletablerte selskaper er ofte mer presise enn verdsettelse av yngre selskaper. Modeller som er komplette og mer komplekse kommer nødvendigvis ikke frem til bedre verdiestimat enn mindre komplekse modeller. Grunnen til dette er at slike modeller krever normalt flere input, og dette kan gi rom for flere feilkilder. Modellene får ofte skylden for feil, men en burde kanskje heller sette spørsmålsteget ved analytikerne. Det er også viktig å være klar over at markedet kan gjøre feil, men det krever at en har evne til å oppdage denne feilen. Det er viktig å være klar over at selve prosessen med å komme frem til verdiestimatet også gir oss verdifull innsikt.

### 12.2 Denne oppgaven

Tidligere i oppgaven regnet vi ut totalavkastningskravet til OLT ved hjelp av kapitalverdimodellen. Hensikten med oppgaven er å komme frem til et verdiestimat av OLT for å se om dette avviker fra markedsverdien for konsernet på Oslo Børs. Totalavkastningskravet er basert på markedsverdien av egenkapitalen og gjelden. Dette kravet blir brukt for å komme frem til et verdiestimat på OLT. For å komme frem til riktig avkastningskrav bør en etter å ha verdsatt konsernet gå tilbake å endre avkastningskravet, og dette endrer igjen verdiestimatet. Verdiestimatet og avkastningskravet går i en sirkel inntil verdiene til slutt konvergerer mot den virkelige. Poenget er at dette stiller spørsmål til verdsettelsesmodellen, fordi modellen benytter seg av markedsverdien for å teste om

---

markedsverdien avviker fra verdiestimatet i modellen. Problemstillingen er mest aktuell dersom verdiestimatet av selskapet avviker betydelig fra markedsverdien. I vårt tilfelle er ikke denne problemstillingen særlig relevant, siden verdiestimatet ikke avviker betraktelig fra markedsverdien på Oslo Børs.

En annen svakhet ved oppgaven er at den er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og vi antar at informasjonen er korrekt. I budsjetteringen fortok vi en rekke antakelser omkring fremtiden til OLT og økonomien generelt. Siden disse forutsetningene er basert på skjønnsmessige vurderinger er det knyttet usikkerhet til dem, og utgjør derfor en svakhet. Det finnes også svært lite informasjon tilgjengelig om det norske næringsseidomsmarkedet.

Verdsettelsen er basert på konsernregnskapet til OLT. Et konsern kan bestå av selskaper som er i forskjellige utviklingsfaser og har da ulik karakter. Ifølge Dahl (2004) burde selskapsstrukturen tas hensyn til når verdsettelsesmetode velges. Ideelt bør regnskapet splittes opp dersom en verdivurderer et konsern ved å utføre en analyse av hvert av selskapene. Modne selskapene skal vurderes ved kapitalisering av normaliserte resultater, mens selskaper med betydelige underskudd bør verdsettes etter likvidasjonsverdi. Utviklingsselskaper bør verdsettes ut fra estimert fremtidsregnskap, siden det ikke foreligger historiske regnskapstall. Det er dermed ikke slik at man kan foreta en representativ verdsettelse ved å benytte samme verdsettelsesmetode på alle selskapene i konsernet. Vi har ikke splittet opp konsernregnskapet, og dette kan være en svakhet ved oppgaven vår. Likevel vil kostnaden ved å utføre en slik oppsplitting overstige nytteverdien.

## 13. Oppsummering og konklusjon

### 13.1 Oppsummering

Oppgaven startet med presentasjon av Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Deretter gjorde vi rede for bransjen konsernet opererer innenfor. Neste steg var å presentere ulike verdsettelsesmetoder, før vi kom frem til verdsettelsesmetoden som var mest hensiktsmessig for å verdsette OLT.

Vi valgte å bruke fundamental verdsettelsesmetode, samt supplere med en relativ verdsettelse basert på bransjeavgrensningen vår. I neste steg utførte vi en strategisk analyse både eksternt av bransjen, og internt av OLT. På grunnlag av dette kunne vi fastslå konsernets strategiske posisjon. Deretter utførte vi en regnskapsanalyse basert på det historiske finansregnskapet til OLT i perioden 2005 til 2009. Finansregnskapet ble reformulert ved å skille driftsrelaterte- og finansielle aktiviteter. I regnskapsanalysen foretok vi også en lønnsomhetsanalyse og en vekstanalyse av konsernet, samt en normalisering av det reformulerte resultatregnskapet. I oppgaven utførte vi også en finansiell analyse av OLT og konsernets nærmeste konkurrenter basert på likviditets- og soliditetsvurderinger. Før vi kunne utarbeide fremtidsregnskapet beregnet vi avkastningskravet til konsernets total kapital. Fremtidsregnskapet ble basert på den strategiske- og regnskapsmessige analysen vi utførte tidligere i oppgaven. Vi valgte å bruke den driftsrelaterte superprofittmodellen for å komme frem til et verdiestimat på OLT sin egen kapital.

Verdien per aksje ble estimert til å være 846 NOK per 31.12.2009. Et verdiestimat innebærer alltid en stor grad av usikkerhet, og vi utførte derfor en sensitivitetsanalyse og en scenarioanalyse. I scenarioanalysen kom vi frem til en forventningsverdi på 852 NOK som underbygget verdianslaget vårt fra den fundamentale verdsettelsen. Til slutt supplerte vi med en relativ verdsettelse hvor verdien per aksje ble estimert til å være 831 NOK. Avviket i verdiestimatet er forholdsvis lite, og det vil si at det relative verdiestimatet underbygger det fundamentale.

## 13.2 Konklusjon/Handlingsstrategi

Hovedmålet med denne oppgaven har vært å komme frem til et verdierestimert på egenkapitalen til Olav Thon Eiendomsselskap ASA per 31.12.2009. Ut fra dette verdierestimert skal vi komme frem til en handlingsstrategi for eksisterende eller potensielle nye investorer.

I den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til et verdierestimert på 846 NOK per aksje. Dette verdianslaget ble underbygget av forventningsverdien i scenarioanalysen og verdianslaget i den relative verdsettelsen. Likevel innebærer det fundamentale verdierestimert en stor grad av usikkerhet. Generelt anbefales investor å kjøpe en aksje når den er underpriset, og selge aksjen når den er overpriset i forhold til de underliggende verdiene. På grunnlag av vårt usikre verdierestimert vil vi sette en hold anbefaling dersom børskursen per 31.12.2009 er innenfor pluss 10 og minus 10 prosent av verdierestimert. Dersom børskursen er over 931 NOK ( $846 \times 1,1$ ) anbefales investor å selge aksjen. Skulle børskursen være under 761 NOK ( $846 \times 0,9$ ) blir anbefalingen at investor bør kjøpe aksjen. I intervallet 761 NOK til 931 NOK bør aksjen holdes.

Børskursen til en aksje reflekterer forventningene i markedet, og viser forholdet mellom tilbud og etterspørsel. Aksjekursen til OLT var 770 NOK per 31.12.2009 på Oslo Børs. Markedets forventninger var da lavere enn hva estimeringen av de underliggende verdiene i konsernet skulle tilsi. OLT aksjen betraktes da som underpriset. Børskursen på 770 NOK ligger innenfor intervallet hvor det gis en hold anbefalingen. Det må også tas i betraktning at OLT er et veletablert konsern og har vært relativt stabilt de siste årene.

På bakgrunn av vår analyse vil vi gi en hold anbefaling til eksisterende investorer og en svak kjøpsanbefaling til potensielle nye investorer.

Per 14.05.2010 er børskursen til OLT aksjen på 760 NOK.

## Referanseliste

### Bøker

- Banken, K. & Busch T. (1999). *Analyse av finansregnskapet*. Oslo: Tano Aschehoug.
- Barney, J. B., & Hesterly, W. S. (2008). *Strategic management and competitive advantage: concepts and cases*. Upper Saddle River, N.J.: Pearson/Prentice Hall.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2007). *Corporate finance*. Boston: Pearson/Addison Wesley.
- Boye, K., & Meyer, C. B. (1998). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Bøhren, Ø., & Michaelsen, D.(2006). *Finansiell økonomi: teori og praksis*. Bærum verk:Skarvet forl.
- Dahl, G. A., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: Wiley.
- Grimmet, G. & Stirzaker, D. (2006). *Probability and Random Processes*. Oxford University Press Inc., New York.
- Hill, C. W. L., & Jones, G. R. (2004). *Strategic management theory: an integrated approach*. Boston: Houghton Mifflin Co.
- Kinserdal, A. (2005). *Finansregnskap med analyse*.Oslo: Cappelen Akademiske Forlag
- Koller, T., Copeland, T. E., Wessels, D., & Goedhart, M. (2005). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: Wi
- Kristoffersen, T. (2002). *Årsregnskap: en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Løwendahl, B. R. & Wenstøp, F. (2008). *Grunnbok i strategi*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.
- Palepu, K. G. (2007). *Business analysis and valuation: text and cases*. London: Thomson.

- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Bernard, V. L. (2000). *Business analysis & valuation: using financial statements*. Mason, Ohio: South-Western College Pub.
- Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. Boston: McGraw-Hill/Irwin
- Pitman, J. (1993). *Probability*. Springer-Verlag. New York, Inc.
- Porter, M.E. (1998). *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors: with a new introduction*. New York: Free Press.

## Artikler

- Aastveit, J. & Berner, P.T. (2009). Hva med regnskapet i tider med økonomisk uro?. *Magma*. 12(10), s.61-69.
- Dahl, G.A. (2004). Mulige fallgruver ved bruk av konsernregnskap ved verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*. 2004 (2), 80-87.
- Feltham, G.A. & Ohlson, J.A. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*. 11(2), 689-731.
- Flåøyen, L. (2007). Hvorfor og hvordan investere i næringseiendom. *Praktisk økonomi og finans*. 2007 (4), 30-28.
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*. 2007 (2), 4-18.
- Gundersen, N.A. (2009). Verdsettelse av næringseiendom. *Praktisk økonomi og finans*. 2009 (2), 14-21.
- Hansen, J.N. & Løken, K. (2007). Regnskapsanalyse for eiendomsselskaper. *Praktisk økonomi og finans*. 2007 (2), 60-67.
- Kampli, M. (2004). Eiendom og porteføljestyling. *Praktisk økonomi og finans*. 2004 (3), 46-55.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*. 1961, 411-33.
- Penman, S.H. & Sougiannis, T. (1998). A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*. 15(3), 343-383.

- Thomson, T.V. (2007). Eiendom og Finansiell strategi. *Praktisk økonomi og finans*. 2007 (3), 68-79.
- Tollefsen, T. (2009). Investering i næringseiendom. *Praktisk økonomi og finans*. 2009 (2), 38-46.

## Nettsider

- Akershus Eiendom AS. *Markedsrapporter*. Lastet ned 3. februar 2010, fra <http://www.akershus-eiendom.no/markedsrapporter/>
- Borgestad ASA. *Eiendom*. Lastet ned 4. februar 2010, fra <http://www.borgestad.com/content.php?page=eiendom>
- DnB NOR Markets. *Økonomiske utsikter 1/10*. Lastet ned 17.mars 2010, fra [http://www.dnbnor.no/markets/analyser\\_og\\_rapporter/norske\\_rapporter/](http://www.dnbnor.no/markets/analyser_og_rapporter/norske_rapporter/)
- Faktor Eiendom ASA. *Om selskapet*. Lastet ned 4. februar 2010, fra <http://www.faktoreiendom.no/Faktor/?CatID=1450>
- Finansdepartementet. *De økonomiske utsikter*. Lastet ned 26. februar 2010, fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2009-2010/meld-st-1-2009-2010/2.html?id=579761>
- Finanstilsynet. *Tilstandene i finansmarkedet 2009*. Lastet ned 22.mars, 2010, fra [http://finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rapport/2010/Tilstanden\\_i\\_finansmarkedet\\_2009.pdf](http://finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rapport/2010/Tilstanden_i_finansmarkedet_2009.pdf)
- Fornebu Utvikling ASA. *About Fornebu Utvikling*. Lastet ned 4. februar 2010, fra <http://www.fbuasa.com/about-fornebu-utvikling/category129.html>
- Newsec. *Property Outlook Spring 2010*. Lastet ned 15.mars 2010, fra <http://www.newsec.nu/sa/node.asp?node=1685>
- Norges Bank. *KPI*. Lastet ned 17.mars 2010 fra [http://www.norgesbank.no/templates/article\\_\\_\\_12123.aspx](http://www.norgesbank.no/templates/article___12123.aspx)
- Norges Bank. *Inflasjon*. Lastet ned 17.mars 2010, fra <http://www.norgesbank.no/templates/article12123.aspx>
- Norges Bank. *Styringsrenten*. Lastet ned 17.mars 2010, fra [http://www.norgesbank.no/templates/artical\\_\\_\\_48208.aspx](http://www.norgesbank.no/templates/artical___48208.aspx)
- Norges Bank. *Statsobligasjoner*. Lastet ned 20.mars 2010, fra [http://www.norgesbank.no/templates/article\\_\\_\\_5555495.aspx](http://www.norgesbank.no/templates/article___5555495.aspx)



- Northern Logistic Property. *About NLP*. Lastet ned 4. februar 2010, fra <http://www.nlpasa.com/Intro.asp?mid1=1>
- Norwegian Property ASA. *Om Norwegian Property ASA*. Lastet ned 4. februar 2010, fra [http://www.npro.no/default.asp?V\\_ITEM\\_ID=441](http://www.npro.no/default.asp?V_ITEM_ID=441)
- NæringsEiendom. *Thon-jubel for kjøpesentrene*. Lastet ned 15.januar 2010, fra <http://ne.no/32074>
- NæringsEiendom. *Thon skrev også opp*. Lastet ned 16.februar 2010, fra <http://ne.no/32433>
- NæringsEiendom. *Thon utfordret av internett*. Lastet ned 15.januar 2010, fra <http://e24.no/jobb/article3391631.ece>
- McGraw & Hill. *ROCE*. Lastet ned 16.februar 2010, fra [http://higher.mcgraw-hill.com/sites/00731217132/student\\_view/chapter\\_notes.html](http://higher.mcgraw-hill.com/sites/00731217132/student_view/chapter_notes.html)
- Olav Thon Eiendomsselskap. *Om selskapet*. Lastet ned 20.januar 2010, fra <http://www.olt.no/Om-selskapet/>
- Oracle. *Crystal Ball*. Lastet ned 28. mars 2010, fra <http://www.oracle.com/appserver/business-intelligence/crystalball/index.html>
- Oslo Børs. *OSE4040*. Lastet ned 19. januar 2010, fra [http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockindexOverview?newt\\_ticker=OSE4040GI](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockindexOverview?newt_ticker=OSE4040GI)
- Statistisk sentralbyrå (SSB). *Økonomiske nøkkeltall*. Lastet ned 15.mars 2010, fra <http://www.ssb.no/okind>
- SSB. *Detaljomssetningsindeksen mars 2010*. Lastet ned 22. mars, fra [www.ssb.no/emner/08/03/20/doi/](http://www.ssb.no/emner/08/03/20/doi/)
- SSB. *Volumendring i BNP*. Lastet ned 25. mars 2010, fra <http://www.ssb.no/magasinet/analyse/tab-2009-05-28-01.html>
- Standard & Poors. *Rating*. Lastet ned 15. mai 2010, fra <http://www.standardandpoors.com/ratings/en/us/>

## Årsrapporter

- OLT årsrapportene: 2006-2009 er hentet fra <http://www.olt.no>
- Fornebu Utvikling ASA årsrapporter: 2007-2009 er hentet fra <http://www.fornebuutvikling.no>

- Norwegian Property ASA årsrapporter: 2006 – 2009 er hentet fra <http://www.npro.no>
- Borgestad ASA årsrapport 2009 er hentet fra <http://www.borgestad.com>
- Faktor Eiendom ASA årsrapport 2009 er hentet fra <http://www.faktoreiendom.no>
- Northern Logistic Property ASA årsrapport 2009 er hentet fra <http://www.nlpasa.com>

### **Annet**

Tallene fra 2005 til utregning av beta fått tilsendt på mail fra Oslo Børs. Oppdaterte tall på historisk avkastningskrav til eiendom fra 1988-2009E tilsendt fra Lars Flåøyen.

## Vedlegg

### Vedlegg 1: Finansregnskapet til OLT

#### Egenkapitaloppstillingen 2005 – 2009

|  |                  |
|--|------------------|
| <b>Egenkapital pr. 01.01.2005</b>                      | <b>4 448 001</b> |
| Totalresultat  | 1 248 654        |
| Utbytte  | -633 768         |
| Minoritetsinteresser fra oppkjøp og ned salg           | 703 631          |
| Øvrige endringer                                       | -147 288         |
| <b>Egenkapital pr. 31.12. 2005</b>                     | <b>5 619 230</b> |
| Totalresultat  | 1 398 666        |
| Utbytte  | -31 688          |
| Minoritetsinteresser fra oppkjøp og ned salg           | 54 379           |
| Øvrige endringer                                       | -134 130         |
| <b>Egenkapital pr. 31.12.2006</b>                      | <b>6 906 457</b> |
| Totalresultat  | 2 177 923        |
| Utbytte  | -84 502          |
| Minoritetsinteresser fra oppkjøp og ned salg           | -22 864          |
| Øvrige endringer                                       | 106 026          |
| <b>Egenkapital pr. 31.12.2007</b>                      | <b>9 083 040</b> |
| Totalresultat  | -224 381         |
| Utbytte  | -84 502          |
| Minoritetsinteresser fra oppkjøp og ned salg           | -201 703         |
| Øvrige endringer                                       | -364 417         |
| <b>Egenkapital pr. 31.12.2008</b>                      | <b>8 208 037</b> |
| Totalresultat  | 573 829          |
| Endringer relatert til fisjoner og utløsning minoritet | -462 318         |
| Aksjeemisjon   | 0                |
| Øvrige endringer                                       | 32               |
| <b>Egenkapital pr.31.12.2009</b>                       | <b>8 319 581</b> |

**Balansen 2005 – 2009**

| <b>(beløp i 1000 NOK)</b>             | <b>2005</b>       | <b>2006</b>       | <b>2007</b>       | <b>2008</b>       | <b>2009</b>       |
|---------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Utsatt skattefordel                   | 76 940            | 17 530            | 4 918             | 78 577            | 115 965           |
| Immaterielle eiendeler                | 0                 | 0                 | 6 104             | 6 752             | 6 616             |
| Investerings eiendommer               | 15 971 616        | 17 266 438        | 22 879 237        | 22 683 775        | 24 388 820        |
| Varige driftsmidler                   | 323 033           | 643 639           | 375 220           | 1 492 034         | 73 946            |
| Investeringer i tilknyttede selskaper | 149 128           | 218 209           | 171 728           | 159 248           | 210 076           |
| Andre finansielle anleggsmidler       | 64 839            | 71 999            | 78 295            | 66 445            | 75 121            |
| <b>Sum anleggsmidler</b>              | <b>16 585 556</b> | <b>18 217 815</b> | <b>23 515 502</b> | <b>24 486 831</b> | <b>24 870 544</b> |
| Varebeholdning                        | 17 560            | 75 545            | 136 150           | 2 371             | 1 953             |
| Kundefordringer                       | 94 034            | 328 962           | 465 110           | 548 762           | 585 354           |
| Andre fordringer                      | 198 342           | 382 157           | 216 321           | 189 088           | 138 625           |
| Kontanter og kontantekvivalenter      | 173 074           | 408 397           | 505 691           | 223 149           | 565 591           |
| <b>Sum omløpsmidler</b>               | <b>483 009</b>    | <b>1 195 062</b>  | <b>1 323 272</b>  | <b>963 370</b>    | <b>1 291 523</b>  |
| <b>Sum eiendeler</b>                  | <b>17 068 565</b> | <b>19 412 877</b> | <b>24 838 774</b> | <b>25 450 201</b> | <b>26 162 067</b> |
| Innskutt egenkapital                  | 383 944           | 383 944           | 383 944           | 383 944           | 424 807           |
| Opptjent egenkapital                  | 4 408 844         | 5 483 076         | 7 325 622         | 6 931 645         | 7 793 682         |
| Minoritetsinteresser                  | 826 442           | 1 039 437         | 1 373 474         | 892 448           | 101 092           |
| <b>Sum egenkapital</b>                | <b>5 619 230</b>  | <b>6 906 457</b>  | <b>9 083 040</b>  | <b>8 208 037</b>  | <b>8 319 581</b>  |
| Pensjonsforpliktelser                 | 8 640             | 8 200             | 7 650             | 7 020             | 6 500             |
| Utsatt skatt                          | 2 117 460         | 2 475 667         | 3 240 609         | 3 098 910         | 3 206 697         |
| Annen langsiktig gjeld                | 8 853 341         | 9 271 252         | 11 555 373        | 12 745 205        | 13 252 738        |
| <b>Sum langsiktig gjeld</b>           | <b>10 979 441</b> | <b>11 755 119</b> | <b>14 803 632</b> | <b>15 851 135</b> | <b>16 465 935</b> |
| Leverandørgjeld                       | 96 021            | 167 035           | 137 754           | 131 743           | 94 656            |
| Betalbar skatt                        | 110 784           | 90 040            | 86 340            | 45 002            | 42 838            |
| Annen kortsiktig gjeld                | 263 088           | 494 226           | 728 007           | 1 214 284         | 1 239 057         |
| <b>Sum kortsiktig gjeld</b>           | <b>469 894</b>    | <b>751 301</b>    | <b>952 102</b>    | <b>1 391 029</b>  | <b>1 376 551</b>  |
| <b>Sum gjeld</b>                      | <b>11 449 335</b> | <b>12 506 419</b> | <b>15 755 734</b> | <b>17 242 164</b> | <b>17 842 486</b> |
| <b>Sum egenkapital og gjeld</b>       | <b>17 068 565</b> | <b>19 412 877</b> | <b>24 838 774</b> | <b>25 450 201</b> | <b>26 162 067</b> |

## Resultatregnskapet 2005 – 2009

| (beløp i 1000 kr)                      | 2005             | 2006             | 2007             | 2008             | 2009             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Leieinntekter                          | 924 943          | 1 222 622        | 1 345 721        | 1 529 613        | 1 573 093        |
| Andre driftsinntekter                  | 269 404          | 666 313          | 738 027          | 733 972          | 642 056          |
| Andre driftskostnader                  | -437 764         | -749 208         | -887 887         | -905 321         | -828 963         |
| Ordinære avskrivninger                 | -4 573           | -9 412           | -13 319          | -15 809          | -18 894          |
| <b>Driftsresultater</b>                | <b>752 009</b>   | <b>1 130 314</b> | <b>1 182 542</b> | <b>1 342 455</b> | <b>1 367 292</b> |
| Andel resultat i tilknyttede selskaper | 54 515           | 36 644           | 20 258           | 28 537           | 49 933           |
| Finanskostnader                        | -167 809         | -302 484         | -501 748         | -679 236         | -590 933         |
| Finansinntekter                        | 5 141            | 15 214           | 30 722           | 38 232           | 75 516           |
| <b>Forvaltningsresultat</b>            | <b>643 856</b>   | <b>879 688</b>   | <b>731 774</b>   | <b>729 988</b>   | <b>901 809</b>   |
| Verdiendring i investeringseiendomm    | 1 154 840        | 855 681          | 2 089 438        | -628 388         | -145 203         |
| Verdiendring i finansielle instrumente | -88 888          | 169 456          | 201 208          | -432 684         | 31 473           |
| <b>Resultat før skatter</b>            | <b>1 709 807</b> | <b>1 904 825</b> | <b>3 022 420</b> | <b>-331 084</b>  | <b>788 079</b>   |
| Skatter (beregnet 28%)                 | -461 154         | -506 159         | -844 497         | 106 704          | -214 250         |
| <b>Årets resultat</b>                  | <b>1 248 653</b> | <b>1 398 666</b> | <b>2 177 923</b> | <b>-224 380</b>  | <b>573 829</b>   |
| <b>Tilordnet:</b>                      |                  |                  |                  |                  |                  |
| Aksjonærene                            | 1 133 122        | 1 225 242        | 1 886 819        | -125 570         | 554 928          |
| Minoritetsinteressene                  | 115 531          | 173 424          | 291 104          | -98 810          | 18 901           |
| Resultat pr. utestående aksje          | 107              | 116              | 178,63           | -11,89           | 52,13            |
| Resultat pr. aksje utvannet            | 107              | 116              | 178,63           | -11,89           | 52,13            |

## Kontantstrømpoppstillingen 2005 – 2009

| (beløp i 1000 kr)  | 2005            | 2006            | 2007              | 2008              | 2009              |
|--|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Resultat fra skatter   | 1 709 807       | 1 904 825       | 3 022 420         | -331 086          | 788 079           |
| Verdiendring investeringseiendommer                            | -1 154 840      | -855 681        | -2 089 438        | 628 388           | 145 203           |
| Verdiendring i finansielle instrumenter                        | -88 888         | -169 456        | -201 208          | 432 684           | -36 887           |
| Resultat i tilknyttede selskaper                               | -54 515         | -36 644         | -20 258           | -28 537           | -49 933           |
| Betalte skatter  | -104 898        | -108 138        | -83 274           | -98 140           | -28 235           |
| Gevinst/tap anleggsmidler                                      | -50             | -56 671         | -281              | -36 171           | 0                 |
| Ordinære avskrivninger   | 4 573           | 9 412           | 13 319            | 15 809            | 18 893            |
| Forskjell mellom kostnadsførte og utbetalte pensjoner          | -72             | -440            | -550              | -630              | -520              |
| Endring i driftsrelaterte tidsavgrensingsposter                | 100 603         | -270 475        | 276 785           | -9 048            | -29 692           |
| <b>Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter</b>        | <b>411 720</b>  | <b>416 732</b>  | <b>917 515</b>    | <b>573 269</b>    | <b>806 908</b>    |
| Innbetalinger ved salg av varige driftsmidler                  | 222 565         | 321 252         | 28                | 141 030           | 0                 |
| Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler                   | -362 252        | -843 644        | -1 934 540        | -1 494 304        | -1 814 961        |
| Innbetalinger tilknyttet andre investeringer                   | 101 507         | 40 557          | 53 471            | 13 275            | 660               |
| Utbetalinger tilknyttet andre investeringer                    | -548 211        | -204 476        | -491 146          | -496 845          | -10 100           |
| <b>Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter</b>          | <b>-586 391</b> | <b>-686 311</b> | <b>-2 372 187</b> | <b>-1 836 843</b> | <b>-1 824 401</b> |
| Innbetalinger ved opptak av rentebærende gjeld                 | 2 550 664       | 1 431 253       | 4 878 907         | 4 185 059         | 3 251 615         |
| Utbetalinger ved nedbetaling av rentebærende gjeld             | -1 620 264      | -894 663        | -3 242 439        | -3 119 525        | -1 891 679        |
| Utbetalinger av utbytte  | -633 768        | -31 688         | -84 502           | -84 502           | 0                 |
| <b>Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter</b>         | <b>296 632</b>  | <b>504 902</b>  | <b>1 551 966</b>  | <b>981 032</b>    | <b>1 359 936</b>  |
| Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter               | 121 961         | 235 323         | 97 294            | -282 542          | 342 443           |
| Kontanter og kontantekvivalenter pr 01.01                      | 51 113          | 173 074         | 408 397           | 505 691           | 223 148           |
| <b>Kontanter og kontantekvivalenter pr. 31.12</b>              | <b>173 074</b>  | <b>408 397</b>  | <b>505 691</b>    | <b>223 149</b>    | <b>565 591</b>    |
| <b>Ubenyttet del av kassekreditt og andre trekkrettigheter</b> | <b>750 000</b>  | <b>970 000</b>  | <b>2 093 000</b>  | <b>2 174 000</b>  | <b>1 930 000</b>  |

## Vedlegg 2: Reformulert kontantstrøm

| (beløp i 1000 NOK)                                    | 2005            |         | 2006           |         | 2007              |         | 2008              |         | 2009             |         |
|---|-----------------|---------|----------------|---------|-------------------|---------|-------------------|---------|------------------|---------|
| Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter      | 411 720         |         | 416 732        |         | 917 515           |         | 573 269           |         | 806 908          |         |
| Rentekostnader  | 162 627         |         | 286 622        |         | 496 803           |         | 673 658           |         | 589 178          |         |
| Renteinntekter  | 4 814           |         | 14 807         |         | 30 722            |         | 38 232            |         | 75 437           |         |
| Netto rentekostnader                                  | 157 813         |         | 271 815        |         | 466 081           |         | 635 426           |         | 513 741          |         |
| Skatt (28%)   | 44187,6         |         | 76108,2        |         | 130503            |         | 177919            |         | 143847           |         |
| Netto rentekostnader etter skatt                      | 113 625         | 113 625 | 195 707        | 195 707 | 335 578           | 335 578 | 457 507           | 457 507 | 369 894          | 369 894 |
| verdiendring finansielle instrumenter                 | 88 888          |         | 169 456        |         | 201 208           |         | -432 684          |         | 36 887           |         |
| <b>Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter (C)</b> | <b>614 233</b>  |         | <b>781 895</b> |         | <b>1 454 301</b>  |         | <b>598 092</b>    |         | <b>1 213 689</b> |         |
| Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter        | 586 391         |         | 686 311        |         | 2 372 187         |         | 1 836 843         |         | 1 824 401        |         |
| <b>Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter (I)</b>   | <b>586 391</b>  |         | <b>686 311</b> |         | <b>2 372 187</b>  |         | <b>1 836 843</b>  |         | <b>1 824 401</b> |         |
| <b>C - I = Fri kontantstrøm</b>                       | <b>27 842</b>   |         | <b>95 584</b>  |         | <b>-917 886</b>   |         | <b>-1 238 751</b> |         | <b>-610 712</b>  |         |
| Utebetalinger av utbytte                              | 633 768         |         | 31 688         |         | 84 502            |         | 84 502            |         | 0                |         |
| <b>Kontantstrøm fra egenkapitalen (F)</b>             | <b>633 768</b>  |         | <b>31 688</b>  |         | <b>84 502</b>     |         | <b>84 502</b>     |         | <b>0</b>         |         |
| Innbetalinger ved opptak av rentebærende gjeld        | -2 550 664      |         | -1 431 253     |         | -4 878 907        |         | -4 185 059        |         | -3 251 615       |         |
| Netto rentekostnader etter skatt                      | 113 625         |         | 195 707        |         | 335 578           |         | 457 507           |         | 369 894          |         |
| Utbetalinger ved nedbetling av rentebærende gjeld     | 1 620 264       |         | 894 663        |         | 3 242 439         |         | 3 119 525         |         | 1 891 679        |         |
| Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter      | 121 961         |         | 235 323        |         | 97 294            |         | -282 542          |         | 342 443          |         |
| Verdiendring finansielle instrumenter                 | 88 888          |         | 169 456        |         | 201 208           |         | -432 684          |         | 36 887           |         |
| <b>Kontantstrøm fra gjeldsfinansiering (d)</b>        | <b>-605 926</b> |         | <b>63 896</b>  |         | <b>-1 002 388</b> |         | <b>-1 323 253</b> |         | <b>-610 712</b>  |         |
| <b>Sum d + F</b>                                      | <b>27 842</b>   |         | <b>95 584</b>  |         | <b>-917 886</b>   |         | <b>-1 238 751</b> |         | <b>-610 712</b>  |         |

## Vedlegg 3: Beregning av beta

| Måned (UB)          | OLT   | Avkastning (%) | Varians          | OSEAX         | Avkastning     | Varians        | Kovarians (OLT, OSEBX) |
|---------------------|---|----------------|------------------|---------------|----------------|----------------|------------------------|
| des.09              | 770,00                                      | -1,28 %        | 0,06 %           | 420,09        | 5,89 %         | 0,27 %         | -0,12 %                |
| nov.09              | 780,00                                      | 15,56 %        | 2,08 %           | 396,71        | 4,19 %         | 0,12 %         | 0,50 %                 |
| okt.09              | 675,00                                      | 0,00 %         | 0,01 %           | 380,77        | 2,68 %         | 0,04 %         | -0,02 %                |
| sep.09              | 675,00                                      | 5,47 %         | 0,19 %           | 370,83        | 5,93 %         | 0,27 %         | 0,23 %                 |
| aug.09              | 640,00                                      | -4,58 %        | 0,12 %           | 350,06        | 0,70 %         | 0,00 %         | 0,00 %                 |
| jul.09              | 612,00                                      | 15,47 %        | 2,06 %           | 347,61        | 4,36 %         | 0,13 %         | 0,52 %                 |
| jun.09              | 530,00                                      | -1,85 %        | 0,09 %           | 333,08        | -2,92 %        | 0,13 %         | 0,11 %                 |
| mai.09              | 540,00                                      | 1,89 %         | 0,01 %           | 343,11        | 15,04 %        | 2,06 %         | 0,11 %                 |
| apr.09              | 530,00                                      | 13,73 %        | 1,59 %           | 298,24        | 10,67 %        | 0,99 %         | 1,26 %                 |
| mar.09              | 466,00                                      | -6,80 %        | 0,63 %           | 269,49        | 4,03 %         | 0,11 %         | -0,26 %                |
| feb.09              | 500,00                                      | -0,20 %        | 0,02 %           | 259,06        | -5,53 %        | 0,39 %         | 0,08 %                 |
| jan.09              | 501,00                                      | 4,38 %         | 0,11 %           | 274,22        | 1,49 %         | 0,01 %         | 0,03 %                 |
| des.08              | 480,00                                      | 1,05 %         | 0,00 %           | 270,2         | 1,34 %         | 0,00 %         | 0,00 %                 |
| nov.08              | 475,00                                      | -8,65 %        | 0,95 %           | 266,63        | -9,58 %        | 1,06 %         | 1,01 %                 |
| okt.08              | 520,00                                      | -16,13 %       | 2,97 %           | 294,88        | -21,50 %       | 4,93 %         | 3,83 %                 |
| sep.08              | 620,00                                      | -17,88 %       | 3,61 %           | 375,62        | -23,93 %       | 6,07 %         | 4,68 %                 |
| aug.08              | 755,00                                      | 2,03 %         | 0,01 %           | 493,81        | -0,11 %        | 0,01 %         | -0,01 %                |
| jul.08              | 740,00                                      | -3,90 %        | 0,25 %           | 494,33        | -7,94 %        | 0,75 %         | 0,43 %                 |
| jun.08              | 770,00                                      | -2,65 %        | 0,14 %           | 536,94        | -6,56 %        | 0,53 %         | 0,27 %                 |
| mai.08              | 791,00                                      | 2,46 %         | 0,02 %           | 574,66        | 7,31 %         | 0,44 %         | 0,09 %                 |
| apr.08              | 772,00                                      | 1,58 %         | 0,00 %           | 535,53        | 12,18 %        | 1,32 %         | 0,05 %                 |
| mar.08              | 760,00                                      | -5,00 %        | 0,37 %           | 477,4         | -3,66 %        | 0,19 %         | 0,27 %                 |
| feb.08              | 800,00                                      | 10,34 %        | 0,85 %           | 495,55        | 8,01 %         | 0,53 %         | 0,67 %                 |
| jan.08              | 725,00                                      | -10,49 %       | 1,35 %           | 458,8         | -19,51 %       | 4,09 %         | 2,35 %                 |
| des.07              | 810,00                                      | -5,15 %        | 0,39 %           | 569,98        | -0,49 %        | 0,01 %         | 0,08 %                 |
| nov.07              | 854,00                                      | 7,42 %         | 0,40 %           | 572,79        | -3,73 %        | 0,20 %         | -0,28 %                |
| okt.07              | 795,00                                      | 3,25 %         | 0,05 %           | 594,99        | 3,45 %         | 0,08 %         | 0,06 %                 |
| sep.07              | 770,00                                      | -1,03 %        | 0,05 %           | 575,15        | 4,87 %         | 0,17 %         | -0,09 %                |
| aug.07              | 778,00                                      | 0,39 %         | 0,01 %           | 548,42        | -4,35 %        | 0,26 %         | 0,04 %                 |
| jul.07              | 775,00                                      | 1,31 %         | 0,00 %           | 573,36        | -2,30 %        | 0,09 %         | -0,01 %                |
| jun.07              | 765,00                                      | -3,16 %        | 0,18 %           | 586,86        | 4,08 %         | 0,11 %         | -0,14 %                |
| mai.07              | 790,00                                      | 1,02 %         | 0,00 %           | 563,87        | 4,23 %         | 0,12 %         | 0,00 %                 |
| apr.07              | 782,00                                      | -2,01 %        | 0,10 %           | 541,01        | 3,80 %         | 0,10 %         | -0,10 %                |
| mar.07              | 798,00                                      | -0,25 %        | 0,02 %           | 521,20        | 4,49 %         | 0,14 %         | -0,05 %                |
| feb.07              | 800,00                                      | -1,23 %        | 0,06 %           | 498,78        | -4,70 %        | 0,29 %         | 0,13 %                 |
| jan.07              | 810,00                                      | -4,71 %        | 0,34 %           | 523,36        | 4,18 %         | 0,12 %         | -0,20 %                |
| des.06              | 850,00                                      | 19,72 %        | 3,46 %           | 502,38        | 6,09 %         | 0,29 %         | 1,00 %                 |
| nov.06              | 710,00                                      | 5,19 %         | 0,17 %           | 473,56        | 2,59 %         | 0,04 %         | 0,08 %                 |
| okt.06              | 675,00                                      | -1,46 %        | 0,07 %           | 461,62        | 8,29 %         | 0,58 %         | -0,20 %                |
| sep.06              | 685,00                                      | 0,00 %         | 0,01 %           | 426,27        | -3,07 %        | 0,14 %         | 0,04 %                 |
| aug.06              | 685,00                                      | 3,79 %         | 0,07 %           | 439,78        | -0,19 %        | 0,01 %         | -0,02 %                |
| jul.06              | 660,00                                      | 0,00 %         | 0,01 %           | 440,62        | 1,75 %         | 0,01 %         | -0,01 %                |
| jun.06              | 660,00                                      | -2,37 %        | 0,12 %           | 433,06        | -1,31 %        | 0,04 %         | 0,07 %                 |
| mai.06              | 676,00                                      | -4,11 %        | 0,27 %           | 438,83        | -6,55 %        | 0,53 %         | 0,38 %                 |
| apr.06              | 705,00                                      | 4,44 %         | 0,11 %           | 469,57        | 3,82 %         | 0,10 %         | 0,10 %                 |
| mar.06              | 675,00                                      | 20,11 %        | 3,61 %           | 452,29        | 8,66 %         | 0,63 %         | 1,51 %                 |
| feb.06              | 562,00                                      | 8,08 %         | 0,48 %           | 416,25        | 1,45 %         | 0,01 %         | 0,05 %                 |
| jan.06              | 520,00                                      | 10,64 %        | 0,91 %           | 410,29        | 60,55 %        | 35,81 %        | 5,70 %                 |
| des.05              | 470,00                                      | -0,84 %        | 0,04 %           | 255,56        | -8,16 %        | 0,79 %         | 0,17 %                 |
| nov.05              | 474,00                                      | -9,71 %        | 1,17 %           | 278,27        | 1,41 %         | 0,00 %         | -0,08 %                |
| okt.05              | 525,00                                      | -1,87 %        | 0,09 %           | 274,40        | 3,48 %         | 0,08 %         | -0,08 %                |
| sep.05              | 535,00                                      | 3,28 %         | 0,05 %           | 265,18        | -5,77 %        | 0,42 %         | -0,14 %                |
| aug.05              | 518,00                                      | 11,40 %        | 1,06 %           | 281,42        | -10,42 %       | 1,24 %         | -1,14 %                |
| jul.05              | 465,00                                      | 1,31 %         | 0,00 %           | 314,17        | -5,66 %        | 0,41 %         | -0,01 %                |
| jun.05              | 459,00                                      | -2,24 %        | 0,11 %           | 333,03        | -6,91 %        | 0,58 %         | 0,26 %                 |
| mai.05              | 469,50                                      | 4,45 %         | 0,11 %           | 357,74        | -4,09 %        | 0,23 %         | -0,16 %                |
| apr.05              | 449,50                                      | -0,11 %        | 0,02 %           | 373,01        | 9,17 %         | 0,72 %         | -0,10 %                |
| mar.05              | 450,00                                      | -1,96 %        | 0,09 %           | 341,67        | -3,32 %        | 0,16 %         | 0,12 %                 |
| feb.05              | 459,00                                      | -1,29 %        | 0,06 %           | 353,41        | -6,20 %        | 0,48 %         | 0,17 %                 |
| jan.05              | 465,00                                      |                |                  | 376,78        |                |                |                        |
| <b>Sum</b>          |   | <b>65,96 %</b> | <b>31,1633 %</b> |               | <b>41,69 %</b> | <b>69,39 %</b> | <b>23,20 %</b>         |
| <b>Gjennomsnitt</b> |   | <b>1,12 %</b>  | <b>0,54 %</b>    |               | <b>0,71 %</b>  | <b>1,20 %</b>  | <b>0,39 %</b>          |
| <b>Beta =</b>       | <b>Kovarians (OLT, OSEAX)/Var (OSEAX) =</b> |                |                  | <b>0,3286</b> |                |                |                        |

## Vedlegg 4: Fremtidsregnskapet

| (beløp i 1000 NOK)                     | 2009              | 2010E             | 2011E             | 2012E             | 2013E             | 2014E             |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| DI kjøpesenter                         | 1 677 886         | 1 912 790         | 2 295 348         | 2 869 185         | 3 299 563         | 3 563 528         |
| DI kontor                              | 537 263           | 590 989           | 661 908           | 761 194           | 860 149           | 928 961           |
| <b>DI</b>                              | <b>2 215 149</b>  | <b>2 503 779</b>  | <b>2 957 256</b>  | <b>3 630 379</b>  | <b>4 159 712</b>  | <b>4 492 489</b>  |
| Andre driftskostnader                  | -828 963          | -945 018          | -1 134 021        | -1 417 527        | -1 630 156        | -1 760 568        |
| Ordinære avskrivninger                 | -18 894           | -21 539           | -25 847           | -32 309           | -37 155           | -40 127           |
| Andel resultat i tilknyttede selskap   | 49 933            | 56 924            | 68 308            | 85 385            | 98 193            | 106 049           |
| <b>Normale DR fs</b>                   | <b>1 417 225</b>  | <b>1 594 146</b>  | <b>1 865 696</b>  | <b>2 265 929</b>  | <b>2 590 595</b>  | <b>2 797 842</b>  |
| Skattekostnad for driften 28 %         | -390 411          | -446 361          | -522 395          | -634 460          | -725 367          | -783 396          |
| <b>Normale DR e.s</b>                  | <b>1 026 814</b>  | <b>1 147 785</b>  | <b>1 343 301</b>  | <b>1 631 469</b>  | <b>1 865 228</b>  | <b>2 014 446</b>  |
| Normal PM                              | 46,35 %           | 45,84 %           | 45,42 %           | 44,94 %           | 44,84 %           | 44,84 %           |
| Utsatt skattefordel                    | 115 965           | 132 200           | 158 640           | 198 300           | 228 045           | 246 289           |
| Immaterielle eiendeler                 | 6 616             | 7 542             | 9 051             | 11 313            | 13 010            | 14 051            |
| Investeringseiendommer                 | 24 388 820        | 26 339 926        | 28 710 519        | 31 581 571        | 34 108 096        | 36 495 663        |
| Varige driftsmidler                    | 73 946            | 84 298            | 101 158           | 126 448           | 145 415           | 157 048           |
| Investeringer i tilknyttede selskap    | 210 076           | 239 487           | 287 384           | 359 230           | 413 114           | 446 164           |
| Varebeholdning                         | 1 953             | 2 226             | 2 672             | 3 340             | 3 841             | 4 148             |
| Kundefordringer                        | 585 354           | 667 304           | 800 764           | 1 000 955         | 1 151 099         | 1 243 187         |
| Andre fordringer                       | 138 625           | 158 033           | 189 639           | 237 049           | 272 606           | 294 415           |
| <b>Driftsrelaterte eiendeler</b>       | <b>25 521 355</b> | <b>27 631 016</b> | <b>30 259 827</b> | <b>33 518 206</b> | <b>36 335 227</b> | <b>38 900 964</b> |
| Pensjonsforpliktelser                  | 6 500             | 7 410             | 8 892             | 11 115            | 12 782            | 13 805            |
| Utsatt skatt                           | 3 206 697         | 3 655 635         | 4 386 761         | 5 483 452         | 6 305 970         | 6 810 447         |
| Leverandørgjeld                        | 94 656            | 107 908           | 129 489           | 161 862           | 186 141           | 201 032           |
| Betalbar skatt                         | 42 838            | 48 835            | 58 602            | 73 253            | 84 241            | 90 980            |
| Annen kortsiktig gjeld                 | 51 980            | 59 257            | 71 109            | 88 886            | 102 219           | 110 396           |
| <b>Driftsrelatert gjeld</b>            | <b>3 402 671</b>  | <b>3 879 045</b>  | <b>4 654 854</b>  | <b>5 818 567</b>  | <b>6 691 353</b>  | <b>7 226 661</b>  |
| <b>Netto driftsrelaterte eiendeler</b> | <b>22 118 684</b> | <b>23 751 971</b> | <b>25 604 973</b> | <b>27 699 638</b> | <b>29 643 874</b> | <b>31 674 303</b> |
| ATO                                    |                   | 0,1132            | 0,1245            | 0,1418            | 0,1502            | 0,1515            |
| RNOA                                   |                   | 5,19 %            | 5,66 %            | 6,37 %            | 6,73 %            | 6,80 %            |
| Risikofri rente                        |                   | 4,00 %            | 4,00 %            | 4,00 %            | 4,00 %            | 4,00 %            |
| Beta                                   |                   | 0,5502            | 0,5502            | 0,5502            | 0,5502            | 0,5502            |
| Markedets risikopremie                 |                   | 7,02 %            | 7,02 %            | 7,02 %            | 7,02 %            | 7,02 %            |
| Avkastningskrav til gjelden            |                   | 4,20 %            | 4,20 %            | 4,20 %            | 4,20 %            | 4,20 %            |
| Avkastningskrav til totalkapitalen     |                   | 6,74 %            | 6,74 %            | 6,74 %            | 6,74 %            | 6,74 %            |
| ReOI (6,74 %)                          |                   | -342 095          | -256 595          | -93 242           | -577              | 17 681            |
| ReOI (6,74 %) via RNOA                 |                   | -342 095          | -256 595          | -93 242           | -577              | 17 681            |
| Diskonteringsrate                      |                   | 1,0674            | 1,1393            | 1,2161            | 1,2981            | 1,3856            |
| Nåverdi av ReOI                        |                   | -320 494          | -225 213          | -76 671           | -444              | 12 760            |
| <b>Total nåverdi til 2014</b>          | <b>-610 062</b>   |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>Fremskrivingsverdi (FV)</b>         | <b>1 296 907</b>  |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>Selskapsverdi</b>                   | <b>22 805 529</b> |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>Netto finansiell gjeld</b>          | <b>13 799 103</b> |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>Verdi egenkapital</b>               | <b>9 006 426</b>  |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>Antall aksjer</b>                   | <b>10 644 532</b> |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>Verdi per aksje</b>                 | <b>846,11</b>     |                   |                   |                   |                   |                   |