



MASTERUTREDNING: REGNSKAPSANALYSE OG FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

EIENDOMSSPAR AS

Andreas Orud Loga & Gudbrand Johannes Qvale

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Veileder: Svein Arne Persson

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

OVERORDNET SAMMENDRAG

Gjennom de følgende 167 sidene vil vi gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Eiendomsspar AS. Eiendomsspar utvikler, drifter, forvalter og kjøper og selger kontor- og næringseiendom i Oslo. Utredningen har fire deler som bygger på hverandre.

Vi begynner med Eiendomsspars og eiendomsbransjens karakteristika og egenskaper. Vi lærer oss Eiendomsspar å kjenne, identifiserer ulike segmenter innen eiendom, ser på underliggende makroøkonomiske drivere og definerer ei bransje som vil inngå i sammenligningsgrunnlaget.

I del 2 analyserer vi bransjens og Eiendomsspar gjennom strategisk analyse. Vi får støtte til antagelsen om at eiendomsbransjen er en moden bransje, vi ser at det er lite rivalisering og få synlige trusler mot bransjen. Vi finner videre at Eiendomsspar har flere sterke ressurser, og tilløp til konkurransefortrinn. Spørsmålet er om ressursene koster mer enn de smaker.

Regnskapsanalysen er grunnleggende premissleverandør for oppgaven og utgjør del 3. Vi tar et betydelig grep for å kunne svare på oppgavens problemstilling. Vi justerer Eiendomsspars og bransjeutvalgets balanser slik at eiendomsporteføljen fremstår som kjøpt til markedsverdi 1. januar 2006. Videre utelater vi alle resultatførte verdiendringer i porteføljen. Justeringen har to konsekvenser; vi sammenligner alle selskaper på likt grunnlag, og vi får rentabilitetstall som viser den underliggende verdiskapningen i bransjens *drift*. Vi er allikevel klar over at et slikt grep kan tilføre resultatene en del målestøy. Lønnsomhets- og rentabilitetsanalysen avslører at Eiendomsspar og eiendomsbransjen har en strategisk ulempe. Driftsrentabiliteten er lavere enn kravet til avkastning gjennom hele analyseperioden. Videre finner vi at Eiendomsspar har en marginal fordel over bransjen knyttet til selskapets interne ressurser.

Fjerde del er selve verdsettelsen. Vi prognostiserer og diskonterer fremtidige resultater, og finner at verdien av Eiendomsspars egenkapital tilsvarer 137 kroner per aksje. Siste omsatte kurs pr 17. juni 2013 er 152 kroner. I sensitivetsanalysen finner vi at risikofri rente er av de mest kritiske faktorene for resultatet.

På bakgrunn av analysen vil vi komme med en salgsanbefaling. Investorers premisser stemmer ikke nødvendigvis overens med våre forutsetninger. Sterk tro på fortsatt verdistigning og realisasjon av eiendomsverdier kan tilsi forventning om en høyere verdi enn våre funn. Vi står imidlertid inne for at verdi på bakgrunn av drift isolert er lavere enn siste omsatte kurs tilsier.

17. juni 2013.
AOL/GJQ.

INNHALDSFORTEGNELSE

OVERORDNET SAMMENDRAG.....	1
FORORD.....	0
1.0 INNLEDNING	1
1.1 Problemstilling.....	1
1.2 Definisjoner og grunnleggende veivalg	0
1.3 Utredningens oppbygning og struktur	1
2.0 VERDSETTELSE – IDE, FENOMEN OG ROLLE	5
2.1 Verdsettelse som idé.....	5
2.2 Verdi – skapning, konservering, ødeleggelse.....	5
2.3 Verdsettelsens rolle i økonomien	6
2.4 Verdsettelse – teori og praksis.....	6
2.5 Verdsettelse – Norske forhold.....	7
3.0 VERDSETTELSE – METODER OG TEKNIKKER	9
3.1 Fundamental verdsettelse	9
3.2 Komparativ verdsettelse	11
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	12
3.4 Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse.....	13
4.0 OM SELSKAPET – EIENDOMSSPAR AS.....	14
4.1 Historie	14
4.2 Ledelse og styret	15
4.3 Konsernet og strukturen	16
4.4 Visjon, målsettinger og strategi	17
4.5 Eiendomsportefølje	18
4.6 Eierforhold	21
4.7 Aksjekursutvikling og utbyttepolitikk.....	23
5.0 MARKEDET – UTVIKLING, TRENDER OG TENDENSER	24
5.1 Makrobildet	25
5.2 Kontor og næring.....	26
5.3 Hotellmarkedet.....	29
5.4 Nybygg og utvikling.....	30
5.5 Transaksjonsmarkedet.....	31
6.0 EIENDOMSBRANSJEN.....	32

6.1	Utvikling av bransjen	32
6.2	Aktører i bransjen	33
6.3	Karakteristika ved eiendomsbransjen	36
7.0	PORTER'S KONKURRANSEARENA MODELL	40
7.1	Nyetableringer	40
7.2	Substitutter.....	43
7.3	Rivalisering.....	44
7.4	Kunders forhandlingsmakt.....	46
7.5	Leverandørers forhandlingsmakt.....	47
7.6	Oppsummering av konkurransearenamodellen.....	48
8.0	PESTEL.....	50
8.1	Politisk.....	50
8.2	Økonomisk.....	51
8.3	Teknologisk.....	52
8.4	Miljømessig.....	53
8.5	Juridisk	53
8.6	Oppsummering PESTEL.....	54
9.0	RESSURSANALYSE SVIMA	55
9.1	Porteføljens beliggenhet.....	57
9.2	Kredibilitet i samfunn, politikk og næringsliv.....	58
9.3	Administrerende direktør.....	59
9.4	Oppsummering SVIMA.....	60
10.0	SWOT – OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE	61
11.0	OMGRUPPERING, NORMALISERING OG JUSTERING.....	64
11.1	Årsregnskap og balanse Eiendomspar	66
11.2	Omgruppering og normalisering av regnskapet	69
11.3	Omgruppering og normalisering av balansen.....	73
11.4	Justering av målefeil.....	78
11.5	Komparativ bransje	82
12.0	ANLAYSE AV RISIKO	83
12.1	Likviditetsanalyse	83
12.2	Egenkapitalrentabilitet	84
12.3	Soliditetsanalyse.....	85
12.4	Syntetisk rating.....	86

13.0	ANALYSE AV HISTORISK KRAV	90
13.1	Modell for beregning av krav	90
13.2	Egenkapitalkravet - ekk.....	93
13.3	Netto finansielt gjeldskrav - nfgk.....	98
13.4	Netto driftskrav – ndk.....	102
14.0	ANALYSE AV RENTABILITET OG LØNNSOMHET	103
14.1	Strategisk fordel – analyse av egenkapitalrentabilitet.....	105
14.2	Analyse av finansiering.....	108
14.3	Analyse av drift	110
14.4	Oppsummering av rentabilitet- og lønnsomhetsanalyse	118
15.0	PROGNOSE FOR PANDOX AB	122
15.1	Modellen.....	122
15.2	Regnskapet.....	122
15.3	Balansen.....	126
15.4	Fremtidsregnskap og balanse	129
15.5	Eiendomsspars resultatandel fra Pandox	129
16.0	FREMTIDSBUDSJETTERING EIENDOMSSPAR	131
16.1	Modellbeskrivelse.....	131
16.2	Driftsinntekstvekst.....	133
16.3	Omløpshastigheten til netto driftseiendeler	134
16.4	Netto driftsmargin i egen virksomhet.....	135
16.5	Finansiell gjeldsdel	136
16.6	Finansiell eiendelsdel	136
16.7	Netto finansiell gjeldsrentabilitet.....	137
16.8	Resultat fra felleskontrollert virksomhet – Pandox.....	137
16.9	Fremtidig budsjetterte størrelser.....	137
17.0	ANALYSE AV FREMTIDIGE KRAV	140
17.1	Egenkapitalkrav	142
17.2	Netto finansielt gjeldskrav.....	144
17.3	Netto driftskrav	146
17.4	Strategiske fordeler i prognoseperioden	147
18.0	VERDSETTELSE AV EIENDOMSSPAR	148
18.1	Egenkapitalmetoden	148
18.2	Selskapskapitalmetoden.....	149
18.3	Konvergering av verdierestimat.....	150

18.4	Verdiestimat per 31.05.2013	152
19.0	SENSITIVITETSANALYSE.....	153
19.1	Sensitivitet til driftsinntektsveksten	154
19.2	Sensitivitet til omløpshastigheten	155
19.3	Sensitivitet til netto driftsmargin egen virksomhet.....	156
19.4	Sensitivitet til resultat fra Pandox.....	156
19.5	Sensitivitetsanalyse av fremtidig avkastningskrav.....	157
19.6	Simulering av nøkkelvariabler	158
19.7	Oppsummering av sensitivitetsanalysen og simuleringen	162
20.0	KOMPARATIV VERDSETTELSE	163
20.1	Valg av multipler	163
20.2	Resultater fra komparativ verdsettelse	165
20.3	Oppsummering komparativ verdsettelse	166
21.0	OPPSUMMERING OG HANDLESTRATEGI	167
	REFERANSE- OG LITTERATURLISTE:.....	168
	APPENDIX	174

FORORD

Etter fire og et halvt år som NHH-studenter har vi sett frem til å skrive masterutredningen. Vi har vært gjennom de mest grunnleggende emner innen alle fagdisipliner tilknyttet et høyere studium i økonomi og administrasjon, og burde ha de nødvendige forutsetninger for oppgaven. Mulighetene for tema og problemstilling er i utgangspunktet uinnskrenket. Vi definerte tre kriterier som skulle ligge til grunn for vårt temavalg; det skulle være praktisk anvendbart, det skulle være innenfor vårt interessefelt – og ikke minst skulle det være noe vi hadde lyst til å jobbe med. På bakgrunn av disse kriteriene valgte vi å gjøre en verdsettelse basert på strategisk regnskapsanalyse.

Vi hadde liten erfaring med regnskapsanalyse fra tidligere, og det har vært en lærerik og omstendelig prosess fra januar frem til nå. Arbeidsmengden har vært stor. Vi har hatt en ønske om å gjøre «verdsettelsesoppgaven» rykte til skamme – og følt et behov for å vise at temaet er valgt ut ifra interesse, og ikke som noe lett løsning.

Vi vil takke Eiendomsspar AS ved Elise Hansen for tilgang til Oslostudiene for de siste to årene; Bjørn Kjølstad i Horwath HTL Consulting for tilgang til deres årlige hotellrapport, Dagens Næringsliv ved Terje Erikstad for tilgang til deres data om norske eiendomspriser, og til sist Gunnar Selbyg i Union Gruppen AS for tilgang til deres analyser. Vi takker også for tips og vink vi har fått i samtaler med Finn Kinserdal og Kjell Henry Knivsflå.

Veileder Svein-Arne Persson har gitt oss konstruktive og raske tilbakemeldinger gjennom prosessen, noe som har vært inspirerende og interessant! Takk!

Avslutningsvis vil vi takke for fem fantastiske år på Norges Handelshøyskole. Det har vært lærerike og begivenhetsrike år som vi alltid vil huske med takknemlighet og et smil om munnen!

Norges Handelshøyskole, Bergen 17. juni 2013.

Andreas Orud Loga og Gudbrand Johannes Qvale

1.0 INNLEDNING

I vårt første møte med veileder ble vi gitt liten kredit for vårt valg av tema; verdsettelse scorer lavt på kreativitet. Mange før oss har skrevet oppgaver i temaet, og «oppskriften» ligger således lett tilgjengelig gjennom tidligere masterutredninger. En gjennomgang av et tilfeldig utvalg av disse kan underbygge veileders fordommer – noen av oppgavene virker noe lemfeldige og lettvinne, og derfor langt fra det vi ønsker å gjøre ut av oppgaven. Vi vil anstrenge oss og ta konkrete grep for at vårt arbeid og resultat skal bli superb.

Vår bakgrunn og motivasjon for å skrive verdsettelse er fundert i et ønske om å utvikle faglig trygghet og innsikt i eiendomsbransjen. Kreativitet er ikke nødvendigvis det viktigste for en masterutredning, vi mener man skal komme langt også med hardt arbeid, interesse og nysgjerrighet. Verdsettelse er ingen vitenskap, men preget av ulike forutsetninger og oppfatninger. Vi vil forsøke å gi leseren mulighet til å vurdere og eventuelt revurdere våre betraktninger, slik at oppgaven kan nyttiggjøres også i de tilfeller leseren har et annet utgangspunkt enn oss.

Helt siden vi begynte på grunnskolen tidlig på nittitallet, har boligprisene og eiendomsprisene i dette landet økt. Helt siden vi kunne lese, har vi lest i avisene om det som først var eiendomsmillionærer, senere eiendoms milliardærer. Vårt grunnleggende ønske er å finne de underliggende realiteter. Er eiendomsmarkedet virkelig så godt? Skyldes verdiskapningen solid drift eller et heldig markedet med god verdistigning på eiendelene? Vi håper denne utredningen vil gi oss svar på disse spørsmålene.

1.1 Problemstilling

På bakgrunn av de tanker og ideer som er introdusert ovenfor, har vi forsøkt å formulere en problemstilling som ikke bare gir en verdi på Eiendomsspar AS, men som også fremhever de underliggende faktorene som gir denne verdsettelsen, herunder risiko, verdidrivere, strategiske fordeler og ulemper. Vi vil derfor arbeide etter følgende problemformulering;

Hva er egenkapitalen til Eiendomsspar AS verdt per juni 2013? Hva har drevet frem denne verdien? Hvilke strategiske fordeler og ulemper er priset inn? Hvilken risiko og utfordringer står Eiendomsspar og bransjen for øvrig ovenfor i de kommende årene?

For å svare på problemstillingen ønsker vi å gjennomføre en strategisk- og regnskapsmessig analyse av Eiendomsspar og eiendomsbransjen for øvrig.

1.2 Definisjoner og grunnleggende veivalg

EIENDOMSSPAR OG PANDOX

Eiendomsspar var fra etableringen i 1982 et selskap med fokus på kontor- og næringseiendom i Oslo. Dette fokusert har vært underliggende gjennom alle større og mindre oppkjøp gjennom årene. Som konsern har Eiendomsspar i all hovedsak hatt eierskap på 100% i sine engasjementer. I 2004 kjøpte Eiendomsspar sammen med familien Sundt hotelleierselskapet Pandox. I 2010 kjøpte Pandox, Norgani Hotels i fellesskap med Sundt familien. Eiendomsspar har i dag direkte og indirekte henholdsvis 50 % og 25 % eierskap nevnte selskaper. Oppkjøpene endret karakteristikken til Eiendomsspar. Hotellporteføljen drevet selvstendig drevet av Pandox, men inngår som *felleskontrollert virksomhet* hos Eiendomsspar. Dette betyr at når vi refererer til Eiendomsspars hotellportefølje i oppgaven, mener vi hotellene som er eid av Pandox. Av Eiendomsspar sine direkte-eide eiendommer, utgjør svært få hoteller. Oppkjøpet av Pandox betyr at Eiendomsspars indirekte eksponering mot hotell er mangedoblet gjennom den felleskontrollerte virksomheten Pandox. Basert på virkelige verdier er 61 % av porteføljen bestående av hotell.

Eiendomsspars direkte og heleide selskaper utgjør en del av konsernstrukturen, og er dermed inkludert i de konsoliderte årsregnskapene. Pandox og Norgani er ikke inkludert i konsolideringen. Eiendomsspar andel av deres resultater er derimot inkludert som Eiendomsspars resultater under regnskapsposten: *resultat fra felleskontrollert virksomhet*. Når vi skal analysere regnskapene til Eiendomsspar, vil vi ta utgangspunkt i konsoliderte konsernregnskapene, altså ekskludert resultatene fra den felleskontrollerte virksomheten Pandox og deres hotelleierskapet.

Vi erkjenner likevel at resultatandelen fra Pandox utgjør en vesentlig del av Eiendomsspars rapporterte resultat. Vi ser også at risikoen og bransjeforhold knyttet til hotell er relevant for Eiendomsspar. Vi velger derfor å inkludere Pandox og hotelleierskapet i presentasjon og gjennomgang av bransje og i den strategiske analysen. I et eget kapittel bruker vi resultatene til å gjøre en mer tradisjonell *corporate finance* analyse av resultatet til Pandox. Vi vil lage prognostiserte fremtidsbudsjetter for Pandox, og forutsette at Eiendomsspar får overført en andel av resultatet som står i forhold til eierskapet.

Under presentasjonen av selskapet, fremgår det at hotellene i Eiendomsspars felleskontrollerte hotellportefølje hovedsakelig ligger i Sverige, Danmark og Finland, i tillegg til ett hotell i London, to hoteller i Montreal i Canada, ett i Basel i Sveits og ett i hotell i fire av de største byene i Tyskland. Om vi har verdensøkonomien i bakhodet, må beliggenhetene sies være gode. Vertskapslandene ligger i regioner med relativt høy aktivitet, liten arbeidsledighet og god fart i økonomien. De aller

fleste hotellene – 101 av 117 – ligger i Norden. Derfor vil vi vurdere Eiendomsspars portefølje under ett sett med makroøkonomiske forutsetninger, men under to segmenter – hotell (Pandex), og kontor og næringseiendom (Eiendomsspar). Dette vil være et forenklet grep, men kan allikevel forsvares når porteføljen er tilnærmet homogen.

BRANSJE

I denne utredningen vil vi stadig vende tilbake til begrepet *bransjen*. I referanser til bransjen sikter vi til de aktørene som driver profesjonalsert med *eie, drift og forvaltning, utleie, utvikling og kjøp og salg* av eiendom. Profesjonalsert betyr at aktivitetene knyttet til eiendom utgjør en vesentlig del av bedriftenes virksomhet. I regnskapsanalysen vil vi beregne ulike forholdstall knyttet til bransjen. Her vil vi bruke fem utvalgte selskaper som en *proxy* for hele bransjen, og trekke konklusjoner basert på observasjoner fra disse selskaperes regnskaper. Vi vil imidlertid hevde at disse i snitt er representative for bransjen.

TEORI OG PRAKSIS

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse er ingen fast bestemt metode, men en samling av teknikker som kan brukes med ulike utgangspunkt og målsetninger. Vi vil presentere de grunnleggende begreper og teknikker for ulike verdsettelsesmetoder i neste kapittel. Videre vil vi kort utrede de sentrale beveggrunner for regnskapsanalyse, elementer i regnskapsanalyse med videre.

Masterutredningen vil inneholde en del uttrykk, begreper og teknikker som ikke nødvendigvis er intuitive. Vi tror leseren lettere vil følge både teknikk og begrunnelse bedre dersom dette blir presentert i fellesskap. Således vil vi ikke ha noen omfattende teoridel, men forklare teori og fremgangsmåte underveis i prosessen.

Metodikken beskrevet er forelest gjennom flere fag ved Norges Handelshøyskole. Vi tar utgangspunkt i undervisningsmateriale fra BUS 424 – "Strategisk Regnskapsanalyse" fra høsten 2012 og BUS 425 – "Verdsettelse" fra høsten 2006, samt BUS 425 – "Verdsettelse" fra våren 2013. Professor Kjell Henry Knivsflå (heretter Knivsflå) har vært kursansvarlig for begge førstnevnte kurs, mens Associate Professor Finn Kinserdal er kursansvarlig i sistnevnte kurs. Vår oppgave vil følge metoder og teknikker fra disse kursene, der det er naturlig.

1.3 Utredningens oppbygning og struktur

For å kunne svare på problemstillingene vi definerte, må vi gå i dybden av både strategisk analyse og regnskapsanalyse. Oppgaven blir dermed omfattende både i omfang. Detaljnivået kan til tider virke overveldende for leseren. For å kompensere dette har vi tatt to grep. For det første har vi gjort et aktivt valg om å inkludere et stort utvalg av figurer, grafer og tabeller for å gi leseren

mulighet til å danne seg et raskt overblikk. Videre har vi valgt å strukturere oppgaven i fire deler. De fire delene bygger naturlig på hverandre, men er tematisk adskilt. De fire delene er igjen delt inn i kapitler.

I del 1 vil vi aktualisere problemstillingen og verdsettelse som metode. Formålet med det en gjør er en viktig motivator. Hvorfor verdsetter vi? Hvorfor er verdsettelse interessant? Vi vil presentere vår egen og noen alternative verdsettelses-metoder og teknikker og begrunne vårt valg av metode. Videre vil vi fortsette med en grundig presentasjon av materiegrunnet for oppgaven; Eiendomsspar AS, eiendomsbransjen og eiendomsmarkedet som sådan. En bred og inngående kjennskap til selskapet som skal verdsettes er nødvendig for å kunne gjøre en god analyse, både av regnskapsmessige forhold, men ikke minst av strategiske valg og operasjonell utførelse. Eiendomsspar, som alle andre selskaper, påvirkes både av historie, ansatte, eierforhold og kultur – og disse forholdene er interessante i verdsettelsesøyemed. Like fullt er en tilsvarende forståelse for bransjen og markedet selskapet opererer i, både for å forstå konkurrenter, leverandører og de regulerende myndigheter.

I del 2 vil vi gjennomføre en strategisk analyse av både selskapet og bransjen. Analysen vil i stor grad bygge på informasjon gitt i del 1. Analysen har som mål å avdekke om selskapets strategi er tilpasset virkeligheten, og gi oss et inntrykk av selskapets muligheter, utfordringer, styrker og svakheter. Vi vil også se nærmere på eiendomsbransjen som helhet, og identifisere bransjegenenskapene som påvirker Eiendomsspar.

Del 3 vil ta for seg regnskapsanalysen. Regnskapsanalysen skal avdekke Eiendomsspar og øvrige eiendomsbransjers underliggende risiko, tilhørende avkastningskrav og rentabiliteter. Disse nøkkeltallene vil resultere i en rentabilitets- og lønnsomhetsanalyse som kvantifiserer Eiendomsspars strategiske fordeler, og dekomponerer disse videre til bransje- og ressursfordeler. Her søker vi altså å tallfeste funn fra vår strategiske analyse.

Selve verdsettelsen av Eiendomsspar gjennomgås i del 4. Vi vil budsjettere Eiendomsspars regnskaper og kontantstrømmer i en eksplisitt periode fremover, deretter forutsette en konstant utvikling til evig tid. På samme måte vil vi estimere Eiendomsspars resultatandel fra Pandox. Beregnede fremtidige avkastningskrav vil legges til grunn for den endelige verdsettelsen. Når vi har funnet et endelig verdiestimat, vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse og vurdere resultatet komparativt til andre selskaper før vi avslutter med en handelsstrategi.

Del 1:

VERDSETTELSE, SELSKAP, BRANSJE, MARKED

Del 2:

STRATEGISK ANALYSE

Del 3:

REGNSKAPSANALYSE

Del 4:

PROGNOSE, VERDSETTELSE, ANBEFALING

DEL 1:

VERDSETTELSE, SELSKAP, BRANSJE, MARKED

Første steg i verdsettelse er å analysere selskapet som senere skal verdsettes. Det er et naturlig første steg siden verdsettelse krever innsikt i de underliggende forhold. Like naturlig er det at analyse krever kunnskap og informasjon. Kunnskap om verdidrivere, om selskaper, om historisk utvikling, om selskaper. Informasjon om hvilke selskaper som fokuserer på de enkelte områder, data om selskapers nøkkeltall. Uten kunnskap og informasjon, er analyse umulig. Vi begynner derfor utredningen med en solid innføring i Eiendomsspar som selskap, om selskapene i bransjen, om utviklingen av bransjen og om utviklingen i eiendomsmarkedet og tilliggende markeder. Denne informasjonen vil ligge til grunn og brukes videre i del 2, 3 og 4.

På samme måte som kunnskap om bransjen og selskapet er viktig for analyse, må man ha kunnskap om metodikk og teknikk for å gjøre en god verdsettelse. I den følgende delen kommer vi derfor til å presentere verdsettelses rolle i økonomien, sentrale begreper innenfor verdsettelse og flere ulike metoder og teknikker for verdsettelse. Herunder vil vi presentere rammeverket for strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse, som er vår valgte teknikk i utredningen.

2.0 VERDSETTELSE – IDE, FENOMEN OG ROLLE

Vi vil ikke gå inn på de semantiske eller grunnleggende ideene omkring verdi, men begrense oss til å stadfeste at verdi er et begrep som sier noe om hva en er villig til å oppgi for en gitt gjenstand eller rettighet.

Vi kan gjøre et teoretisk skille mellom bruksverdi og salgsverdi. Bruksverdi er den verdien en gjenstand eller et selskap representerer for eieren, og tilsvarer nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer generert i sin nåværende bruk. Ulike eiere kan være svært forskjellige og ha ulik kunnskap, evne og vilje til å skape kontantstrømmer med de aktuelle eiendelene. På bakgrunn av dette ligger det en forutsetning i begrepet om at verddivurderingen skal skje etter «høyest og beste bruk».

Salgsverdi er det beløpet man har mulighet for å oppnå gjennom salg. Salgsverdi må imidlertid ikke forveksles med markedspris. Ifølge Richard Thaler (Thaler 1988) vil salgsverdien i de fleste tilfeller inneholde en premie – kjøperen betaler en premie over markedsprisen for faktisk å få kjøpe. Markedsprisen vil dermed være rett i overkant av det nest høyeste budet. De fleste salg baserer seg på at kjøper og selger har ulike vurderinger av verdi, og at salgsprisen blir et sted i mellom disse verdiene. Av det forstår vi at verdi og verdsettelse ikke er absolutt, men subjektive vurderinger.

2.1 Verdsettelse som idé

Verdivurdering er fastsettelse av verdi. Verdivurdering er dermed et ekstremt nyttig og utbredt styringsverktøy for aktører i både offentlig og privat sektor. Verdivurdering ivaretar langt flere dimensjoner enn de rent profitorienterte. Verdivurdering i sin ideelle form er en øvelse som ivaretar helhet. I tillegg til salg og kostnader, vektlegges også helse, miljø, sikkerhet og andre eksterne faktorer.

Verdsettelse av en bedrift vil påvirkes av rovdrift og dårlige vilkår for de ansatte i en negativ retning. Høyere *turnover*, høyere sykefravær, vanskeligheter med å tiltrekke seg kvalifisert arbeidskraft fører til høyere kostnader over tid. Høyere kostnader medfører lavere kontantstrømmer, og ergo vil verdien bli lavere. Kortsiktig jag etter profitt vil dermed fortrenkes av ønske om langsiktig verdiskapning. Verdivurdering kan dermed bidra til å gi et bærekraftig nærings- og arbeidsliv.

2.2 Verdi – skapning, konservering, ødeleggelse

Kapital har alltid en kostnad. Kapitalkostnaden kan deles i to elementer; tidsverdi av penger, og betaling for risiko – såkalt risikopremie. Investorer plasserer penger med mål om å få tilbake en avkastning som er større enn tilhørende kostnad. Denne differansen er verdiskapning.

Økt avkastning på kapitalen, uten tilsvarende økning i risiko, vil øke verdiskapningen. Uendrede marginer på en voksende kapital vil bidra til økt verdiskapning i relativ forstand.

Dersom avkastningen er lavere enn avkastningskravet, ødelegges verdier. Dersom kapitalbasen vokser i et prosjekt med avkastning lavere enn kravet, øker verdiødeleggelsen. Markedsmekanismer vil sørge for at kapitalen over tid trekkes ut av prosjekter som ødelegger verdier. En mellomting av verdiskapning- og ødeleggelse er verdikonservering. Verdier konserveres om avkastningen tilsvarer kapitalens krav. I ytterste konsekvens kan man hevde at verdikonservering er ødeleggende, fordi alternativet – pengene investert i beste bruk – er verdiskapende.

2.3 Verdsettelsens rolle i økonomien

Bakgrunnen for mange av krisene og krakkene de siste århundrene har kommet som følge av bobler. Når boblene sprekker, utvikler det seg krisetider. Hvordan har boblene blitt bygget? Koller hevder av aktørene i markedet har glemt grunnleggende øvelser innenfor verddivurdering, og tatt fokus bort fra *verdiskapning*. Dersom bankene og investorene hadde hatt fokus på verdiskapning og verddivurderinger i perioden før *finanskrisen*, kan man hevde krisen aldri ville funnet sted (Tim Koller 2010). Investorer og banker lot seg lede til å tro at avdragsfrie lån til lavinntektsmottakere med dårlig kredittvurdering fikk lavere risiko og økte i verdi dersom de ble pakket sammen i verdipapirer og solgt videre, såkalt *verdipapirisering*. Ser vi til Miller og Modiglianis teoremer, vet vi at eierforhold og kapitalstruktur under strenge forutsetninger ikke skal påvirke verdien til eiendelene. Ser vi på kontantstrømmene, ser vi at heller ikke disse endres selv om de *verdipapiriseres*. Hadde man hatt fokus på verdiskapning, hadde man sett at den lånefinansierte boligprisveksten som ledet til boble og senere finanskrise, ikke var bærekraftig – men snarere konserverende og ødeleggende for verdien (DN.no 2009, Dagbladet 2008)

2.4 Verdsettelse – teori og praksis

Til tross for at verdsettelse bidrar til helhetlige perspektiver, langsiktighet og bærekraftighet – må vi være klar over at det kan være vesentlige forskjeller på teori og praksis. Mange forhold i en verdsettelse bør fanges opp av et kritisk blikk og grunnleggende skepsis.

Vi bør alltid vurdere den eller de som står bak en verdsettelse. Ulike motiver kan påvirke analytikerens til å vektlegge elementer på en måte som hefter for resultatet. Slik vektlegging trenger ikke være intendert, men kan komme av analytikerens bakgrunn og fordommer, kunnskap og faglig bakgrunn. Prognostisering av fremtidige kontantstrømmer er en krevende øvelse. Markedet, vekst og avkastningskrav påvirkes blant annet av politiske, økonomiske og teknologiske forhold. Hvordan vil de ulike forholdene påvirke kontantstrømmene i den enkelte bransje, og i den enkelte bedrift? Spørsmålene bør stilles.

Ømfintligheten i verdsettelsesmodeller kan illustreres gjennom et eksempel. Vi tar utgangspunkt i en evigvarende kontantstrøm på 1, avkastningskrav på 12 % og vekst på 2 %. Med Gordons formel finner vi at verdien blir lik 10. Hva skjer dersom vi øker veksten til å være 3 %? Vi finner at verdien på kontantstrømmen da blir 11,1. Altså gir 1 % endring i forutsetningene mer enn 11 % endring i verdien (Møller 2011).

$$\begin{aligned} 1) \text{ Verdi}_{gordon} &= \frac{\text{Kontantstrøm}}{k-g} \\ 2) \text{ Verdi}_{gordon} &= \frac{1}{0,12-0,02} = 10 \\ 3) \text{ Verdi}_{gordon} &= \frac{1}{0,12-0,03} = 11,1 \end{aligned}$$

Figur 2.1. Følsomheten ved bruk av Gordons formel til verddivurdering. Kontantstrømmen er konstant til evig tid, k tilsvarer kapitalavkastningskrav, mens g er vekst. Vi ser at 1 % endring i vekstestimatet endrer verdien av kontantstrømmen med 11 %.

Psykologiske og irrasjonelle faktorer kan videre påvirke analytikerene. De siste årene har det vokst frem ett fagområde kalt *behavioral finance*. Fagområdet handler blant annet om en rekke irrasjonaliteter i markedet, eksempelvis hvordan alle ønsker å gå i flokk, eller hvordan ingen analytikere vil publisere en analyse som er ligger langt fra tidligere publiserte analyser. Slike faktorer kan ha påvirket markedet i forkant av siste finanskrisen.

Et grunnleggende paradoks ved verdsettelse er det underliggende og vikarierende tillitsforhold til markedet. Ofte eksisterer det en verdi på eiendeler gjennom børskurs eller omsetningsverdi, men allikevel utarbeides det verdsettelse på eiendelen. Bakgrunnen for å gjøre en verdsettelse må i et slikt tilfelle være at man ikke stoler på markedsverdien. Allikevel tror man at markedet over tid skal korrigere verdien til sin virkelige verdi. Det fremstår som en vekslende tro på markedseffisiens – og kan i seg selv fremstå som et eksempel på irrasjonalitetene som studeres gjennom *behavioral finance*.

2.5 Verdsettelse – Norske forhold

Norge er et lite land i verden, og har en liten åpen økonomi. Det legger føringer for hvordan det norske markedet fungerer, og hvilke faktorer som bør vektlegges i en verdsettelse.

Norge er og har alltid vært en råvarebasert økonomi. Inntektene har direkte og indirekte kommet fra naturen. Først skogbruk, tømmer og sagbruk, jordbruk, fiske og sjøfart. Siden mer sjøfart, mer fiske og til slutt olje og gass. Det norske markedet er sensitivt for utviklingen i råvaremarkedet,

spesielt olje og gass. Oslo børs er mer konjunkturutsatt enn andre børser. Det påvirker avkastningskravet gjennom risikopremier og gjennom systematisk risiko.

Eierskapet av norske selskaper skiller seg også ut i internasjonal sammenligning. Norge har en stor offentlig sektor, og stort offentlig eierskap i bedrifter. Den offentlige sektoren ligger som olje på vannet, og er et effektivt redskap i motkonjunkturpolitikken. Eierskapet må antas å være stabiliserende, og staten fremstår implisitt som en garantist.

Norges størrelse og beliggenhet bør også vurderes i en verdsettelse. Vi er et lite land, og det innenlandske markedet er lite. Vi har relativt få selskaper innen den enkelte bransje, og sammenligningsgrunnlaget blir lite. Denne konsentrasjonen kan videre bidra til monopol-lignende situasjoner. På samme tid blir selskapene som er store i Norge, relativt små i sammenligning med den internasjonale bransjen. Alle disse forholdene må tas hensyn til i verdsettelse av norske selskaper (Møller 2011).

3.0 VERDSETTELSE – METODER OG TEKNIKKER

Motivasjon og bruk av verdsettelsen vil påvirke valget av fremgangsmåte. Fundamentale metoder krever mye arbeid og relativt store data, mens enklere modeller kan fokusere på endimensjonale forhold og bygge på enkeltobservasjoner av utvalgte forhold. Variasjonene som finnes gir den nødvendige fleksibilitet til enhver bruk.

I det følgende redegjør vi for de mest brukte verdsettelsesmodellenes formål, forutsetninger, fordeler og ulemper. Det finnes ikke noen etablert klassifisering av ulike metoder, men vi forsøker å presentere modellene med utgangspunkt i fellestrekk. Avslutningsvis presenterer vi metoden vi vil legge til grunn for vårt videre arbeid, og begrunner dette valget.

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse gir en verdi som bygger på alle grunnleggende forhold ved selskapet. Verdien fastsettes gjennom diskontering av fremtidige kontantstrømmer.

Det fundamentale ved modellen er vurderingen av alle forhold som kan tenkes å påvirke kontantstrømmene. For en eksplisitt periode bestemmer man kontantstrømmen for hvert enkelt år. Den påfølgende implisitte perioden løper til evigheten og forutsetter at selskapet befinner seg i et *steady state*. I *steady state* forblir kontantstrømmene uendret, og man forutsetter en konstant vekst til evig tid.

Kontantstrømmene diskonteres til nåverdi ved hjelp av et avkastningskrav. Avkastningskravet beregnes med utgangspunkt i risiko, markedsavkastning og avkastning på investeringer med tilsvarende risiko. Nåverdien av alle kontantstrømmene tilsvarer verdien av selskapet. Fundamental verdsettelse forutsetter at fremtidige kontantstrømmene genereres av eiendelers nåværende bruk, og sier ikke noe om hva eiendelene kan selges for.

$$Verdi_{total\ kapital} = \sum_{t=1}^{i=n} \frac{\text{kontantstrøm til selskapet}^t}{(1 + wacc)^t}$$

Figur 3.1. Verdi av totalkapitalen. Summen av alle fremtidige kontantstrømmer til selskapet neddiskontert med *weighted average cost of capital* – *wacc*.

Fundamental analyse kan gjennomføres på hovedsakelig to ulike måter: Man kan verdsette totalkapitalen i selskapet, eller man kan verdsette egenkapitalen. Ved bruk av totalkapitalmetoden beregner man først kontantstrømmene til selskapets under ett. Deretter finner man nåverdien av totalkapitalen gjennom å diskontere kontantstrømmene med et avkastningskrav som er vektet mot kapitalstrukturen, såkalt *weighted average cost of capital*.

Totalkapitalen gir verdien på både gjeld og egenkapital. Trekker man fra virkelig verdi av gjelden og legger til kontanter, vil verdien av egenkapitalen finnes residualt.

$$\begin{aligned} & \text{Netto driftsresultat etter skatt} \\ & + \text{Avskrivninger} \\ & - \text{Vedlikehold og investeringer} \\ & + \text{Endringer i arbeidskapital} \\ & = \text{Fri kontantstrøm til selskapet} \end{aligned}$$

Figur 3.2. Fri kontantstrøm til selskapet, gjerne forkortet til engelsk FCF. Kontantstrømmen neddiskonteres med avkastningskravet til totalkapitalen.

Egenkapital-metoden forutsetter at man finner kontantstrømmer til egenkapitalen. Det betyr at alle kontantstrømmer som er nyttet til fremmedkapital utelates. Kontantstrømmene neddiskonteres deretter med egenkapitalkravet og gir da nåverdien av egenkapitalen direkte. Totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden skal gi samme verdiestimat. Variasjoner av fundamental verdsettelse påvirkes videre gjennom om hvilke analyser som legges til grunn for kontantstrømmene. Strategisk analyse, regnskapsanalyse, bransje og markedsanalyse kan gjennomføres mer eller mindre omfattende.

DIVIDENDEMODELLEN

Dividendemodellen er en avlegger av fundamentalanalysen. Kontantstrømmen direkte til aksjonærene er dividende, som betales ut etter generalforsamlingens vedtak. Dividendemodellen setter verdien av egenkapitalen lik nåverdien av alle fremtidige dividender. Gjelds- og finansposter er trukket ut og dividenden neddiskonteres ved egenkapitalkravet.

$$\text{Verdi}_{\text{egenkapital}} = \sum_{t=1}^{i=n} \frac{\text{Dividende}^t}{(1 + r_{EK})^t}$$

Figur 3.3. Verdi av egenkapital. Verdien av egenkapitalen tilsvarer summen av fremtidige dividender, neddiskontert med et avkastningskrav. r_{EK} er avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen forutsetter fast kapitalstruktur og fast dividendepolitikk.

Modellens fordel er at utbytte er den mest direkte formen for avkastning til eiere. Samtidig tar modellen høyde for at en del av utbytte må holdes tilbake i selskapet for å finansiere vekst eller for å møte regulatoriske krav til egenkapitalen. En av forutsetningene for modellen er at selskapet har en konstant gjeldsandel – ellers må egenkapitalkravet endres. Dette er en forutsetning som er vanskelig å innfri i praksis, og et varierende avkastningskrav gjør modellen arbeidskrevende (Møller 2011).

RESIDUALMETODEN

Residualmetoden fokuserer på regnskapsbasert rentabilitet. Dersom selskapets resultat etter skatt er større enn avkastningskravet multiplisert med investert kapital, har selskapet realisert en superprofitt. Verdien av selskapet blir da regnet ut på følgende måte:

$$\text{Residual inntekt} = \text{Resultat etter skatt} - (r_{wacc} * \text{investert kapital})$$

Figur 3.4. Residualinntekt eller superprofitt er definert som resultat etter skatt fratrukket avkastningskravet multiplisert med investert kapital. Dersom differansen er positiv har selskapet super-profitt.

Selskapsverdien finnes ved å bruke følgende formel:

$$\text{Selskapsverdi}^{totalt} = \sum_{t=1}^{i=n} \frac{\text{Residual inntekt}^t}{(1 + r_{wacc})^t}$$

Figur 3.5. Selskapsverdi er her definert som summen av fremtidige residualinntekter, neddiskontert med et avkastningskrav for kapitalen, her r_{wacc} .

Residualmodellen viser frem de virkelige verdidriverne i selskapet, og avdekker at vekst i kapitalbase ikke skapes om ikke avkastningen er positiv, og at egenkapital har en alternativkostnad. Vi skal allikevel være forsiktige med å bruke modeller som tar utgangspunkt i bokførte tall. Ulike rapporteringsformer, ulike avskrivningsplaner og praksis for utgiftsføring medfører at vi ikke nødvendigvis måler det vi ønsker å måle. Historisk kost, ofte avskrevet, av og til nedskrevet, av og til oppskrevet til virkelig verdi og av og til full markedsverdi, brukes om hverandre. Derfor gir bruken av balansetall ofte liten økonomisk mening (Kinserdal 2013).

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse består av sammenligning og fastsettelse av selskapsverdi på bakgrunn av verdi og nøkkeltall hos komparative selskaper. Metoden gir et øyeblikksbilde av verdien på selskapet knyttet til ett spesielt forhold. Det avgjørende for verdsettelsen er å finne relevante multiplikatorer og forholdstall, som er beskrivende for selskapet eller egenskapen vi ønsker å verdsette.

Metoden er relativt enkel i bruk og lite tidkrevende. Den tar tilsvarende lite hensyn til underliggende trender, risiko og avkastningskrav. Noen vanlige komparative metoder er listet opp i tabellen under. Vi kan skille mellom resultatorienterte, balanseorienterte og ikke-finansielle nøkkeltall.

<i>RESULTATORIENTERTE</i>	<i>BALANSEORIENTERTE</i>	<i>IKKE-FINANSIELLE</i>
Selskapsverdi/Salgsinntekter	Pris/Bokførte verdier	Selskapsverdi/Antall ansatte
Pris/Fortjenste	Pris/Netto eiendeler	Selskapsverdi/Antall kunder
Selskapsverdi/EBIT		Sagsinntekter/Antall kunder
Selskapsverdi/EBITDA		

Figur 3.6. Tabellen viser ulike typer av forholdstall for bruk i komparativ verdsettelse. Vi skiller mellom resultatorienterte, balanseorienterte og ikke-finansielle forholdstall.

Modellens bakside er den overfladiskhet. For å få en nøyaktig verdi, er man avhengig av å ha nok tilgjengelig data for å utarbeide de nødvendige multiplikatorene. Det kan være tidkrevende, og fordrer også at det finnes nok sammenlignbare selskaper. Selskapene som inngår i multiplene må også være sammenlignbare med hensyn til størrelse, vekst og risiko, en forutsetning som ofte ikke oppfylt (Møller 2011).

<i>FORDELER</i>	<i>ULEMPER</i>	<i>BRUKSOMRÅDE</i>
Enkel og lite tidkrevende	Mangel på data	Oppstartsfase
Markedet bestemmer	Kortsiktig tidshorisont	Stabile kontantstrømmer
God benchmark	Snarveier	Godt supplement til andre metoder
Mye brukt		

Figur 3.7. Oppsummering av egenskaper ved komparativ verdsettelse

Det er vanlig å kombinere en komparativ tilnærming med en fundamentalanalyse for å øke troverdigheten av verddivurderingen, samt for å vurdere de ulike resultatene mot hverandre. Man kan tenke på den komparative metoden som en god benchmark for den fundamentale analysen.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Enkelte bransjer har mange prosjekter med binære utfall. For eiendomsbransjen kan det være vanskelig å vurdere verdien av en tomt som enten *får* eller *ikke får* byggetillatelse. I fundamentalanalyse blir det som regel lagt til grunn et konservativt anslag når risikoen er høy. I et tilfelle hvor utfallet er binært, vil fundamental verdsettelse sannsynligvis medføre undervurdering av verdier. Dersom vi inkluderer nåverdien av en realopsjon kan de usikre forventningene knyttet til utfallet øke verdien fremfor å redusere den. Verdien av tomten finner man da gjennom summen av nåverdien til realopsjonen og fundamental verdi av tomten.

$$Selskapsverdi = \text{Fundamental verdi} + \text{nåverdi av fleksibilitet}$$

Figur 3.8. Selskapsverdi inkludert verdi av fleksibilitet. Formelen tar utgangspunkt i at selskapsverdien består av den fundamentale verdien pluss en nåverdi av en særlig fleksibilitet eller opsjon, som eieren har en rett, men ikke plikt, til å benytte seg av.

Metoden fordrer at selskapet har identifiserbare rettigheter som tilsvarer opsjoner, og deretter evne til å gi et korrekt estimat på verdien av realopsjonen. Dette er tett knyttet opp til vanskeligheten av å estimere verdien av utøvelsesprisen, volatiliteten og forfallstidspunkt på opsjonen (Møller 2011). Vi oppsummerer fordeler og ulemper i figuren nedenfor.

<i>FORDELER</i>	<i>ULEMPER</i>	<i>BRUKSOMRÅDE</i>
Ivaretar verdiskapning som oversees av andre modeller	Vanskeligere tilgjengelig metodisk - mindre intuitivt	Bransjer med mye dynamikk, mange nyvinninger og patenter
	Trenger mange input og vanskelig tilgjengelig data	Oppstartsfasen, forskning og utvikling, management, porteføljer

Figur 3.9. Oppsummering av egenskaper ved opsjonsbasert verdsettelse

3.4 Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse er ingen fast bestemt metode, men en samling av teknikker som kan brukes med ulike utgangspunkt og målsetninger innenfor økonomisk og finansiell analyse.

Regnskapsanalyse i forbindelse med verdsettelse er investororientert – vi skal sette verdi på egenkapitalen. Regnskap kan sees på som kreditororientert rapportering. Fokuset er på substans- og likvidasjonsverdi, heller enn evne til å skape verdi. Det er naturlig siden kreditorer ønsker å vurdere kredittrisiko – faren for mislighold av lån. For investorer blir problemstillingen annerledes. Investorer ønsker å vurdere potensialet for fremtidig verdiskapning.

Siden regnskapene som nevnt i utgangspunktet er tilpasset kreditorenes behov, fordrer en investororientert analyse omgruppering av regnskapet. Omgrupperingen bidrar til at vi får et skille mellom eiendeler som knyttes til drift og eiendeler som knyttes finansiering. Videre får vi kontantstrømmer fra drift og kontantstrømmer fra finansiering. Omgrupperingen setter oss i stand til å bruke regnskapet til å vurdere den reelle verdiskapningen i driften uten å knytte den til finansieringen. Videre kan vi skille mellom det som er *normale* resultater, og det som er unormalt. Normale resultater kan vi bruke for å predikere fremtiden, unormale resultater er irrelevante for prognose.

Selve verdsettelsen vil være sterkt påvirket av diskonteringsmetodene ovenfor. Vi vil bruke to metoder, egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden.

BEGRUNNELSE FOR VALG AV METODE

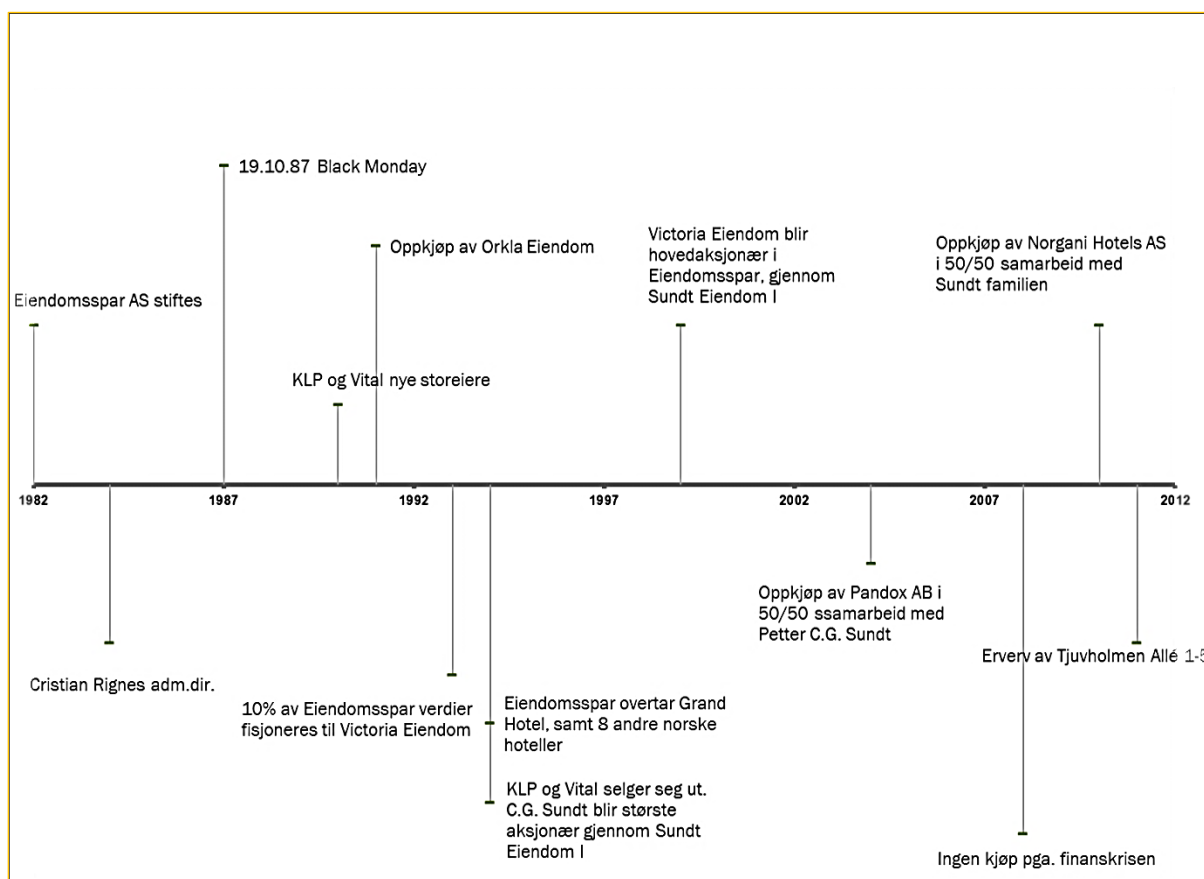
Bakgrunnen for vårt valg av metode er nysgjerrighet. Som vi skrev innledningsvis er vi interessert i de virkelige driverne i eiendomsbransjen. Vi ville analysere de underliggende forholdene og finne ut om fortjenesten virkelig er så god som man får inntrykk av utenfra.

4.0 OM SELSKAPET – EIENDOMSSPAR AS

Eiendomsspar er et norsk eiendomsselskap med kontorer i Oslo. Selskapet eier, forvalter og videreutvikler nærings- og kontoreiendom, boligeiendom og hotelleiendom med utleie som mål for øyet. Eiendomsspar driver i noe grad med kjøp, salg og utvikling av eiendom. Eiendomsspar er et fullt integrert eiendomsselskap, og håndterer alle deler av verdiskapningen.

4.1 Historie

Eiendomsspar AS ble stiftet i 1982, da Sparebanken Oslo Akershus skilte ut syv kontor- og butikkeiendommer til et eget selskap. Christian Ringnes ble ansatt som selskapets første administrerende direktør. Sparebanken Oslo Akershus, Bergesen d.y. og Arendals Fossekompani utgjorde initialt de største aksjonærene.



Figur 4.1. Tidslinje som viser milepæler i Eiendomsspars historie.

Gjennom 1980-tallet vokste selskapet gjennom fusjoner og oppkjøp. Under boligkrakket i 1987 solgte Eiendomsspar omkring halvparten av eiendomsporteføljen. I denne perioden solgte Sparebanken Oslo Akershus og Bergesen d.y seg ut av Eiendomsspar, mens KLP og Vital Eiendom tok over som hovedaksjonærer. Etter tilførsel av frisk kapital kjøpte Eiendomsspar opp Orkla Eiendom i 1991, og doblet sin størrelse.

I 1993 fisjonerte Eiendomsspar 10% av verdiene sine til Victoria Eiendom. Victoria Eiendoms strategi var en finansielt mer aggressiv taktikk som gjennomføres i et eiendomsmarked som på det tidspunkt var antatt å være nær bunnen.

Eiendomsspar gjorde i løpet av 1990-tallet flere store investeringer, deriblant kjøpet av Grand Hotell, samt åtte andre norske hoteller. I løpet av samme periode solgte Vital og KLP seg ut som aksjonærer, og Petter C.G. Sundt ble selskapets største aksjonær via Sundt Eiendom I AS.

I 2003 kjøpte Eiendomsspar Padox AB av Stockholms børs i 50/50 samarbeid med Petter C. G. Sundt. Padox AB hadde en portefølje bestående av 36 hoteller, hovedsakelig i Sverige, Danmark og Tyskland. I 2010 kjøpte Padox hotelleierselskapet Norgani Hotels sammen med Sundt-familien. Norgani Hotels besto av en portefølje på 76 hoteller, hovedsakelig i norden.

Ved inngangen til 2013 kontrollerte Eiendomsspar totalt 175 eiendommer, hvorav 50 er heleide og de resterende var eiet med 50 % via Padox og Norgani. I samme periode vurderes de samlede eiendomsverdier i Eiendomsspar å ha en verdi på omkring 20,5 milliarder (Eiendomsspar 2012).

4.2 Ledelse og styret

LEDELSE

Christian Ringnes har vært administrerende direktør i Eiendomsspar siden 1984. Martin Traaseth er konserndirektør, og Sigurd Stray er eiendomsdirektør. Konsernledergruppen støttes av en administrativ stab på fire personer. Organisasjonen består for øvrig av fire operative avdelinger; økonomi/finans/forvaltning, Prosjekt, Marked og Drift. Hovedkontoret har 24 ansatte per 31.12.12.

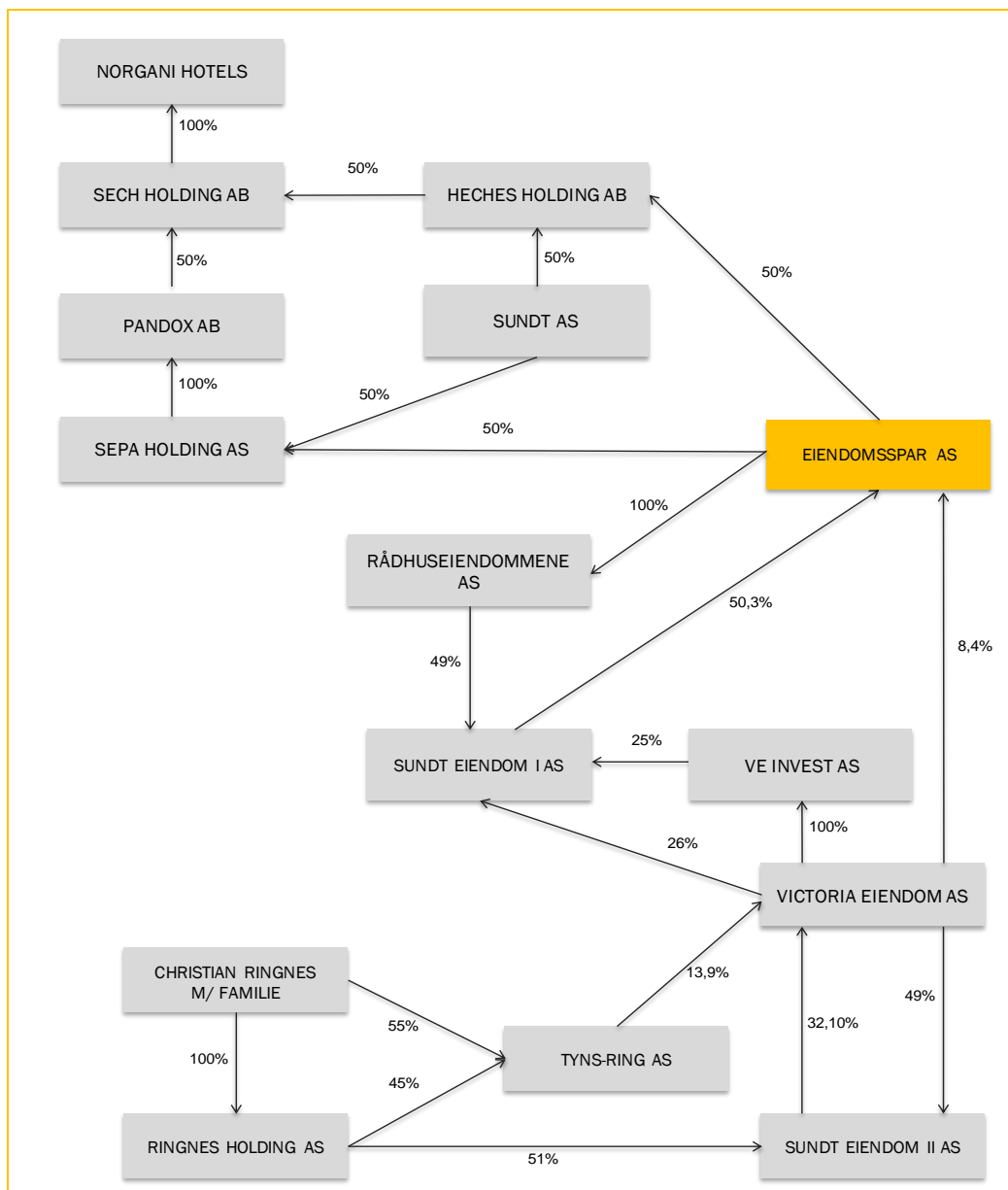
STYRET

Styrets sammensetning foreslås av en valgkomité, på generalforsamlingen. Deretter velges styret for to år av gangen. Valgkomitéen består av fire aksjonærer, valgt på generalforsamlingen. Disse er uavhengige av styret og ledelsen. Komitéen har de siste årene dog inneholdt styrets formann.

Styret består av 6 personer pr 2013; Styreleder Jon R. Gundersen, Cato Holmsen, Leiv Askvig, Ragnar Horn, Monica Salthella og adm. dir Christian Ringnes. Halvparten av disse er aksjonærer i Eiendomsspar AS og/eller Victoria Eiendom. Styret i selskapet har det overordnede ansvaret for forvaltning av selskapet og for å føre tilsyn med den daglige ledelse og selskapets virksomhet. Videre har styret ansvar for å påse at Eiendomsspar har god intern kontroll og hensiktsmessige systemer for risikostyring.

4.3 Konsernet og strukturen

Eiendomsspar har vokst både organisk og gjennom oppkjøp siden opprettelsen. Konsernet består i dag av en lang rekke heleide datterselskaper og felleskontrollerte virksomheter, eiet på 50% basis. Fire selskaper utgjør hovedstrukturen i konsernet; Eiendomsspar er morselskapet, og har eierskapet i de fleste av en lang rekke selskaper. Victoria Eiendom ble fisjonert ut fra Eiendomsspar tidligere, men er i dag en av hovedaksjonærene i Eiendomsspar. Pandox AB er et felleskontrollert selskap, eid 50 % av Eiendomsspar. Pandox eier igjen 50 % av Norgani Hotels.



Figur 4.2. Oversikt over konsernstrukturen i Eiendomsspar per 31.12.2012. Hovedtrekkene vi trekker ut av figuren er at Eiendomsspar indirekte eier 24,7 prosent av seg selv. Videre er Victoria Eiendom hovedaksjonær med en eierandel på 45,3 % av utestående aksjer. Adm.dir. Christian Ringnes eier 17,5 % av de utestående aksjene i selskapet.

FORHOLDET TIL VICTORIA EIENDOM

Victoria Eiendom ble som beskrevet fisjonert fra Eiendomsspar i 1993. Victoria Eiendom har i dag en eiendomsportefølje som verdsettes til 1,5 milliarder NOK, målt i virkelig verdi (Victoria Eiendom 2012). Victoria Eiendom eier direkte og indirekte 45,3 % av Eiendomsspars utestående aksjer.

Victoria Eiendom har samme styre som Eiendomsspar, og har heller ingen egen valgkomité. Victoria Eiendom har også felles administrasjon med Eiendomsspar. Det er etablert avtaler om kostnadsfordeling og retningslinjer for håndtering av selskapenes eksisterende, og nye potensielle leietagere for å unngå interessekonflikter mellom selskapene. Styret følger denne situasjonen tett, og har dessuten lagt vekt på en målsetting om at selskapene skal oppnå bedre resultater enn om de opererte adskilt. Eiendomsspar eier ikke direkte noen andel av Victoria Eiendom.

FORHOLDET TIL PANDOX AB

Eiendomsspar AS kjøpte via et datterselskap halvparten av selskapet Pandox AB i 2003. Pandox AB kjøpte igjen halvparten av Norgani Hotels i 2010. Styresammensetningen til Pandox har flere av de samme navnene som Eiendomsspar, men Pandox AB drives ellers som en egen separat enhet, adskilt fra Eiendomsspar og Victoria Eiendom. Norgani Hotels er driftsmessig i dag en integrert del av Pandox.

4.4 Visjon, målsettinger og strategi

Eiendomsspars primære formål er å eie, forvalte og utvikle eiendom innen kontor og næring. Selskapet har visjoner om å spille en aktiv rolle i samfunnet, gjennom å være en ansvarlig og samfunnsnyttig eier- og utvikler. Eiendomsspar vil bidra til den estetiske utviklingen av offentlig rom, gjennom gaver og donasjoner, men også gjennom å holde sine egne eiendommer i funksjonell og estetisk god stand.

Eiendomsspar ønsker å være finansielt solide, de vil ha god likviditetsreserve og stor andel egenkapital. Eiendomsspar mener det vil trygge selskapet over tid, og gi muligheter for å utnytte svake markeder. Selskapet har en langsiktig tidshorisont og ønsker moderat og bærekraftig vekst.

Eiendomsspar ønsker å være en fremtidsrettet aktør, som utvikler eiendommene for morgendagens behov. Eiendomsspar vil være en profesjonell aktør, behandle sine leietagere og samarbeidspartnere med lydhørhet og respekt. Selskapet bestreber seg på å overoppfylle leietageres forventninger, både når det gjelder produkt, service og samfunnsansvar (Eiendomsspar 2012).

STRATEGI

Eiendomsspars strategi består av syv punkter, hvorav tre handler om beliggenhet. Det poengterer Eiendomsspars fokusering på Oslo sentrum og sentrumsområder for øvrig. Bakgrunnen for fokuset på beliggenhet forklares lettest med Eiendomsspars egne ord; gode beliggenheter kan alltid leies ut, gode beliggenheter kan alltid selges, gode beliggenheter har alltid høyere verdi enn dårlige beliggenheter (Eiendomsspar 2012).

Eiendomsspar fokuserer videre på *timing* på bakgrunn av eiendomsbransjens sykliske natur. Eiendomsspar forsøker å selge seg ned når markedet nærmer seg toppen og ekspandere i dårlige markeder. Eiendomsspar satser videre på å ha god kompetanse på utvikling, Vellykket utvikling kan gi fortjeneste, og dessuten være påkrevet for å tegne eller fornye leiekontrakter. Eiendomsspar har videre et bestemt fokus på sine kunder. Gamle kunder er bedre enn nye, gamle kunder er gode referanser.

Sist, men ikke minst er Eiendomsspar fokusert på at eiendomsbransjen er en kapitalintensiv bransje, og fremhever derfor finansiell forståelse som nøkkelfaktor for å gjøre det bra. God likviditet, soliditet, forutsigbare rentekostnader og begrenset gjeldsgrad pekes ut som sentrale faktorer.

MILJØ OG ETIKK

Eiendomsspar har utarbeidet en egen energi- og miljøstrategi for perioden 2012-2020. Det overordnede målet er at selskapet i minst mulig grad påvirker miljøet negativt, og samtidig ivareta sin posisjon i bransjen som en ansvarlig og miljøbevisst aktør. Eiendomsspar har i tillegg en målsetning om at energibruken innen 2020 for den samlede eiendomsmassen skal være redusert med minimum 20%. Dette skal hovedsakelig oppnås ved å benytte miljøsertifiseringssystemet BREEAM NOR i både fremtidige nybygg og ved rehabilitering. For de fleste bygg som er i drift vil det i løpet av 2014 installeres energi-oppfølgingssystem (EOS).

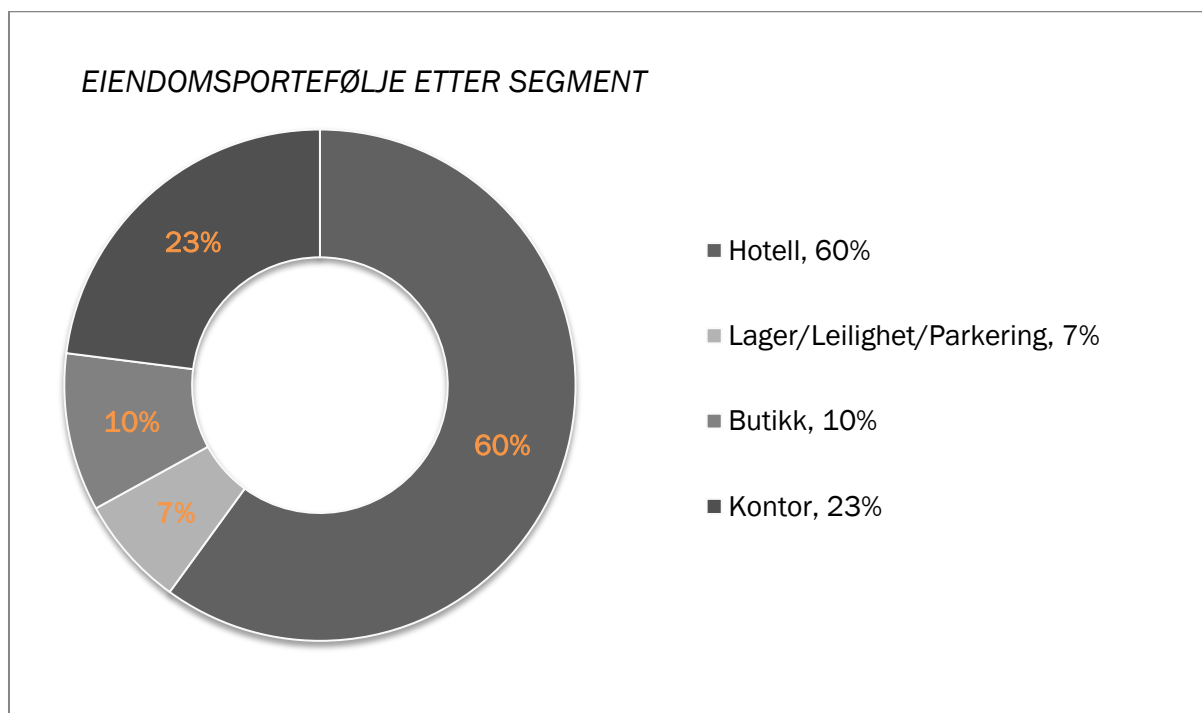
4.5 Eiendomsportefølje

Frem til oppkjøpet av Padox AB i 2004 var Eiendomsspar kun eksponert mot markedet i Oslo sentrum. Virksomheten omhandlet hovedsakelig kontor- og næringseiendom, i tillegg til noe hotell, noe utvikling og noe utleieboliger.

Etter oppkjøpet av Padox AB endret den geografiske orienteringen seg betydelig, Oslo sentrum ble vektet ned til fordel for Stockholm og andre skandinaviske bykjerner. Næringsvirksomheten fikk en vridning fra kontor og næring til hotelleiendom. Etter det indirekte oppkjøpet av Norgani Hotels i 2010, ble eksponeringen mot hotelleiendom og Skandinavia og Nord-Europa ytterligere forsterket.

FORDELINGER PER SEGMENT

Per 31.12.2012 eier Eiendomsspar ca. 175 eiendommer, hvorav 50 er heleide og de øvrige eies med 50 % i det vesentlige via Pandox og Norgani Hotels. De sistnevnte selskapene står i all hovedsak for hotellporteføljen til Eiendomsspar. Pandox eier, både direkte og indirekte gjennom Norgani, 120 større hoteller, hvorav 104 i Skandinavia, 14 i Nord-Europa og 2 i Nord-Amerika. Til sammen 87 % av porteføljen er lokalisert i Skandinavia. Den resterende porteføljen til Eiendomsspar er sentrert i Oslo og består hovedsakelig av kontorbygg og butikker.



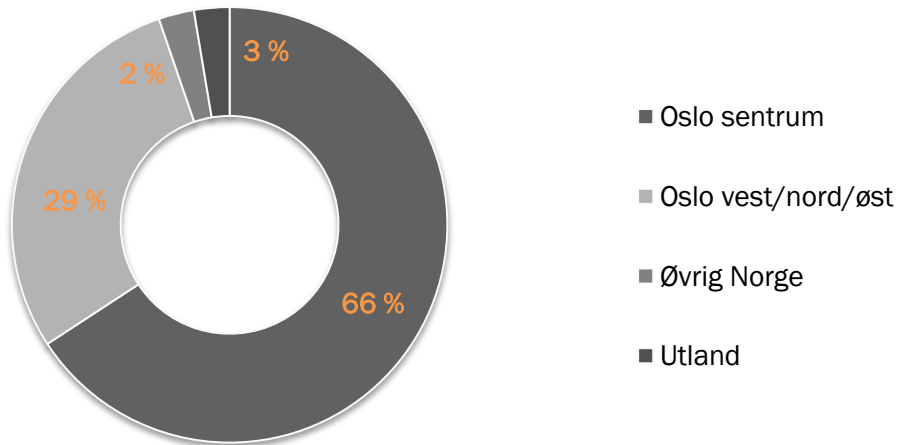
Figur 4.3. Eiendomssportefølje til Eiendomsspar fordelt etter segment. Porteføljen inneholder både direkteide eiendommer, samt eiendommer som eies indirekte gjennom felleskontrollerte selskaper, da hovedsakelig Pandox og Norgani Hotels.

Den verdimessige fordelingen av de forskjellige segmentene i Eiendomsspars portefølje har holdt seg veldig stabilt siden 2004. Majoriteten av eiendommene har hele perioden vært hoteller, etterfulgt av kontorer. Siden hotelleiendommene eies av Pandox, som er en felleskontrollert virksomhet er ikke verdiene av hotelleiendommene konsolidert inn i Eiendomsspars balanse.

BELIGGENHET

Beliggenhet er en del av selskapets strategi, og gode beliggenheter kan vurderes som et av kjennetegnene til Eiendomsspars portefølje. Selskapet har uttalt at de satser på å eie eiendom som ligger i sentrumskjernen rundt slottet og regjeringen (Næringseiendom 2012). Eiendommenes beliggenhet fremkommer av tabellene nedenfor.

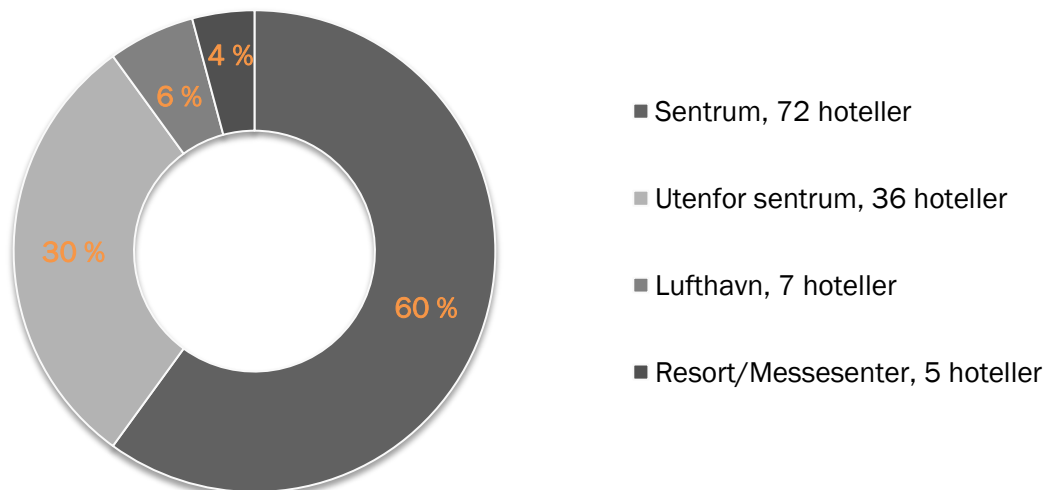
BELIGGENHETER - DIREKTEEIDE EIENDOMMER



Figur 4.4. Beliggenheten til Eiendomsspar sine direkteide eiendommer. Vi ser at majoriteten av eiendommene ligger i Oslo Sentrum (66 %), etterfulgt av Oslo vest/nord/øst (29 %), Øvrig Norge (3 %), mens eiendommer i utlandet kun utgjør 2 % av beliggenheten. Datamateriale til figuren er hentet fra årsrapporten til Eiendomsspar 2012.

Hotelleiendommene eiet gjennom Pandox og Norgani har sentrale plasseringer, hovedsakelig i sentrum og delvis i tilknytning til knutepunkter som lufthavner og messesenter.

BELIGGENHET - PANDOX/NORGANI HOTELS



Figur 4.5. Beliggenhet, Pandox/Norgani Hotels per 31.12.2012. Vi ser at hovedvekten av hotelleiendommene befinner seg i sentrum (60 %), etterfulgt av det selskapet definerer som hoteller utenfor sentrum, men langs ringveier (30 %). 6 % av hotelleiendommene befinner seg ved lufthavner, mens 5 % av porteføljen består av hotellresorter og/eller messesentre. Datamateriale til figuren er hentet fra årsrapporten til Eiendomsspar 2012.

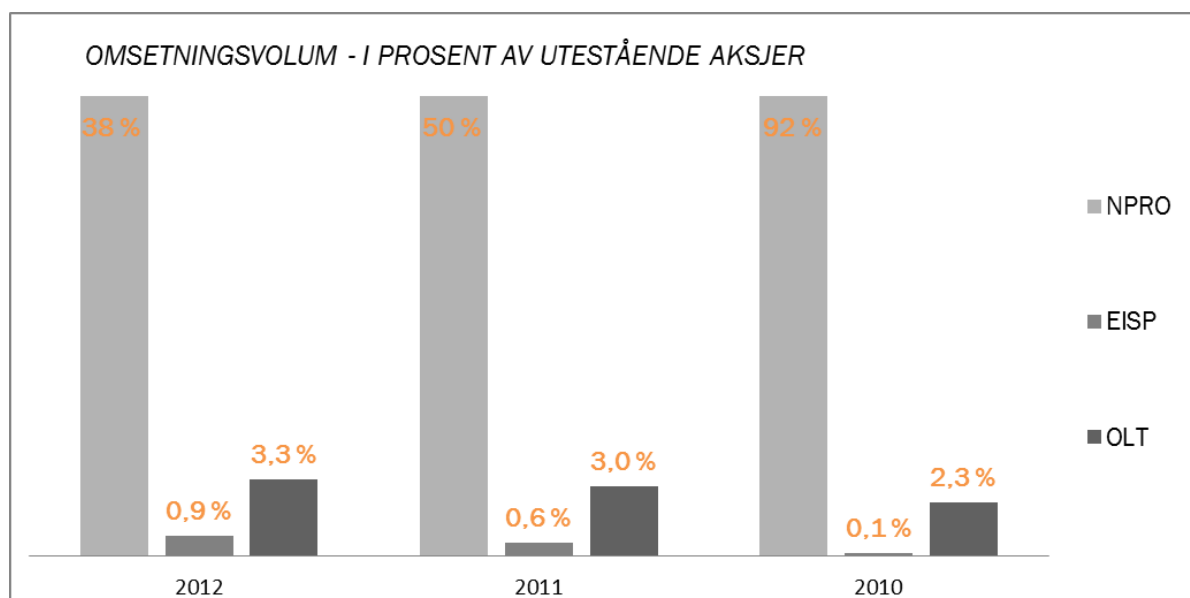
4.6 Eierforhold

Eiendomsspar AS er et ikke-notert selskap som er tilknyttet Norges Fondsmeglerforbunds OTC-liste. Aksjen er fritt omsettelig gjennom NFMFs meglere. Totalt er det utstedt 55 060 186 aksjer i Eiendomsspar. Selskapet eier direkte og indirekte i underkant av 14 millioner aksjer. Ved utgangen av 2012 var det 41 307 695 aksjer utestående og fritt omsettelig.

LIKVIDITET I AKSJEN

Omsetningen av aksjer notert på OTC-listen er av flere årsaker noe begrenset i forhold til noteringer på Oslo Børs. Rapporteringskravene er annerledes, handelen er mindre tilgjengelig, og forventningen til lavere likviditet i seg selv kan gjøre investeringen mindre attraktiv.

Under én prosent av de utestående aksjene i Eiendomsspar ble omsatt i 2012. Til sammenligning ser vi at eksempelvis Olav Thon Eiendomsselskap notert på Oslo Børs er omsatt rundt 3% av utstående aksjer. Det kan forklares av at Olav Thon selv eier omkring 80% av selskapet og at prisen per aksje er uvanlig høy. En mer nærliggende sammenligning kan derfor være Norwegian Property, som er notert på Oslo Børs, men som ikke har noen dominerende eiere. Her ser vi at omsetningen er vesentlig høyere, med hhv 38, 50 og 92 prosent av aksjene omsatt de siste tre årene.



Figur 4.6. Figuren viser omsetningsvolum i prosent av utestående aksjer. Resultatene viser at mens Norwegian Property er en mye omsatt aksje på Oslo Børs, er det nesten ikke omsetning i aksjen til Eiendomsspar og Olav Thon Eiendom. "NPRO" betyr Norwegian Property. "EISP" betyr Eiendomsspar, mens "OLT" betyr Olav Thon Eiendom. Data for omsetning i aksjene er tilsendt av Norges Fondsmeglerforbund.

Ser vi enda lenger tilbake, finner vi at Norwegian Property i årene 2009, 2008 og 2007 er omsatt hhv 244 %, 119 % og 118 %. Det betyr at flere av aksjene er omsatt flere ganger i løpet av ett år. I en slik sammenligning er likviditeten i Eiendomsspar svært liten.

AKSJONÆRER

Det er totalt 558 aksjonærer i Eiendomsspar. Det finnes kun én aksjeklasse, hvor hver av aksjene gir like rettigheter. 14 av selskapets største aksjonærer eier til sammen 81,9 % av aksjene. Under følger en liste over de største aksjonærene.

Majoritetseieren i Eiendomsspar er selskapet Victoria Eiendom. Gjennom en eierandel på 51 % i Sundt Eiendom I AS, kontrollerer de 45,3 % av Eiendomsspars utestående aksjer. Eiendomsspar eier indirekte, gjennom sin eierandel på 49 % i Sundt Eiendom I AS 25 % av seg selv.

AKSJONÆROVERSIKT EIENDOSSPAR AS - 31.12.2012		
Aksjonærer	Aksjer i %	Antall aksjer
1 Sundt Eiendom I AS	50,3 %	27 679 584
2 Victoria Eiendom AS	8,4 %	4 611 680
3 Helene Sundt AS	4,2 %	2 288 000
4 CGS Holding AS	4,2 %	2 288 000
5 Khron, Elisabeth S.J	2,2 %	1 224 514
6 Khron, Paul Ingar W.J	2,2 %	1 224 513
7 Horn, Hans Herman	1,8 %	1 009 381
8 Mustad Industrier AS	1,5 %	843 000
9 MP Pensjon	1,5 %	800 000
10 Talbot, Anette Dobloug	1,4 %	781 076
11 Audley AS	1,1 %	600 000
12 Clipper AS	1,1 %	600 000
13 Straen AS	1,0 %	535 700
14 Grundt, Asbjørn	1,0 %	532 000
Øvrige aksjonærer m/eierandel mindre enn 1 % - 544	18,2 %	10 042 738
Totalt antall aksjer		55 060 186
Direkte eide egne aksjer		-189 495
Indirekte eide egne aksjer		-13 562 996
Totalt antall utestående aksjer		41 307 695

Figur 4.7. Aksjonæroversikt pr. 31.12.2012 for Eiendomsspar. Tabellen viser alle aksjonærer som eier over $\geq 1\%$ av totalt antall aksjer. "Aksjer i %" er oppgitt som antall eide aksjer dividert på "Totalt antall aksjer". Data til tabellen er hentet fra årsrapporten til Eiendomsspar 2012.

Christian Ringnes er direkte og indirekte Victoria Eiendoms største aksjonær og kontrollerer sammen med nærstående 38,4 % av utestående aksjer i Victoria Eiendom. Det betyr at Christian Ringnes er en av de største aksjonærene i Eiendomsspar med 17,4 % eierandel.

Den andre største aksjonæren i Eiendomsspar er familien Sundt, ledet av søsknene Else Helene Sundt og Christian Gruner Sundt. De eier direkte 8,3 % av Eiendomsspar, gjennom sine respektive selskaper. I tillegg eier Sundt 50 % av Padox AB og 50 % av Norgani Hotels AS. De resterende 544 aksjonærene eier til sammen 18,3 % av aksjene i selskapet.

4.7 Aksjekursutvikling og utbyttepolitikk

Eiendomsspar har ifølge egne årsrapporter levert en gjennomsnittlig årlig avkastning på 16 % per år siden 1982 (Eiendomsspar 2012). Markedsverdien påvirkes av konjunkturmessige svingninger som eksempelvis finanskrisen i 2008.

Eiendomsspar følger en konsistent aksjonær- og utbyttepolitikk. Utbytte pr. aksje har fra 2004 ligget på mellom 18 % - 30 % av konsernets kontantstrøm per aksje. De siste par årene har forholdstallet sunket noe til tross for økning i utbyttets kroneverdi.



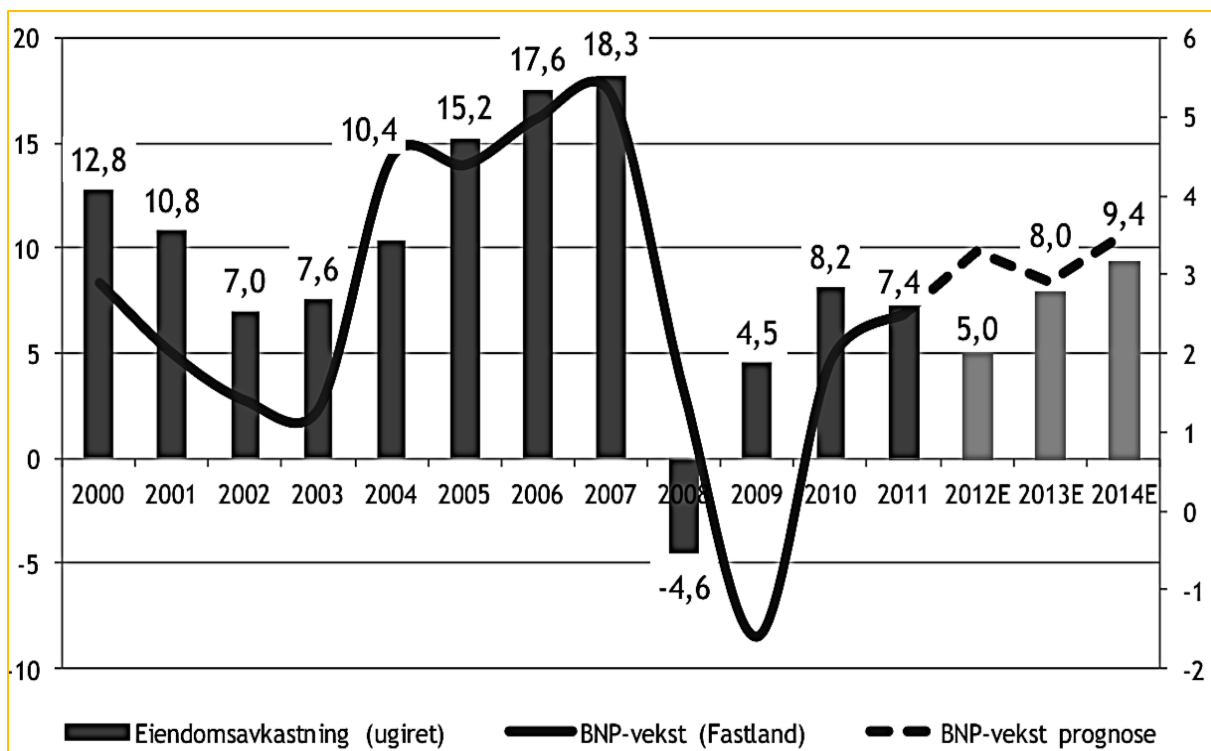
Figur 4.8. Historisk utvikling i egenkapitalverdien til Eiendomsspar. Figuren viser historisk daglig verdi av egenkapitalen til Eiendomsspar fra januar 2004 til januar 2013. Verdien av egenkapitalen er funnet ved å multiplisere verdien pr utestående aksje med antall utestående aksjer. Aksjekurser er hentet fra Netfonds og Norges Fondsmeglerforbund.

5.0 MARKEDET – UTVIKLING, TRENDER OG TENDENSER

Vi skal senere sannsynliggjøre at det profesjonaliserte eiendomsmarkedet utviklet seg fra 1960-tallet og kan sies å ha vært *etablert* mot slutten av 1970-årene/begynnelsen av 1980-årene. Tredveårsperioden har gitt næringen både opp- og nedgangskonjunkturer. Det gir oss muligheten til å se tilbake og forstå sammenhengen mellom markedet og næringen. Erfaringene og informasjonen kan gi oss mye nyttig til prognostiseringen senere – i en syklisk næring er det sannsynlig at historien vil gjenta seg.

Eiendomsmarkedet deles vanligvis i transaksjonsmarkedet og leiemarkedet. Leiemarkedet kan deles inn i segmenter som kontor- og næring, hotell, logistikk med flere. Transaksjonsmarkedet er omsetning av eiendom der vederlaget er større enn 50 millioner kroner. Vi vil se på hvordan disse markedene har utviklet seg over tid, og hvilke tendenser vi ser fremover. Vi tar utgangspunkt i Oslo-studiene fra 2011 og 2012, utarbeidet og utgitt av Eiendomsspar, rapporteringer utgitt av Akershus Eiendom, Pareto Eiendomsinvest, samt Union Gruppens kvartalsvise markedsrapporter i perioden i 2012/2013.

Figuren nedenfor introduserer oss for temaet. Den viser sammenhengen mellom eiendomsavkastning inkludert verdistigning og utviklingen i brutto nasjonalprodukt i Norge. Vi ser store svingninger. Verdistigningen er ikke realisert



Figur 5.1. Eiendomsavkastning inkludert verdistigning mellom 2000-2011. Perioden 2012E – 2014E er estimerte tall. Kilde: UNION Gruppen (Union Gruppen 2012).

5.1 Makrobildet

Eiendomsmarkedet er tett knyttet til økonomisk utviklingen. Den tette koblingen mellom næringsliv og leiemarkedet, og sysselsetting i arbeidslivet og etterspørsel etter kontorer tilsier at prognoser og data på brutto nasjonalprodukt (BNP), sysselsetting og styringsrente vil si noe om situasjonen i eiendomsmarkedet.

Det er usikkerhet knyttet til hvordan disse faktorene skal utvikle seg. Finanskrisen i 2008 utløste massiv frykt for konkursbølge og langvarig nedgang, men etter en liten nedtur i BNP i 2009, har vi sett en positiv utvikling.

Årlige prosentuelle endringer	2012E	2013E	2014E	2015E
BNP - Fastlandet	3,6	3,1	3,2	3,4
BNP	3,5	2,2	2,4	2,8
KPI	0,9	1,6	2,1	2,5
Privat forbruk	3,6	4,7	4,6	4,5
Offentlig forbruk	1,9	2,0	2,6	2,7
Oljeinvesteringer	13,5	6,4	2,5	1,7
Tradisjonell eksport	1,1	1,9	2,7	3,4
Sysselsetting	2,2	1,8	1,5	1,6
Arbeidsledige AKU (nivå)	3,1	3,3	3,2	3,1

Figur 5.2. Oversikt over endringer i nøkkelfaktorer for vekst i Norge for 2012E-2015E. Dette er estimerte verdier utarbeidet av UNION Gruppen (Union Gruppen 2012).

Den norske økonomien står ifølge flere analytikere ovenfor en moderat, relativt langvarig konjunkturoppgang. Prognoser for perioden frem til 2015 viser flere prosent årlig vekst i BNP. Videre er det konsensus blant analytikerne om tilsvarende vekst i befolkning, sysselsetting og privat konsum. Sammen tyder dette på at den norske økonomien har enda flere år med gode forhold for næringslivet (Union Gruppen 2013).

Når en skal lete etter utfordringer vil oppmerksomheten ledes til den delen av Norsk økonomi som leverer de svakeste resultatene. De store investeringene i petroleumssektoren og for øvrig bruk av oljepenger har i økende grad medført en todeling av økonomien. Konkurranseskraften til eksportrettet virksomhet er betydelig svakere, i noe som kan se ut til å være en negativ spiral. Eksporten var i 2012 på nivå med 2009, da landet var som hardest rammet av finanskrisen (Colliers International Norway). Noen vil si dette er en mørk sky i horisonten, som på sikt kan

ramme norsk økonomi betydelig. Andre vil peke på at det faktisk er forventet sterkere eksportvekst fremover, og sette sin lit til politiske endringer for ytterligere forbedringer (Union Gruppen 2013).

BNP- vekst, årlige endringer	2011	2012E	2013E	2014E
USA	1,8	2,2	2,0	2,2
Japan	(0,7)	2,5	1,6	1,1
Kina	10,5	8,0	8,3	8,5
Eurosonen	1,5	(0,4)	0,6	1,7
UK	0,8	(0,4)	1,0	1,7
Norge (fastlandet)	2,4	3,7	3,0	2,8
Sverige	3,9	1,2	1,8	2,3
Norges handelspartnere*	2,5	0,8	1,8	2,5

Figur 5.3. Oversikt over estimert vekst i BNP (brutto nasjonalprodukt) for et utvalg land i verden for 2011-2014E. For Eiendomsspar og Pandox er det særlig veksten i Norge og Sverige som er aktuell. Tabellen er utarbeidet av UNION Gruppen (Union Gruppen 2012).

EU og spesielt Eurosonen ble hardt rammet av finanskrisens etterdønninger, og opplever enorme utfordringer knyttet til svak økonomisk utvikling over lengre tid. Dette påvirker igjen sysselsetting, handel med land utenfor eurosonen, deres private konsum og feriereiser. Prognosene gir en forventning om negativ vekst i Eurosonen i 2012, og svak utvikling de påfølgende årene. Land definert som Norges handelspartnere, har langt lysere prognoser, om enn ikke like gode som Norge.

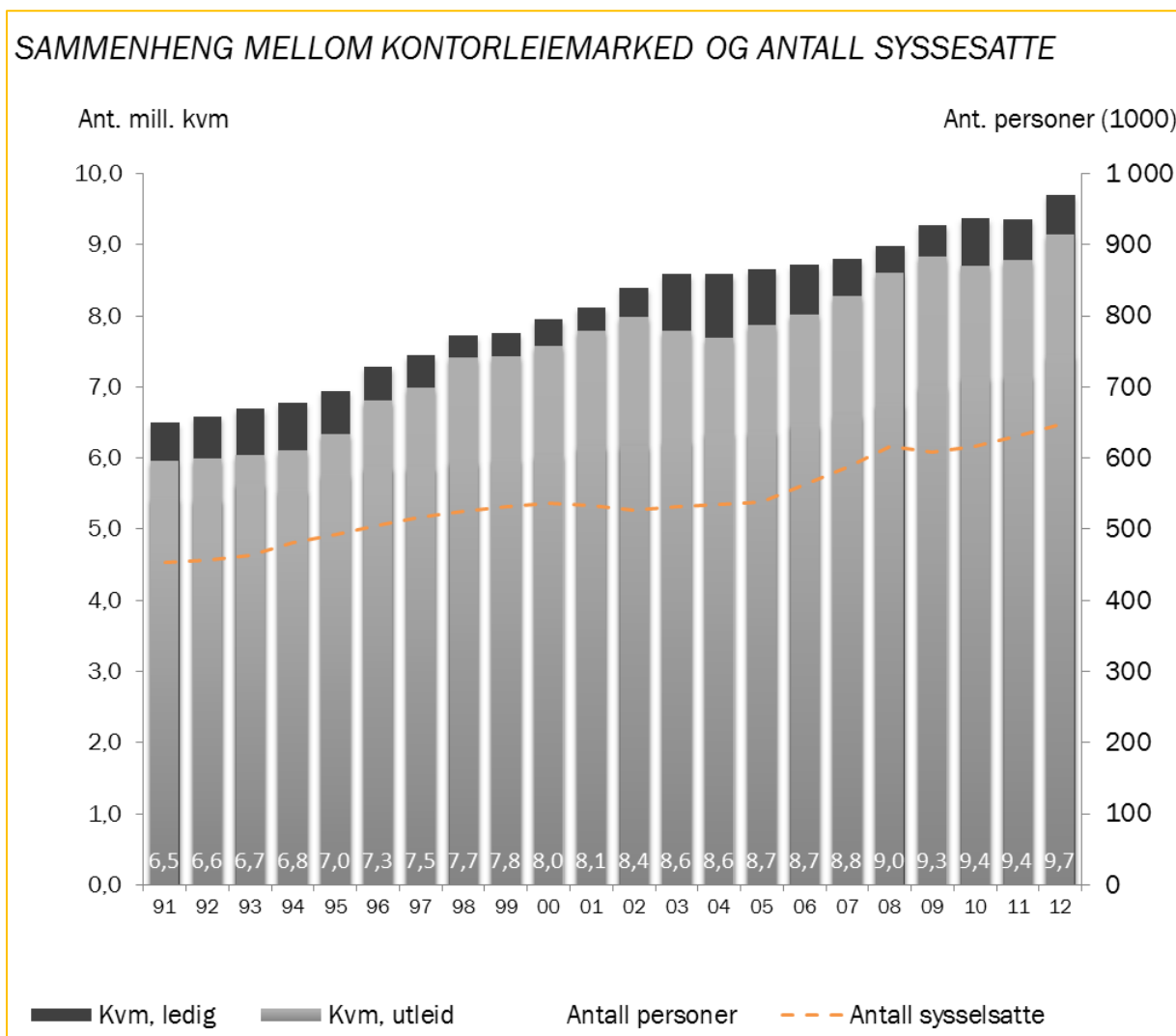
Rentenivået henger sammen med økonomien for øvrig, og påvirker eiendomsbransjen fra to kanter. Prisen på finansiering av eiendom avhenger av rentene, og rentenes påvirkning på næringslivet for øvrig påvirker etterspørsel og leiepriser. Rentenivået er forventet å forbli på dagens lave nivå i en tid fremover, og støtter opp under de positive prognosene presentert ovenfor. På sikt er det allikevel naturlig at renten vil ta seg opp mot et normal-nivå (Norges Bank).

5.2 Kontor og næring

Markedet for kontor og næringseiendom i Oslo består av omkring 8,1 millioner kvadratmeter. Medregnes nærliggende områder som naturlig er del av samme marked er tallet 9,6 millioner kvadratmeter. 3,1 millioner kvadratmeter ligger i det absolutte Oslo sentrum.

Figuren nedenfor viser hvordan utviklingen i antall tilbudte kvadratmeter i markedet har vokst fra 4,8 millioner til 9,6 millioner. Tabellen gir også en oversikt over arbeidsstokken og faktisk sysselsatte. Tilflytning til Oslo har medført 140 000 nye borgere de siste 30 årene, både

innbyggertall og arbeidsstokk har økt betydelig. Per 2012 er det i overkant av 610 000 innbyggere i Oslo (SSB 2013, SSB 2002). Veksten i kvadratmeter utleiet er imidlertid større enn veksten i antall sysselsatte. Det viser at vi har hatt en dreining mot mer arealintensive arbeidsplasser. Dette kan forklares logisk med utviklingen og organiseringen av det norske næringslivet, hvor serviceyrker og offentlige tjenester vokser frem (Eiendomsspar AS 2013).



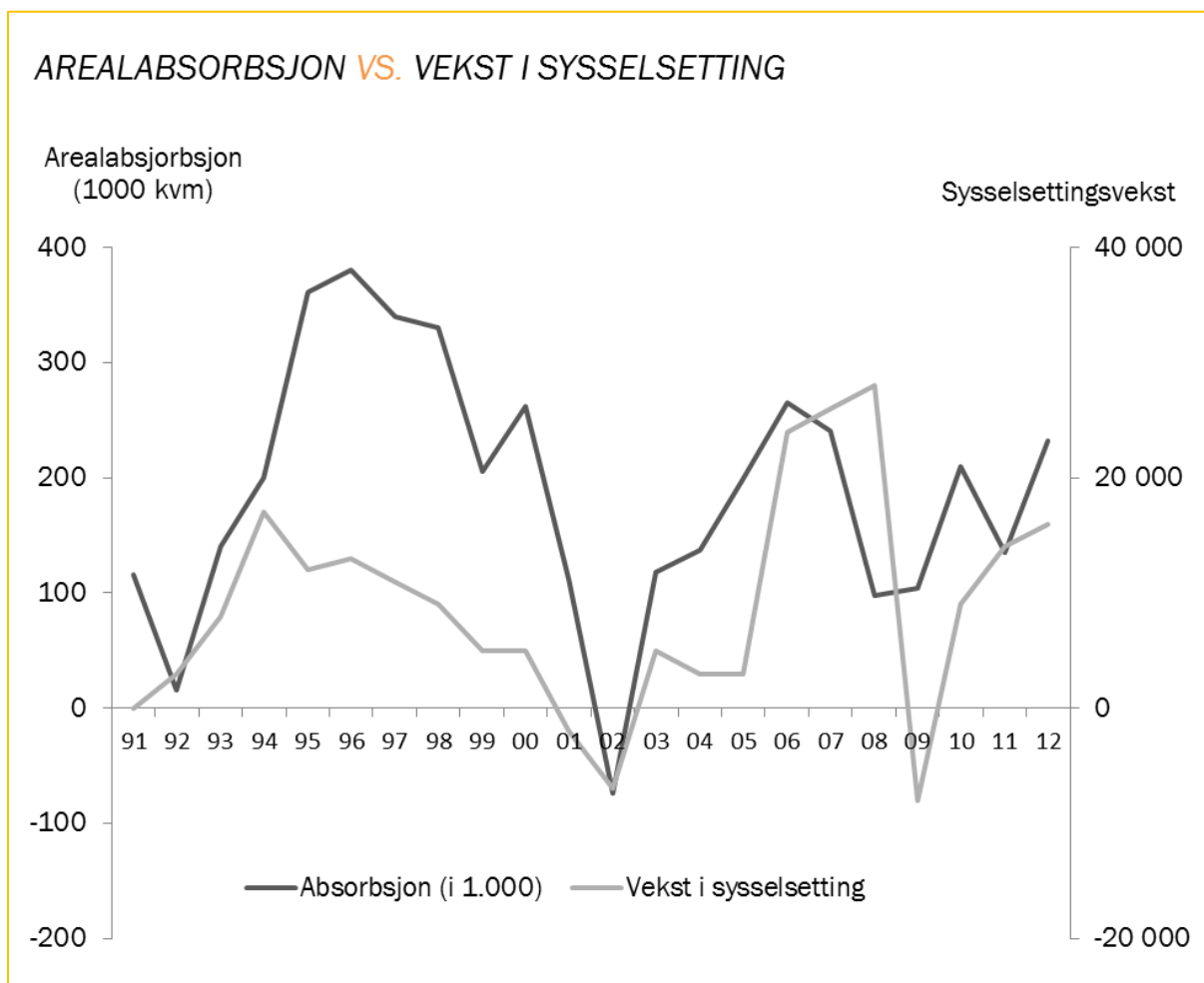
Figur 5.4. Sammenheng mellom kontorleiemarked og antall sysselsatte i Oslo/Akershus i perioden mellom 1991-2012. Tabellen er utarbeidet med tallmateriale tilsendt fra Eiendomsspar i forbindelse med utgivelsen av Oslo Studiet 2013. Kilde: Oslostudie 2013 (Eiendomsspar AS 2013)

Den mest markerte driver til leiemarkedet for kontor og næringseiendom er sysselsetting, og forøvrig utvikling i makroøkonomiske forhold. Forklaringen er intuitiv; dersom sysselsettingen i bedriftene synker, reduseres behovet for kontorleie. De siste 30 årene har sysselsettingen og leiemarkedet variert betydelige.

I tabellen nedenfor ser vi samvariasjonen mellom vekst i sysselsetting og absorpsjon av kontorer og næringslokaler. Korrelasjonen er langt ifra perfekt, men gir en sterk indikasjon på hva som

skjer med absorpsjonen når sysselsettingsveksten faller. Arealabsorpsjonen de siste 25 årene ligger på 177 000 kvadratmeter i året.

Basert på erfaringer fra andre land har det vært en forventning de siste årene om at arealet per ansatt skal reduseres, som følge av en overgang fra cellekontorer til åpne kontorlandskap. Union Eiendom legger denne forventningen død. Besparelser fra effektive kontorlandskap motvirkes i Norge av mer areal i tilknytning til møterom og fellesarealer enn andre. Nettoeffekten uteblir på bakgrunn av det Union Eiendom kaller et *velstandstillegg*, som de antar er særnorsk.



Figur 5.5. Arealabsorpsjon vs. vekst i sysselsetting i Oslo/Akershus for perioden 1991-2012. Tabellen er utarbeidet med tallmateriale tilsendt fra Eiendomsspar i forbindelse med utgivelsen av Oslo Studiet 2013 (Eiendomsspar AS 2013).

Leieprisene avhenger hovedsakelig av markedsfaktorer som tilbud, etterspørsel og risiko, og er i tillegg naturligvis knyttet til standard og beliggenhet. Leiepriser oppgis som regel etter leie per kvadratmeter pr år. Finanskrisens frykt for konkurser medførte at flere eiendomsaktører tok grep for å unngå tomme lokaler. Leietakerne ble kommet i møte med lavere leie, noe som gjorde at leienivået sank 10-15 % fra siste halvdel av 2008. Bunnen ble nådd i begynnelsen av 2010, og etter dette har leieprisene steget jevnt. Mange selskaper og butikker har en strategi som

medfører et ønske om å være sentralt lokalisert. Unions markedsrapport for 2012 viser at *Central Business District* (CBD) og øvrige sentrum har hatt en økning på 60.000 kvm i utleid areal, mens mindre sentrumsnære eiendommer har hatt en reduksjon på over 10.000 kvm (Union Gruppen 2012, The Rezidor Hotel Group 2012).

Tendensen i kontor- og næringsmarkedet er stor etterspørsel etter store og sammenhengende lokaler, med topp standard og god beliggenhet. Her har vi sett stor prisoppgang, mens sekundære beliggenheter og standard har falt eller stått stille prismessig.

Leiepriser i nye kontrakter over 500 m ² målt i kr. per kvm. per år ekskl. mva. og felleskostnader og parkering	Nybygg - høy standard og best beliggenhet i sonen	Topp			Arealledighet februar 2013	Endring i arealledigheten siste 12 mnd.
		standard og beliggenhet - eksisterende bygg	Høy standard typisk nivå	Normalt god standard typisk nivå		
Vika, Aker Brygge & Tjuvholmen	4 150	3 950	3 250	2 550	5,7 %	-0,1 %
Øvrige sentrum inkl. Bjørvika	3 300	3 000	2 500	1 750	4,9 %	0,7 %
Oslo Vest inkl. Majorstua	2 300	2 250	1 950	1 500	3,8 %	-1,2 %
Indre Nord inkl. Ullevaal stadion	1 950	1 800	1 600	1 250	7,4 %	1,6 %
Indre øst inkl. Kværnerbyen	1 800	1 750	1 500	1 150	8,6 %	-7,8 %
Skøyen	3 000	2 800	2 400	1 850	6,5 %	0,0 %
Lysaker	2 350	2 150	1 900	1 550	7,0%*	-1,3 %
Fornebu	1 950	1 800	1 600	1 350		
Nydalen	2 150	2 000	1 750	1 500	5,2 %	-0,8 %
Bryn / Helsefy	2 000	1 800	1 650	1 300	5,5 %	-0,9 %
Ytre Vest inkl. Ullern og Smestad	1 800	1 750	1 550	1 350	6,5 %	-1,4 %

Figur 5.6. Leiepriser pr kvm i Osloområde per høst 2012. For eiendommer som er klassifisert som høy standard og oppover indikeres det en stigende leiepristendens. Tabellen er utarbeidet av UNION Gruppen (Union Gruppen 2012).

5.3 Hotellmarkedet

Det Nordiske hotellmarkedet besto ved utgangen av 2001 av 287 200 hotellrom; hvorav 39% var i Sverige, 27% i Norge, 15% i Danmark og resten i øvrige Norden (Horwath HTL 2012).

Horwath Consulting deler hotellmarkedet i distriktshoteller og byhoteller. Distriktshotellene blir færre og mindre mens byhoteller øker i størrelse om antall. De siste 20 årene er antall senger pr hotell i bynære områder økt med 73% i Norge. Utviklingen er den samme i Norden, og har sammenheng med lønnsomhet. Hoteller i tilknytning til lufthavner har det siste året hatt en inntjeningsvekst på 10,4%. Tilsvarende tall for byhoteller er 4,8%. Økt kapasitet i tilknytning til lufthavner er ventet å gi en utflating i veksten, mens det i bynære strøk ikke er ventet noen vesentlig endring.

I Norge er det ifølge Norsk Hotellnæring 2012 bare 23% av norske hoteller hvor det samme selskapet drifter og eier bygningen. Thon Hotels faller inn i denne kategorien, mens eksempelvis

Choice leier sine hotellbygg. Pandox er hovedsakelig eier, men driver ett fåtall hoteller under egne merkevarer (The Rezidor Hotel Group 2012).

RevPAR er produktet av kapaistetsutnyttelse og oppnådd rompris, og er et nøkkeltal som angir inntjening per rom. I Norden har RevPAR utviklet seg positivt de siste årene, Stavanger har Nordens høyeste etterfulgt av Stocholm (The Rezidor Hotel Group 2012) (Horwath HTL 2013)

Nye hoteller/utvidelser	Ny kapasitet (rom)				
	2011	2012	2013	2014	2015
I gang eller åpnet, nye hoteller		1 794	1 498	1 436	0
I gang eller åpnet, utvidelser (nye rom)		422	189	92	0
Sannsynlige nye hoteller (nye rom) ¹			0	970	280
Sannsynlige utvidelser			42	161	256
Usikre prosjekter, både hotell og utvidelser ²			0	31	199
Sum		2 216	1 729	2 690	735
Ant. hotellrom i Norge (2011 fra SSB)	77 805	80 021	81 750	84 440	85 175
% økning totalt		2,8 %	2,2 %	3,3 %	0,9 %

Figur 5.7. Oversikt over predikerte nye hoteller og hotellutvidelser i Norge mellom 2011-2015. Tabellen er utarbeidet av Horwath HTL. Kilde: Horwath HTL (Horwath HTL 2012)

Hotellnæringen i Norden henvender seg til hovedsakelig tre kundegrupper; turister, næringsliv og konferanse. Utenlandske gjester utgjør en betydelig andel av de besøkende. I 2011 var omkring 22,6 millioner gjestedøgn i Norden fylt med utenlandsk gjest. 73 % av gjestene hadde sitt hjemland utenfor Norden. I Danmark var andelen utenlandske gjester ca 45 %, mens i Norge, Sverige og Finland lå andelen mellom 23 og 29 prosent (Innovasjon Norge 2010).

5.4 Nybygg og utvikling

Den underliggende betingelsen i eiendom er at tilbudet av tomter er konstant. Knappheten er kanskje mest reell i byer og sentrumsnære strøk. I mange tilfeller ville det medført at markedet vokste i utstrekning, at byen ble større og etablerte flere og sterkere bydeler. I Oslo er dette delvis forhindret, siden det er politisk konsensus bak vedtak om fredning av store omkringliggende friluftsområder nord. Dette medfører en delvis politisk skapt knapphet, samtidig som det alltid vil være knapphet på eiendom i det absolutte bysentrum. Det er lite trolig at byggeforbudet i Oslos utmark vil opphøre, og den knappheten som er beskrevet vil sannsynligvis bestå. Det medfører at man må påregne økt effektivitetsgrad og økt fortetning på sikt. Høyhusbebyggelse, nybygg og sanering av eldre bygningsmasse er noen av konsekvensene.

De siste årene har det foregått en storstilt utvikling av eiendomsmarkedet i Oslo. Bjørvika er et eksempel på hvordan en hel bydel er utviklet, hvor gamle bygg er erstattet av nye, og hvor bruksområdet er endret fra industri og logistikk til bolig, kultur og næring. Fornebu har gjennomgått mye av den samme forandringen, men over lengre tid.

Oslostudiet viser at det er utredet og planlagt igangsatt betydelig mengder nye nærings og kontorbygg i Oslo i de neste årene. I løpet av 2013 vil det ferdigstilles 191 000 kvadratmeter, mens det sannsynligvis vil ferdigstilles kvadratmeter 169 000 kvadratmeter i 2014. Oslostudiet anslår videre hhv 205 000 og 350 000 på de neste to påfølgende årene, men dette er til dels usikre tall.

Ovenfor så vi hvordan etterspørselen i kontormarkedet har gått mot økt etterspørsel av nye, åpne lokaler med høy standard og god beliggenhet. Samtidig har prisveksten i boligmarkedet vært enorm de siste tiårene. De økende forskjeller i inntektene på kontor og bolig har medført flere konverteringer fra kontor til bolig. Først og fremst blir kontorene konvertert til utleiebolig (DN.no 2011) (NRK.no 2012). Dette har blant annet vært ledet an av Olav Thon, som skal bruke 120 millioner på å konvertere gamle kontorer i nærheten til Kvadraturen i Oslo sentrum. Eiendommer med slikt utviklingspotensial er blant det mest omsatte i transaksjonsmarkedet.

5.5 Transaksjonsmarkedet

Transaksjonsmarkedet har hatt stor aktivitet det siste året. I 2012 ble et gjennomført 174 transaksjoner, verdsatt til mer enn 56 milliarder. Dette er en stor økning fra tidligere år. Omkring halvparten av omsetningen kommer fra ti-milliarders transaksjoner, herunder salget av DnB sine hovedkvarter i Bjørvika, og en stor bytte-transaksjon mellom KLP Eiendom og Norwegian Property.

Det er mulig å se trender ut ifra transaksjonene som har funnet sted. For det første er det mest omsetning i eiendommer med trygge beliggenheter og lange leiekontrakter. Gjennomsnittlig løpetid på eiendommene omsatt siste året er omkring 9 år, mens gjennomsnittlig løpetid i markedet er 4-5 år. Videre er kontor og næringseiendom mest omsatt, selv om også flere hotelltransaksjoner er gjennomført. I logistikkmarkedet har det vært liten aktivitet, frem til april 2013 da flere medier meldte at Oslo Pensjonsforsikring kjøpte 8 større logistikkanlegg i Trondheim (NE nyheter 2013). Transaksjonspris og betingelser er ikke kjent i markedet.

En undersøkelse fra Union Eiendom viser at finansiering fra salg av obligasjoner er økende, og har økt fra 2 tilfeller i 2011 til 20 i 2012. Dette skjer samtidig som banknæringen reduserer sine utlån, og strammer inn vilkårene. Bank er allikevel fortsatt den største finansieringskilden. Undersøkelsen viser videre at transaksjonene i gjennomsnitt er finansiert med en tredel egenkapital, mens resten lånefinansieres. Union viser også til at yieldene – avkastningskravet til ulike eiendommene er i endring. Større forskjeller knyttet til risiko medfører at eiendommer med topp beliggenhet er mye og lett omsatt, mens eiendommer med mer usikre kvaliteter og beliggenheter er lite omsatt fordi kjøper og selger har avvikende forventninger til pris.

6.0 EIENDOMSBRANSJEN

Aktørene i eiendomsmarkedet kan deles inn i segmenter ut ifra målsetting, form for eierskap, strategi, finansiering og portefølje. Rådgivnings- og meglingsforetaket Akershus eiendom lister aktørene i tabellen nedenfor. I tillegg kommer andre typer av ad-hoc eierskap som utgjør en mindre andel (Akershus Eiendom 2012).

AKTØRER I DET NORSKE EIENDOMSMARKEDET		
Børsnoterte eiendomsselskaper	Handel- og industri	Syndikerings sammenslutninger
Offentlige institusjoner	Private investorer	Closed-end- sammenslutninger
Liv- og pensjonsfond		

Figur 6.1. Tabellen viser ulike aktører i norsk eiendomsbransje, ifølge Akershus Eiendom.

De fleste segmentene nevnt ovenfor er mer eller mindre intuitive. På hovedlisten til Oslo Børs finner vi to rene eiendomsselskaper; Olav Thon Eiendomsselskap ASA og Norwegian Property ASA. Eiendomssyndikat/*closed end* er en sammenslutning av aktører som går sammen om å kjøpe en eller flere eiendommer. Gjennom syndikatet kan de plassere mindre summer, og samtidig spre risikoen. Syndikater har som regel en fast bestemt løpetid, og eiendommene selges når løpetiden er ute (Prétor 2010). Fond omsettes på samme måte som aksjer og andre verdipapirer, men er kun finansielt engasjert. Fondandelshaverne har ingen stemmerett (Morningstar 2009) (Hegnar Online 2010) (Oslo Børs 2011).

Liv- pensjon- og forsikringsselskaper forvalter innbetalte premier og bærer store økonomiske forpliktelser (Holthe 2006). De har plassert betydelige andeler av sin forvaltningskapital i eiendom for å sikre både avkastning og redusere langsiktig risiko (Estate Nyheter 2012).

Statsbygg er statens forvaltningsselskap, og forvalter 2,7 millioner kvadratmeter av statens formålsbygg, herunder høyskoler, universiteter, direktorater, domstoler og lignende (Statsbygg 2013). I tillegg er staten eiere i Entra Eiendom, som forvalter mer enn 1 million kvadratmeter med nærings- og kontorbygg. Offentlig sektor eier også betydelig eiendomsmasse gjennom norske kommuner (Horjen 2010).

Eiendom har historisk sett blitt sett på som en sikker investering med god avkastning, og har dermed blitt en yndet investeringsobjekt for private og amatører (Økonomisk Rapport 2008).

6.1 Utvikling av bransjen

Det er få eller ingen skriftlige kilder på som omtaler utviklingen av den profesjonaliserte eiendomsbransjen i Norge. Vi antar bransjen har hatt en organisk utvikling i takt med marked, rammevilkår og etablering av komplementære institusjoner og bransjer. De tre viktigste faktorer er sannsynligvis den liberale og demokratisk rettstaten, det velfungerende kapitalmarkedet og markedet for tjenestene som levers (Grytten og Hodne 2000).

Kapitalmarkedene ble etablert i andre halvdel av det 19. århundre, og har utviklet seg i takt med markedsøkonomien. Norsk handelsstand vokste frem fra 1850-tallet etter liberaliseringen av lovgivningen på området i 1842. Det ble i økende grad etablert forretninger som drev med konfeksjon og tekstil, trenden med varemagasiner ble importert fra Paris. De første magasinene som ble etablert var *Sten & Strøm* i Oslo og *Sundt & Co.* i Bergen (Grytten og Hodne 2000).

Fra 1940-tallet kjedesamarbeidet seg, og når filialforbudet ble opphevet i 1951 utviklet kjedene seg til det vi kjenner de som i dag. Etableringen av kjedene skapte behov for en profesjonalisert eiendomsbransje; kjedene fokuserte i økende grad på drift, utvikling og konsepter. Kravene til profesjonelle og tilpassede lokaler økte stadig. Utviklingen av det post-industrielle næringslivet, hvor arealkrevende service-næringer har vokst frem har igjen sørget for økt etterspørsel i leiemarkedet (Reitangruppen 2012) (Store Norske Leksikon 2010).

Markedet for kjøp og salg av eiendom – det såkalte transaksjonsmarkedet antas å ha utviklet seg parallelt med leiemarkedet. Olav Thon kjøpte sin første bygård i 1942, og sitt første hotell i 1976. Han opprettet Eiendomsselskapet sitt i 1982 – samme året som også Eiendomsspar AS ble grunnlagt.

6.2 Aktører i bransjen

Det er mange aktører innen norsk eiendom – men bare et fåtall av disse rapporterer offentlig. Når vi senere henviser til bransjen er følgende selskaper referanserammen; Olav Thon Eiendomsselskap ASA, Entra Eiendom AS, Norwegian Property ASA, Faberge AB og Hufvudstaden AB. De to sistnevnte har hovedsete i Stockholm og er notert på Stockholms børs. Informasjonen nedenfor er hentet fra selskaperens årsrapporter og nettsider der annet ikke er oppgitt.

OLAV THON EIENDOMSSELSKAP AS

Olav Thon Eiendomsselskap ASA ble etablert i 1982 med utgangspunkt i eiendommer som ble overført fra Olav Thon Gruppen, eiet av Olav Thon. Selskapet ble i påfølgende år notert på Oslo Børs, og har hatt voldsom vekst. Selskapet inngår fortsatt som en del av Olav Thon Gruppen, som sammen med nærstående eier 71,5 %.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA har en strategi som bygger på langsiktighet. Selskapet skal erverve, utvikle og drifte eiendommer med sentral beliggenhet. Avkastning skal oppnå gjennom effektiv drift og gjennom verdistigningen som følge av utvikling. Selskapets forretningsmessige mål er å skape størst mulig vekst i egenkapitalen pr aksje; over tid skal denne være konkurransedyktig i sammenligning med sammenlignbare investeringsalternativer skriver selskapet i sin årsrapport.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA har ingen administrasjon utover styreleder, men har en driftsavtale med Thon Holding AS. Avtalen skal sikre effektiv ressursforvaltning innenfor Thon Gruppen, og ble inngått allerede i 1982. Avtalen er således kjent for både aksjonærer og Oslo Børs.

Olav Thon Eiendomsselskap ASA er konsentrert om kjøpesentervirksomhet og annen næringsvirksomhet i nær tilknytning til dette. I årsskiftet til 2012 eide selskapet 120 eiendommer med et utleiebart areal på til sammen 1,3 millioner kvadratmeter. I 2011 var leieinntektene på 2025 millioner kroner, rett i underkant av halvparten av leieinntektene kom fra Osloregionen, og ytterligere 21 % fra andre storbyregioner. Leiekontraktene har en balansert forfallstruktur med en gjennomsnittlig løpetid på 4 år. Ledigheten i porteføljen var pr 31.12.2011 omkring 2 %.

ENTRA EIENDOM AS

Entra Eiendom AS ble etablert i 2000, gjennom en fisjon av statsbygg. Alle konkurranse-utsatte kontor- og næringseiendommer som tidligere hadde inngått i Statsbygg, ble overført til Entra Eiendom AS. Selskapet er fortsatt eid 100 % av den norske stat, eierskapet forvalters av handels- og næringsdepartementet.

Entra Eiendom AS har som hovedformål å leie ut lokaler for å dekke statlige behov, og skal ellers oppsøke både private og kommunale markeder. Entra Eiendoms strategi bygger på å eie, drifte og leie ut eiendommer – og gjennom attraktive og miljøledende eiendommer bidra til leietakernes effektivitet og omdømme.

Entra Eiendom er fokusert på næringseiendom, og forvaltet ved årsskiftet til 2012 mer enn 1,2 millioner kvadratmeter. Ledigheten i porteføljen var på samme tid på 3,7 %, mens vektet gjenværende løpetid på 9,9 år. Leieinntektene i 2011 var på 1434 millioner kroner. Halvparten av Entra Eiendoms portefølje er etter markedsverdi lokalisert i Oslo sentrum, mer enn 3/4 ligger innenfor Stor-Oslo. Resterende eiendommer ligger i øvrige regioner; Sør- og Vestlandet og Midt- og Nord-Norge (Store Norske Leksikon 2010) (Norsk samfunnsvitenskapelig datatjeneste 2012).

NORWEGIAN PROPERTY ASA

Norwegian Property ASA ble etablert i 2005, og børsnotert i 2006. Selskapet ble opprettet etter initiativ fra familieselskapene til Torstein Tvenge, Anders Wilhelmsen, og Stein Erik Hagen. Kort tid etter opprettelsen ble det gjennomført store kapitalutvidelser gjennom flere emisjoner. Selskapet hadde i begynnelsen en svært offensiv strategi. Selskapet skulle være en finansiell aktør og gjorde store oppkjøp finansiert med gjeld. Finanskrisen rammet selskapet betydelig, som førte til salg av flere eiendommer og en omlegging av strategien. Selskapets største eiere i skrivende stund er Stein Erik Hagens selskap Canica med overkant av 10 %, mens

Folketrygdfondet eier i underkant av 9 %. Utenlandske investorer eier i overkant av 56 % av selskapet.

Norwegian Property ASAs strategi bygger på å være en industriell aktør, et fullintegrert kontoreiendomsselskap, hvis virksomhet er drift, kjøp og salg og utvikling av næringseiendom. Selskapet eide i overgangen til 2013 47 kontor- og forretningseiendommer i Norge, hovedsakelig i Oslo, Asker og Bærum – hvor vi finner 4/5 av eiendomsmassen. Selskapets øvrige eiendommer ligger i Stavanger. Leieinntektene var i 2011 på 1020 millioner kroner. Selskapet eier og forvalter i underkant av 600 000 kvadratmeter, hvorav 5,5 % er ledige. 84 leiekontrakter ble reforhandlet i 2011, og har en gjennomsnittlig gjenværende løpetid på 5,5 år.

Norwegian Property ASA planlegger og er i gjennomføringen av en omfattende oppgradering av sine eiendommer på Aker Brygge, omkring 90 000 kvadratmeter. Utviklingen vil pågå over fire år, og medføre økt ledighet i perioden. Arbeidet pågår til høsten 2015 (Store Norske Leksikon 2010).

FABEGE AB

Fabege AB ble etablert i 1990 under navnet Wihlborgs Fastigheter i 1990, og har gjennom en lang rekke oppkjøp og fusjoner vokst til å bli et av de største eiendomsselskapene i Sverige. Selskapet skiftet navn til Fabege i 2005 og er i dag notert på Stockholms børs. De 15 største eierne sitter på over 50 prosent av stemmene i selskapet, hvor de største aksjonærene er banker, fond og andre institusjonelle eiere. 24,6 % av aksjene holdes av utenlandske investorer.

Fabege AB satser på tre hovedområder; utleie av kontor og næringslokaler, utvikling av eiendom og transaksjonsmarkedet. I 2012 kom 54 % av omsetningen fra utleie, 38 % kom fra utvikling, mens de siste 8 % kom fra gjennomførte transaksjoner.

Fabege er sterkt geografisk konsentrert. 99 % av virksomheten ligger innenfor en radius på 5 km fra Stockholms sentrum. Selskapet eier og driver 1,1 million kvadratmeter, noe som i 2012 ga leieinntekter på 1,869 milliarder SEK. Porteføljen til selskapet er verdsatt til 31,6 milliarder svenske kroner i 2012. Fabege er et fullintegrert selskap med 129 ansatte.

HUFVUDSTADEN AB

Hufvudstaden AB ble grunnlagt i 1915 av ingeniøren og finansmannen Ivar Kreuger. Selskapet ekspanderte raskt, og eide allerede fire år senere 40 bygårder i Sverige – hvorav 8 fortsatt er i selskapets eie. Etter Kreugers fall, overtok SEB eierskapet til selskapet i 1932, og selskapet ble børsnotert på Stockholms børs i 1938.

Dagens selskap har gått gjennom en lang rekke salg, oppkjøp og består i dag av 30 bygårder i Stockholm og Gøteborg. Selskapet er en betydelig aktør i det svenske markedet. Etter salg av

internasjonale eiendommer i 1997, er strategiske fokusområder bestemt til Sverige storbyer. Hufvudstadens portefølje ble i 2012 verdsatt til 23,1 milliarder svenske kroner, og denne ga selskapet en inntjening på 1,541 milliarder svenske kroner.

Hufvudstadens har 211 271 933 utestående aksjer. Av disse er 45 % i besittelsen til L.E. Lundberg AB, et svensk, børsnotert konglomerat (Hufvudstaden 2013).

6.3 Karakteristika ved eiendomsbransjen

Kapital er uten tvil den største innsatsfaktoren innen eiendomsbransjen. Eiendomsspar forvalter sammen med Entra Eiendom, Olav Thon Eiendomsselskap og Norwegian Propert eiendom til virkelige verdi av omkring 75 milliarder. Samlet sett har de samme selskapene i underkant av 250 ansatte. Det tilsier et 300 millioner kroner investert kapital per ansatt. Eiendomsbransjen er videre preget av langsiktighet – den gir lange kontantstrømmer, og kan i de fleste tilfeller lånefinansieres over lang tid.

Eiendom er syklisk og vi har vist sammenheng mellom sysselsetting og vekst i kontorleiemarkedet. Det er også tydelige sammenhenger mellom vekst i BNP og utvikling i gjestedøgn på hoteller (Horwath HTL 2012). Risikofaktorene nevnt nedenfor er således i større eller mindre grad knyttet til sykler og økonomisk utvikling. Eiendomsbransjen er etter hvert en velutviklet bransje og moden bransje, som har tatt læring av erfaring og utvikling. Risikobildet nedenfor er en statisk overordnet beskrivelse – og ulike typer risiko vil bli ytterligere behandlet i den strategiske analysen.

FINANSIELL RISIKO

Finansiell risiko er eiendomsbransjens risiko knyttet til gjeldsfinansiering, rentekostnader og likviditet. Belåningen i bransjen, i vårt tilfelle eksemplifisert ved fire av de største selskapene i Norge, ligger på mellom 40% og 60% i *snitt*. Enkelte selskaper ligger høyere, eksempelvis Norwegian Property som har hatt en gjeldsandel på 70-80%. Tallet kan ikke direkte sammenlignes med andre bransjer, men brøken er uansett betydelig. Når gjeld i hundremillioner klassen forfaller må den betales eller refinansieres. Tilbudte vilkår vil i en slik sammenheng avhenge av markedssituasjonen, renter og *covenants* kan endres my i refinansieringen. Porteføljens verdivurderinger og muligheter spiller naturligvis inn i bildet, men det er fortsatt en sterk kobling til markedet.

MARKEDSRISIKO

Markedsrisiko er bransjens kanskje mest universelle risiko. Alle aktører er eksponert for markedsrisiko, uavhengig av finansiering, strategi og eierskap. Markedsrisikoen kan materialisere seg på ulike vis; via omsetningsbaserte leiekontrakter, via ledighet eller via lave leiepriser på

bakgrunn av nybygg. Hotelleiendom har som oftest en del av leien regulert i forhold til omsetning. For eieren av hotellet medfører dette en eksponering mot markedet. Godt marked er godt – men om antall overnattinger reduseres, synker også leieinntekten. Det samme gjelder ofte også leiekontrakter innen handel. Pandox opererer med to typer leiekontrakter; leieavtaler og forvaltning-/franchiseavtaler

Leieavtalene er enten inntekstbaserte, resultatbasert eller faste. *Inntekstbasert leie* gir Pandox en andel av salgsinntektene til hotellet. Dersom veksten i markedet er bra, vil dette føre til høyere leieinntekter for Pandox. Kontraktene inneholder ofte en *garantert minsteleie*. *Resultatbasert hotelleie* betyr at leien baserer seg på at Pandox mottar en andel av hotellets driftsresultat, ofte i tillegg til en *garantert minsteleie*. Det medfører at Pandox har full innsikt i regnskapene til hotellet. *Fast leieavtale* er ofte brukt i veletablerte markeder og innebærer at hotellet betaler en fast sum for å leie hotellet. Dette begrenser risikoen for Pandox, men de kan gå glipp av potensielle oppsider dersom hotellet gjør det bra. Forvaltnings-/Franchiseavtaler fungerer som en agentavtale. Hotellkjeden drifter hotellet for Pandox. Pandox *eier* driften av hotellet, så vel som eiendommen.

Leiekontrakter en vanligvis, og uavhengig av type næring, skrevet på en måte som tillater eieren å justere etter konsumprisindeksen. Dette unntar eieren i en viss grad for inflasjon. Eieren er imidlertid eksponert for endringer i markedsleie og ledighet. Når markedet svikter vil etterspørselen avta, og tilbudet stige – som igjen fører til ledighet. De kontraktene som eventuelt inngås, vil være til lavere priser enn kontrakter skrevet i et godt marked. Kontrakter med lang løpetid inngått i dårlig marked, vil redusere eierens inntjening over tid – da kontraktene vanligvis ikke tillater store endringer.

DRIFTS-, KREDITT- OG UTVIKLINGSRISIKO

Driftsrisikoen gjelder først og fremst risikoen for ikke å motta avtalt leibeløp. Risikoen for dette kan imidlertid reduseres betydelig gjennom å diversifisere leietagerportefølje, samt å få garantier via uavhengige tredjeparter eller gjennom depositum. Forskuddsbetalt leie på et kvartal er heller ikke uvanlig. Til tross for foranstaltningene forekommer det enkelte tap på leieinntekt.

Utviklingsrisikoen er knyttet til renovering, ombygging og bruksendring av bygninger og eiendom. Prosjektrisiko er knyttet til utleiegrad og leieinntektsnivå. Videre er det knyttet risiko til prosessen; kostnadsoverskridelser, forsinkelser, mangelfulle leveranser, kontraktsbrudd og lignende.

Del 1:

VERDSETTELSE, SELSKAP, BRANSJE, MARKED

Del 2:

STRATEGISK ANALYSE

Del 3:

REGNSKAPSANALYSE

Del 4:

PROGNOSE, VERDSETTELSE, ANBEFALING

DEL 2:

STRATEGISK ANALYSE

Mennesker og organisasjoner har til alle tider benyttet strategi som et redskap for å nå sine mål. Strategi er et verktøy som kobler sammen to sider av en organisasjon. *Egenskaper og beskafterheter* på den ene siden, og organisasjonens *omgivelser* på den andre siden. En organisasjons egenskaper og beskafterheter er mål og verdier, ressurser og kapabiliteter, strukturer og systemer. En organisasjons omgivelser er kunder og leverandører, konkurrenter, samfunn og omgivelser (Grant 2010). Strategi veier de ulike hensyn og interesser mot hverandre og fungerer som en plan – en strategi – for hvordan organisasjonen, gitt alle underliggende realiteter – skal nå sine mål (Grant 2010). Organisasjoner har hovedsakelig ett mål; overlevelse. For å overleve, må organisasjonen skape verdier og sitte igjen med et overskudd. Overskuddet genereres gjennom omgivelsenes betalingsvilje for en merverdi skapt av organisasjonen. For å ha kunnskapen til å skape merverdi, må organisasjonen kjenne både seg selv og sine omgivelser (Scott 2002).

Strategisk analyse er analyse av både omgivelser og egenskaper og beskafterheter. Målet med analysen er å finne informasjon som kan bidra til å finne en optimal strategi for organisasjonen. Herunder ligger den populariserte SWOT-modellen – gjennom strategisk analyse identifiserer vi styrker, svakheter, muligheter og trusler (Grant 2010).

Strategisk analyse innebærer to analyseområder; eksternanalyse og internanalyse. Eksternanalyse tar for seg nettopp de eksterne omgivelsene. Omgivelsene kan igjen deles i to; organisasjonens bransje og konkurransearena, og på den andre siden de politiske, makroøkonomiske og samfunnsmessige forhold som igjen på virker bransjen.

Bransjen og konkurransearenaen analyserer vi gjennom Michael Porters konkurransearena-modell. Modellen viser oss hvordan bransjen og dens dynamikk påvirker selskapet vi analyserer. For å forstå bransjen og selskapet fullt ut, må vi også vite hvilke forhold som påvirker disse. Dette utleder vi gjennom PESTEL. Her ser vi på makrovariabler som kan gi opphav til muligheter og trusler for bransjen.

Internanalyse kartlegger organisasjonens egenskaper, kalt ressurser og kapabiliteter. Organisasjonens ressurser er dens beholdning av innsatsfaktorer; materielle, immaterielle og humane. Organisasjonens kapabiliteter sier noe om selskapets evne til å utnytte ressursene. Resultatene fra internanalysen brukes til å avgjøre om det eksisterer eller er muligheter for konkurransefortrinn. Konkurransefortrinn defineres i denne sammenheng som langsiktig avkastning som ligger over gjennomsnittet innenfor et spesifikt marked.

7.0 PORTER'S KONKURRANSEARENA MODELL

Vi skal med hjelp av Michael Porters rammeverk analysere konkurransekraftene i bransjen. Modellen tar for seg de fem faktorene som i stor grad er avgjørende for om det eksisterer en bransjefordel. Bransjefordel er forstått som mulighet for å skape verdier utover avkastningskravet. Dersom konkurransen er liten, vil aktørene med sannsynlighet har stor fortjeneste – mens stor grad av konkurranse vil medføre små marginer eller tap. Sterk konkurranse vil kategoriseres som en trussel, mens liten konkurranse representerer en mulighet.

Porters modell gir oss et statisk resultat, et øyeblikksbilde. Den sier lite om fremtiden eller utvikling. Dette faktum må vi kompensere for når vi senere skal nyttiggjøre oss av resultatene fra den strategiske analysen.

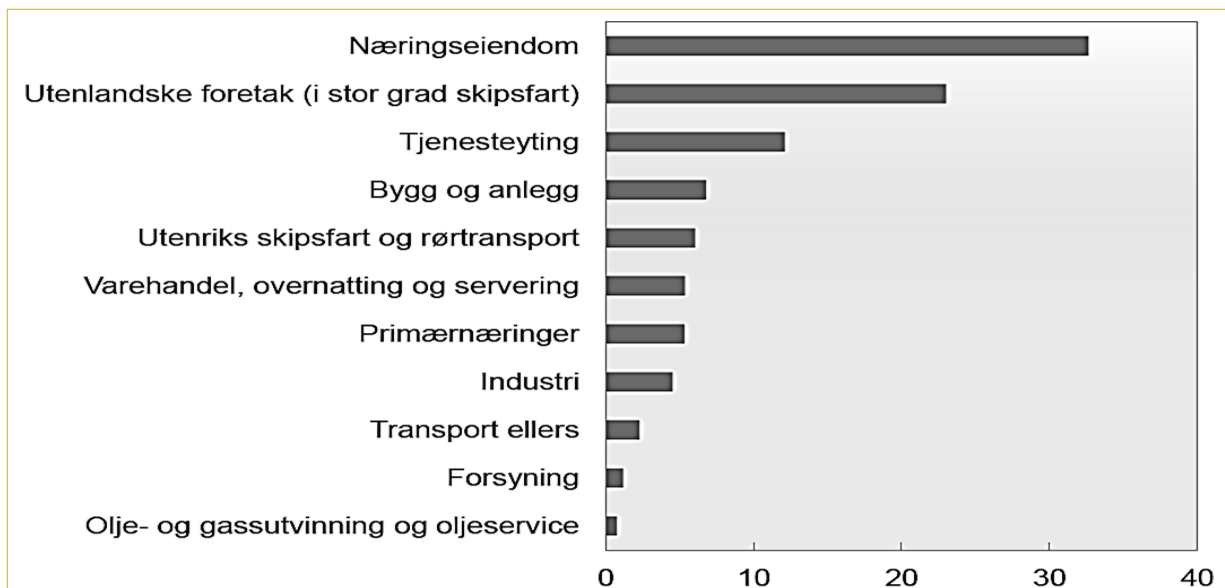
I bruken av Porters konkurransearenamodell er det nødvendig med en god definisjon av hvilken bransje man analyserer. Vi viser her til bransjedefinisjoner og segmentering gitt innledningsvis. Vi vil skille mellom kontor- og næringseiendom i Oslo sentrum og hotelleiendommer i Norden der det er aktuelt.

7.1 Nyetableringer

Etablering av nye aktører i en bransje kan medføre redusert lønnsomhet for de allerede etablerte aktørene. Dersom de nye aktørene klarer å ta markedsandeler, uavhengig av om markedet i sin helhet vokser vil det utgjøre en betydelig trussel. Press på priser eller økte kostnader eksempelvis på bakgrunn av økt markedsføring kan være negative drivere. Muligheter for segmentering og andre underliggende forhold vil være avgjørende for i hvor stor grad en nyetablering blir ødeleggende.

KAPITALBEHOV OG KAPITALKOSTNADER

Kapitalbehovet er kanskje den mest fremtredende egenskapen ved eiendomsbransjen. Spesielt gjelder dette vårt segment – hvor eiendommene har svært sentral beliggenhet. Egenkapital og gjeldsfinansiering av betydelig størrelser er nødvendig for eventuelle nye aktører. Dette kan være vanskelig tilgjengelig, men er langt ifra umulig. Bankene har det siste året strammet inn sin utlånspraksis, som følge av at bankene ønsker å redusere sin eksponering mot næringseiendom som sektor. I følge Norges Bank er næringseiendom den største næringen målt i utlånsvolum. Kredittpraksisen for næringseiendom strammet inn mer enn for samlede utlån til foretak (Norges Bank 2012). På den andre siden har markedet for obligasjoner økt kraftig, og kan være en kapitalkilde som erstatter tradisjonelle banker.



Figur 7.0.1. Bankenes og OMF-kredittforetakenes utlån fordelt på ulike næringer per desember 2011. Tallene er presentert i prosent av totale utlån. Tabellen er utarbeidet av Norges Bank (Norges Bank, 2012).

ABSOLUTTE KOSTNADSFORDELER

Kostnadsfordeler hos Eiendomsspar kan være et fortrinn nyetablerte selskaper går glipp av. Eiendomsspar er en etablert aktør, og har vært i markedet i både nedturer og oppturer. Selskapet har dermed hatt mulighet til å kjøpe eiendom i lavkonjunkturer til det som i dag fremstår som lave priser i absolutt forstand. Mange av de beste eiendommene i Oslo-området eies allerede av etablerte aktører, og således er det en knapphet på eiendommer. De etablerte selskapene har hatt førstetrekks-fordel og fått med seg en formidabel verdistigning i løpet av de siste 30 årene – mens nyetablerte må forholde seg til et generelt høyt prisnivå.

På den annen side skal det nevnes at det stadig bygges nye næringseiendommer. Fra Akershus Eiendoms årlige rapport om eiendomsmarkedet, oppgis det at er mye tilgjengelige eiendommer for utbygging i Oslo-området. I en slik sammenheng er det lite trolig at etablerte aktører har noen kostnadsfordeler (Akershus Eiendom 2012).

SKALAFORDELER

Skalafordeler i kontor og næringseiendom kan til en viss grad utnyttes av alle selskaper som faller inn under vår definisjon av bransjen. Administrasjon og støttefunksjoner som leietakerservice, renovering og vedlikehold blir relativt billigere når de kan fordeles på flere kvadratmeter, men over et gitt nivå er marginalbesparelsen ubetydelig.



Figur 7.0.2. Arealer ledige for eiendomsutvikling i Oslo. Størrelsen sirkelene avgjør antall kvadratmeter som er ledig for potensiell eiendomsutvikling. Gul farge på sirkelene indikerer at området er ledig for eiendomsutvikling innen fire år. Gjennomsiktig sirkel indikerer lavere sannsynlighet for eiendomsutvikling, samt lengre tidshorisont før område blir ledig. Figuren er utarbeidet av Akershus Eiendom. Kilde: AKSERHUS EIENDOM (Akershus Eiendom 2012)

PRODUKTDIFFERENSIERING

Produktdifferensiering er vanskelig å oppnå innen kontor og næringseiendom i Oslo. Differensieringsmulighetene er først og fremst knyttet til ulike fokus når det kommer til beliggenhet, miljøhensyn og standard, service og oppfølging. Her har Eiendomsspar etablert seg med sentrale beliggenheter, mens Norwegian Property har fokusert på Aker Brygge. Begge selskapene har konkrete mål knyttet til miljøhensyn, score på leietakerservice og lignende. Alle er litt i alle områder. Derfor er det lite sannsynlig at differensiering vil kunne ta av press fra eventuelle nyetableringer.

GJENGJELDSELSE ELLER BRUK AV MARKEDSMAKT

Gjengjeldelse fra den etablerte delen av bransjen er lite tenkelig. Kontantstrømmene er som tidligere nevnt langsiktige, og inngåelse av en lang kontrakt til pris under pari vil straffe seg i lengden. På samme måte kan en budkrig om eiendommer medføre kjøpesummer som ikke er bærekraftige.

NYETABLERINGER

Oppsummert tror vi ikke trussel fra nyetableringer er signifikant og tilstedeværende. Høye kapitalkrav til nyetableringer til sammen med strengere finansieringskrav fra bankene, tror vi hovedsakelig sørger for at trusselen fra nyetableringer er såpass lav. I tillegg besitter etablerte aktører vesentlige absolutte kostnadsfordeler. Små muligheter for differensiering vil ytterligere avskrekke nye aktører, til tross for at det usannsynlig med priskriger og gjengjeldelse fra etablerte aktører.

7.2 Substitutter

Prisen kunder er villig til å betale for et produkt er avhengig av prisen og tilgjengeligheten til substitutter. Substitutter er produkter fra andre bedrifter eller bransjer som kan tilfredsstille det samme behovet for kundene. Eksistensen av nære substitutter er truende fordi den begrenser prisen og markedsmakten for det enkelte produkt og bedrift. Dersom det i motsatt fall er få substitutter, vil det være en mulighet for bedriften til å øke sine priser.

For kontor og næringseiendommer er det få, direkte substitutter. Det er vanskelig å se for seg at bedrifter vil bytte ut kontorvirksomhet med hjemmekontor eller noe annet. Det samme gjør seg gjeldene for butikker. Naturligvis finnes det eksempler på bedrifter som benytter seg av hjemmekontor og nettbutikker, men dette er ikke – og vil sannsynligvis ikke bli – noe utbredt substitutt.

SUBSTITUTTER

Substituttet for Eiendomsspars kontor og næringseiendom er dårligere lokaliserte eiendommer. Hovedandelen av Eiendomsspars portefølje er lokalisert i sentrum vest i Oslo sentrum, det vil si innenfor ringvei 1 – mellom Skillebekk, Majorstuen og Oslo Rådhus. Mange selskaper og butikker har en strategi som medfører et ønske om å være sentralt lokalisert. Dette støttes også av Unions markedsrapport for 2012, hvor vi kan se at *Central Business District (CBD)* og øvrige sentrum har hatt en økning på 60.000 kvm i utleid areal. Ledigheten i dette området er definitivt lavest i Oslo, 4,2 % i 2012. Mindre sentrumsnære eiendommer har hatt en reduksjon på over 10.000 kvm, og har en ledighet på over 11 % (Union Gruppen 2012, The Rezidor Hotel Group 2012).

Det er flere grunner til at selskaper ønsker sentrale eiendommer. Blant de viktigste er selvfølgelig lett tilgjengelighet til kunder. Både for butikker og bedrifter er det viktig å være plassert sentralt, slik at man er tilgjengelig. Reisetid og nærhet til kollektiv transport veier også tungt for de fleste bedrifter.

Hotelleiendom har andre drivere enn kontor- og næringseiendom. La oss først legge til grunn at driftsselskaper og hotellkjeder ikke har noe substitutt – de må ha en hotelleiendom for å kunne

drive hotell. Siden mange av leieavtalene til Eiendomsspar/Pandox er inntekts- og resultatbasert, er det imidlertid noe interessant å vurdere hvilke substitutter hotellgjestene kan finne.

I 2012 stod hoteller for 63 % av all kommersiell utenlandsk overnatting, etterfulgt av camping (23 %) og hyttegrend (9 %) (Horwath HTL 2012). Eiendomsspars hoteller ligger i sentrale strøk i bykjerner, og er i det vesentligste 3- og 4 stjerners hoteller. Hotellene holder dermed en forholdsvis høy standard. Det er derfor rimelig å tro at disse hotellene ikke er truet av camping og hyttegrender som substitutter, både på grunn av beliggenhet og standard.

Videre utgjør yrkesreisende og kurs/konferansereiser henholdsvis 45 % og 23 % av overnattingene (Horwath HTL 2012). Et substitutt som er verdt å nevne for disse segmentene, er såkalte *City-apartments*. Dette er leiligheter som bedrifter enten eier eller disponerer i kortere tidsrom, gjerne i byer som frekventeres ofte. Selskapet Oslo Apartments har spesialisert seg på slik kortidsutleie, og har i løpet av 20 år opparbeidet seg en portefølje på 200 utleieenheter.

Vi ikke ignorere de substituttene som finnes, men så lenge etterspørselen etter gode beliggenheter for kontor og butikk er god, er det lite sannsynlig at de utgjør en stor trussel.

7.3 Rivalisering

Rivalisering mellom aktører i samme bransje er den sterkeste og mest determinante faktoren for fortjenestemuligheter i en bransje. Rivalisering medfører økt konkurranse: prisreduksjon, økt markedsføring og overføring av makt til kundene. Inntektene bli mindre, kostnaden større – og fortjenesten presset.

KONSENTRASJONEN

Konsentrasjonen av eierskapet i bransjen avgjør markedssituasjonen i bransjen. Mange små aktører som tilbyr homogene varer, vil gi konkurranse og en likevektspris – uten muligheter for å ta ut noen superprofitt. Dersom konsentrasjonen er høy, det vil si et begrenset antall aktører som eier store deler av markedet, vil man få en oligopol-situasjon. Oligopol medfører svært begrenset konkurranse, fordi aktørene risikerer et «*race to the bottom*» i en eventuell priskrig. Konsentrasjon i våre segmenter er høy, det er et fåtall aktører som konkurrerer, og reel rivalisering blir mindre.

DIVERSIFISERING

En av de viktigste faktorene er konsentrasjonen i bransjen. Jo flere hoteller, jo mer konkurranse. Antall hoteller i Norge har holdt seg ganske stabilt de siste 10 årene. Hotellkapasiteten har ligget mellom 1079-1160 (Horwath HTL 2012). Derimot har det vært en økning i antall hotellrom, i samme periode. Dersom konsentrasjonen i bransjen er høy, vil det være naturlig å anta at de

ulike aktørene differensierer seg fra hverandre, for å kapre ulike markedsandeler. Dette leder igjen til mindre rivalisering, og dermed økt lønnsomhet for selskapene.

Det er derimot svært få hotellkjeder som eier sine egne hoteller. De fleste har langsiktige leieavtaler med ulike eiendomsselskaper. De ulike eiendomsselskapene har ofte avtaler med forskjellige leverandører, slik at Scandichotell kan eies av for eksempel både Eiendomsspar og Home Properties. Dette fører til at det blir vanskelig for de ulike eiendomsselskapene å differensiere seg fra hverandre. Det er klart at de ulike hotellkjedene prøver å differensiere seg fra andre aktører, men eierne bak hotellene syntes ikke å gjøre dette. Det kan tyde på at de ulike eiendomsselskapene ikke er særlig plaget av rivaliseringen i hotellbransjen.

KAPASITET

Kapasitet relativt til etterspørsel påvirker naturligvis prisene. Tidligere omtalte vi tilbudet av kontor og næringsseiendom i Oslo som fastlagt og relativt absolutt. Vi ser også at det er liten ledighet, noe som tilsier at det ikke er overkapasitet. Når det gjelder hoteller, har flere aktører gjennom flere år snakket om faren for overetablering (na24.no 2009). Foreløpig har ikke dette gjort seg gjeldene, tatt selskapenes resultater i betraktning. Både antall solgte rom, kapasitetsutnyttelse og gjennomsnittsprisen per solgte rom, økte i hele Skandinavia i 2011 (Home Properties 2011). Dette fører til at RevPAR økte totalt sett. Dette er tydelige indikatorer på at bransjen er i vekst, samtidig som at rivaliseringen ikke er sterk nok til å svekke lønnsomheten betydelig i bransjen

UTGANGSBARRIERER

Utgangsbarrierene i eiendomsbransjen vil være avhengig av underliggende konjunktur. Dersom flere aktører vil komme seg ut samtidig, vil prisene falle, og utgangsbarrierene øker. Spørsmålet er imidlertid om selskapet i en slik situasjon har råd og mulighet til å øke konkurransen for å bli værende i bransjen. Muligheten er stor for at selskapet faktisk er nødt til å selge uansett, på bakgrunn av krav fra banken. Et godt eksempel var Norwegian Property's salg av Norgani Hotels til Eiendomsspar. Salget skjedde til under bokført verdi, men på grunn av høy belåning var Norwegian Property allikevel nødt til å selge (NE nyheter 2010) og aktørene må kanskje selge eiendom med tap for å komme seg ut. Det vil tilsa at utgangsbarrierene øker.

Under alminnelige forhold, er utgangsbarrierene lave. Leiekontrakter er som regel knyttet til eiendommen, og forsikring og andre forpliktelser kan lett overføres til ny eier. Fersk erfaringer viser at eiendomsmarkedet i Oslo er relativt likvid. Oslo Maskinistforening la ut Arbinsgate 1 i Oslo sentrum ut i markedet og solgte eiendommen på mindre enn en måned.

KOSTNADSSTRUKTUREN

Kostnadsstruktur og fordelingen mellom faste og variable kostnader påvirker handlingsrommet til aktørene. Betydelig andel variable kostnader relativt til faste kan i perioder medføre økt konkurranse. I eiendomsbransjen er de fleste kostnadene faste – renter, avdrag, administrasjon og ledelse. Priskonkurranse knyttet til leiekontrakter lite sannsynlig, rett og slett på bakgrunn av aktørenes rasjonalitet.

RIVALISERING

Vi konkluderer generelt med at rivaliseringen i bransjen er liten. Det er et lite antall aktører som opptrer rasjonelt. Bransjens langsiktige perspektiv gir lite rom for kortsiktige gevinster knyttet til økt konkurranse. Videre kan man anta at den eksterne finansieringen reduserer handlingsrommet på bakgrunn av betingelser.

Vi imidlertid ikke overse at flere aktører på påpekt det de mener er en overetablering i hotellbransjen. På sikt kan det medføre endringer i bildet, men som vi redegjorde for i del 1 har både omsetning og nøkkeltallet REVPAR hatt positiv utvikling de siste årene.

7.4 Kunders forhandlingsmakt

En viktig inntektskilde for bedrifter, er prisen de belaster sluttkunden med. Kundenenes grad av forhandlingsmakt gjenspeiler prisen bedriften kan ta. Dersom kundene har flere substitutter eller andre alternativer, vil de ha en høy forhandlingsmakt. Kunder av Eiendomsspar er både hotellkjeder, selskaper og forretninger.

KONSENTRASJON I KUNDENS BRANSJE

Kundens forhandlingsmakt avhenger av kundenenes egenskaper og organisering. Dersom det er få aktører i kundesegmentet, vil de ha større mulighet til å presse prisene nedover.

Kundene til Eiendomsspars' Pandox består av 12 kjente hotellkjeder med totalt 20 merkevarenavn. Scandic er den desidert største med leie av 59 hoteller, 49 % av Pandox' totale portefølje. Det er nærliggende å tro at Scandic har gunstige avtaler og relativ stor forhandlingsmakt sammenlignet med mindre leietagere. 12 aktører er allikevel et ganske stort antall aktører, og vi tror derfor at den lave konsentrasjonen er i Eiendomsspars og Pandox' favør.

En annen faktor som svekker hotellkjedenes forhandlingsmakt Pandox' egen hoteldrift. Pandox' driver selv 11 hoteller og dersom det skulle bli uenigheter om leiekontrakter, har Pandox mulighet og kapasitet til å drifte hotellet selv. Dette fører til at Pandox er mindre avhengig av kjedene. Dette

gjelder jo naturligvis bare for et begrenset antall hoteller, men vil sannsynligvis fungere fint i en overgangsperiode.

I markedet for kontor- og næringseiendom ser vi generelt at kundene er mange, og til tross for kjedesamarbeid tror vi deres forhandlingsmakt er begrenset utover et normalt nivå.

MULIGHET FOR VERTIKAL INTEGRASJON

Vertikal integrasjon kan i teorien gi kundene forhandlingsmakt. Bakgrunnen for eiendomsbransjens utvikling var som tidligere omtalt et ønske om fokus utelukkende på drift. Eiendomsaktørene er profesjonelle aktører på eiendom, mens detaljhandel fokuserer nettopp på detaljhandel. Noen aktører kan selvfølgelig ha interesse av å besitte egen eiendomsmasse – eksempelvis noen hotellkjeder, og noen kapitalsterke detaljister – men etter vår mening er dette unntaket heller en regel.

BYTTEKOSTNADER

Kostnader ved bytte av lokaler er ofte store og taler for økt makt til Eiendomsspar. Vi antar at bedriftene velger derfor å forlenge fremfor å flytte. Vanligvis er opsjon på forlengelse kontraktsfestet, men allikevel vil byttekostnadene gi utleier et forhandlingskort.

Hoteller har ofte en spesielt sterk tilhørighet til det lokalet, og gitt at hotellet er lønnsomt er det lite som taler for at et hotell skal bytte lokaler.

KUNDERS FORHANDLINGSMAKT

Vi vil hevde at hotellkjedene har sterke kort når de skal forhandle om leiekontrakter. Leiekontraktene i hotellmarkedet i stor grad er preget av et samarbeid, både med tanke på tidligere nevnte kontraktstruktur og den gjensidige avhengigheten mellom partene.

På kontor- og næringseiendomssiden finnes det nok også sterke kunder, men samtidig er konsentrasjonen i dette segmentet veldig lav. Veldig mange aktører ønsker å leie sentralt beliggende eiendommer, slik at utleier beholder det meste av definisjonsmakten når kontraktene skal skrives.

7.5 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandører har forhandlingsmakt dersom de kan presse andres lønnsomhet ved å øke priser eller redusere kvaliteten på produkter og tjenester som leveres. Leverandørene til Eiendomsspar er banker og finansinstitusjoner, drifts- og vedlikeholds-selskaper, byggingsbransje, ingeniører, rådgivere, arkitekter, advokater og ulike typer meglere. En produktiv inndeling vil være i skille

mellom håndverkere og leverandører av praktiske tjenester, og leverandører av finansiering, advokat- og rådgivningstjenester på den andre siden.

KONSENTRASJON

Konsentrasjon blant leverandører av praktiske tjenester kan vi anta at er relativt lav. Det finnes en lang rekke maler-, snekker-, rørlegger- og elektrikerfirmaer som holder et høyt nivå og kan levere på Eiendomsspars krav til kvalitet og gjennomføring. Det er med andre ord mange som kjemper om kontraktene, noe som medfører redusert forhandlingsmakt for leverandører.

Når det gjelder leverandører av ulike former for rådgivningstjenester, er det trolig at avhengighetsforholdet fra Eiendomsspars side her er sterkere. Advokater, rådgivere, ingeniører, arkitekter og lignende har ofte en inngående kunnskap om historikk, utvikling og særegenheter ved selskapet, og relasjonen til disse leverandørene er mye større og tillitsbasert menneskelig sett. Derfor er det lite trolig at man vil bytte en slik leverandør, selv om vedkommende er noe dyrere enn andre leverandører. Her tror vi Eiendomsspar har liten makt, og leverandørene stor.

Eiendomsspars spesielt gode stilling finansielt gir fleksibilitet i forhandlinger med bankforbindelser. Eiendomsspar muligheten til å forhøre seg flere steder, og de har også erfaring med obligasjoner.

VERTIKAL INTEGRASJON

Vertikal integrasjon er mulig for Eiendomsspar. På enkeltområder som prosjektledelse og deler a driftssiden er selskapet allerede integrert. Vi skal samtidig være klar over at vertikal integrasjon kan ha store omkostninger, spesielt i en oppbygningsfase – og det er ikke gitt at man får samme utbytte som ved innleie av tjenester. Vi tror Eiendomsspar er tilnærmet optimalt organisert, slik at kostnadene til leverandører må øke betydelig før ytterligere integrasjon blir lønnsomt.

LEVERANDØRENES MAKT

Relasjonen mellom Eiendomsspar og leverandørene er antagelig balansert. Leverandører av kunnskap har nok en relativt god forhandlingsposisjon ovenfor Eiendomsspar på kort sikt. På lang sikt vil en uforholdsmessig utnyttelse av en slik posisjon medføre at Eiendomsspar bytter leverandør.

7.6 Oppsummering av konkurransearenamodellen

Konkurransearenamodellen gir et statisk bilde av hvordan omgivelsene i bransjen er i dag, og ikke tar høyde for hvordan bransjen ser ut til å utvikle seg i fremtiden. Oppsummert vil vi også

antype hvordan ulike forhold kan utvikle seg videre. Disse antagelsene vil følges opp i del 4 som omhandler prognoser og den endelige verdsettelsen.

Trussel fra nyetableringer er lav, hovedsakelig som en følge av de høye kapitalkravene som kreves i bransjen. I fremtiden kan dette raskt endres. Videre kan etablering av flere mindre eiendomsselskapet bidra til økt konkurranse.

Fraværet av gode substitutter er status per i dag. Vi skal allikevel ikke se bort ifra fremvoksende bydeler og næringsområder med gode kommunikasjonsmuligheter som vokser frem. Områder som Økern, Helsfyr, Alnabru, Skøyen, Fornebu, Lysaker har nyere og mer effektiv bygningsmasse og rimeligere leie. Reisetiden og kommunikasjonen blir stadig bedre, og det etableres komplementerende næringer og tjenesteytere, som restauranter, kaffebarer, frisører og lignende i umiddelbar nærhet.

Eiendomsbransjen er preget av høy konsentrasjon. Vi tror at aktørene anser det som lite lønnsomt å konkurrere seg i mellom, noe som fører til at rivalisering utgjør en liten trussel. Det er imidlertid grunn til å tro at dette kan endre seg betydelig. Det er mange mindre aktører i eiendomsbransjen som kan ha ønske om vekst. Dersom økonomien tillater det kan disse bidra til økt konkurranse i bransjen.

Kontraktene i hotellmarkedet er preget av samarbeid mellom utleier og de som drifter hotellene. Forhandlingsmakten til kundene blir høyere da et slikt samarbeid beror på større gjensidighet mellom partene. For næringseiendommer mener vi at kundene har lavere forhandlingsmakt som en konsekvens av den høye konsentrasjonen av aktører i utleiemarkedet, få substitutter og høye byttekostnader.

8.0 PESTEL

PESTEL er et mye brukt rammeverk innen strategisk analyse av organisasjonens eksterne forhold. Modellen brukes for å kartlegge og kategorisere muligheter og trusler. Hva angår rammeverket viser vi til Johnson, Scholes og Whittington (Johnson og Whittington 2005).

PESTEL er et akronym for de engelske ordene av politisk, økonomisk, sosiologisk, teknologisk, miljømessig og juridisk. Dette er variabler som i stor grad berører den enkelte bransje, og derigjennom de forhold som er analysert gjennom konkurransearenamodellen. *Muligheter* og *trusler* i denne sammenheng vil være tolket snevert, og i forhold til bransjens inntjening. Hva kan påvirke bransjens inntjening positivt, og hva kan redusere inntjeningen?

Vi kommenterer de variablene som er mest relevante i en syvårsperiode (perioden vil begrunnes før prognostiseringen i del 4). Sosiologiske – kulturelle, samfunnsmessige endringer, eksempelvis, skjer hele tiden. Folk flytter på seg, fødselsratene beveger seg litt – men vi tror ikke det vil skje fundamentale endringer som påvirker kontor- og næringseiendom eller hotellmarkedet. Vi vil derfor ikke gå nærmere inn på denne variabelen.

8.1 Politisk

Norge, Norden og Nord- Europa er områder med politisk stabilitet og lange, solide tradisjoner for demokrati og rettstat. Den politiske risikoen er overordnet sett minimal og forutsigbar.

I den grad politiske beslutninger kan påvirke aktører i eiendomsbransjen, vil det være gjennom særskilte enkeltsaker. Vi kan umiddelbart fastslå at det per i dag ikke er mange saker av betydelig karakter på den politiske agenda. Eiendomsbransjen er såpass moden at de største utfordringene for bransjen allerede har vist seg, og deretter blitt regulert. Noen reguleringer av betydning har kommet så sent som de siste årene, knyttet til krav om miljø og universell utforming. Disse vil sortere under juridiske faktorer, siden de i dag er lovfestet.

Vi kan peke på to saker av betydning som sannsynligvis vil avgjøres politisk i neste stortingsperiode. Den ene saken omhandler norsk boligpolitikk. Boligprisene har som tidligere presentert vokst nesten uavbrutt siden 1993. Flere aktører har pekt på at bakgrunnen er økt sentralisering og manglende utbygging av nye boliger. Mange av de samme aktørene, boligutviklere som Selvaag og OBOS, meglere, akademikere, har hevdet at løsningen må være utvidelse av areal regulert til boligformål, enklere byråkratiske prosesser og endring av økonomiske incitamentet. De to første forslagene vil sannsynligvis øke, fremskynde og sette fart på boligutbygging i Norge. Det økonomiske incitamentet som er foreslått endret, er skattefradraget for renter, som vil kunne medføre redusert låneopptak (Civita 2011) (NRK 2012).

Spørsmålet er hvordan endringene som er foreslått vil påvirke eiendomsbransjen og Eiendomsspar. Eiendomsspar driver i svært liten grad med både boligeiendom og med utvikling.

Som vi tidligere har sett utgjør dette mindre enn 2 % av den samlede portefølje. Vi konkluderer derfor med at dette ikke er spesielt relevant for Eiendomsspar.

Den andre saken som i de kommende år kan påvirke eiendomsbransjen, er utfallet av en debatt om formueskatt. Ligningsformuen til de fleste profesjonelle eiendomsforetak er lik null. Disse foretakene betaler derav ikke formueskatt. Vi tar utgangspunkt i en endring av skatteleggelse forslått av to professorer ved NHH, Guttorm Schjeldrup og Terje Hansen. Forslaget sto på trykk i en kronikk i DN 23. januar 2013 (Hansen and Schjeldrup, NHH Paraplyen 2013). Forslaget innebærer at ligningsmessig fradrag for gjeld reduseres fra 100 % til 50 %. Dersom vi forutsetter 50 % belåning på porteføljen, vil 1/4 av porteføljens verdi bli gjenstand for formuesbeskatning på eierens hånd (Hansen, Forelesningsnotater - FIE432 2012).

Dersom dette forslaget gjennomføres, vil dette kunne påvirke aksjonærene til Eiendomsspar. Det er imidlertid flere hensyn og spørsmål som bør drøftes før vi konkluderer. For det første, er dette ett av en lang rekke forslag. Det er langt fra sikkert at det er dette forslaget som til slutt skal stemmes over. Et skatteutvalg ledet av Hans Henrik Scheel i SSB er nedsatt for å komme med forslag til endringer av det norske skattesystemet. Både sittende regjering og opposisjon har varslet at de ønsker endringer i skattesystemet, men ikke hvilke endringer de ønsker. For det andre er det stor usikkerhet om hvorvidt endringene vil påvirke næringseiendom, bare bolig eiendom eller helt andre deler av økonomien. For det tredje, dersom det skulle bli endringer, er det stor sannsynlighet for at selskapene som rammes, vil sette inn betydelige ressurser på skattetilpasninger. På denne bakgrunn er det på nåværende tidspunkt ikke mulig å si noe fornuftig om politiske endringer og de trusler dette eventuelt måtte utgjøre ovenfor Eiendomsspar.

8.2 Økonomisk

De makroøkonomiske forhold påvirker eiendomsbransjen betydelig. I bransjeanalysen i del 1 konkluderte vi blant annet med at sysselsetting er den viktigste driveren for leiepriser og etterspørsel etter næringseiendom. Driveren for transaksjonsvolum, type og priser bestemmes av igjen av leiepriser, etterspørsel.

Som en konsekvens av finanskrisen i 2008, gikk mange aktører leietagerne sine i møte, og reduserte leieprisene for å unngå oppsigelse og tomme lokaler. Ser vi samtidig på endringene i sysselsetting, ser vi at den er marginal i samme periode (Eiendomsspar AS 2012). Det kan altså være grunnlag for å si at ikke bare reelle endringer i sysselsetting påvirker leieinntektene, men også forventningene om sysselsettingen og økonomisk utvikling for øvrig.

Dersom den makroøkonomiske utviklingen skulle være negativ, og situasjonen vedvarer over tid, vil dette skape press i bransjen. Selskaper med høye belåning kan på bakgrunn av verdifall eller

leieinntektsfall oppleve å komme i brudd med lånebetingelser, som igjen betyr at de må likvidere eiendom for å innfri lån. Slike salg kan drive prisene ytterligere ned, og medføre sterke konkurranse internt i bransjen. Utgangsbarrierene øker, og press kan medføre irrasjonalitet. Det vanskelig å si hvor langt en slik utvikling kan gå, samtidig som det er vanskelig å si om det skjer, eventuelt når det skjer. Vi kan ha lett for å tro at noe slikt aldri skal skje – 20 år med oppgangstider har gjort oss delvis blinde for enkelte realiteter. Allikevel skal man ikke se lenge enn til Spania for å finne eksempler på økende og ekstremt høy arbeidsledighet.

På en annen side vil realaktiva i et eiendomsselskap være den samme også i en krise. Bærekraftig gjeld, eksempelvis med mulighet for avdragsfrihet eller tilgang på likvider til å betale løpende forfall, vil bidra til at en nedgang-konjunktur ikke nødvendigvis påvirker selskapet i altfor stor og grunnleggende grad. Tvert imot kan en slik konjunktur bety mulighet for vekst, konsolidering i bransjen og gode oppkjøpsmuligheter.

Oppsummert tror vi ikke makroøkonomisk utvikling i seg selv evner å påvirke bransjen i altfor stor grad. Det kommer en nedgangs-konjunktur, etterfulgt av en oppgang. Vi vil se både oppgangskonjunkturer og nedgangskonjunkturer i årene som kommer. Spørsmålet er hvordan det enkelte selskapet er rustet for å møte de utfordringer som kommer.

8.3 Teknologisk

I 2010 ble det i Norge etablert en *non-profit* organisasjon med navnet Norwegian Green Building Council (NGBC). Organisasjonen åpner for medlemskap for alle virksomheter innen bygg og anlegg, og pr mai 2013 er mer enn 200 aktører fra hele verdikjeden registrert som medlemmer. Ved hjelp av frivillige bidrag og økonomisk støtte fra medlemsbedriftene, har NGBC etablert den norske BREEAM standarden. BREEAM er en internasjonal standard som skal sikre bærekraft og kvalitet for all sider av bygg; herunder oppføring, eie og bruk. Formålet er todelt; redusere belastningen på miljøet, samtidig som forvaltningen av eiendomsmassen blir mer effektiv og avkastningen øker.

Nils Kok, assosiert professor ved Maastricht universitetet, har funnet ut at BREEAM i stor grad påvirker forvaltningen av eiendomsmassen. Ved nybygg, vil kostnadene være mellom 0 – 12,5 % større enn ved konvensjonell bygging. Imidlertid blir kostnadene ved drift lavere, omkring 7 % per år. I tillegg er det mulig å øke leienivået med 3 %, ifølge Koks studier (Tiltnes 2013). Marginalkostnaden på investering som tilfredsstiller BREEAM-sertifiseringen er fallende, mens marginalnyten – det vil si besparelsene i driftskostnader er økende (World Green Building Council 2013). Tallene er hentet fra en internasjonal undersøkelse.

De sparte driftskostnadene skal ifølge rapporten «Business for green buildings» komme fra redusert energiforbruk, mindre vann og mer effektiv avfallshåndtering. Økt leieinntekt kommer av

økt betalingsvilje for godt arbeidsmiljø, godt inneklima og god samvittighet. Totaleffekten av disse er økt kontantstrøm til investorene over levetiden, noe som igjen vil øke omsetningsverdien ved et salg (World Green Building Council 2013).

Spørsmålet er hvilken betydning dette har for Eiendomsspar. Vår vurdering er at dette – for kontantstrømmen og utviklingen i verdien i selskapet – sannsynligvis ikke har noen betydning i det hele tatt. 200 av de største og mest relevante aktørene innen norsk eiendomsbransje har engasjert seg i innføringen av BREEAM. Når en hel bransje undergår den samme utviklingen, betyr det at de relative forholdene ikke endrer seg. Ingen blir bedre eller verre posisjonert på bakgrunn av BREEAM. Selvfølgelig vil de som går i front, som Eiendomsspar, få omdømme-effekter og kanskje noen førstetrekksfordeler, men det er lite som tilsier at dette fundamentalt vil endre noe ved Eiendomsspars strategi og forretning.

8.4 Miljømessig

Det siste tiåret har miljø- og klima til stadighet blitt satt på dagsorden i de vestlige samfunn. Miljøtrender har bredt om seg og fått stadig flere tilhengere, men det finnes også sterke kritikere. I Norden er sannheten om klimautfordringene mer eller mindre etablert.

På bakgrunn av den økende aksepten for denne sannheten, har flere aktører – kanskje med felles kjennetegn at de betrakter seg selv som seriøse – tatt initiativ til prosesser som skal redusere deres utslipp. Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) har utgitt en klimaerklæring hvor 29 næringslivsledere har deltatt i utformingen. Erklæringen inneholder blant annet en ansvarsfordeling mellom næringsliv, myndigheter og allmue – med mål om å redusere norske utslipp på kort, mellomlang og lang sikt (NHO 2008).

Til tross for at miljø- og klima beviselig har fått en større plass i samfunnslivet, har vi ingen grunn til å tro at endringene som skjer i miljøet vil påvirke Eiendomsspar. Det meste fortsetter sin vante gang uavhengig av endringer i klimaet som følge av klimagasser. Eiendomsspar har imidlertid inntatt en offensiv rolle i tilknytning til miljøraken, blant annet ved å benytte seg av BREEAM som beskrevet over. I tillegg har de satt seg fore å redusere energiforbruket med 20 % innen 2020. I tillegg til konkrete besparelser, vil dette sannsynligvis gi selskapet goodwill og kredibilitet i omgivelsene.

8.5 Juridisk

Byggenæringen er underlagt en rekke krav og reguleringer. I 2010 kom det siste store tillegget i tekniske forskrifter, gjennom forskrift om tekniske krav til byggverk, i kortform kalt TEK10. TEK10 har vært mye omtalt i byggenæringen, fordi man fryktet at kravene ville medføre store kostnader. Dette er imidlertid forsøkt tilbakevist i en rapport utarbeidet av SINTEF (Lovdata 2011). Flere

aktører i byggebransjen har tatt til orde for å reversere deler av regelverket, men det er tvilsomt om dette vil føre gjennom (Aftenposten.no 2011).

8.6 Oppsummering PESTEL

Vi kan med relativt stor sikkerhet si at skattesystemet i Norge vil endres, og endringene vil sannsynligvis påvirke hele næringslivet i større eller mindre grad. De uttalte målene med endringene er imidlertid å tøyne prisveksten i privatboligmarkedet, og det er trolig at det er her endringene vil være størst. Dette kan naturligvis ha implikasjoner for andre typer eiendomsvirksomhet, men vi tror Eiendomsspar vil kunne tilpasse seg dette i de fleste tilfeller. Dermed er vi tilbøyelige for å forutsette en nettoendring lik null.

Når det gjelder makroøkonomiske endringer, er dette svært vanskelig å forutse. Vi tror markedet vil gå både opp og ned de nærmeste 20 årene, og at det i denne perioden vil være mulig både å gjøre svært gode transaksjoner, og tjene svært godt på utleievirksomhet. På samme tid tror vi det vil komme tider hvor det vil være svært krevende å tjene penger. Vår hovedslutning er at det kan være rasjonelt å ha adaptive forventninger.

På den teknologiske delen tror vi at det få nyvinninger som ikke raskt implementeres i hele bransjen. Som vi ser av BREEM er dette et typisk eksempel på en god teknologisk nyvinning som i sum er bra for bransjen, men ingen enkeltstående selskaper kan påberope seg å være de eneste som følger BREEM.

9.0 RESSURSANALYSE SVIMA

Organisasjonens egenskaper og interne forhold; tidligere omtalt som ressurser og kapabiliteter, utredes gjennom SVIMA. SVIMA er et akronym for Sjelden, Viktig, Imiterbar, Mobiliserbar og Appropierbar. Målet med analysen er å få en forståelse av hvorfor selskapet prestere som det gjør – enten det er over eller under gjennomsnittet. En vanlig antagelse er at en eventuell meravkastning kommer av en ressursfordel. Internanalyse handler derfor om å analysere organisasjonens ressurser, og dens kapabiliteter til å nyttiggjøre seg disse ressursene. Dersom et selskap har både et enestående ressursgrunnlag og kapabilitetene til å utnytte ressursene, sier vi at selskapet har et konkurransefortrinn. Det teoretiske grunnlaget for oppgaven finne vi hos Jacobsen og Lien (Lasse Lien 2001).

Vi definerer først ressurser og konkurransefortrinn, før vi analyserer Eiendomsspars ulike ressurser og vurderer om de kan gi opphav til langsiktige konkurransefortrinn.

RESSURSER

Ressurs kan defineres som en faktor som utgjør en styrke eller en svakhet for selskapet. Problemet med definisjonen er at *hva som helst* kan være en ressurs. Vi ønsker derfor å snevre definisjonen inn til *noe et selskap har*. Dette impliserer at vi skiller mellom en ressurs og en aktivitet; noe en bedrift har, og noe en bedrift gjør. Disse to er allikevel uadskillelige. Det et selskap *har*, påvirker hva selskapet *gjør*. Dette påvirker igjen bedriftens inntekter og kostnader (Lasse Lien 2001).

Ressursbegrepet må kobles til produktmarkedsstrategier for å gi mening. Vi velger å se på ressurser som en innsatsfaktor for produktmarkedsstrategier; materielle ressurser, immaterielle ressurser og menneskelige ressurser. Materielle ressurser omfatter finansiell kapital og fysisk kapital. Penger eller tilgang på penger, fabrikker, bygninger, maskiner, lokalisering eller naturressurser. Immaterielle ressurser er kunnskapskapital i form av databaser, patenter, teknologi og ansattes erfaring og kompetanse. De menneskelige og organisatoriske defineres som for eksempel organisasjonskultur, ledelsessystemer, merkevarenavn, renommé, allianser og relasjoner med kunder, leverandører og myndigheter.

KONKURRANSEFORTRINN

Et konkurransefortrinn er å ha langsiktig avkastning over gjennomsnittet i det relevante produktmarkedet (Porter 1985). For å avgjøre om selskapet har konkurransefortrinn, analyserer vi ressursene gjennom SVIMA rammeverket.

SVIMA - MODELLEN

SJELDEN - for at en ressurs skal være sjelden, må to krav være oppfylt; konkurrentene kan ikke inneha ressursen i lik *mengde*, og konkurrentene kan ikke inneha ressursen i lik *kvalitet*. En ressurs som konkurrentene har i lik mengde og kvalitet, kan ikke forklare en unormal høy avkastning.

Sjelden:	Forskjeller				
Viktig:	Store	forskjeller			
Ikke-imiterbar:	Varige	store	forskjeller		
Mobiliserbar:	Realiserte	varige	store	forskjeller	
Approprierbar:	Beholdte	realiserte	varige	store	forskjeller
Varige konkurransefortrinn = varig lønnsomhet over gjennomsnittet					

Figur 9.1. SVIMA-rammeverket. En bedrifts ressurs øker i verdi for hver av kapabilitet selskapet har.

VIKTIG - en ressurs som skal forklare en unormal høy avkastning må også være *viktig* i den forstand at den en har en stor effekt på bedriftens kostnader, kundenes betalingsvilje, eller begge deler.

IKKE-IMITERBAR – verdien av en ressurs over tid, er at den ikke kan kopieres av konkurrenter. Imitering av en ressurs kan skje på to måter; konkurrenten kan enten *kopiere* ressursen, eller de kan *substituere* ressursen. Sistnevnte handler om å erstatte ressursen med en annen ressurs som utfører samme funksjon, og dermed utgjør en effektiv trussel mot bedriften. Jo vanskeligere det er å imitere ressursen, jo sterkere konkurransefortrinn kan skapes.

MOBILISERBAR - bedriften er nødt til å kunne konvertere ressursen om til økonomiske verdier, for den skal gi opphav til et langsiktig konkurransefortrinn. Dette understreker viktigheten av at produktmarkedsstrategien utnytter ressursen effektivt. Hvis ikke vil ressursen ikke kunne konverteres til økonomiske verdier.

APPROPIERBAR – for at en ressurs skal kunne forklare en unormal høy avkastning. Dersom ressursen er approprierbar, betyr dette at det er *selskapet* som sitter igjen med den økonomiske verdien som skapes av ressursen, ikke leverandører, kunder eller konkurrenter.

Ut fra rammeverket som er presentert ovenfor vil vi analysere de viktigste interne ressursene til Eiendomsspar. Analysen kumulerer ut i analyse av hvorvidt ressursene gir opphav til langsiktige, varige konkurransefortrinn.

Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Utbetalt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

Figur 9.2. SVIMA-rammeverket. Modellen må sees i sammenheng med en analyse av interne ressurser. Ut ifra om vilkårene for om ressursen er Sjelden, Viktig, Ikke-imiterbar, Mobiliserbar og Approprierbar oppfylles kan utfallet av ressursen leses av i kolonnen lengst til høyere.

VALG AV RESSURSER FOR ANALYSE

Del 1 gir oss et godt overblikk over selskapet, markedet og bransjen, og er et godt utgangspunkt når vi skal plukke ut de ressurser som synes å være sannsynlige grunnlag for konkurransefortrinn. Eiendomsspar har åpenbart mange ressurser, men en analyse og gjennomgang av alle vil være tidkrevende og lite matnyttig. Vi har valgt ut de følgende tre faktorer som vi tror kan være kilde til Eiendomsspars konkurranseevne; porteføljens beliggenhet, administrerende direktør Christian Ringnes og Eiendomsspars kredibilitet i samfunn-, politikk og næringsliv.

9.1 Porteføljens beliggenhet

Eiendomsspar hovedressurs er eiendomsporteføljen deres. Når vi vurderer om det eksisterer konkurransefortrinn, ser vi imidlertid spesielt på beliggenheten og standarden til eiendommene. Selskapet har en tydelig målsetning og strategi om at god beliggenhet alltid skal prioriteres, og kjøper kun eiendommer i områder preget av god beliggenhet eller i områder som med god sannsynlighet vil bli populære. Oversikten fra del 1 viser at 25 av 36 eiendommer ligger i *Central Business District*. Eiendommer utenfor Oslo sentrum er allikevel strategisk plasserte, for eksempel Holmenkollen Park Hotell, Alnabru Næringspark, utviklingseiendom under Ekebergåsen og for øvrig i områder med stadig økende popularitet.

Få, om noen andre eiendomsselskaper har en like fokusert portefølje når det kommer til beliggenhet. Selskapet har eksistert lenge og over lang tid hatt beliggenhet som fokus. I viste tidligere hvordan leietagere har høyere betalingsvilje for eiendommer med god beliggenhet relativt til normale beliggenheter. Altså er ressursen både sjelden og viktig,

Selvfølgelig er beliggenhet til en viss grad imiterbart. Det er ikke slik at Eiendomsspar har reservert alle gode beliggenheter i Oslo. Allikevel har de gjennom langsiktige tilstedeværelse i bransjen har opparbeidet seg en portefølje av godt beliggende eiendommer. Det tar lang tid og det er relativt kostbart. Eiendomsspars investeringer har vært preget av kløkt og god timing i markedet. Derfor kan det være vanskelig å kopiere beliggenheten til Eiendomsspar. Imidlertid

skal vi være klar over substitusjonseffekten. Nye populære områder vokser frem i Oslo og eiendommer med god beliggenhet vil bli tilgjengelig. De siste årene har det vært mye nybygging og oppgradering i dette området. Eiendomsspar har ikke vært like godt representert her, som andre eiendomsselskaper. Dette beviser at ressursen er imiterbar.

Det er derfor viktig at Eiendomsspar ikke hviler på den gode porteføljen de har, men fortsetter å investere i gode beliggenheter i fremvoksende områder, noe de har gjort med gode investeringer på både Skøyen og Tjuvholmen.

Vurderer vi *beliggenhet* som ressurs gjennom SVIMA-rammeverket, ser vi tydelig at ressursen er både sjelden, viktig, mobiliserbar og approprierbar. Det er Eiendomsspar som sitter igjen med verdien av ressursen. Det er derimot ikke like sikkert at konkurransefortrinnet vil være varig da andre selskaper kan klare å kopiere beliggenheten ved å investere i gode beliggenheter i områder som kan bli populære i fremtiden. Eiendomsspar et solid konkurransefortrinn på nåværende tidspunkt, som de har forutsetninger for å beholde gjennom fremtidige investeringer.

9.2 Kredibilitet i samfunn, politikk og næringsliv

En annen viktig ressurs for Eiendomsspar er deres tilstedeværelse i bybildet i Oslo. Ressursen henger tett sammen med ressursen som omhandler administrerende direktør Christian Ringnes. Selskapet nyter kredibilitet i samfunnet, politikken og næringslivet i Oslo. Kredibiliteten er opparbeidet over tid; Eiendomsspar har alltid fokusert på Oslo og hatt en målsetning om å bidra til bybildet. Kunst og utsmykning har vært ett sentralt punkt, donasjonen av den berømte fontene *Påfugl* ved Nasjonalteateret, tigerstatuen som ble gitt til Oslo i forbindelse med byens 100-års jubileum og Keplerstjernen på Gardermoen for å nevne noe.

Det siste tiåret har Eiendomsspar kjøpt eiendommer som har sikret mye omtale og oppmerksomhet. Eiendommene blir oppfattet som *kulturbærende*, det er eiendommer samfunnet identifiserer seg med og bryr seg om. Folketeateret og Ekebergsrestauranten er de fremste eksemplene. Det er lite tilfeldig at Eiendomsspar eier alle disse eiendommene. Selskapet mener at det er en del deres ansvar å ta vare på det ærverdige bybildet i Oslo. Ansvaret er langt ifra gratis. Eiendomsspar legger mye ressurser i eiendommene, Folketeateret og Ekebergrestauranten ble sett på som økonomisk dårlige oppkjøp. Førstnevnte har kostet selskapet rundt 100 millioner i tap (Næringseiendom 2012). Interessen for å gjøre Oslo til en bedre by har ført til at Eiendomsspar har fått kredibilitet i samfunnet. Aktører vet at selskapet putter handlinger foran ord, selv om den kortsiktige økonomiske gevinsten uteblir.

Dette er definitivt en sjelden ressurs. Få, om ingen andre selskaper bidrar like mye til Oslosamfunnet som Eiendomsspar. Handlingene beviser at Eiendomsspar tar ansvar og legger stor ære i at bybildet i Oslo vedlikeholdes og oppgraderes. Dette kan også hevdes å være en

viktig ressurs. Eiendomsspars merkevare og renommè er tett knyttet til Oslo estetikk. Politikere og næringslivet oppfatter selskapet som en viktig bidragsyter for Oslo, noe som utvilsomt øker selskapets goodwill og omdømme. Vi tror det er vanskelig for andre selskaper å umiddelbart kopiere ressursen. Det gode omdømme som selskapet har bygget seg opp over lang tid tar lang tid å etterlikne. Andre selskaper kan prøve å etterlikne Eiendomsspar, men Eiendomsspars engasjementet har bestått over lang tid.

Spørsmålet er om selskapet klarer å konvertere dette samfunnsengasjementet om til penger. Det vil være naturlig å tro at den foreliggende tanke er å tjene penger, selv om vi vurderer engasjementet som ekte. Vi tror selskapet øker topplinjen på bakgrunn av ressursen. Eiendomsspar kjøpte i 2012 Arbinsgate1 i Oslo, hvor Henrik Ibsen tidligere bodde. Ibsen-museet har de siste årene hatt tilhold i en mindre del av gården. Da det ble kjent at eiendommen skulle selges, utløste det en diskusjon rundt hvorvidt de nye eierne ville ivareta Ibsen eller ikke (Dagbladet.no 2012). Da Eiendomsspar hadde kjøpt gården, tok Ringnes initiativ for å utvide museet til å omfavne hele gården. Eiendomsspar har troverdighet i slike spørsmål, og partene er i samtaler om å realisere disse planene (EstateNyheter 2012). For Eiendomsspar er det av direkte verdi. De vil nå kunne få en stor leietager og langsiktig leietager, økonomisk garantert av staten. Det betyr sikker inntekt, mindre kostnader og mindre risiko. Vi tror Eiendomsspars kredibilitet er viktig i denne sammenheng, og konkluderer med at ressursen er mobiliserbar.

Ressursen er som nevnt tett knyttet opp til Christian Ringnes som selskapets ansikt utad. Allikevel er det nærliggende å hevde at ressursen er approprierbar. Ringnes er en av hovedaksjonærene og i tillegg direktør i selskapet. Derfor kan vi hevde at selv om mye av kredibiliteten tilskrives ham, vil verdiene tilfalle Eiendomsspar.

Vi anser altså ressursen som både sjelden, viktig og ikke-imiterbar. Ressursen er delvis mobiliserbar og approprierbar i det kortsiktige løpet. Vi tror kredibilitet vil vise seg å være gi opphav til et langsiktig varig konkurransefortrinn.

9.3 Administrerende direktør

Christian Ringnes både Eiendomsspars direktør og selskapets største aksjonær. Ringnes har ledet selskapet i snart 30 år og kan tyde på at han er dyktig i faget. Siden 1982 har de som vi så i del 1 levert en gjennomsnittlig avkastning på 16 % årlig.

Det er tett sammenheng mellom samfunnsengasjementet til Eiendomsspar og administrerende direktør i Eiendomsspar, Christian Ringnes. Ringnes er selskapets ansikt utad og de fleste kjenner sannsynligvis mer til Christian Ringnes enn til selskapet Eiendomsspar. Flere sider ved Ringnes gjør at vi ser på ham som en viktig ressurs for selskapet. Han har et enormt kontaktnettverk både i næringslivet, politikken og på andre arenaer. Han sitter i rundt 149 ulike

styrer (Proff 2013). Han har mottatt utmerkelsen som *Bypatriot* og ble utnevnt som *Oslo-ambassadør* i 2005 (Aktiv i Oslo 2009). Et av hans største private bidrag var skulpturparken ved Ekeberg, en gave verdt 300 millioner, som ble sjenket Oslo kommune 2012 (Aktiv i Oslo 2012).

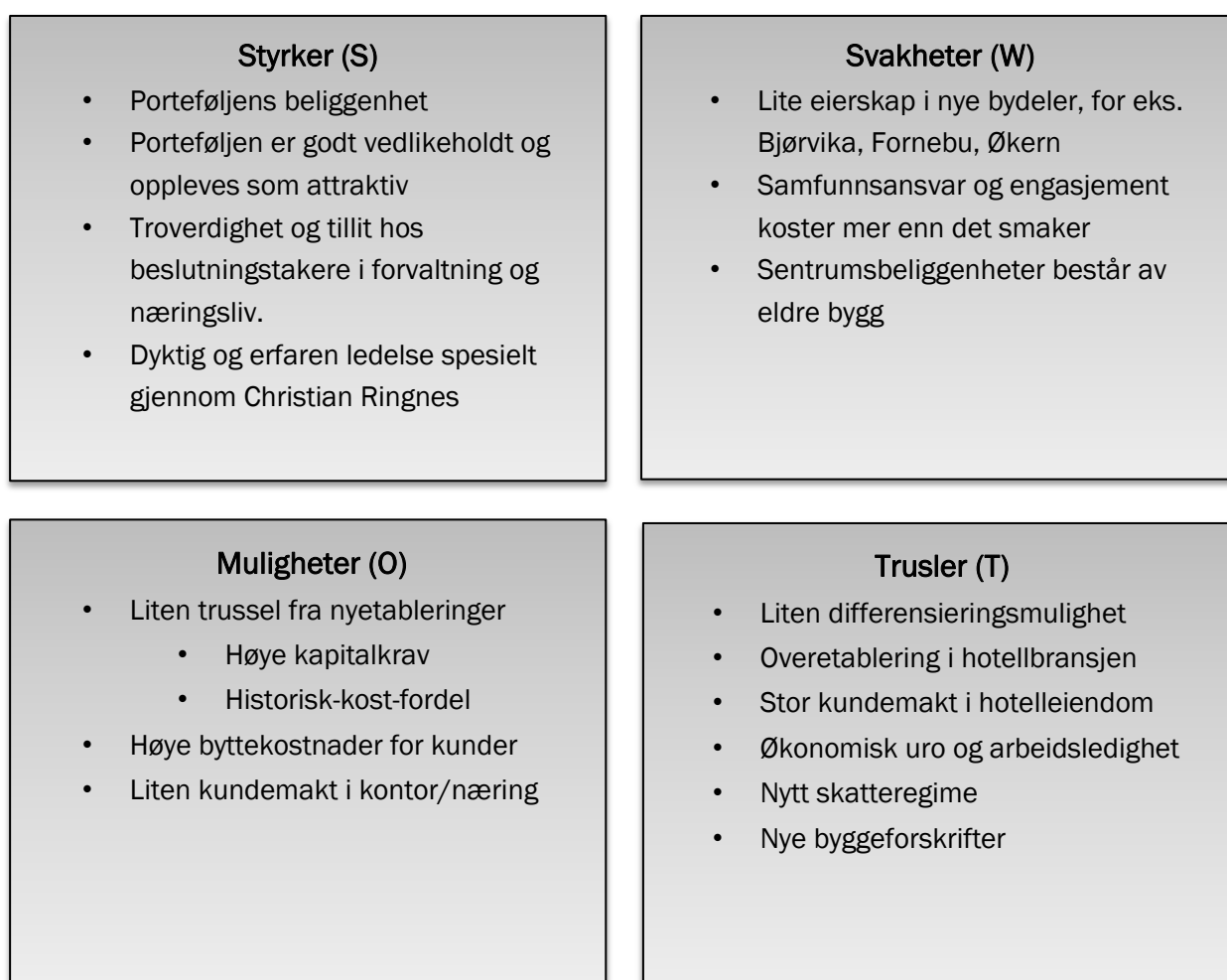
Det sentrale er om vi gjennom SVIMA-rammeverket kan vurdere det dithen at Ringnes er et varig konkurransefortrinn for selskapet. Hvis vi ser på en av hovedkonkurrentene til Eiendomsspar, Olav Thon Eiendomsselskap, er deres eierstruktur ganske lik. Olav Thon eier majoriteten av selskapet og fungerer som en representant for selskapet. Han er dog ikke like engasjert i Oslo, men han har uten tvil skapt gode resultater for selskapet. Dette og flere tilsvarende eksempler peker på at ressursen ikke er sjelden. Hvorvidt den er viktig for selskapet i form av reduserte kostnader og økt betalingsvilje hos kundene er også diskutabelt. Eiendomsspar er fører ingen utstrakt kostnadslederstrategi og engasjementet til Ringnes gir ikke alltid økonomiske gevinster for selskapet, noe vi heller ikke tror er meningen. Hva gjelder Ringnes sin måte å styre selskapet på, mener vi at han utgjør en forskjell fra andre toppledere, men at det er å forvente av en toppleder i et selskap han selv eier. Ressursen er nok ikke imiterbar i den forstand at man kan kopiere eller substituere Ringnes sin væremåte og livsfilosofi. Den er imidlertid imiterbar ved at flere andre toppledere har prestert like bra over lang tid og gitt selskaper de driver en solid avkastning utover det normale. Vi mener derfor at flere andre toppledere har mulighet til å gjøre det like bra som Ringnes, men ikke for Eiendomsspar. Ressursen er mobiliserbar og approprierbar i den forstand at Ringnes klarer å skape gode verdier som tilfaller selskapet. Vi tror imidlertid ikke at ressursen gir opphav til et varig konkurranse fortrinn for selskapet. Når dette er sagt er det ingen tvil om at Ringnes er en viktig leder for selskapet og at han skal ha mye av æren for resultatene Eiendomsspar leverer.

9.4 Oppsummering SVIMA

Vi har identifisert tre ressurser vi mener kunne være med på å skape et varig konkurransefortrinn for selskapet. Det er uten tvil at selskapets eiendomsportefølje har sørget for positive bidrag til selskapet. Vi tror det vil være en fordel også i tiden som kommer. Fremvoksende byområder og nye bydeler kan være like mye en mulighet som en trussel dersom Eiendomsspar posisjonerer seg aktivt. Eiendomsspar har en viktig ressurs i den kredibiliteten de har i samfunnet, politikken og næringslivet. Gjennom konsistente strategier og væremåte i årevis har de bygget troverdighet og tillit knyttet til utvikling og ansvar. Det kan gi goodwill og positive referanser i søknader og være tungen som tipper vekten i Eiendomsspars favør. Ressursen kan lang sikt kan være et varig konkurransefortrinn. På kort sikt gir det ikke alltid økonomisk gevinst, men vi mener at ressursen blir mobilisert gjennom økt troverdighet i markedet. Direktør og hovedaksjonær Christian Ringnes gir antagelig ikke gir selskapet noe varig konkurransefortrinn. Vi mener allikevel at han er, har vært og vil være svært viktig for selskapet.

10.0 SWOT – OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE

Innledningsvis omtalte vi SWOT-modellen som paraplymodell for strategiske analysen. SWOT er et akronym for de engelske ordene av *styrker*, *svakheter*, *muligheter* og *trusler*. Strategisk analyse har vært todelt. De eksterne forholdene til Eiendomsspar, bransjen og makroforhold som igjen påvirker bransjen gir opphav til muligheter og trusler for Eiendomsspar. Interne forhold ved Eiendomsspar, knyttet til ressurser og konkurransefortrinn eller manglende sådanne, gir opphav til styrker og svakheter. Vi har oppsummert hver av delene underveis – men for å gi et overblikk og trekke frem de viktigste faktorene setter vi resultatene opp mot hverandre i en SWOT-tabell.



Figur 10.1. Oppsummering av den strategiske analysen er gjort i et SWOT diagram. I diagrammet oppsummeres styrkene og svakhetene fra internanalysen – svima, samt mulighetene og truslene fra den eksterne analysen – Porter og Pestel. Oppsummeringen er gitt i forhold til Eiendomsspar som selskap, og er et statisk bilde.

Del 1:

VERDSETTELSE, SELSKAP, BRANSJE, MARKED

Del 2:

STRATEGISK ANALYSE

Del 3:

REGNSKAPSANALYSE

Del 4:

PROGNOSE, VERDSETTELSE, ANBEFALING

DEL 3:

REGNSKAPSANALYSE

På samme måte som vi har analysert Eiendomsspar kvalitativt i den strategiske analysen vil vi gjennomføre en kvantitativ og strategisk regnskapsanalyse. Formålet med regnskapsanalysen er å identifisere selskapets underliggende økonomiske forhold, og bestemme kvantitativt hvilke fordeler og ulemper Eiendomsspar har. Dette skal i del 4 kobles sammen med funnene fra strategisk analyse og brukes til prognostisering av fremtidige regnskap.

Regnskapsanalysen vil inneholde flere deler; først vil vi bearbeide de rapporterte regnskapene slik at de blir bedre egnet for analyse. Gjennom bearbeidingen vil vi luke ut unormale hendelser, skille mellom drift og finans og justere for målefeil.

Når bearbeidingen er gjennomført, har vi et godt utgangspunkt for å bergene sentrale nøkkeltall. En rekke av disse nøkkeltallene vil vi bruke til å beregne den underliggende risikoen i både Eiendomsspar og i bransjen for øvrig. Risikoen vil ligge til grunn når vi beregner historiske avkastningskrav.

Målet med regnskapsanalysen er som nevnt å finne de underliggende økonomiske realiteter i Eiendomsspar. Disse analyserer vi ved å se på ulike former for rentabilitet. Avkastningskrav og sammenligning med bransjen bidrar til at vi kan si noe relativt om prestasjonene.

11.0 OMGRUPPERING, NORMALISERING OG JUSTERING

Omgruppering, normalisering og justering av regnskap innebærer operasjoner og rasjonale som tidvis kan være vanskelige å formidle gjennom skrevne ord. Konkrete eksempler og grafiske fremstillinger bidrar i så måte positivt til fremstillingen. Vi velger derfor å utelukke en ren teoretisk knyttet til regnskapsanalysen, men heller forklare teori og begrunnelser mens arbeidet skrider frem. En slik metode samsvarer for øvrig med valgene vi tok innledningsvis. Vi legger følgende avgrensninger og forutsetninger til grunn for vårt videre arbeid.

ANALYSENIVÅ

Eiendomsspar har, som tidligere nevnt, virksomhet direkte og indirekte innenfor to segmenter; henholdsvis kontor- og næringseiendom i Oslo og omegn, og hotelleiendom gjennom Pandox og Norgani. Eiendomsspars konsernstruktur inneholder en lang rekke konsoliderte datterselskaper hvor Eiendomsspars respektive eiendommer er eneste aktiva, såkalte *single purposes entities*. Eiendomsspar har i tillegg 50 % eierandel i flere felleskontrollerte selskaper. Gjennom slike selskaper finner vi de indirekte eierandelene i Pandox og Norgani som i hovedsak utgjør posten.

I både innledende del 1 og i strategisk analyse har vi behandlet Eiendomsspars forretningsområder på samme måte. På bakgrunn av ulike former for eierskap, og derav ulike rapporteringsformer vil vi i de følgende delene gjøre et klart skille mellom segmentene. Eiendomsspars direkte og heleide selskaper utgjør en del av konsernstrukturen, og er dermed inkludert i de konsoliderte årsregnskapene. Pandox og derunder Norgani er som nevnt felleskontrollert, og dermed ikke inkludert i konsolideringen. Deres resultater er derimot inkludert i Eiendomsspars resultater under linjen «resultat fra felleskontrollert virksomhet». På bakgrunn av disse ulikhetene kommer vi til å gjennomføre en tradisjonell regnskapsanalyse av Eiendomsspar som konsern, mens vi holder Pandox resultatandel utenfor. Allikevel vet vi at Eiendomsspar årlig får store resultat-andeler overført fra Pandox. I enkelte av årene i analyseperioden er denne størrelsen større enn det resultatet som leveres i Eiendomsspar isolert. Pandox kan altså ikke utelates av analysen. Vi vil derfor gjøre en mer tradisjonell «corporate finance»-analyse av Pandox. Det betyr at vi i eget kapittel går gjennom selskapets drivere, kobler de mot tidligere analyse av strategi og bransje. Deretter vil vi konstruere et årlig resultat og kontantstrøm for en gitt periode. Vi vil da forutsette at 50 % av resultatet tilfaller Eiendomsspar, i henhold til deres 50 % eierandel.

ANALYSEPERIODEN

Tidshorisonten for analyse kan i stor grad påvirke resultatene man finner. En optimal analyseperiode bør inkludere store hendelser og/eller svingninger, dersom selskapet er utsatt for dette. Samtidig bør analyseperioden inkludere en viss periode med normalitet. Vi trenger begge deler for å kunne analysere hvordan selskapet responderer på ulike situasjoner. Dersom bransjen

er syklisk, bør man sørge for å velge en analyseperiode som inkluderer minst en sykel. Dersom selskapet tidvis gjør store fusjoner eller oppkjøp, bør perioden inneholde tiden før, under og etter oppkjøp.

Eiendomsspar er et veletablert selskap i en moden bransje. Dette taler for en lang tidshorisont. Dog skal det vektlegges at det er en virksomhet som gjør oppkjøp, noe som tyder på at selskapet ikke har nådd "steady state" enda. Dette taler for en kortere tidshorisont ettersom historiske data da ikke vil representere dagens situasjon like godt. Eiendomsspar kjøpte Norgiani Hotels fra Norwegian Property i 2010. Dette er forventet å påvirke regnskapstallene i fremtiden. Vi mener det blir for kort tidshorisont å bare konsentrere seg om perioden etter kjøpet, da vi har for lite tidsseriedata for forholdstallanalysen. I 2005 kjøpte Eiendomsspar Pandox av børsen. Dette kjøpet kan i stor grad sammenlignes med kjøpet av Norgani, da begge transaksjonene innebærer overtakelse av et selskap innenfor hotellnæringen. For oss er det derfor naturlig å ta utgangspunkt i data fra 2006. Vi har da tallmateriale som reflekterer hvordan selskapet klarte å inkorporere dette oppkjøpet i selskapets drift, samt at vi har talldata fra et par "normalår" før finanskrisen slo inn i 2008/2009. Sistnevnte er veldig viktig for at antagelsene som blir lagt til grunn ikke er for mye farget av finanskrisen.

I tillegg skal det nevnes at 2006 var første året hvor børsnoterte selskaper ble pålagt å rapportere etter IFRS-standarden (Schwencke 2006). Derfor er det konsistens mellom måten de komparative selskapene til Eiendomsspar rapporterer og vi slipper å ta høyde for avvik i rapporteringen til de komparative selskapene. Dette forsterker ytterligere det naturlige valget av 2006 som startår for analysen. Analyseperioden blir da syvårsperioden fra 2006 - 2012.

KOMPARATIVE SELSKAPER – BRANSJE

Som beskrevet i del 1 har vi definert fem komparative selskaper som vil brukes til sammenligning; Olav Thon Eiendomsselskap, Entra Eiendom, Norwegian Property, Faberge og Huvfudstaden. Selskapene er mer eller mindre tilsvarende Eiendomsspar, og opererer innenfor eiendomsbransjen. Som et resultat av at denne bransjen ikke er så stor i Norge, samt det faktum at Eiendomsspar indirekte opererer i Skandinavia i tillegg til Norge, gjør at vi har valgt å inkludere liknende selskaper fra Sverige i vårt bransjegjennomsnitt. Vi mener at disse fem selskapene er de som best gir et representativt bilde av bransjen.

Vi vil i den følgende analysen utføre de samme operasjonene på alle selskapene i bransjen, hva angår omgruppering, normalisering og justering. På den måten vil vi kunne finne frem til bransjetall, og dermed ha muligheten til å si noe kvalitativt om det enkelte selskaps prestasjon.

Bransjen vil også brukes til å si noe om trender og utvikling over tid. Legg merke til at Eiendomsspar inngår i bransjen, og er følgelig inkludert i bransjegjennomsnittet.

TRAILING

For å få en så oppdatert og tidsriktig verdsettelse som mulig, bruker man gjerne de rapporterte tall av nyeste dato. Dersom man er i tredje kvartal, har siste årsrapport informasjon som er mer enn 6 måneder gammel, og store endringer kan ha skjedd. Ofte velger man i et likt tilfelle å gjøre en *trailing*. Det betyr at man bruker tilgjengelige kvartalsrapporter for inneværende år, og estimerer de resterende kvartalene ved hjelp av å vekst-justere tilsvarende kvartaler fra fjoråret.

$$Trailing_{2013} = Kvartal2_{2012} + Kvartal3_{2012} + Kvartal4_{2012} + Kvartal1_{2013}$$

Figur 11.1. Trailing. Formelen tar høyde for at man bruker de tilgjengelige kvartalstallene for 2013, og supplerer med fjorårets kvartalstall, i dette tilfellet 2012.

I vårt tilfelle er siste tilgjengelige årsrapport fra 2012, og denne informasjonen er omkring 5 måneder gammel. Det kan derfor argumenteres for at vi burde gjennomføre en trailing for å kunne få nyere datamateriale.

Etter en vurdering av flere faktorer har vi kommet til at vi kun vil bruke Eiendomsspars rapporterte tall, heller enn å gjøre en trailing av 2013. For det første kan trailing tilføre oppgaven støy; kvartalstall er ikke godkjent av revisor og endringer forekommer ofte i årsrapporten. Videre innebærer metoden en vekstberegning, som inkluderer forutsetninger som ikke nødvendigvis holder i praksis. Balanseverdiene i kvartalstallene til Eiendomsspar er til sist ikke rapportert like utfyllende som årsrapportene, og en omarbeiding vil tilføre ny usikkerhet. En samlet vurdering gjør at derfor at vi utelukker trailing. Vi tror imidlertid ikke dette, under forutsetning om uendrete markeder og makroøkonomisk utvikling, vil påvirke analysen eller den endelige verdsettelsen.

11.1 Årsregnskap og balanse Eiendomsspar

For å gi leseren en økt forståelse av omgrupperingene, normaliseringene og justeringene, presenterer vi årsregnskapene og balansene for Eiendomsspar fra 2006-2012. Det vil da bli enklere å orientere seg og følge vår argumentasjon og begrunnelse for de enkelte valg. Eiendomsspar ikke er notert på børs, og derav ikke selskapet pliktig til å rapportere etter de internasjonale regnskapsstandardene IFRS. Ledelsen velger å rapportere etter norsk god regnskapsskikk (NGRS), noe som blant annet innebærer at eiendommene regnskapsførers til historisk kost, fratrukket akkumulerte avskrivninger. Alle regnskap og balanser er hentet fra årsrapportene til Eiendomsspar.

KONSERNREGNSKAP	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Leieinntekter	380,6	417,9	444,2	454,2	476,1	535,2	582,9
Annen driftsinntekt							2,7
Driftskostnader eiendommer og prosjekter	-31,9	-39,4	-50,8	-51,1	-48,3	-45,7	-46,3
Brutto driftsresultat	348,7	378,5	393,4	403,1	427,8	489,5	539,3
Salgsgevinst / (tap)	32,6	13,5	2,2	122,4	0,8	36,8	125,4
Rehabiliteringskostnad	-24,8	-46,2	-62,9	-80,4	-42	-49,1	-77,1
Avskrivning på varige driftsmidler	-32,5	-37,1	-41,9	-45,1	-49,5	-56,6	-61,8
Lønn og annen driftskostnad	-56,9	-49	-58,4	-73,5	-67,1	-71,5	-84,5
Lønninger	-23,1	-25	-30,8	-36,2	-34,5	-39	-45
Arbeidsgiveravgift	-4,5	-4,5	-5,2	-6,2	-5,6	-6,7	-7,7
Pensjonskostnader	-2,7	-3	-6,2	-6,4	-6,2	-7	-9,2
Andre ytelser	-3,9	-4,2	-4,3	-4,7	-4,8	-5,2	-4,9
Tilbakeført på opsjonsordning (inkl. arb.giver.avgift)			0,8	9,1	0	0	0
Avsatt på løpende opsjonsordning (inkl. arb.giver.avgift)	-9,9			10,6	0	0	-5,7
Annen driftskostnader (styrehonorar etc???)	-12,8	-12,3	-12,7	-39,7	-16	-13,6	-12
Driftsresultat	267,1	259,7	232,4	326,5	270	349,1	441,3
Inntekt på investering i felleskontrollert virksomhet	93,7	83,2	104,1	147	312,7	288,7	236,7
Hotelleiendom	76,9	64,6	90,7	115,5	293,7	259,2	246,4
Næringsseiendom, Oslo	15,4	16,6	10,9	27,9	12,6	21,6	-15,9
Næringsseiendom, Øvrige	1,4	2	2,5	3,6	6,4	7,9	6,2
Renteinntekt fra felleskontrollert virksomhet	20,3	22,8	4	0,7	5	7,1	7,9
Annen finansinntekt	17,3	17,3	19,3	5,4	5	6	10,6
Andre renteinntekter	5,1	14,2	18,1	5,1	3,3	4,7	4,9
Andre finansinntekter	1,6	0,5	1,2	0,3	0,4	1,3	5,7
Gevinst ved salg av aksjer	10,6	2,6			1,3		
Annen finanskostnad	-125,7	-166,4	-205	-177	-182,7	-225,5	-260,6
Rentekostnader	-124,8	-164	-201,2	-170,6	-174,8	-215,6	-255,8
Andre finanskostnader	-0,8	-2,4	-3,8	-6,4	-7,6	-9,1	-4,8
Tap/Nedskrivning aksjer	-0,1				-0,3	-0,8	
Ordinært resultat før skattekostnad	272,7	216,6	154,8	302,6	410	425,4	435,9
Skattekostnad på ordinært resultat	-68	-43,1	-8	-63,3	-104,6	-82	-89,7
Betalt skatt (Norge)	-52,2	-26,1	-29,3	-22,8	-29,7	-15,6	-21,7
Utsatt Skatt (Norge)	6,3	-15,4	8	-31	-2,7	-20,4	-5,6
Andel skatt i felleskontrollert virksomhet	-22,1	-1,6	13,3	-9,5	-72,2	-46	-62,4
Årsresultat	204,7	173,5	146,8	239,3	305,4	343,4	346,2

Figur 11.2. Rapportert konsernregnskap for Eiendomsspar 2006-2012

KONSERNBALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	3 367,5	3 905,7	4 196,3	4 380,2	4 559,6	5 808,2	5 681,4
Driftsløsøre, inventar, kontomaskiner og lignende	24,8	25,1	32,2	37,5	54,0	64,2	63,9
Sum varige driftsmidler	3 392,3	3 930,8	4 228,5	4 417,7	4 613,6	5 872,4	5 745,3
Investeringer i felleskontrollert virksomhet	612,4	643,2	1 335,6	1 342,4	1 943,0	2 130,3	2 070,9
<i>Hotelleiendom</i>	490,6	542,3	1 206,8	1 124,7	1 635,9	1 777,1	1 744,2
<i>Næringseiendom Oslo</i>	98,6	77,2	97,5	189,0	197,7	238,4	209,3
<i>Næringseiendom øvrige</i>	23,2	23,7	31,3	28,7	109,4	114,8	117,4
Lån til felleskontrollert virksomhet	549,8	448,1	15,0	27,6	101,6	92,5	231,2
Investeringer i aksjer og andeler	3,4	3,4	3,4	4,5	33,3	70,3	37,0
Andre fordringer	28,9	26,8	27,1	34,2	34,8	63,7	57,3
<i>Utlån til ansatte</i>	11,0	11,9	12,5	12,3	13,5	30,4	21,1
<i>Netto pensjonsmidler</i>	2,5	2,2	3,9	13,7	15,3	15,1	19,5
<i>Forskuddsbetalte kostnader</i>	10,1	7,7	5,4	3,1	0,7	12,9	10,7
<i>Andre utlån</i>	5,3	5,0	5,3	5,1	5,3	5,3	6,0
Sum finansielle anleggsmidler	1 194,5	1 121,5	1 381,1	1 408,7	2 112,7	2 356,8	2 396,4
SUM ANLEGGSMIDLER	4 586,8	5 052,3	5 609,6	5 826,4	6 726,3	8 229,2	8 141,7
Andre fordringer	56,9	74,2	44,0	84,8	35,4	42,1	44,0
<i>Kundefordringer</i>	10,3	13,1	13,3	19,7	17,9	15,3	19,2
<i>Andre fordringer</i>	40,6	54,5	27,0	60,2	13,0	21,7	16,8
<i>Opptjente renter, forskuddsbetalte kostnader</i>	6,0	6,6	3,7	4,9	4,5	5,1	8,0
Bankinnskudd, kontanter og lignende	89,7	142,0	453,8	88,8	60,0	98,0	120,3
SUM OMLØPSMIDLER	146,6	216,2	497,8	173,6	95,4	140,1	164,3
SUM EIENDELER	4 733,4	5 268,5	6 107,4	6 000,0	6 821,7	8 369,3	8 306,0
Aksjekapital	338,7	338,7	338,7	338,7	338,7	344,1	344,1
Egne aksjer	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
Overkursfond	166,6	166,6	166,6	166,6	166,6	288,6	288,6
Sum innskutt egenkapital	504,2	504,2	504,2	504,2	504,2	631,6	631,5
Annen egenkapital	774,8	814,5	1 031,6	1 025,2	1 245,3	1 508,8	1 679,1
Minioritetsinteresser	18,2	27,6	26,5	17,1	16,1	55,9	32,0
Sum annen egenkapital	793,0	842,1	1 058,1	1 042,3	1 261,4	1 564,7	1 711,1
SUM EGENKAPITAL	1 297,2	1 346,3	1 562,3	1 546,5	1 765,6	2 196,3	2 342,6
Utsatt skatt	362,5	408,0	418,5	449,1	457,8	500,8	508,0
Andre avsetninger og forpliktelser	22,6	15,5	130,2	18,5	21,1	35,6	44,2
<i>Pensjonsforpliktelse</i>	2,8	2,7	9,0	18,4	21,0	22,4	27,6
<i>Andre avsetninger</i>	19,8	12,8	121,2	0,1	0,1	13,2	16,6
Obligasjonslån						700,0	700,0
Gjeld til kredittinstitusjoner	2 573,6	3 260,1	3 715,0	3 504,5	3 916,4	4 177,2	4 071,2
SUM LANGSIKTIG GJELD	2 958,7	3 683,6	4 263,7	3 972,1	4 395,3	5 413,6	5 323,4
Utsatt skatt	-18,6	-9,1	-10,7	-2,8	-4,5	-7,0	-10,1
Sertifikatlån	200,0	0,0	0,0	250,0	400,0	500,0	350,0
Gjeld til kredittinstitusjoner	75,0						
Annen kortsiktig gjeld	150,3	156,7	201,1	133,0	154,0	142,4	165,8
<i>Leverandørgjeld</i>	6,6	12,8	35,4	14,9	18,3	13,8	28,3
<i>Skattetrekk, feriepenger m.v</i>	7,7	6,9	12,5	17,2	15,5	13,9	15,9
<i>Betalbar skatt</i>	52,0	28,0	29,3	22,8	29,7	15,6	19,6
<i>Avsetning renter</i>	24,8	40,3	44,2	15,5	20,2	34,3	30,9
<i>Forskudd</i>	6,0	8,5	7,1	10,4	11,2	17,5	13,2
<i>Annen gjeld</i>	53,2	60,2	72,6	52,2	59,1	47,3	57,9
<i>Avsetning til utbytte</i>	70,8	91,0	91,0	101,2	111,3	124,0	134,3
SUM KORTSIKTIG GJELD	477,5	238,6	281,4	481,4	660,8	759,4	640,0
SUM GJELD	3 436,2	3 922,2	4 545,1	4 453,5	5 056,1	6 173,0	5 963,4
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	4 733,4	5 268,5	6 107,4	6 000,0	6 821,7	8 369,3	8 306,0

Figur 11.3. Rapportert konsernbalanse for Eiendomsspar 2006-2012

11.2 Omgruppering og normalisering av regnskapet

Rapporterte regnskapstall etter både NGRS og IFRS er kreditororienterte. Det betyr at eiendeler er gruppert etter likviditeten til eiendelene, mens gjelden er gruppert etter forfallstidspunkt, det vil si etter kortsiktig- og langsiktig gjeld (Knivsflå, BUS 424, Forelesningsnotater 2012). Denne oppstillingen bærer tydelige preg av å fokusere på risiko for finansielle låntagere. Resultatregnskapet fokuserer på om verdiskapningen er større enn kostnaden ved bruk av finansiell gjeld, altså om årsresultatet er positivt. I tillegg vektlegger ofte kreditorer kontantstrømmene til selskapet høyt, da dette gir klare indikasjoner på hvorvidt selskapet er i stand til å betale sine løpende forpliktelser.

Vårt hovedformål er å avgjøre om det er lønnsomt å investere i selskapet for en egenkapitalinvestor. Dette impliserer en mer verdirelevant regnskapsføring med fokus på resultat fremfor kontantstrømmer - periodisering er relevant for å vurdere fremtidig egenkapitalverdi. Vi har derfor et annet behov for informasjon enn en kreditor, og omgrupperer regnskap og balansen slik informasjonen gjenspeiler våre interesser på best mulig måte. Omgrupperingen skal også bidra til å identifisere hvorvidt regnskapsførte poster stammer fra drift eller finans, slik at vi blir bedre i stand til å se hva som faktisk forårsaker den reelle verdiskapning og lønnsomhet (Penman, Financial Statement analysis and security valuation, fifth edition 2013).

Omgrupperingene av regnskapet til Eiendomsspar skjer gjennom fire steg; identifisering og utregning av *dirty surplus*, å skape et skille mellom normale og unormale poster; å skape et skille mellom driftsposter og finansieringsposter og til slutt å fordele skattekostnaden.

STEG 1: UTREGNING AV DIRTY SURPLUS

Et *dirty surplus* oppstår ved at kostnader og inntekter føres direkte mot egenkapitalen. Dette skal i utgangspunktet ikke forekomme. Dirty surplus bryter med kongruensprinsippet om at alle kostnader og inntekter skal resultatføres. Måten vi har funnet dirty surplus på er ved å se på endringen i egenkapitalen, justert for netto utbetalt utbytte. Netto utbetalt utbytte består av utbytte og emisjoner, selskapets transaksjoner i egne aksjer og endringer i egenkapital. Vi skiller mellom driftsrelatert og finansielt dirty surplus. Nedenfor vises formelen for *dirty surplus*:

$$DSP = EK_{UB} - NBU - \text{\AA}RES - EK_{IB}$$

Figur 11.4. Utregning av dirty surplus, hvor DSP er Dirty surplus, EK_{UB} er utgående egenkapital, NBU er netto utbetalt utbytte, $\text{\AA}RES$ er årets resultat etter skatt og EK_{IB} er inngående egenkapital.

STEG 2: NORMALT KONTRA UNORMALT RESULTAT

Skillet mellom normal aktivitet og unormale poster gjøres for to formål. For det første skal regnskapet og balansen skal brukes til å prognostisere fremtiden. Dersom vi skiller ut unormale poster vil vi lettere kunne se de underliggende trendene, og historisk utvikling blir et godt verktøy i utarbeidelsen av prognosene. Unormale poster er poster som opptrer ved enkelttilfeller og som ikke er vanlig for selskapets drift, og som sannsynligvis ikke vil gjenta seg i fremtiden.

For et andre er vi interessert i å måle Eiendomsspars prestasjoner knyttet til driften. Dersom unormale poster blir stående, vil det representere støy i vår kommende rentabilitets og lønnsomhetsanalyse. Vi har valgt å klassifisere følgende regnskapsposter som unormale:

UNORMALE REGNSKAPSPOSTER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Salgsgevinst /(tap)	32,6	13,5	2,2	122,4	0,8	36,8	125,4
Tilbakeført på opsjonsordning (inkl. arb.giver.avgift)	0,0	0,0	0,8	9,1	0,0	0,0	0,0
Avsatt på løpende opsjonsordning (inkl. arb.giver.avgift)	-9,9	0,0	0,0	10,6	0,0	0,0	-5,7
Gevinst ved salg av aksjer	10,6	2,6	0,0	0,0	1,3	0,0	0,0
Tap/Nedskrivning aksjer	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,8	0,0
SUM UNORMALE REGNSKAPSPOSTER	33,2	16,1	3,0	142,1	1,8	36,0	119,7

Figur 11.5. Oversikt over unormale regnskapsposter for Eiendomsspar 2006-2012. Hvor Salgsgevinst/(tap) består av gevinst/(tap) ved salg av eiendommer. Opsjonsordningene inkluderer arbeidsgiveravgift. "Gevinst ved salg av aksjer" inneholder gevinsten fra salg av aksjer hvor Eiendomsspar eier mindre enn 20 %.

Salgsgevinst/(tap) stammer fra gevinster hovedsakelig fra salg av eiendommer. Selv om eiendom etter strategien er klassifisert som drift for selskapet, mener vi at en solgt eiendom er å anse som en diskontinuerlig driftspost. Vi klassifiserer den derfor som en unormal finansinntekt. Eiendommen kommer ikke til å føre til fremtidig driftsresultat for selskapet, og det er heller ikke nærliggende å anta at salget blir beskattet med driftsskattesatsen til Eiendomsspar ved salget. Fritaksmetoden fritar selskaper fra beskatning av aksjeinntekter siden Eiendommene er klassifisert som egne aksjeselskaper (Skatteetaten.no 2013).

Tilbakeført og avsatt på løpende opsjonsordning er unormalt utfra sin forekomst. Hendelsene kan ikke forutsees, og kommer uregelmessig. Det samme gjelder for tap/nedskrivning/salg i tilknytning til aksjer.

STEG 3: DRIFTSPOSTER KONTRA FINANSPOSTER

Etter å ha skilt ut de unormale postene deler vi finansregnskapet inn i drift og finans. Alle driftspostene settes først, og resulterer i driftsresultat i egen virksomhet. Deretter kommer finansposter og resulterer i resultat til sysselsatt kapital. Bakgrunnen for denne inndelingen er å gjøre regnskapet mer anvendelig for analyse. Vi skal senere finne rentabilitet på netto drift, finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Omgruppert regnskap for Eiendomsspar ser slik ut:

OMGRUPPERT KONSERNREGNSKAP	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Leieinntekter	380,6	417,9	444,2	454,2	476,1	535,2	585,6
Driftskostnader eiendommer og prosjekter	-31,9	-39,4	-50,8	-51,1	-48,3	-45,7	-46,3
Lønn og annen driftskostnad	-47,0	-49,0	-59,2	-93,2	-67,1	-71,5	-78,8
Rehabiliteringskostnad	-24,8	-46,2	-62,9	-80,4	-42,0	-49,1	-77,1
Avskrivning på varige driftsmidler	-32,5	-37,1	-41,9	-45,1	-49,5	-56,6	-61,8
Driftsresultat i egen virksomhet	244,4	246,2	229,4	184,4	269,2	312,3	321,6
Driftsrelatert skattekostnad - normalisert	-74,6	-75,1	-70,0	-56,3	-82,2	-95,3	-98,2
Netto driftsresultat i egen virksomhet	169,8	171,1	159,4	128,1	187,0	217,0	223,4
Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	71,6	81,6	117,4	137,5	240,5	242,7	174,3
Netto driftsresultat	241,4	252,7	276,8	265,6	427,5	459,7	397,7
Netto finansinntekter	23,2	32,3	20,0	5,2	7,5	11,3	15,9
Nettoresultat til sysselsatt kapital	264,6	284,9	296,8	270,9	435,0	470,9	413,6
Netto finanskostnad	-90,4	-119,8	-147,6	-127,4	-131,2	-161,3	-187,6
Netto minoritetsresultat	0,0	2,9	2,7	3,5	2,8	3,9	-1,2
Nettoresultat til egenkapital	174,2	162,2	146,5	139,9	301,1	305,7	227,2
Unormalt netto driftsresultat	-6,6	-5,4	-4,3	-9,4	0,0	130,2	9,7
Unormalt netto finansresultat	86,6	-26,1	165,9	-35,7	30,3	79,0	67,5
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	254,2	130,7	308,1	94,8	331,4	514,9	304,5
Netto betalt utbytte	-70,8	-91,0	-91,0	-101,2	-111,3	-124,0	-134,3
Endring i egenkapital	183,4	39,7	217,1	-6,4	220,1	390,9	170,2

Figur 11.6. Oversikt over omgruppert regnskap for Eiendomsspar 2006-2012. Merk at "Driftsrelatert skattekostnad" blir forklart i steg 4 under. "Nettoresultatet fra tilknyttede virksomheter" er beregnet som en etter skatt størrelse. "Unormalt netto driftsresultat" inkluderer postene "Tilbakeføringer av opsjonsordning" og "Kjøp av egne aksjer". For 2011 skyldes størrelsen på det unormale netto driftsresultatet en fusjon som ble kostnadsført direkte til egenkapitalen. "Unormalt netto finansresultatet" består om postene "Omregningsdifferanser", "Salsgevinst/(tap)" og "Gevinster ved salg av aksjer". "Netto betalt utbytte" består av postene "Avsatt utbytte" pluss "Avsatt utbytte til indirekte eide egne aksjer".

Inntekter fra de felleskontrollerte virksomhetene er klassifisert under drift, ettersom eierandelen selskapene driver i tilsvarende bransje og siden eierandelen ligger mellom 20 % - 50 %. De omgrupperte størrelsene er nettostørrelser. Vi klassifiserer minoritetsresultatet som en finansiell post siden minoritetsinteressene i balansen vil omgrupperes til som langsiktig finansiell gjeld.

STEG 4: FORDELING AV SKATTEKOSTNAD

Hva gjelder rapportert skattekostnad skal denne fordeles mellom normal- og unormal skattekostnad. For å simplifisere velger vi å legge ved en utregning av fordelingen av skattekostnaden for 2011:

FORDELING AV SKATTEKOSTNAD	2011	2012
Driftsrelatert skattekostnad - normalisert	-95,3	-98,2
Skatt på unormalt driftsresultat	0,0	1,4
Skatt på finansinntekt	-1,8	-2,6
Skatt på finanskostnad	63,4	73,0
Skatt på unormal finansresultat	-5,0	-17,6
Unormal skattekostnad	-46,0	-62,4
Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	2,8	16,6
Fordelt skattekostnad	-82,0	-89,7
Rapportert skattekostnad	-82,0	-89,7
Differanse	0,0	0,0

Figur 11.7. Fordeling av skattekostnad for Eiendomsspar 2011-2012. Posten "Driftsrelatert skattekostnad - normalisert (ndss)" er forklart i teksten under. For "Skatt på unormalt driftsresultat" er den årlige driftsskattesatsen (dss) anvendt. "Finansinntekter" og "Unormalt finansresultat" er beskattet med 14 %, mens "Finanskostnader" er beskattet med 28%. "Unormal skattekostnad" består i sin helhet av skattekostnaden fra posten "Inntekt på investeringer i felleskontrollert virksomhet". "Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat" er differansen mellom (dss-ndss). Den "Rapporterte skattekostnaden" er den skattekostnaden Eiendomsspar oppgir i sitt konsernregnskap.

Realisasjonsprinsippet går ut på at det kun er de realiserte finansresultatene som blir skattlagt med 28 %, mens de urealiserte finansresultatene først blir skattlagt ved realisasjon. I tillegg er det ikke beskatning på utbytte og aksjegevinster på selskapsnivå. Siden vi ikke har inngående kjennskap til fordelingen av finansresultatet bruker vi en tommelfingerregel om at 50 % er realisert og 50 % er urealisert, slik at gjennomsnittsskatten for finansinntekt blir 14 %. For finanskostnader bruker den norske standard skattesatsen på 28 % skatt.

Den årlige driftsskattesatsen (dss) beregnes ved følgende formel:

$$dss = \frac{NSK - 14 \% * (FI + UFR) + FK * 28 \%}{DR + UDR}$$

Figur 11.8. Utregning av driftsskattesats, hvor NSK er rapportert skattekostnad - unormal skattekostnad, FI er finansinntekter, UFR er unormalt finansresultat, FK er finanskostnader, DR er driftsresultat i egen virksomhet og UDR er unormalt driftsresultat.

Vi bruker deretter median av de ulike årlige driftsskattesatsene for å beregne den normaliserte driftsrelaterte skattekostnaden (ndss). Denne skattesatsen representerer selskapets gjennomsnittlige skattesats for driftsresultatet i egen virksomhet over analyseperioden. Vi velger å bruke median for å glatte ut eventuelle forskjeller i skattekostnaden over tidsperioden slik at resultatene blir mer konsistente. Resultatet vi får ligger tett opp til selskapsskattesatsen på 28 %, noe som virker fornuftig.

Inntektene investeringene i de felleskontrollerte virksomhetene oppgis til brutto størrelser i regnskapet. Vi har trukket fra den spesifiserte skattekostnaden tilknyttet disse investeringene og klassifisert den som unormal skattekostnad og redusert den rapporterte skattekostnaden tilsvarende.

11.3 Omgruppering og normalisering av balansen

Balansen må omgrupperes for å tilfredsstille en investororientert regnskapsanalyse med hovedfokus på selskapets drift. Hovedmålsettingen for omgrupperingen er å ende opp med en balanse som gir en god avbildning av de underliggende økonomiske forholdene i selskapet, og da særlig en balanse som fokuserer på å skille mellom eiendeler og gjeld til henholdsvis drift og finansiering. Det blir dermed samsvar mellom til det omgrupperte regnskapet. Omgrupperingen går gjennom fire steg; avsetning til utbytte inkluderes i egenkapital; å skape et skille mellom drift og finansiering, definere sysselsatt kapital og til sist definere netto driftskapital.

STEG 1: AVSETNING TIL UTBYTTE INKLUDERES I EGENKAPITALEN

Kreditoren anser avsetning til utbytte som en kortsiktig gjeldspost, mens investorer ser på denne posten som en egenkapitalpost ettersom utbytte i praksis er utbetaling av utbytte. Etter NGRS er utbytte avsatt som kortsiktig gjeld, og det er dermed naturlig å flytte denne posten fra kortsiktig gjeld til egenkapital i balansen. For bransjeselskapene slipper vi denne omgrupperingen, ettersom de rapporterer etter IFRS (Knivsflå, BUS 424, Forelesningsnotater 2012). Etter IFRS rapportering står utbytte som egenkapital frem til utbetaling.

EGENKAPITAL	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Aksjekapital	338,7	338,7	338,7	338,7	338,7	338,7	338,7	344,1	344,1
Egne aksjer	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
Overkursfond	166,6	166,6	166,6	166,6	166,6	166,6	166,6	288,6	288,6
Sum innskutt egenkapital	504,2	504,2	504,2	504,2	504,2	504,2	504,2	631,6	631,5
Annen egenkapital	383,2	591,4	774,8	814,5	1031,6	1025,2	1245,3	1508,8	1679,1
Avsetning til utbytte	149,2	55,7	70,8	91	91	101,2	111,3	124	134,3
Sum egenkapital	1036,6	1151,3	1349,8	1409,7	1626,8	1630,6	1860,8	2264,4	2444,9

Figur 11.9. Sum egenkapital. Den kortsiktige gjeldsposten "Avsetning til utbytte" inkluderes i Eiendomsspars egenkapital, 2006-2012

STEG 2: SKILLE MELLOM DRIFT OG FINANSIERING

Et av målene med omgrupperingen av balansen er å gå fra en kreditororientert balanse til en investororientert balanse. Dette gjøres ved at vi flytter fokuset over fra graden av likviditet på eiendelene og inndeling etter tidshorisont for gjelden, til klart å skille drift kontra finansiering. Figuren under viser hvordan dette skjer i praksis.

KREDITORORIENTERT ANALYSE		INVESTORORIENTERT ANALYSE	
	Egenkapital (EK)	Driftsrelaterte eiendeler (DE)	Egenkapital (EK)
	Minoritet (MI)		Minoritet (MI)
Anleggsmidler (AM)	Langsiktig gjeld (LG)	=	Driftsrelatert gjeld (DG)
		Driftsrelaterte anleggsmidler (DAM)	
		+	Driftsrelatert kortsiktig gjeld (DKG)
		Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM)	+
			Driftsrelatert langsiktig gjeld (DLG)
Omløpsmidler (OM)		Finansielle eiendeler (FE)	Finansiell gjeld (FG)
	Kortsiktig gjeld (KG)	=	=
		Finansielle anleggsmidler (FAM)	Finansiell kortsiktig gjeld (FKG)
		+	+
		Finansielle omløpsmidler (FOM)	Finansiell langsiktig gjeld (FLG)

Figur 11.10. Forskjeller mellom en kreditororientert- og investororientert balanse (Kilde: Knivsflå (2012)). Hovedforskjellene i balansene er at den kreditororienterte balansen fokuserer på graden av likviditet i eiendelene og tidshorisonten på gjelden. Den investororienterte balansen fokuserer på et klart skille mellom driftsrelaterte- og finansielle balanseposter.

Driftsrelaterte eiendeler er knyttet opp til selskapets daglige drift, mens de finansielle eiendelene ikke har noe direkte knyttet til drift å gjøre, eksempel rene pengeplasseringer. Driftsrelaterte anleggsmidler DAM består av eiendommene, investeringer i de felleskontrollerte virksomhetene,

pensjonsmidler og forskuddsbetalte kostnader. Kundefordringer, andre kortsiktige fordringer og driftsfremmede kontanter er klassifisert som driftsrelaterte omløpsmidler. De finansielle anleggsmidlene FAM består lån til de felleskontrollerte virksomhetene og ansatte, investeringer i andre aksjer og andeler og andre utlån, mens de finansielle omløpsmidlene består av den antatt forrentende delen av Eiendomsspars overskuddslikviditeten. Vi valgt å konstruere kolonnen overskuddslikviditet selv. Det er ikke spesifisert av Eiendomsspar hvor mye av deres bankinnskudd som er knyttet opp til driften og hvor mye som er overskuddslikviditet. En grei tommelfingerregel er at bankinnskuddet til driften bør utgjøre 10 % av driftsinntektene (Kinserdal 2013). Denne likviditeten antar vi at ikke er rentebærende, den inngår i selskapets arbeidskapital og sørger for at den daglige driften går rundt. Derfor er denne klassifisert som et driftsrelatert omløpsmiddel. Resterende bankinnskudd velger vi å kalle overskuddslikviditet, som følgelig er rentebærende og dermed et finansielt omløpsmiddel.

Når det kommer til gjeld, skiller vi også her mellom driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld. Skillet er mye av det samme som ofte brukes mellom rentebærende og ikke-rentebærende gjeld. Kortsiktig driftsrelatert gjeld omfatter hovedsakelig den daglige driften til selskapet, hvor renten ofte er innkalkulert gjennom for eksempel prisen på varene. Dette gjelder leverandørgjeld, skattetrekk/feriepenge, betalbar skatt og avsetninger til renter (definert som annen kortsiktig gjeld i balansen). I tillegg er utsatt skatt og andre avsetninger og forpliktelser definert som driftsrelatert langsiktig gjeld LDG. Den finansielle gjelden LFG og KFG består av rentebærende gjeld enten i form av banklån eller obligasjonslån/sertifikatlån.

Det er viktig at konsistensen mellom balansen og regnskapet opprettholdes etter en slik omgruppering, slik at der en eiendel/gjeld er klassifisert som drift i balansen må inntektene/kostnadene i regnskapet også klassifiseres som drift. Hvis ikke dette overholdes blir informasjonsgrunnlaget for regnskapsanalysen feilaktig. Under følger en oversikt over en naturlig inndeling av balansen:

OMGRUPPERT KONSERNBALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	3367,5	3905,7	4196,3	4380,2	4559,6	5808,2	5681,4
Driftsløsøre, inventar, kontomaskiner og lignende	24,8	25,1	32,2	37,5	54	64,2	63,9
Investeringer i felleskontrollert virksomhet	612,4	643,2	1335,6	1342,4	1943	2130,3	2070,9
Netto pensjonsmidler	2,5	2,2	3,9	13,7	15,3	15,1	19,5
Forskuddsbetalte kostnader	10,1	7,7	5,4	3,1	0,7	12,9	10,7
SUM DRIFTSRELATERTE ANLEGGSMIDLER (DAM)	4017,3	4583,9	5573,4	5776,9	6572,6	8030,7	7846,4
Andre fordringer	56,9	74,2	44	84,8	35,4	42,1	44
<i>Kundefordringer</i>	10,3	13,1	13,3	19,7	17,9	15,3	19,2
<i>Andre fordringer</i>	40,6	54,5	27	60,2	13	21,7	16,8
<i>Opptjente renter, forskuddsbetalte kostnader</i>	6	6,6	3,7	4,9	4,5	5,1	8
Bankinnskudd, drift	38,1	41,8	44,4	45,4	47,6	53,5	58,3
SUM DRIFTSRELATERTE OMLØPSMIDLER (DOM)	95,0	116,0	88,4	130,2	83,0	95,6	102,3
SUM (DAM) + (DOM)	4112,3	4699,9	5661,8	5907,1	6655,6	8126,3	7948,7
Lån til felleskontrollert virksomhet	549,8	448,1	15	27,6	101,6	92,5	231,2
Investeringer i aksjer og andeler	3,4	3,4	3,4	4,5	33,3	70,3	37
Utlån til ansatte	11	11,9	12,5	12,3	13,5	30,4	21,1
Andre utlån	5,3	5	5,3	5,1	5,3	5,3	6
SUM FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER (FAM)	569,5	468,4	36,2	49,5	153,7	198,5	295,3
Overskuddslikviditet	51,6	100,2	409,4	43,4	12,4	44,5	62,0
SUM FINANSIELLE OMLØPSMIDLER (FOM)	51,6	100,2	409,4	43,4	12,4	44,5	62,0
SUM (FAM) + (FOM)	621,1	568,6	445,6	92,9	166,1	243,0	357,3
SUM EIENDELER	4733,4	5268,5	6107,4	6000,0	6821,7	8369,3	8306,0
Aksjekapital	338,7	338,7	338,7	338,7	338,7	344,1	344,1
Egne aksjer	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
Overkursfond	166,6	166,6	166,6	166,6	166,6	288,6	288,6
Sum innskutt egenkapital	504,2	504,2	504,2	504,2	504,2	631,6	631,5
Annen egenkapital	774,8	814,5	1031,6	1025,2	1245,3	1508,8	1679,1
Avsetning til utbytte	70,8	91	91	101,2	111,3	124	134,3
SUM EGENKAPITAL (EK)	1349,8	1409,7	1626,8	1630,6	1860,8	2264,4	2444,9
MINORITETSINTERESSER	18,2	27,6	26,5	17,1	16,1	55,9	32
Utsatt skatt	306,8	347,9	334,3	381,7	403,8	457,2	470,9
Anleggsmidler	313	352,2	370,8	386,9	409,6	465	480
Avsetning for forpliktelser	-6,2	-4,3	-36,5	-5,2	-5,8	-7,8	-9,1
Andre avsetninger og forpliktelser	22,6	15,5	130,2	18,5	21,1	35,6	44,2
SUM LANGSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD (LDG)	329,4	363,4	464,5	400,2	424,9	492,8	515,1
Utsatt skatt	-18,6	-9,1	-10,7	-2,8	-4,5	-7	-10,1
Kortsiktige fordringer	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2
Kortsiktig gjeld	-12,2	-9	-10,6	-2,6	-4,3	-6,9	-3,9
Underskudd tilfremføring	-6,3	0	0	0	0	0	-6
Annen kortsiktig gjeld	150,3	156,7	201,1	133	154	142,4	165,8
<i>Leverandørgjeld</i>	6,6	12,8	35,4	14,9	18,3	13,8	28,3
<i>Skattetrekk, feriepenger m.v</i>	7,7	6,9	12,5	17,2	15,5	13,9	15,9
<i>Betalbar skatt</i>	52	28	29,3	22,8	29,7	15,6	19,6
<i>Avsetning renter</i>	24,8	40,3	44,2	15,5	20,2	34,3	30,9
<i>Forskudd</i>	6	8,5	7,1	10,4	11,2	17,5	13,2
<i>Annen gjeld</i>	53,2	60,2	72,6	52,2	59,1	47,3	57,9
SUM KORTSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD (KDG)	131,7	147,6	190,4	130,2	149,5	135,4	155,7
SUM (LDG) + (KDG)	461,1	511	654,9	530,4	574,4	628,2	670,8
Obligasjonslån	0	0	0	0	0	700	700
Gjeld til kredittinstitusjoner	2573,6	3260,1	3715	3504,5	3916,4	4177,2	4071,2
Utsatt skatt	55,7	60,1	84,2	67,4	54	43,6	37,1
Gevinst- og tapskonto	55,7	60,1	84,2	67,4	54	43,6	37,1
SUM LANGSIKTIG FINANSIELL GJELD (LFG)	2629,3	3320,2	3799,2	3571,9	3970,4	4920,8	4808,3
Sertifikatlån	200	0	0	250	400	500	350
Gjeld til kredittinstitusjoner	75	0	0	0	0	0	0
SUM KORTSIKTIG FINANSIELL GJELD (KFG)	275	0	0	250	400	500	350
SUM (LFG) + (KFG)	2904,3	3320,2	3799,2	3821,9	4370,4	5420,8	5158,3
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	4733,4	5268,5	6107,4	6000,0	6821,7	8369,3	8306,0

Figur 11.11. Omgruppert balanse for Eiendomsspar 2006-2012

STEG 3: SYSSELSATT KAPITAL

Når vi skaper et skille i balansen etter linjene mellom drift og finans, mister vi noe relevant informasjon. Driftsrelatert gjeld er ikke sysselsatt gjennom finansmarkedene, men er en naturlig del av selskapets drift. Det betyr igjen at totalkapitalen ikke er det riktige målet på investert kapital. Her kommer sysselsatt kapital inn i bildet. Sysselsatt kapital er den innskutte kapitalen fra eiere og finansielle långivere. Den finnes ved å trekke den driftsrelaterte gjelden fra de driftsrelaterte eiendelene, slik at man får netto driftsrelaterte eiendeler. Dermed reduserer vi balansen like mye på både aktiva- og passiva-siden. Driftsrelatert gjeld kan sees på som et resultat av driftssyklusen til selskapet og derfor bli betraktet som en korreksjon til driftseiendelene heller enn gjeld.

Videre velger vi å dele netto driftsrelaterte eiendeler i to. Netto anleggsmidler kan betraktes som netto investering i driftsrelatert infrastruktur, altså driftsrelaterte anleggsmidler fratrukket langsiktig driftsrelatert gjeld. Den andre delen, driftsrelatert arbeidskapital kan anses som en netto investering i driftssyklusen.

SYSSELSATT BALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sum driftsrelaterte anleggsmidler (DAM)	4017,3	4583,9	5573,4	5776,9	6572,6	8030,7	7846,4
Sum langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)	329,4	363,4	464,5	400,2	424,9	492,8	515,1
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (N)	3687,9	4220,5	5108,9	5376,7	6147,7	7537,9	7331,3
Sum driftsrelaterte omløpsmidler (DOM)	94,96	115,99	88,42	130,22	83,01	95,62	102,29
Sum kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)	131,7	147,6	190,4	130,2	149,5	135,4	155,7
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	-36,74	-31,61	-101,98	0,02	-66,49	-39,78	-53,41
Netto driftseiendeler (NDE)	3651,16	4188,89	5006,92	5376,72	6081,21	7498,12	7277,89
Sum finansielle anleggsmidler (FAM)	569,5	468,4	36,2	49,5	153,7	198,5	295,3
Sum finansielle omløpsmidler (FOM)	51,64	100,21	409,38	43,38	12,39	44,48	62,01
Finansielle eiendeler (FE)	621,14	568,61	445,58	92,88	166,09	242,98	357,31
SYSSELSATTE EIENDELER (SSE)	4272,3	4757,5	5452,5	5469,6	6247,3	7741,1	7635,2
Sum egenkapital (EK)	1349,8	1409,7	1626,8	1630,6	1860,8	2264,4	2444,9
Minoritetsinteresser (MI)	18,2	27,6	26,5	17,1	16,1	55,9	32
Sum langsiktig finansiell gjeld (LFG)	2629,3	3320,2	3799,2	3571,9	3970,4	4920,8	4808,3
Sum kortsiktig finansiell gjeld (KFG)	275	0	0	250	400	500	350
Finansiell gjeld (FG)	2904,3	3320,2	3799,2	3821,9	4370,4	5420,8	5158,3
SYSSELSATT KAPITAL (SSK)	4272,3	4757,5	5452,5	5469,6	6247,3	7741,1	7635,2

Figur 11.12. Omgruppert sysselsatt balanse for Eiendomsspar 2006-2012

STEG 4: NETTO DRIFTSKAPITAL

I det siste steget i omgrupperingen trekker vi fra finansielle eiendeler på både aktiva- og passiva-siden. På passiva-siden får vi netto finansiell gjeld NFG, altså finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. Dette er den størrelsen som er absolutt nødvendig for å opprettholde selskapets drift. Finansielle eiendeler er likvider som raskt kan benyttes til å betale ned finansiell gjeld dersom det

trengs. Vi sitter nå igjen med netto driftseiendeler NDE og netto driftskapital NDK. Sistnevnte er et godt mål på den investerte kapitalen i selskapets drift.

NETTO KONSERNBALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	3687,9	4220,5	5108,9	5376,7	6147,7	7537,9	7331,3
Driftsrelatert arbeidskapital (DAM)	-36,74	-31,61	-101,98	0,02	-66,49	-39,78	-53,41
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)	3651,2	4188,9	5006,9	5376,7	6081,2	7498,1	7277,9
Sum egenkapital (EK)	1349,8	1409,7	1626,8	1630,6	1860,8	2264,4	2444,9
Finansiell gjeld (FG)	2904,3	3320,2	3799,2	3821,9	4370,4	5420,8	5158,3
Minoritetsinteresser (MI)	18,2	27,6	26,5	17,1	16,1	55,9	32
Finansielle eiendeler (FE)	621,14	568,61	445,58	92,88	166,09	242,98	357,31
Netto finansiell gjeld (NFG)	2301,4	2779,2	3380,1	3746,1	4220,4	5233,7	4833
NETTO DRIFTSKAPITAL (NDK)	3651,2	4188,9	5006,9	5376,7	6081,2	7498,1	7277,9

Figur 11.13. Omgruppert netto balanse for Eiendomsspar 2006-2012. Merk at "Minoritetsinteresser (MI)" inngår som en del av den finansielle gjelden. Formelen for "Netto finansiell gjeld (NFG)" blir: "Finansiell gjeld (FG)" + "Minoritetsinteresser (MI)" - "Finansielle eiendeler (FE)".

11.4 Justering av målefeil

Det omgrupperte regnskapet og konsernbalansen gir et bedre utgangspunkt for videre analyse av de underliggende økonomiske forhold. Utfordringen er imidlertid at regnskapene følger lovfestede rapporteringsprinsipper som kan føre til at bildet inneholder en del målestøy. Regnskapsreglene legger opp til bruk av skjønn og vurdering for eksempel i forhold til aktivering av kostnader og avskrivninger, noe som ikke nødvendigvis gir et konsistent og rettviseende bilde. Knivsflå (2012) definerer tre grunnleggende former for målefeil.

Målefeil som følge av:

1. Avvik mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi.
2. Feilperiodisering av historisk kost eller feilmåling av virkelig verdi etter GRS
3. Kreativ regnskapsføring.

For å kompensere for målefeil kan man velge å justere omgrupperte balanser og regnskap for å få et enda bedre og riktigere utgangspunkt for videre analyse.

For å kunne komme frem til et regnskap og balanse og en balanse som reflekterer selskapet bedre enn tallene selskapet selv presenterer, bør vi ha særdeles god bransje kunnskap, kjenne selskapet inngående og ikke minst ha tilgang til avskrivningsplaner, levetid på anleggsmidler, avkastningskrav, spesielle skattesatser og lignende.

Målefeil kan medføre store problemer siden selskapets lønnsomhet tilsløres, og enkelte justeringer bør gjennomføres for å forhindre dette. Allikevel må man være klar over at justeringer fra eksterne analytikere kan tilføre støy. Penman (2013) mener støyen fra justeringer overgår

nytt de eventuelt tilfører (Penman, Financial Statement analysis and security valuation, fifth edition 2013).

AKTUELL JUSTERING

Vi har identifisert en grunnleggende og relativt stor målefeil som må justeres for å kunne bruke regnskapsanalysen til å avdekke underliggende rentabilitet og lønnsomhet.

Eiendomsspar og de komparative selskapene rapporterer verdien av eiendommene ulikt. Foretak kan velge mellom virkelig verdi eller historisk kost når de rapporterer investeringseiendom (Finanstilsynet 2010).

Eiendomsspar rapporterer investeringseiendommene etter historisk kost, mens de komparative selskapene rapporterer etter virkelig verdi. Virkelig verdi defineres som den verdien man kan oppnå dersom eiendommen omsettes mellom velinformerte, frivillige parter på en armlengdes avstand. Forskjellene i eiendomsverdien ved de to ulike metodene er til tider stor. Dette gir oss igjen et feil grunnlag for å sammenlikne Eiendomsspar med konkurrentene.

IAS 40.30 foreskriver at selskaper som rapporterer etter virkelig verdi skal innrapportere verdiendringer i porteføljen som gevinst eller tap (Finanstilsynet 2010). Selskapet som rapporterer etter historisk kost-metoden skal ikke resultatføre verdiendringer.

Vi presiserte tidligere at vi ønsker å skape et klart skille mellom drift og finans. Eiendommene er klassifisert som driftsrelatert anleggsmiddel, slik at inntektene fra eiendommene klassifiseres som driftsinntekter. Resultatposten som skyldes verdiendringer kan ikke klassifiseres som drift, men som finans. På bakgrunn av dette vil vi justere alle eiendommer som er oppført til virkelig verdi til historisk kost, og klassifisere verdiendringene som unormal finansinntekt.

Selskapene som rapporterer til virkelig verdi, er ikke pliktige å oppgi eiendelenes historiske kost. Dette er derfor vanskelig å finne historisk kost for de ulike eiendommene og porteføljene samlet.

Vi velger å bruke 2006 som et referanseår, og eiendommenes virkelige verdi 2006 blir *historisk kost 2006*. Vi konstruerer dermed alle selskapenes balanse, og verdien til eiendommene blir tilsvarende som om alle selskapene skulle ha kjøpt sine porteføljer den 1. januar 2006. For hvert av de påfølgende årene, legger vi til årets tilgang av nye eiendommer og trekker fra avgangen av solgte eiendommer. Opptjent egenkapital brukes som motpost til eiendommene i balansen. Verdiendringene på eiendommene blir justert ut i regnskapet.

Ved hjelp av disse justeringene vil regnskap- og balansetall for Eiendomsspar og bransjen sammenlignes på likt grunnlag. Vi måler nå kun den verdiskapning som skjer i analyseperioden, og skiller ut alle historiske prestasjoner.

RESULTAT JUSTERING EIENDOMSSPAR

Tabellene nedenfor viser eksplisitt justeringen for Eiendomsspar. Siden Eiendomsspar ikke oppgir eller resultatfører verdiendringer av eiendommene blir utgangspunktet at vi justerer verdien av eiendommene ved inngangen av 2006 til virkelig verdi. Deretter legger vi til innregner vi alle tilfeller av kjøp og salg, samt avskrivninger.

INVESTERINGSEIENDOMMER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Investeringsseiendommer prejustert	5 176	5 641	6 177	6 459	6 642	6 837	8 094
Årets tilgang	533	650	450	236	246	1 513	75
Årets avgang	-36	-78	-125	-8	-1	-200	-149
Akkumulerte avskrivninger	-33	-37	-42	-45	-50	-57	-62
Investeringsseiendommer, justert	5 641	6 177	6 459	6 642	6 837	8 094	7 959

Figur 11.14. Justering av netto verdiendring på eiendommer for Eiendomsspar 2006-2012. Merk at posten Investeringsseiendommer, prejustert i 2006 er oppjustert til virkelig verdi av investeringsseiendommene for 2006. Deretter legges kjøp av eiendommer til som årets tilgang, før salg av eiendommer trekkes fra som årets avgang. Dette gir oss posten Investeringsseiendommer, justert som da viser den historiske kosten av eiendommer, målt i 2006 verdi av investeringsseiendommene. Posten Verdijusteringen er da lik Investeringsseiendommer, justert minus Investeringsseiendommer, prejustert

Tabellen under viser hvordan disse justeringene påvirker netto driftseiendeler og netto driftskapital for Eiendomsspar.

JUSTERINGER - NDK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Netto driftseiendeler, prejustert	3 651	4 189	5 007	5 377	6 081	7 498	7 278
Justering, driftseiendeler	2 249	2 246	2 231	2 224	2 224	2 222	2 214
Netto driftseiendeler, justert	5 900	6 435	7 238	7 601	8 305	9 720	9 492
Egenkapital, prejustert	1 350	1 410	1 627	1 631	1 861	2 264	2 445
Justering, opptjent egenkapital	2 249	2 246	2 231	2 224	2 224	2 222	2 214
Egenkapital, justert	3 599	3 655	3 858	3 855	4 084	4 486	4 659
Netto finansiell gjeld	2 301	2 779	3 380	3 746	4 220	5 234	4 833
Netto driftskapital, justert	5 900	6 435	7 238	7 601	8 305	9 720	9 492

Figur 11.15. Justering av netto verdiendring på eiendommer for Eiendomsspar 2006-2012. "Justering driftseiendeler" inkluderer kun verdijusteringen av investeringsseiendommene. Tilsvarende verdijustering blir gjort for posten "Justering, opptjent egenkapital". Denne posten fungerer som en motpost i balansen, slik at den balanserer. Justeringen påvirker ikke finansiell gjeld.

RESULTAT JUSTERING BRANSJE – OLAV THON EIEDOMSSKAP

Tabellen viser vi hvordan justeringen gir utslag i verdien på investeringsseiendommene til Olav Thon Eiendomsselskap. Vi har brukt selskapets rapporterte virkelige verdi som utgangspunkt for den pre-justerte verdien. Deretter er det justert for den akkumulerte verdiendringen på eiendommene. Denne metoden gjør at vi får tatt høyde for årets tilgang og avgang av eiendom hvert år, uten at verdiendringene påvirker den balanseførte verdien av eiendommene.

INVESTERINGSEIENDOMMER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Investeringseiendom prejustert	17 266	22 879	22 684	24 389	27 004	28 304	30 490
Justering av netto verdiendring	-856	-2 089	628	145	-1 027	-555	-903
Akkumulert netto verdiendring	-856	-2 945	-2 317	-2 172	-3 199	-3 754	-4 657
Investeringseiendom justert	16 410	19 934	20 367	22 217	23 805	24 550	25 833

Figur 11.16. Justering av netto verdiendring på eiendommer for Olav Thon Eiendom 2006-2012. "Investeringseiendom prejustert" er målt til virkelig verdi av investeringseiendommene. "Justering av netto verdiendring" er årets netto verdiendring i investeringseiendommene. For hvert år trekkes "Akkumulert netto verdiendring" fra "Investeringseiendom prejustert" for å finne "Investeringseiendom justert". Sistnevnte post representerer da historisk kost verdien av investeringseiendommene, forutsatt at virkelig verdi 2006 = historisk kost 2006.

Vi ser av resultatet fra justeringen at Olav Thon Eiendom sine bokførte eiendommer blir nedjustert totalt sett. Dette er hovedsakelig fordi selskapet har rapportert positive verdistigninger alle årene, med unntak av finanskrisearene 2008/2009. I tabellen under ser vi hvordan justeringen implementeres i netto driftseiendeler og netto driftskapitalen til selskapet.

JUSTERINGER - NDK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Netto driftseiendeler, pre justert	16 314	20 916	22 031	22 328	24 754	25 704	27 684
Justering, driftseiendeler	856	2 945	2 317	2 172	3 199	3 754	4 657
Netto driftseiendeler, justert	15 459	17 971	19 714	20 157	21 554	21 950	23 026
Egenkapital, prejustert	6 907	9 083	8 208	8 320	9 655	10 208	11 552
Justering, opptjent egenkapital	856	2 945	2 317	2 172	3 199	3 754	4 657
Egenkapital, justert	6 052	6 138	5 891	6 148	6 456	6 454	6 895
Netto finansiell gjeld	9 407	11 833	13 823	14 008	15 099	15 496	16 132
Netto driftskapital, justert	15 459	17 971	19 714	20 157	21 554	21 950	23 026

Figur 11.17. Justering av netto driftskapital for Olav Thon Eiendom 2006-2012. . "Justering driftseiendeler" representerer den akkumulerte verdjusteringen av investeringseiendommene. Tilsvarende verdjustering blir gjort for posten "Justering, opptjent egenkapital". Denne posten fungerer som en motpost i balansen, slik at den balanserer. Justeringen påvirker ikke finansiell gjeld.

Olav Thon Eiendom er illustrert som et eksempel for de komparative selskapene. Siden alle disse rapporterer på samme måte som Olav Thon Eiendom, er justeringene like for dem.

KOMMENTARER TIL JUSTERINGEN

Justeringen vi har gjennomfører medfører til dels store endringer i selskapenes balanse, og disse endringene vil ligge til grunn for vår senere analyse. For Eiendomsspar justerer vi opp balansen med over 2 milliarder, altså øker verdien med mer enn 50 %. Det vil naturligvis påvirke rentabilitetstallene vi skal beregne senere. Endringene for bransjen blir naturligvis noe mindre; de rapporterer til virkelig verdi, og får kun redusert sine balanser tilsvarende akkumulert verdiøkning siden 2006. Imidlertid vil dette føre til mindre eiendeler og derav økt rentabilitet når dette beregnes.

Justeringen og effektene av den vil dermed være premissleverandør for mange av de kommende betraktningene og vurderingene. Vi erkjenner at vår valgt løsning innebærer svakheter, men finner på samme tid ingen alternative justeringer som ivaretar justeringens og regnskapsanalysen formål. Dersom vi skal finne reelle størrelser på selskapet verdiskapning, og gjennomføre en reel sammenligning må justeringen ta formen som er beskrevet ovenfor.

11.5 Komparativ bransje

For bransje har vi fulgt det samme oppsettet som ovenfor hva gjelder omgrupperingen av regnskapet og balansen. Samtlige av de komparative selskapene rapporterer etter IFRS og dette krever noen andre omgrupperinger enn for NGRS rapportering. Hovedforskjellen mellom de to regnskapsprinsippene i vår sammenheng er at man etter IFRS resultatfører verdiendringer for eiendommer og finansielle instrumenter. Det kan diskuteres hvorvidt en verdistigning er en normal forekomst, men vi har valgt å klassifisere disse verdiendringene som unormale finansinntekter. Bakgrunnen er at det er umulig å spå verdiendringene fra år til år da disse verdiendringene er avhengig av for mange ulike variabler. En klassifisering av verdiendringene som unormal finansinntekt vil i tillegg tydeliggjøre resultater som fremkommer direkte av selskapets drift. Etter justeringen gjort i kapittelet ovenfor, er verdiendringene eliminert fra de omgrupperte resultatregnskapene for å få konsistens mellom det omgrupperte regnskapet og den omgrupperte balansen. Normalt sett vil en verdiendring gi utslag i utsatt skatt i balansen. Å justere for dette vil være en såpass vanskelig og tidskrevende oppgave at vi velger å se bort i fra dette for de komparative selskapene. Vi tror at effekten av en eventuell justering av utsatt skatt vil være marginal og derfor ikke farge den videre analysen. For de selskapene som har spesifisert resultat fra diskontinuerlig drift har vi valgt å klassifisere dette som unormale finansinntekter, da drift som er avvirket ikke vil gi inntjening i fremtiden.

12.0 ANALYSE AV RISIKO

Regnskapsanalysen gir oss muligheten til å vurdere mange av de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. I vurderingen av selskapers finansielle prestasjoner er det vanligvis to faktorer som er interessante; avkastning og risiko. Avkastning og risiko henger vanligvis sammen, all den tid avkastning er betaling for risiko. Stor eksponering mot risiko er forventet å gi stor avkastning. Det er logikken som fører til at prosjekter og selskaper med ulik risiko kan ha samme evne til å tiltrekke seg finansiering. Vår risikoanalyse fokuserer på selskapets evne til å overholde sine forpliktelser til kreditorer. Vi vet fra før at investorer først får sin avkastning etter at långiverne har betalt. Anerkjente selskaper som Moodys, Standard & Poor med flere har utarbeidet metoder for å kredittvurdere aktører i næringslivet. Vår risikoanalyse vil lede frem til en slik *syntetisk rating*, og vil senere være utgangspunkt for å bestemme innlånskostnader og implisitt avkastningskrav.

12.1 Likviditetsanalyse

Likviditeten sier noe om selskapets evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller, og sier dermed noe om den kortsiktige risikoen knyttet til selskapet. Selskaper har både langsiktige og kortsiktige forpliktelser, og disse påvirker selskapet forskjellig. I økonomifaget brukes det derfor ulike typer av likviditetsgrader. I vårt tilfelle bruker vi to ulike mål knyttet til likviditet; en klassisk likviditetsgrad 1 og en allmenn rentedekningsgrad.

LIKVIDITETSGRAD 1 definerer forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Omløpsmidlene er de mest likvide eiendelene i selskaper, og altså de som vil belastes forfallende fordringer. Likviditetsgraden kan splittes i to deler; de likvide midlene knyttet til drift, og de likvide midlene knyttet til finansiering. Dersom vi utelukkende vurderer de finansielle omløpsmidlene, vurderer vi i realiteten det som kalles likviditetsgrad 2. Dette er de absolutt mest likvide midler – som kontanter. Dersom vi vektet både finans og drift, finner vi den reelle likviditetsgraden for selskapet. Formelen nedenfor hvordan vi finner likviditetsgraden i selskapet.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{DOM}{KDG} * \frac{KDG}{KDG + KFG} + \frac{FOM}{KFG} * \frac{KFG}{KDG + KFG}$$

Figur 12.1. Likviditetsgrad 1 – angir selskapets evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser. Formelen ovenfor skiller mellom driftsrelaterte og finansielle omløpsmidler. DOM/KDG tilsvarer driftsrelaterte omløpsmidler fordelt på kortsiktig, driftsrelatert gjeld. Dette er vektet mot andelen kortsiktig, driftsrelatert gjeld fordelt over den totale, kortsiktige gjelden. FOM/KFG svarer til finansielle omløpsmidler fordelt på kortsiktig finansiell gjeld. Dette er vektet mot den finansielle andelen av kortsiktig gjeld.

Eiendomsspar og eiendomsbransjen for øvrig har begrenset med likvide midler. Vi forstår med utgangspunkt i bransjeredegjørelsen i del 1 at eiendommene er lite likvide og langsiktig finansiert. Eiendomsbransjen har tilpasset seg for å øke sin kapasitet og fleksibilitet når det gjelder likviditet. Eiendomsspar og resten av selskapene som utgjør bransjen, har avtale om relativt store trekkfasiliteter gjennom låneavtaler med banker, og er på den måten langt mer likvide enn balanseførte tall gir inntrykk av. Når vi skal evaluere likviditeten velger vi derfor å inkludere disse trekkfasilitetene, for å gi et mest mulig rettmessig inntrykk av selskaperens likviditet.

LIKVIDITETSGRAD 1	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Eiendomsspar	2,25	3,84	9,44	4,66	2,31	2,62	3,34	4,07
Eiendomsbransjen	3,02	2,21	3,88	2,15	2,06	1,48	1,72	2,36

Figur 12.2. Likviditetsgrad 1 for Eiendomsspar og eiendomsbransjen, 2006-2012

En tommelfingerregel sier at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2. Som det fremkommer av figuren, har Eiendomsspar krav som overgår dette kravet både godt og vel. Eiendomsbransjen som helhet har derimot lavere likviditetsgrad enn Eiendomsspar. I noen år ligger likviditetsgraden også under 2. Dette kommer av at enkeltsselskaper drar tallene noe ned. Norwegian Property har enkelte år ganske lav likviditetsgrad. Vi vet fra før at selskapet har vært høyt giret, og at de har gjennomført betydelige endringer både av strategi og portefølje de siste årene.

Likviditetsgrader er en klassisk fremgangsmåte for å beregne selskapers evne til å overholde sine forpliktelser. Det er en enkel og intuitiv metode, som gir et raskt overblikk. Vi skal allikevel være klar over fremgangsmåtens svakheter. I vår beregning av likviditetsgrad, måtte vi inkludere en kontantreserve tilgjengelig for Eiendomsspar for å finne Eiendomsspars reelle evne til å overholde sine forpliktelser. På samme måte kan andre forhold unngå å bli fanget opp, og dermed gi kreditorer misvisende beslutningsgrunnlag. Et konkret eksempel er kundefordringer, som vil bidra til økt utslag på likviditetsgrad 1, men som ikke nødvendigvis bidrar til reell økt likviditet.

12.2 Egenkapitalrentabilitet

Rentedekningsgraden gir oss sammenhengen mellom nettoresultatet før netto finanskostnad og rentekostnaden. Forholdstallet forteller oss om selskapets evne til å betale for kostnadene knyttet til gjeld. Dersom forholdstallet er lik 1, vil selskapet med en minst mulig margin ha mulighet til å betale sine finansieringskostnader. Vi har tidligere nevnt hvordan eiendomsbransjen er kapitalintensiv, og tidvis har høye innslag av fremmedkapital. Det betyr at selskapene gjerne har relativt store kostnader knyttet til finansiering. Selskaperens rentedekningsgrad er dermed et svært viktig tall både for kreditorer og investorer. Rentedekningsgraden bør innenfor rimelighetens grenser være så stor som mulig.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Netto Driftsresultat} + \text{Finans Inntekter}}{\text{Netto Finans Kostnad}}$$

Figur 12.3. Rentedeckningsgrad. Rentedeckningsgraden beskriver selskapets evne til å betale for kostnader til gjeldsfinansiering. Rentedeckningsgraden må minst være lik 1 for at selskapet skal ha mulighet til å overholde sine forpliktelser, og helst bør selskapet ha en betydelig margin over dette minimumskravet.

RENTEDEKNINGSGRAD	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Eiendomsspar	2,93	2,35	1,99	2,10	3,30	2,89	2,21	2,54
Eiendomsbransjen	2,81	2,75	2,31	2,98	3,36	2,98	3,01	2,89

Figur 12.4. Rentedeckningsgrad for Eiendomsspar og eiendomsbransjen, 2006-2012

Tabellen viser at bransjen generelt har god rentedeckningsgrad. Igjen ser vi at Norwegian Property presterer noe svakere enn bransjegenomsnittet.

12.3 Soliditetsanalyse

Likviditetsanalyse og rentedeckningsgrad angir kortsiktige forhold. Soliditetsanalyse har et mer langsiktig perspektiv. Soliditet beskriver et selskaps evne til å tåle tap over tid eller større enkeltstående tap. Soliditet i vårt tilfelle måler vi ved å finne egenkapitalandelen av selskapets total kapital. Dersom denne er lav, vil tap i løpet av kort tid medføre at egenkapitalen er tapt, og at selskapet driver videre for kreditors regning. En høyere egenkapitalandel tilsier at selskapet er mer robust for dårlige år og ulike typer av sjokk.

Det finnes ingen absolutte krav til hva egenkapitalandelen bør være; det er svært avhengig av bransje og bransjens særegenheter. For eiendomsbransjen, som har lange kontantstrømmer og muligheten for langsiktig finansiering kan normalen ligge lavere enn for bransjer med større omsetning. Samtidig må selskapet ha muligheten til å bære betydelige papirtap uten å komme i brudd med låne- og finansieringsbetingelser.

$$\text{egenkapitalprosent} = \frac{\text{egenkapital}}{\text{Total kapital}}$$

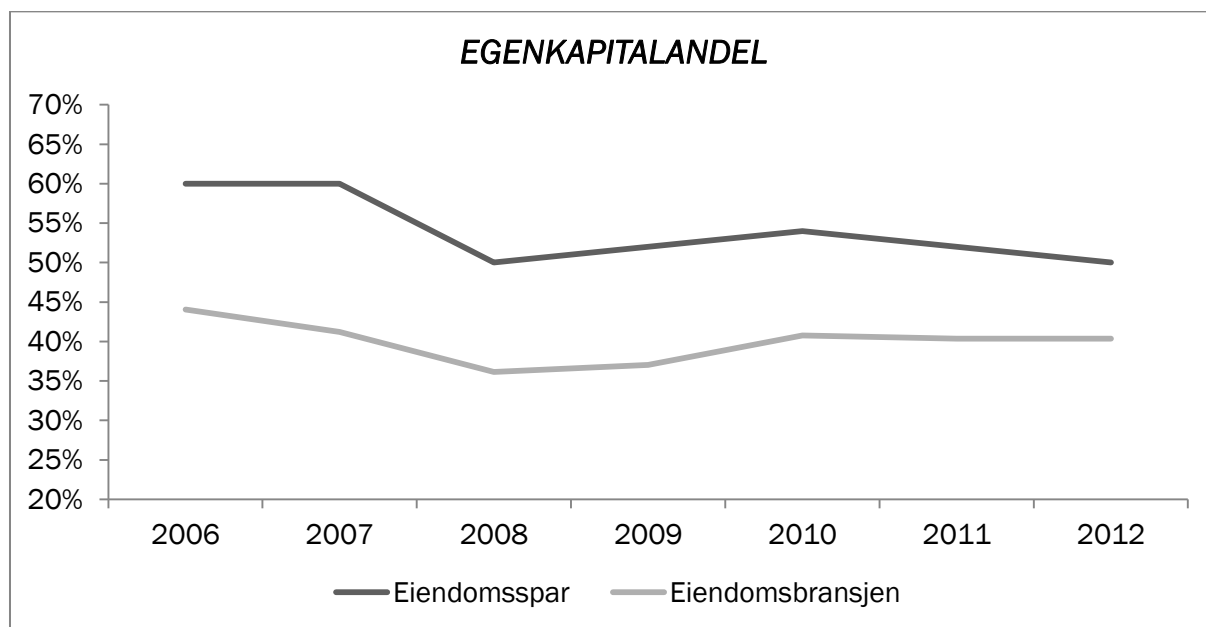
Figur 12.5. Egenkapitalprosent angir hvor mye av selskapet som er finansiert gjennom egenkapitalinvestorer, og brukes for å vurdere selskapets soliditet. Selskapets gjeldsandel kan finnes residualt.

Som tidligere nevnt støter vi på enkelte utfordringer når vi skal beregne nøkkeltall med utgangspunkt i balansen. Måleproblemer og definisjoner kan tilføre nøkkeltallet støy, og gi brukeren feilaktig inntrykk. I regnskapsanalysen har vi forsøkt å finne Eiendomsspars og den øvrige bransjens historiske kostverdi knyttet til eiendelene. Denne verdien er naturligvis langt

lavere enn virkelig verdi, og ikke representativ for hva selskapet kunne realisert i dagens marked. I analysen av soliditet må vi derfor legge til grunn hvordan analysen skal brukes, og velge tallmaterialet og definisjoner som gir best mulig beslutningsstøtte til formålet.

Analysen har til hensikt å avdekke selskapenes langsiktige evne til å tåle tap. Bruk av historiske tall vil gi en lavere egenkapitalprosent enn det som er reelt, og kan medføre tilpasninger som ikke optimerer selskapets drift. På samme tid kan virkelig verdier til tider være urealistisk vurdert, og dermed gi inntrykk av at soliditeten er bedre enn den underliggende. Vi har tidligere argumentert for eiendomsbransjens modenhet, og også påpekt den relativt faste tilbudskurven på eiendom på kort sikt. De virkelige verdiene er beregnet av profesjonelle tredjeparter. I sum taler dette for at virkelige verdier er et godt og representativt tall, og dessuten det tallet som gir best og mest informasjon til kreditorer og investorer. Vi velger derfor å bruke egenkapitalandel basert på virkelige verdi.

Vi ser av figuren under at Eiendomsspar sin egenkapitalandel ligger en del høyere enn bransjesnittet. Dette betyr at Eiendomsspar kan tåle større tap enn bransjen og fortsatt overleve. Vi ser særlig at egenkapitalandel ble redusert en del i finanskrisen i 2008. Eiendomsspar har heller ikke noe uttalt mål om hva de anser som en optimal kapitalstruktur, men vi ser av grafen under at egenkapitalandelen konvergerer mot bransjesnittet, noe som er et typisk tegn på modne bransjer.



Figur 12.6. Egenkapitalandel i Eiendomsspar og eiendomsbransjen 2006-2012

12.4 Syntetisk rating

Selskapets risiko påvirker som tidligere nevnt selskapets evne til å tiltrekke seg investorer og kreditorer. Har selskapet høy risiko, vil investorer og kreditorer kreve høy avkastning for å låne

selskapet penger eller skyte inn egenkapital. Vurderingen av risiko oppsummeres vanligvis med en rating, levert av profesjonelle ratingbyråer som Standard & Poor, Moody's med flere. I det følgende vil vi benytte oss av deres anerkjente ratingklasser når vi konstruerer Eiendomsspars syntetiske rating. Ratingen vil senere brukes til å bestemme kredittrisikopremier og videre det historiske og fremtidige avkastningskravet til Eiendomsspars investorer.

KREDITTRISIKOPREMIE er premien man må betale for risikoen knyttet til finansiering. I oppbygningen av kravet til avkastning, er utgangspunktet alltid risikofri rente. Kredittrisikopremien er et påslag til risikofri rente og er betalingen for overskytende risiko for lån. Risikopremien er naturligvis avhengig av selskapets likviditet, soliditet, rentabilitet og øvrige forhold som oppsummeres gjennom syntetisk rating.

$$\text{Kredittrisikopremie} = \text{Lånerente} - \text{risikofri rente}$$

Figur 12.7. Kredittrisikopremie. Kredittrisikopremie er påslaget på risikofri rente, og sørger for at kreditor får betalt for den underliggende risikoen knyttet til utlånet. Formelen kan skrives om til lånerente = risikofri rente + kredittrisikopremie. De inkluderte postene er etter-skatt poster

NETTO DRIFTSRENTABILITET beskriver driften i selskapet sin evne til å generere overskudd og verdi. Foruten inndata presentert tidligere, vil selskapets netto driftsrentabilitet påvirke selskapets økonomiske stilling, og derigjennom rating. Netto driftsrentabilitet vil presenteres i full bredde under analyse av rentabilitet og lønnsomhet. I utarbeidelsen av syntetisk rating vil vi bare gjengi resultatene kort.

$$\text{netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + \left(\frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2} \right)}$$

Figur 12.8. Netto driftsrentabilitet (ndr) angir driftens evne til å skape verdier. NDR tilsvarer netto driftsresultat i periode t, mens NDE er selskapets netto driftseiendeler. Netto driftsrentabilitet finner vi gjennom å dele resultatstørrelsen på gjennomsnittet av årets driftseiendeler. Sistnevnte stammer fra at vi forutsetter at kontantstrømmene skjer jevnt over året.

Dersom vi samler alle relevante nøkkeltall Eiendomsspar for perioden fra 2006 til 2012, får vi følgende tabell for videre bruk i rating.

NØKKELTALL	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Likviditetsgrad 1	2,25	3,84	9,44	4,66	2,31	2,62	3,34	4,07
Rentedekningsgrad	2,93	2,35	1,99	2,10	3,30	2,89	2,21	2,54
Egenkapitalandel	60 %	60 %	50 %	52 %	54 %	52 %	50 %	54 %
Netto driftsrentabilitet	5,47 %	4,18 %	4,13 %	3,65 %	5,52 %	5,23 %	4,23 %	4,63 %

Figur 12.9. Oppsummering nøkkeltall for Eiendomsspar 2006-2012. Tallene brukes for å finne selskapets syntetiske rating og tilhørende kredittrisikopremie.

Videre får vi følgende nøkkeltaloppsummering for eiendomsbransjen i perioden 2006-2012:

NØKKELTALL	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt
Likviditetsgrad 1	3,02	2,21	3,88	2,15	2,06	1,48	1,72	2,36
Rentedekningsgrad	2,81	2,75	2,31	2,98	3,36	2,98	3,01	2,89
Egenkaptialandel	44 %	41 %	36 %	37 %	41 %	40 %	40 %	40 %
Netto driftsrentabilitet	-	4,41 %	4,33 %	4,26 %	4,58 %	4,58 %	4,53 %	4,45 %

Figur 12.10. Oppsummering nøkkeltall for eiendomsbransjen 2006-2012. Tallene brukes for å finne selskapets syntetiske rating og tilhørende kredittrisikopremie.

Som tidligere nevnt har noen aktører spesialisert seg på å lage kredittrateringer for bruk av banker, investorer og kreditorer. Ratingene bygger på samme utgangspunkt, men har noe forskjellige klasser. Da slike ratinger ikke er offentlig tilgjengelige, vil vi benytte oss av en standard utgitt av Knivsflå (2012) ved Norges Handelshøyskole (Knivsflå, BUS 424, Forelesningsnotater 2012).

RATING	LIKV.GRAD	RENTED.GRAD	EK - prosent	ndr	KRP
AAA	11,6	16,9	0,94	0,35	0,007
AAA-	8,9	11,6	0,895	0,308	0,008
AA	6,2	6,3	0,85	0,266	0,009
AA-	4,6	4,825	0,755	0,216	0,0105
A	3	3,35	0,66	0,166	0,012
BBB+	2,35	2,755	0,55	0,131	0,0155
BBB	1,7	2,16	0,44	0,096	0,019
BBB-	1,45	1,69	0,38	0,082	0,03
BB	1,2	1,22	0,32	0,068	0,041
BB-	1,05	1,06	0,27	0,054	0,0505
B	0,9	0,9	0,22	0,04	0,06
CCC+	0,75	0,485	0,175	0,026	0,087
CCC	0,6	0,07	0,13	0,012	0,114
CCC-	0,55	-0,345	0,105	-0,002	0,1595
CC	0,5	-0,76	0,08	-0,016	0,205
CC-	0,45	-1,17	0,03	-0,03	0,2515
C	0,4	-1,58	-0,02	-0,044	0,298
D+	0,35	-1,995	-0,1	-0,058	0,3425
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072	0,387

Figur 12.11. Tabell for syntetisk rating, endelig utarbeidet av Knivsflå (2012) ved NHH. De fire kolonnene i midten angir det absolutte kravet for å oppnå en bestemt rating på gitte variabel. Til venstre ser vi den syntetiske ratingen, mens tilhørende kredittrisikopremie før skatt er angitt i kolonnen til høyre.

For å finne den kredittrisikopremien vi skal bruke videre når vi beregner de historiske avkastningskravene er vi nødt til å finne ut hva slags rating Eiendomsspar har, da kredittrisikopremien stammer direkte fra den syntetiske rating. Ved å summere ratingene for de

ulike nøkkeltallene vi har gjennomgått ovenfor og dele på antallet nøkkeltall, finner vi gjennomsnittlig rating per år. Vi har valgt å vekte alle nøkkeltallene likt.

Resultatene for Eiendomsspar og øvrige bransje sees i figurene nedenfor. Eiendomsspar oppnår en rating på BBB, som tilsier «investment-grade» og stabile forventninger. Selskapet får med dette en kredittrisikopremie på 1,9 % før skatt. Dette tilsier at Eiendomsspars investorer og kreditorer har begrenset med risiko.

SYNTEISK RATING	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Likviditetsgrad 1	BBB	A	AAA-	AA-	BBB	BBB+	A
Rentedekningsgrad	BBB+	BBB	BBB-	BBB-	BBB+	BBB+	BBB
Egenkaptialandel	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	BB-	B	B	CCC+	BB-	B	B
Årets rating	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB	BBB	BBB

Figur 12.12. Oppsummering syntetisk rating, Eiendomsspar 2006-2012. Beregnet rating for selskapet under ett, viser at selskapet ligger veldig stabilt på rating BBB, som igjen tilsier en kredittrisikopremie på 1,9% før skatt.

SYNTEISK RATING	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Likviditetsgrad 1	A	BBB	A	BBB	BBB	BBB-	BBB
Rentedekningsgrad	BBB+	BBB	BBB	BBB+	A	BBB+	BBB+
Egenkaptialandel	BBB	BBB-	BB	BB	BBB-	BBB-	BBB-
Netto driftsrentabilitet		B	B	B	B	B	B
Årets rating		BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-

Figur 12.13. Oppsummering syntetisk rating, eiendomsbransjen 2006-2012. Beregnet rating for selskapet under ett viser at selskapet ligger veldig stabilt på rating BBB-, som igjen tilsier en kredittrisikopremie på 1,9% før skatt.

Den øvrige bransje ligger på et gjennomsnitt på BBB-. Vi ser her noen variasjoner mellom de ulike selskapene, men ingen absolutte faresignaler for noen av enkeltaktørene. Som vi ser av tabellene, ender Eiendomsspar opp med en bedre rating enn bransjen. Dette skyldes hovedsakelig en mer solid egenkapitalandel og en marginalt bedre netto driftsrentabilitet enn resten av bransjen.

13.0 ANALYSE AV HISTORISK KRAV

I analysen av rentabilitet og lønnsomhet trenger vi faste holdepunkter for å kunne si noe kvalitativt om de resultater selskapet leverer. Rentabilitetstall alene sier lite om den relative prestasjonen, og en sammenligning med et krav vil være essensielt.

Enhver investering må gi betaling tilsvarende en annen investering med lik risikoprofil. Kravene til avkastning tilsvarer kostnaden og eventuell alternativ kostnad. Dersom den målte avkastningen er mindre enn det nevnte kravet, er ikke forrentningen bærekraftig. Det betyr at selskapet ødelegger verdier og må effektivisere eller legge om kursen for å bli levedyktige.

I motsatt fall – at selskapet leverer resultater som overgår kravene, tyder det på at selskapet representerer en bransje med klare fordeler, eller at selskapet isolert sett har en ressursfordel. Som kjent fra tidligere, deler vi resultatregnskapet inn i to deler; drift og finansiering. Resultatene herfra fordeles på de ulike kapitalene. Drift og finans her sine respektive kostnader, altså krav. Fra dette finner vi at vi må beregne driftskravet, finansieringskravet og egenkapitalkravet.

13.1 Modell for beregning av krav

KAPITALVERDIMODELLEN

Kapitalverdimodellen, utviklet av Treynor, Sharpe, Lintner og Mossin er en utbredt og mye brukt modell for å beregne pris på kapital. Utbredelsen kan ha sitt opphav i at modellen er enkel og intuitiv, og nettopp på bakgrunn av sin forenkende forutsetninger er den kritisert. For det første er CAPM en ènfaktor-modell, og tar bare hensyn til markedsrisikopremien, i tillegg til risikofri rente. Videre forutsetter modellen at det ikke finnes informasjonsasymmetri, at det ikke finnes transaksjonskostnader, og tilslutt at markedsporteføljen er vektet med alle papirer etter relativ størrelse til markedet. De fleste av disse teoretiske forutsetningene strider mot den praktiske økonomien. Allikevel er CAPM den beste tilnærmingen vi har når vi skal beregne kapitalkrav, og vi legger modellens grunnprinsipper til grunn for beregninger av krav (Damodaran, World Bank).

CAPM tar hensyn til at en investering skal få avkastning tilsvarende risikofri rente, i tillegg til en premie for den underliggende risikoen. I økonomisk teori finner vi to typer av risiko, systematisk og usystematisk. Systematisk risiko er knyttet til markedets svingninger; som igjen påvirkes av politikk, makroøkonomi osv. Denne risikoen er underliggende og kan ikke diversifiseres bort, ergo får investorene betalt for denne eksponeringen. Usystematisk risiko er risiko knyttet til utviklingen av det spesifikke selskap eller aktivum, og kan følgelig diversifiseres bort. Usystematisk risiko gir derfor ingen premie.

$$CAPM = r_f + \beta * (E(r_m) - r_f)$$

Figur 13.1. CAPM – Capital Asset Pricing Model, kapitalverdimodellen. Modell utviklet av blant andre Jan Mossin, for å bestemme kostnaden knyttet til kapital. R_f tilsvarer risikofri rente, mens R_m tilsvarer markedets gjennomsnittlige avkastning. β er en faktor som viser samvariasjon mellom kapitalen og markedet.

CAPM krever altså tre inndata; risikofri rente, beta-verdi for det underliggende aktivum, samt forventning til markedets risikopremie. Betaverdier angir samvariasjonen mellom det enkelte aktivum og markedet. Dersom betaverdien er lik 1, er det full samvariasjon – og svingninger i markedet vil fullt ut forklare svingninger i aktivumet. Ved betaverdi lik 0, vil aktivumet være uavhengig av markedssvingninger og ved betaverdier lik -1 vil aktivumet fullt ut svinge motsatt vei av markedet.

RISIKOFRI RENTE

Risikofri rente er den underliggende størrelsen i alle krav. Riskofri rente er betalingen man kan oppnå uten risiko. Risikofri rente er en konstruert størrelse, fordi man aldri med sikkerhet vet hva som virkelig er risikofritt. Lenge var statsobligasjoner regnet som helt sikre, men denne oppfatningen er endret etter gjeldskrisen i Europa og delvis USA etter finanskrisen (Kinserdal 2013). Til tross for usikkerheten knyttet til enkelte lands statsfinanser, er statsobligasjoner fortsatt den mest brukte, og kanskje den beste, approksimasjonen på risikofri avkastning i fremtidige krav.

Når det gjelder historiske krav kan man benytte seg av *Norwegian Inter Bank Offered Rate (NIBOR-rente)* for å finne risikofri rente (Knivsflå, BUS 424, Forelesningsnotater 2012). NIBOR tilsvarer den renten banker låner penger av hverandre seg imellom. Denne renten har en svært liten risiko, begrenset til bankenes kredittrisikopremie. Dersom vi trekker fra denne kredittrisikopremien, sitter vi igjen med risikofri rente før skatt. Metoden baserer seg på effektiv rente på lån med løpetid 3 måneder (Knivsflå, BUS 424, Forelesningsnotater 2012).

Vi trekker fra kredittrisikopremien knyttet til bankene, slik at renten er helt fri for risiko. Dersom vi kjenner bankenes syntetiske rating, kan vi finne kredittrisikopremien i tabellen gjengitt under risikoanalysen. Vi bruker Knivsflå (2012) sine estimater på bankenes rating og kredittrisikopremie, ettersom gjennomsnitts bankratinger ikke er offentlige informasjon.

<i>RISIKOFRI RENTE</i>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Antatt Bankrating	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA
Kredittrisikopremie - KRP	0,30 %	0,30 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
NIBOR - 3 mnd effektiv	3,18 %	5,12 %	6,47 %	2,51 %	2,56 %	2,95 %	2,29 %
Risikofri rente før skatt	2,88 %	4,82 %	5,97 %	2,01 %	2,06 %	2,45 %	1,79 %
28 % skatt	0,81 %	1,35 %	1,67 %	0,56 %	0,58 %	0,69 %	0,50 %
Risikofri rente etter skatt	2,07 %	3,47 %	4,30 %	1,45 %	1,48 %	1,76 %	1,29 %

Figur 13.2. Etterskuddsberegnet risikofri rente etter skatt, 2006-2012. Forutsetningen er at NIBOR inneholder en kredittrisikopremie, og at denne må trekkes fra for å finne risikofri rente. Vi forutsetter her at bankene har rating lik øverste linje i tabellen. Ratingene er hentet fra Knivflås forelesninger i BUS 424.

Tabellen ovenfor viser linje for linje og ledd for ledd i utregning av risikofri rente. Resultatene gir oss relativt lave estimater for risikofrie renter. Lave rentenivåer er det som har kjennetegnet makroøkonomien i Norge de siste årene, spesielt fra og med høsten 2008. Et slikt rentenivå ville være et dårlig estimat om vi skulle neddiskontere fremtidige kontantstrømmer, men som grunnlag for en regnskapsanalyse av historiske tall er estimatet holdbart. Vi legger utregningene til grunn for vårt videre arbeid.

MARKEDETS RISIKOPREMIE

Markedets risikopremie tilsvarer gjennomsnittlig markedsavkastning fratrukket risikofri rente, og er premien man betaler over risikofri rente som betaling for å bære markedsrisikoen. Ovenfor nevnte vi at fremgangsmåten for å finne henholdsvis historisk og fremtidig rentabilitet var ulik. På samme måte vil måling av historisk markedsrisikopremie og forventning til fremtidig risikopremie avvike noe. Når vi ser på historiske markedsrisikopremier, velger vi å vekte disse mellom kortsiktige og langsiktige historiske beregnede risikopremier. En lang, tilbakeskuende horisont gir høyere premie enn kortere perspektiver. En vektning der nyere tid, perioden 1995 – 2012 vektet med 1/3, mens perioden fra 1958 til dagens dato vektet med 2/3 legges til grunn for utregningen av gjennomsnittelig historiske risikopremier. Markedsrisikopremien skal benyttes i et avkastningskrav som igjen skal kaste lys over *normaliserte* resultatstørrelser. Det er derfor viktig at også markedsrisikopremien er normalisert. Vi henter normaliserte markedsrisikopremier fra Knivflå (2012) og følger hans anbefaling hva angår vekter. Vi får da følgende resultater for perioden 2006- 2012.

RISIKOPREMIE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Årlig risikopremie 95-t	6,20 %	5,20 %	2,70 %	3,80 %	4,30 %	3,90 %	4,00 %
Årlig risikopremie 58-t	7,00 %	5,90 %	5,10 %	6,10 %	6,30 %	5,80 %	5,80 %
Vektet risikopremie	6,73 %	5,67 %	4,30 %	5,33 %	5,63 %	5,17 %	5,20 %

Figur 13.3. Markedsrisikopremier for perioden 2006 – 2012. Risikopremier for periodene 1995-2012 og 1958-2012 er vektet med henholdsvis 1/3 og 2/3. Tall og metode er hentet fra Kjell Henry Knivflå, NHH. Tallene er normaliserte, siden de skal benyttes til avkastningskrav til normaliserte resultater.

13.2 Egenkapitalkravet - ekk

Egenkapitalkravet er kravet som skal dekke kostnader knyttet til investorenes kapital. Vi finner kravet ved hjelp av en CAPM-avleddet modell. I tillegg til variablene beskrevet ovenfor, inkluderer vi også en likviditetspremie i kravet. Dette vil utredes nærmere.

$$\text{egenkapitalkrav} \rightarrow \text{ekk} = r_f + \beta_{EK} * (MRP) + \text{likviditetspremie}$$

Figur 13.4. Egenkapitalkravet - ekk. Egenkapitalkravet bestemmes gjennom risikofri rente "R_f", beta til egenkapitalen multiplisert med markedets risikopremie, i tillegg til en addert likviditetspremie.

BETA TIL EGENKAPITALEN

Selskapets betaverdi er et mål på den systematiske risikoen i til selskapet. Beta måler samvariasjonen mellom avkastningen til selskapet og avkastningen til markedsporteføljen, relativt til volatiliteten i avkastningen til markedsporteføljen (Kinserdal 2013).

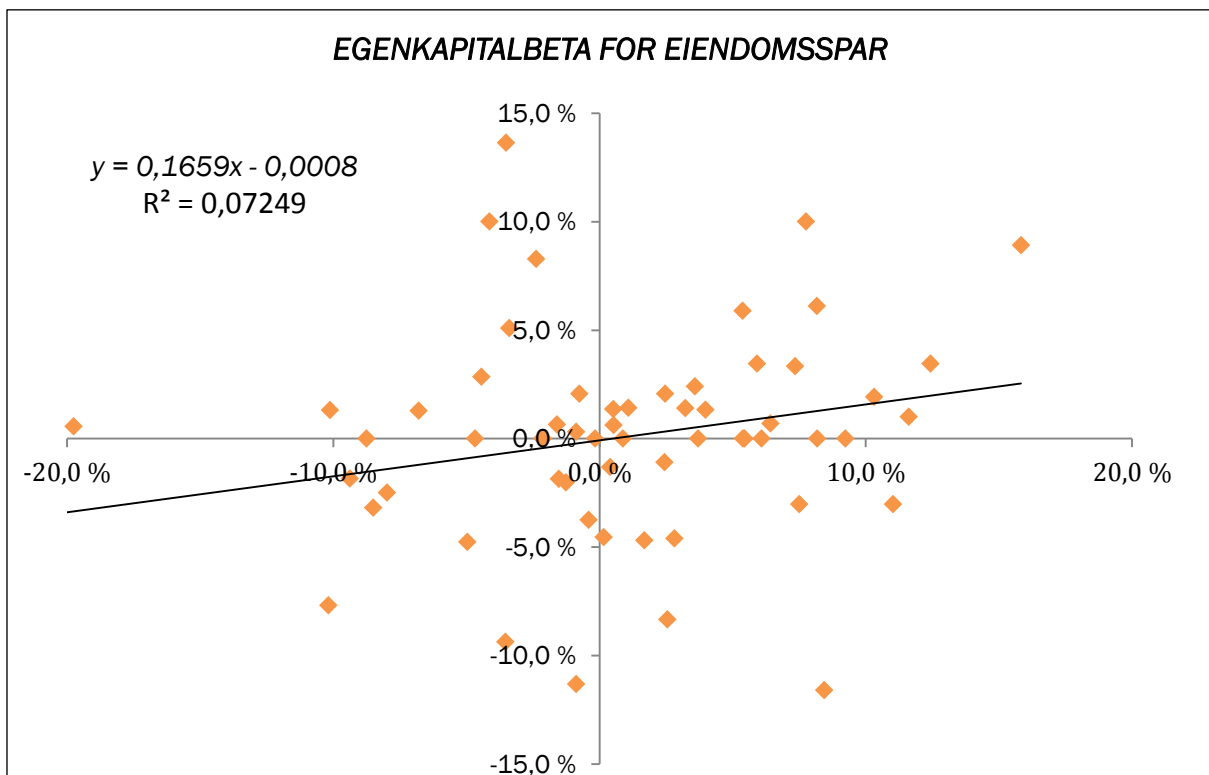
$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

Figur 13.5. Betaverdi til enkeltaktivum. Beta er et uttrykk for samvariasjonen mellom avkastningen til selskapet og avkastningen til markedsporteføljen, vektet for volatiliteten til avkastningen på markedsporteføljen.

En vanlig metode for å egenkapitalbeta er å gjøre en regresjon av selskapets avkastning mot markedsporteføljens avkastning. Stigningstallet til regresjonen utgjør da betaverdien og måler da risikoen til aksjen. Tidligere nevnte vi at en av CAPMs svakheter er forutsetningen om en effisient markedsportefølje. En slik markedsportefølje er vektet mot alle mulige aktiva i forhold til aktivaens verdi relativt til porteføljens verdi. Porteføljen har markedsavkastning, og bærer kun systematisk risiko. Den usystematiske risikoen er diversifisert bort.

Den skisserte markedsporteføljen eksisterer ikke, og vi må finne en proxy. Teori om porteføljer og diversifisering sier at en portefølje har redusert usystematisk risiko til et minimum ved å

inneholde mellom 20 og 30 aksjer (Berk and DeMarzo 2011). Hovedindeksen på Oslo børs (OSEBX) består av de mest likvide aksjene, og kan dermed være utgangspunkt for en markedsproxy. I de innledende kapitlene om verdsettelse, problematiserte vi utfordringene knyttet til små markeder, og spesielt oljebransjenes dominans i norsk næringsliv. I sammenheng med dette bør det nevnes at Oslo børs er kjent for å være sterkt knyttet til olje, og dermed får trekk av å være en råvarebørs. Dette kan tale for å bruke en annen proxy. På samme tid er hovedindeksen sammensatt av varierte selskaper hva angår bransje og industri. En overordnet vurdering taler derfor for å bruke OSEBX som markedsestimat (Møller 2011). Tilsvarende velger vi å bruke Stockholms hovedindeks (OMX.PI) for selskapene som er børsnotert i Sverige.



Figur 13.6. Egenkapitalbeta for Eiendomsspar mot OSEBX, 2007-2012. Regresjon mellom avkastningen til Eiendomsspar og avkastningen til Oslo Børs. Vi finner betaverdien til Eiendomsspar til å være lik 0,1659 – med en forklaringsgrad på ca. 7 %.

Betaverdier endrer seg med endringer i selskapets kapitalstruktur og selskapets prestasjon sammenlignet med markedsporteføljen. Følgelig vil tidshorisonten som legges til grunn for estimatet påvirke resultatet. En lang horisont vil gi stor nøyaktighet, og beregningene blir mer nøyaktige. En kortere tidshorisont vil nyere og mer relevante data, men samtidig færre observasjoner, noe som går utover nøyaktigheten. For å ta høyde for konjunkturrisiko, og for å få relativt ferske data, velger vi tidshorisont på fem år. Videre velger vi månedlige avkastninger, for å unngå en del støy som gjerne kan oppstå ved bruk av daglige avkastninger.

Eiendomsspar er en lite omsatt aksje, og i 2012 var det kun 73 registrerte handler i aksjen. En regresjonsanalyse basert på disse tallene gir en forklaringsgrad på 7 %. Både den lave likviditeten i aksjen, og videre den lave forklaringskraften vi får, taler for å vi må bruke en alternativ metode for å finne Eiendomsspars egenkapitalbeta.

I tilfeller hvor selskaper ikke er notert eller tilstrekkelig omsatt, finnes det andre alternative metoder for å finne et estimat for egenkapitalbetaen. En enkelt og intuitiv metode tar utgangspunkt i en bransjebeta. Bransjebeta er summen av en rekke egenkapitalbeta til sammenlignbare selskaper i samme bransje. Bransjebetaen kan være en snittverdi, eller vektet i forhold til hvor stor andel av et selskap som er direkte sammenlignbart med det som i hvert enkelt tilfelle er definert som bransje.

$$\beta_{bransje} = \sum_{i=1}^{n=14} \left(\frac{\beta_i * F_j}{\sum F_j} \right) \quad 0 \leq F \leq 1$$

Figur 13.7. Beta for bransjen. Hvert enkelt selskaps beta vektet etter hvor stor andel av selskapet som ligner på den definerte bransjen. Vektingen skjer med en faktor F, som bestemmes kvalitativt.

Vi velger ut 23 børsnoterte selskaper som opererer innenfor eiendom i Norge og Sverige. Felles for selskapene er at de er listet på eiendomsindeksene på børsene i Oslo og Stockholm. Vi går gjennom selskapenes struktur, strategi og forretningsområder og finner at 9 av selskapene skiller seg betydelig fra Eiendomsspar, gjennom virksomhetsområde, geografiske område eller forretningsmessig område, og blir derfor utelukket.

Ved hjelp av databasen *Datastream*, som inneholder markedsdata tilbake til 1960-tallet, finner vi de resterende 14 selskapenes egenkapitalbeta. Vi vektet selskapenes beta etter hvor stor grad av inntektene som kommer fra virksomhet tilsvarende lik Eiendomsspar, og finner bransjebetaen.

$$\overline{\beta_{unlevered}} = \frac{\overline{\beta_{levered}}}{\left[1 + \left(\frac{gjeld}{egenkapital} \right) * (1 - skatt) \right]}$$

Figur 13.8. $\beta_{unlevered}$. $\beta_{levered}$ er bransjebetaens utgangspunkt. Når vi justerer den for selskapenes ulike kapitalstrukturer, får vi en $\beta_{unlevered}$, som er et estimat på bransjebetaen i tilfelle der alle selskapene var 100 % egenkapitalfinansiert. Gjeld/egenkapital-forholdet er snittet av bransjen, vektet tilsvarende som bransjebetaen $\beta_{levered}$.

Selskapene som inngår i bransjebetaen har ulike kapitalstruktur. Vi vet at kapitalstruktur påvirker risikoen i selskaper, og dermed også selskapets egenkapitalbeta. Denne støyen er vi interessert i fjerne, slik at bransjebetaen får en verdi som om alle selskapene i bransjen var 100 % egenkapitalfinansiert. Bransjebetaen før gjeldsjusteringen kalles for *levered*, mens beta justert for gjeldsfinansiering kalles for *unlevered*. Etter å ha funnet *unlevered* bransjebeta, vekter vi denne med Eiendomsspars kapitalstruktur og finner et estimat for Eiendomsspars egenkapitalbeta.

$$\beta_{EK} = \overline{\beta_{unlevered}} * \left[1 + \left(\frac{GJ}{EK} \right) * (1 - skatt) \right]$$

Figur 13.9. Egenkapitalbetaen til Eiendomsspar 2012. Vi finner denne gjennom å vekte *unlevered* bransjebeta mot eiendomsspars kapitalstruktur, altå (GJ/EK) etter skattefradraget.

Tabellen nedenfor viser de ulike betaverdiene vi har beregnet. En detaljert oversikt over selskapene som inngår i bransjebeta, vekting og de ulike kapitalstrukturer er gjengitt i appendix.

BRANSJEBETA	2012
Gjennomsnittlig vektet levered beta	0,831
Gjennomsnittlig vektet unlevered beta	0,404

Figur 13.10. Oversikt over bransjebeta for de 14 eiendomsselskapene. Unlevered beta er justert for kapitalstruktur, og tilsvarer en beta til bransjen dersom bransjen utelukkende hadde vært egenkapitalfinansiert.

Vi ser at Eiendomsspar får en egenkapitalbeta på 0,641. Dette er litt lavere enn bransjesnittet, noe som kan forklares med Eiendomsspars relativt store egenkapitalandel relativt til bransjegjennomsnittet. Funnene virker rimelig tatt i betraktning sammenligninger for eksempel med USA. Tall viser at den gjennomsnittlige unlevered beta for eiendomsselskaper i USA er 0,67 (Damodaran, *Betas by sector* 2013).

EIENDOMSSPARS BETA	2012
Markedsverdi egenkapital	6 281
Rentebærende gjeld	5 121
D/E	0,82
Relevered beta	0,641

Figur 13.11. Tabellen viser egenkapitalbeta for Eiendomsspar etter vekting mot kapitalstruktur.

Etter å ha fulgt hele operasjonsrekkefølgen ovenfor kommer vi frem til en egenkapitalbeta for Eiendomsspar for 2012 lik 0,641. For å finne egenkapitalbetaen for de enkelte år i analysen av historiske krav, går vi via en beta for selskapets netto driftskapital NDK. Dersom vi legger til grunn

teoremet til Miller og Modigliani, vil beta for netto driftskapital være uendret for hele perioden. Dersom vi bruker vektene for NFG/NDK (netto finansiell gjeld over netto driftskapital) og EK/NDK som tidligere er regnet ut for perioden, kan vi finne egenkapitalbetaen residualt. Funnene er oppsummert i tabellen nedenfor;

NDK-beta	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
Egenkapitalbeta							0,64
EK-andel							49,08 %
Netto finansiell gjeldsbeta							0,26
NFG-andel							50,92 %
NDK Beta							0,45
Egenkapitalbeta	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
NDK beta	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
NFG-andel	39 %	43 %	47 %	49 %	51 %	54 %	51 %
Netto finansiell gjeldsbeta	0,21	0,25	0,35	0,41	0,24	0,26	0,26
EK-andel	61 %	57 %	53 %	51 %	49 %	46 %	49 %
Egenkapitalbeta	0,60	0,60	0,53	0,49	0,66	0,67	0,64

Figur 13.12. Netto driftskapitalbeta og egenkapitalbeta for Eiendomsspar. Tabellen viser metoden for å finne egenkapitalbeta for de enkelte år i analyseperioden, gitt den observerte betaen i 2012. Metoden forutsetter at vi at kapitalstrukturen ikke påvirker nettodriftskapitalbeta, slik at denne holdes lik over hele perioden. Egenkapitalbetaen brukes senere til å finne egenkapitalkravet.

LIKVIDITETSPREMIE

Likviditetspremie er en kompensasjon for å holde en lite likvid aksje. I særskilte perioder, eksempelvis preget av finansiell uro eller lignende, kan investorene oppleve at det er vanskeligere å finne kjøpere i annenhåndsmarkedet. Differansen mellom kjøps- og salgspris er naturligvis høyere enn for mindre likvide aksjer. Aksjen til Eiendomsspar er notert på OTC-listen, og vi har tidligere redegjort for deres lave omsetning. I tillegg er det høy konsentrasjon på eiersiden, enkelte langsiktige eiere har store eierposter. Dette taler for at det skal være en likviditetspremie knyttet til aksjen (Møller 2011).

Det er forsket lite på likviditetspremier i det norske markedet, men i USA er det vanlig blant profesjonelle aktører å bruke en likviditetspremie på 3-4% (Damodaran, The Cost of Illiquidity 2010). En studie av perioden 1984-2004 viser at dette samsvarer med meravkastningen venture-capital investorer har oppnådd i forhold til omsatte aksjer på børsen. Denne meravkastningen kan tolkes som en likviditetspremie for private selskaper (Damodaran, The Cost of Illiquidity 2010). På bakgrunn av disse erfaringene bruker vi 4 % som utgangspunkt for våre videre beregninger.

EGENKAPITALKRAVET

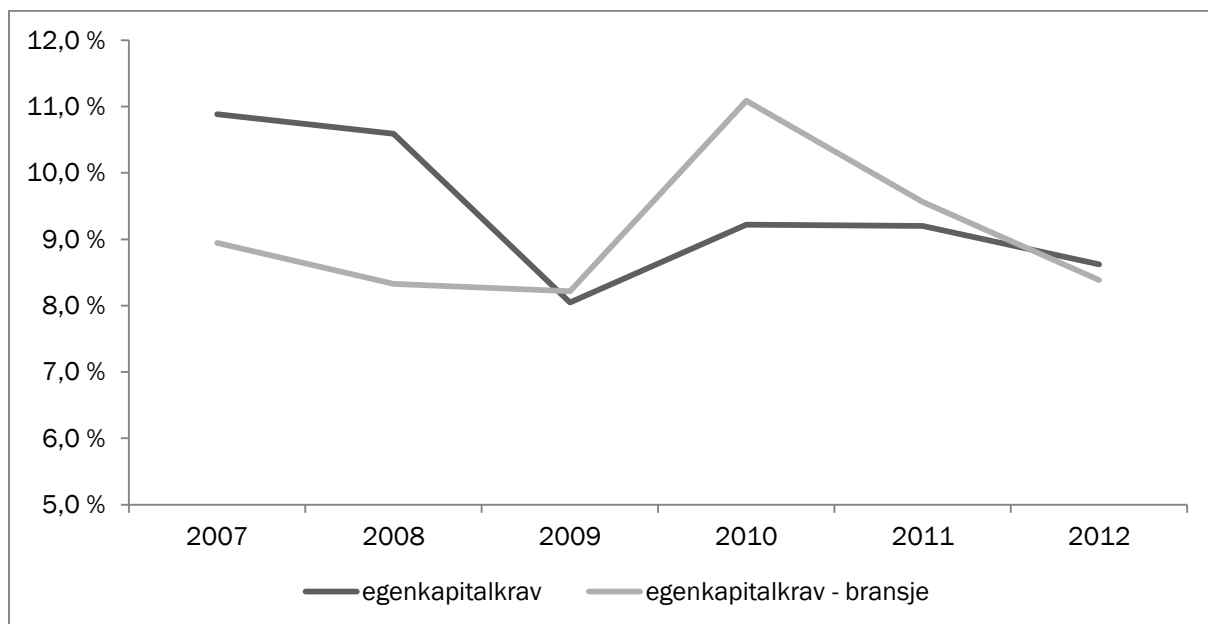
Når vi bruker alle dataene presentert ovenfor og setter disse inn i CAPM-formelen, finner vi egenkapitalkravene for perioden. Tallene er presentert i tabellen nedenfor. Egenkapitalkravene

varierer over perioden. Mye av variasjonen kan tilskrives endringene i risikofri rente, som er volatil gjennom finanskrisen.

<i>EGENKAPITALKRAV</i>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Risikofri rente	2,07 %	3,47 %	4,30 %	1,45 %	1,48 %	1,76 %	1,29 %
egenkapitalbeta	0,605	0,603	0,533	0,488	0,663	0,665	0,641
Markedets risikopremie - MRP	6,73 %	5,67 %	4,30 %	5,33 %	5,63 %	5,17 %	5,20 %
Illikviditetspremie	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
egenkapitalkravet - ekk	10,15 %	10,89 %	10,59 %	8,05 %	9,22 %	9,20 %	8,62 %

Figur 13.13. Egenkapitalkrav for Eiendomsspar, 2006-2012. Egenkapitalkravet finnes ved risikofri rente pluss egenkapitalbeta multiplisert med markedets risikopremie, i tillegg adderes likviditetspremien.

Vi har også funnet egenkapitalkravet for eiendomsbransjen. Figuren nedenfor viser at også bransjens egenkapitalkrav varierer mye.



Figur 13.14. Egenkapitalkravet til Eiendomsspar og egenkapitalkravet til bransjen for perioden 2007-2012.

13.3 Netto finansielt gjeldskrav - nfgk

Vi har tidligere forklart hvordan og hvorfor vi fokuserer på nettostørrelser. Følgelig er kravet til netto finansiell gjeld interessant. Kravet finner vi ved å gå veien om kravet til finansiell gjeld, og trekker fra kravet til finansielle eiendeler.

$$\text{netto finansielt gjeldskrav} \rightarrow nfgk = \frac{FG}{NFG} * fgk - \frac{FE}{NFG} * fek$$

Figur 13.15. Netto finansielt gjeldskrav – nfgk. Kravet til netto finansiell gjeld er netto av finansielt gjeldskravet (fgk) vektet mot finansiell gjeld/Netto finansiell gjeld (NFG) og finansielt eiendelskrav vektet mot finansielle eiendeler/Netto finansiell gjeld (NFG).

FINANSIELT GJELDSKRAV – fgk

Vi finner gjeldskravet ved å benytte CAPM. Vi har tidligere utledet risikofri rente og markedsrisikopremie. For å kunne bruke formelen gjengitt nedenfor trenger vi et estimat for gjeldsbeta.

$$\text{finansielt gjeldskrav} \rightarrow fgk = r_f + \beta_{FG} * (MRP)$$

Figur 13.16. Finansielt gjeldskrav, utledet via CAPM. Risikofri rente r_f , tillagt en risikopremie bestående av gjeldsbetaen β_{FG} multiplisert med markedsrisikopremien MRP.

Under analyse av risiko, fant vi gjennom syntetisk rating frem til Eiendomsspars kredittrisikopremie. Kredittrisikopremie er betaling for risiko, og utgjør et påslag på risikofri rente når lånerenten skal bestemmes.

$$\text{Lånerente} = \text{risikofri rente} + \text{kredittrisikopremie}$$

Figur 13.17. Forholdet mellom lånerente, risikofri rente og kredittrisikopremie. Alle tall beregnes som etter skatt størrelser.

Dersom vi holder sammen formelen over og under, ser vi at kredittrisikopremien kan likestilles med ($\beta * \text{markedsrisikopremien}$). Ved å skrive om dette forholdet kan vi finne gjeldsbetaen implisitt.

$$\beta_{FG} = \text{implisitt gjeldsbeta} = \frac{KRP}{MRP}$$

Figur 13.18. Implisitt gjeldsbeta. Gjeldsbetaen finnes gjennom å dividere selskapets kredittrisikopremie KRP på markedets risikopremie MRP.

Ved bruk av denne metoden finner vi følgende implisitte gjeldsbetaer for årene 2006 - 2012-

<i>GJELDSBETA</i>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Syntetisk rating Eiendomsspar	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB	BBB	BBB
Kredittrisikopremie - KRP	1,37 %	1,37 %	1,37 %	2,16 %	1,37 %	1,37 %	1,37 %
Markedets risikopremie - MRP	6,73 %	5,67 %	4,30 %	5,33 %	5,63 %	5,17 %	5,20 %
Implisitt finansiell gjeldsbeta	0,20	0,24	0,32	0,41	0,24	0,26	0,26

Figur 13.19. Utregning av implisitt finansiell beta, Eiendomsspar 2006-2012

<i>FINANSIELT GJELDSKRAV</i>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Risikofri rente	2,07 %	3,47 %	4,30 %	1,45 %	1,48 %	1,76 %	1,29 %
Beta - FG	0,20	0,24	0,32	0,41	0,24	0,26	0,26
MRP	6,73 %	5,67 %	4,30 %	5,33 %	5,63 %	5,17 %	5,20 %
finansielt gjeldskrav - fgk	3,44 %	4,84 %	5,67 %	3,61 %	2,85 %	3,13 %	2,66 %

Figur 13.20. Utregning av finansielt gjeldskrav, Eiendomsspar 2006-2012

Ved innsetting av risikofri rente, gjeldsbeta og markedsrisikopremie finner vi gjeldskrav for perioden som presentert ovenfor. Gjeldskravet stiger frem til 2008, men falt deretter kraftig. Dette er i samsvar med renter i Norsk økonomi i samme periode.

FINANSIELT EIENDELSKRAV - fek

$$\text{finansielt eiendelskrav} \rightarrow \text{fek} = r_f + \beta_{FE} * (\text{MRP})$$

Figur 13.21. Finansielt eiendelskrav, fek. Kravet regnes ut via CAPM. Risikofri rente r_f , tillagt en risikopremie bestående av finansiell eiendelsbeta β_F multiplisert med markedsrisikopremien MRP.

På samme måte som tidligere mangler vi bare beta-verdien for å kunne finne kravet, de andre inndataene har vi fra tidligere. Finansielle eiendeler består av kontanter, fordringer og investeringer, og hver av disse eiendelene har ulik systematisk risiko, altså ulik β . For å finne beta til finansielle eiendeler, må vi først finne beta til de enkelte bestanddeler, og deretter vekte i forhold til andel.

Vi kan anta at kontanter har beta lik 0, fordi verdien av disse på kort sikt er uavhengig av utviklingen til markedet. Eiendomsspar har ingen finansielle investeringer, men har derimot store fordringer knyttet til leietagerne. Vi vet fra før at Eiendomsspar har gode leietagere, og lite tap på fordringer. Vi finner fordringsbeta implisitt, med samme fremgangsmåte for gjeldsbeta. Vi forutsetter at leietakerne har en rating BBB, som er det mest vanlige på Oslo børs. Fordringene er langsiktige, all den tid gjennomsnittelig leiekontrakt er over ett år. Derfor legger vi til 0,5 % i

kredittrisiko premien (Knivsflå, BUS 424, Forelesningsnotater 2012). Fordringsbetaen til Eiendomsspar blir dermed 0,26 for 2012.

$$\beta_{FE} = \frac{\text{kontanter}}{FE} * \beta_{\text{kontanter}} + \frac{\text{invest.}}{FE} * \beta_{\text{investeringer}} + \frac{\text{fordringer}}{FE} * \beta_{\text{fordringer}}$$

Figur 13.22. Beta finansielle eiendeler. Finansielle eiendeler kan deles i kontanter, investeringer og fordringer. Hver av disse har ulike systematisk risiko. Ved vekting finner vi en beta for finansielle eiendeler totalt sett.

Ved innsetting av de enkelte års andel kontanter og fordringer, finner vi beta til finansielle eiendeler til å være følgende i perioden.

FINANSIELL EIENDELSBETA	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Beta - kontanter	0	0	0	0	0	0	0
Kontanter/Finansielle eiendeler	8 %	18 %	92 %	47 %	7 %	18 %	17 %
Beta - fordringer	0,20	0,24	0,32	0,26	0,24	0,26	0,26
Fordringer/Finansielle eiendeler	92 %	82 %	8 %	53 %	93 %	82 %	83 %
Beta - finansielle eiendeler - FE	0,19	0,20	0,03	0,14	0,22	0,22	0,22

Figur 13.23. Utregning av finansiell eiendelsbeta for Eiendomsspar, 2006-2012

Når vi nå har regnet ut de finansielle eiendelsbetaene har vi alle variablene vi trenger for å regne ut de finansielle eiendelskravene. Oversikten under viser de finansielle eiendelskravene for Eiendomsspar:

FINANSIELT EIENDELSKRAV	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Risikofri rente	2,07 %	3,47 %	4,30 %	1,45 %	1,48 %	1,76 %	1,29 %
Beta - FE	0,19	0,20	0,03	0,14	0,22	0,22	0,22
MRP	6,73 %	5,67 %	4,30 %	5,33 %	5,63 %	5,17 %	5,20 %
finansielt eiendelskrav - fek	3,33 %	4,60 %	4,41 %	2,18 %	2,75 %	2,88 %	2,42 %

Figur 13.24. Utregning av finansielt eiendelskrav, Eiendomsspar 2006-2012

NETTO FINASIELT GJELDSKRAV

For å finne kravet til netto gjeld multipliserer vi først gjeldskravet med andelen av gjeld, før vi trekker fra eiendelskravet multiplisert med eiendelskravet. Resultatene for Eiendomsspar er gjengitt i tabellen nedenfor.

NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
fgk	3,44 %	4,84 %	5,67 %	3,61 %	2,85 %	3,13 %	2,66 %
FG/NFG	1,27	1,20	1,13	1,02	1,04	1,05	1,07
fek	3,33 %	4,60 %	4,41 %	2,18 %	2,75 %	2,88 %	2,42 %
FE/NFG	0,27	0,20	0,13	0,02	0,04	0,05	0,07
netto finansielt gjeldskrav - nfgk	3,47 %	4,89 %	5,83 %	3,64 %	2,86 %	3,14 %	3,03 %

Figur 13.25. Utregning av finansielt eiendelskrav, Eiendomsspar 2006-2012. Hvor fgk er finansielt gjeldskrav, FG/NFG er finansiell gjeldsandel, NFG er netto finansiell gjeld, fek er finansielt eiendelskrav, mens FE/NFG utgjør finansiell eiendelsandel. Merk at NFG = FG - FE.

13.4 Netto driftskrav – ndk

Netto driftskrav er kravet som vi stiller til driften under ett, og kan fragmenteres ned til egenkapitalkrav og netto finansielt gjeldskrav. Dersom vi vekter våre identifiserte egenkapitalkrav og netto finansielt gjeldskrav, vil vi finne netto driftskrav for Eiendomsspar.

$$\text{netto driftskrav} \rightarrow \text{ndk} = \frac{EK}{NDK} * \text{ekk} + \frac{NFG}{NDK} * \text{nfgk}$$

Figur 13.26. Netto driftskrav – ndk. Netto driftskrav er det vektete kravet til selskapskapitalen målt som netto driftskapital NDk. Vi finner netto driftskrav ndk ved å summere egenkapitalkravet ekk multiplisert med egenkapitalandelen EK/NDK mot netto finansielt gjeldskrav nfgk multiplisert med netto finansiell gjeldsandel.

Vi kan nå finne følgende netto driftskrav for Eiendomsspar for de respektive år.

NETTO DRIFTSKRAV	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
egenkapitalkrav - ekk	10,15 %	10,89 %	10,59 %	8,05 %	9,22 %	9,20 %	8,62 %
EK/NDK	0,61	0,57	0,53	0,51	0,49	0,46	0,49
netto finansielt gjeldskrav - nfgk	3,47 %	4,89 %	5,83 %	3,64 %	2,86 %	3,14 %	3,03 %
NFG/NDK	0,39	0,43	0,47	0,49	0,51	0,54	0,51
netto driftskrav - ndk	7,54 %	8,29 %	8,37 %	5,88 %	5,98 %	5,94 %	5,78 %

Figur 13.27. Netto driftskrav – ndk, for Eiendomsspar 2006-2012

14.0 ANALYSE AV RENTABILITET OG LØNNSOMHET

Frem til dette punktet har vi samlet, presentert og analysert en lang rekke sider ved Eiendomsspar og eiendomsbransjen. Etter den innledende presentasjon av henholdsvis bransje og selskap, gjennomførte vi en kvalitativ strategisk analyse. Vi oppsummerte interne svakheter og svakheter sammen med eksterne trusler og muligheter i en SWOT-analyse. I de siste kapitlene har vi gjennomgått, normalisert, justert og omgruppert Eiendomsspars og eiendomsbransjens regnskaper fra de siste 6 år. Vi har analysert den underliggende risikoen i selskapene via syntetisk rating, og funnene ble brukt til å analysere og identifisere de historiske avkastningskravene til egenkapital og gjeld. Tallene og resultatene vi har presentert så langt, er for så vidt interessante i seg selv, men sier oss lite om hvilken verdiskapning som skjer i bransjen.

Vi skal nå analysere og vurdere rentabilitet og lønnsomhet i Eiendomsspar. Rentabilitet til finansiell gjeld, finansielle eiendeler og egenkapital skal studeres, og oppsummere gjennom å se på den vektete avkastningen til netto driftskapitalen.

Når vi finner frem til de enkelte rentabiliteter, vil de bare være måtelig interessante isolert sett. De interessante resultatene og analysene kan først gjøres når vi sammenligner krav, bransjetall og rentabilitet. Da kan vi si noe om de relative prestasjonene, som er mye mer interessant og beskrivende enn absolutte tall. Videre kan vi søke å finne forklaring på de respektive funn i vår oppsummerte SWOT-analyse. Svake margin-prestasjoner kan sannsynligvis forklares med svakheter eller trusler, og motsatt kan gode resultater vanligvis finne årsaksforklaring i bedriftens styrke.

Målet med denne analysen er dermed å analysere om Eiendomsspar har noen strategiske fordeler eller ulemper, og eventuelt finne årsaken til dette. Vi vil bruke rammeverket til Knivsfå (2006) som utgangspunkt. Strategisk fordel defineres slik som det fremgår av formlene nedenfor.

$$\textit{Strategisk fordel} = \textit{Driftsfordel} + \textit{Finansieringsfordel}$$

Figur 14.1. Strategisk fordel. Dersom summen av driftsfordel og finansieringsfordel er positiv, har selskapet en strategisk fordel. I motsatt tilfelle vil selskapet ha en strategisk ulempe.

Strategisk fordel realiseres når man har en egenkapitalavkastning som er større en egenkapitalens avkastningskrav. Vi har tidligere forsøkt å skape et tydelig skille mellom drift og

finans – og det er nettopp for å kunne si noe om den strategiske fordel er en driftsfordel eller en finansieringsfordel

$$\text{Strategisk fordel} = \text{egenkapitalavkastning} > \text{egenkapitalkrav}$$

Figur 14.2. Strategisk fordel. Dersom egenkapitalavkastningen, målt som egenkapitalrentabilitet overgår egenkapitalkravet, vil selskapet ha en strategisk fordel.

Vi begynner med å finne ut hvorvidt det eksisterer en strategisk fordel eller ulempe, ved å se på forholdene mellom krav og avkastning til egenkapitalen. Videre vil vi dekomponere resultatene til ned til drift og finans, og videre derfra dekomponere ned til bransje, ressurs og finansielle eiendeler og finansiell gjeld.

RENTABILITET

Rentabilitet er et uttrykk for selskapets prosentvise avkastning på underliggende kapital. Rentabilitet kan måles med både fullstendige og normaliserte tall. Siden vi skal bruke tallene til budsjettering av fremtidsregnskap, har vi tidligere normalisert tallene og finner normalisert rentabilitet. Kravene vi analyserte i tidligere kapitler er beregnet etterskuddsvis, og på samme måte vil rentabilitetene beregnes etterskuddsvis. Når vi presenterer funn for de enkelte år, vil vi også presentere et gjennomsnittstall. Vi velger å bruke et rent snitt. På den måten ser vi resultater på tvers av markedsutvikling tydeligere enn om vi vektet tallene. Alle rentabiliteter er beregnet ved bruk av formelen presentert nedenfor;

$$\text{Rentabilitet}_{\text{etterskudd}} = \frac{\text{normalisert resultat til kapital}}{\text{inngående kapital} + (\Delta \text{ kapital} + \text{norm. resultat})/2}$$

Figur 14.3. Rentabiliteter. Som vi ser er historiske rentabiliteter regnet ut som et gjennomsnitt av inngående og utgående kapitaler. Dette betyr at vi forutsetter at kontantstrømmene skjer jevnt over hele året.

14.1 Strategisk fordel – analyse av egenkapitalrentabilitet

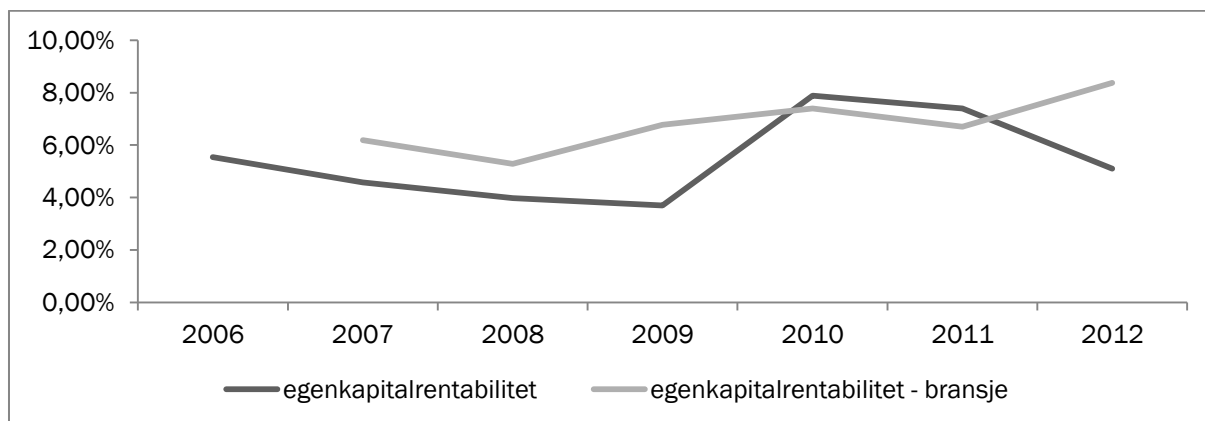
Strategisk fordel er positiv dersom rentabiliteten er større enn kravet. Som vi ser av figuren nedenfor, kan vi videre dekomponere den strategiske fordelene ned til tre ledd.

$$\begin{aligned}(ekr_i - ekk_i) &= (ekr_{bransje} - ekk_{bransje}) + (ekr_i - ekr_{bransje}) + (ekk_{bransje} - ekk_i) \\(5,44 - 9,43) &= (6,78 - 9,09) + (5,44 - 6,78) + (9,09 - 9,43) \\(-3,99) &= (-2,3) + (-1,35) + (-0,34)\end{aligned}$$

Figur 14.4. Dekomponering av strategisk fordel. ekr_i er egenkapitalrentabiliteten til selskap i og ekr_i er egenkapitalrentabiliteten til selskap i. Det første leddet representerer en bransjefordel hvor $ekr_{bransje}$ er egenkapitalrentabiliteten til bransjen og $ekr_{bransje}$ er egenkapitalrentabiliteten til bransjen. De to siste leddene representerer ressursfordelene som stammer fra selskap i. I andre og tredje linje ser vi gjennomsnittstallene for Eiendomsspar for perioden 2006 – 2012. Alle størrelser er målt i prosent. Som vi ser oppnår Eiendomsspar en strategisk ulempe grunnet både bransjeulempe og interne ressursulemper.

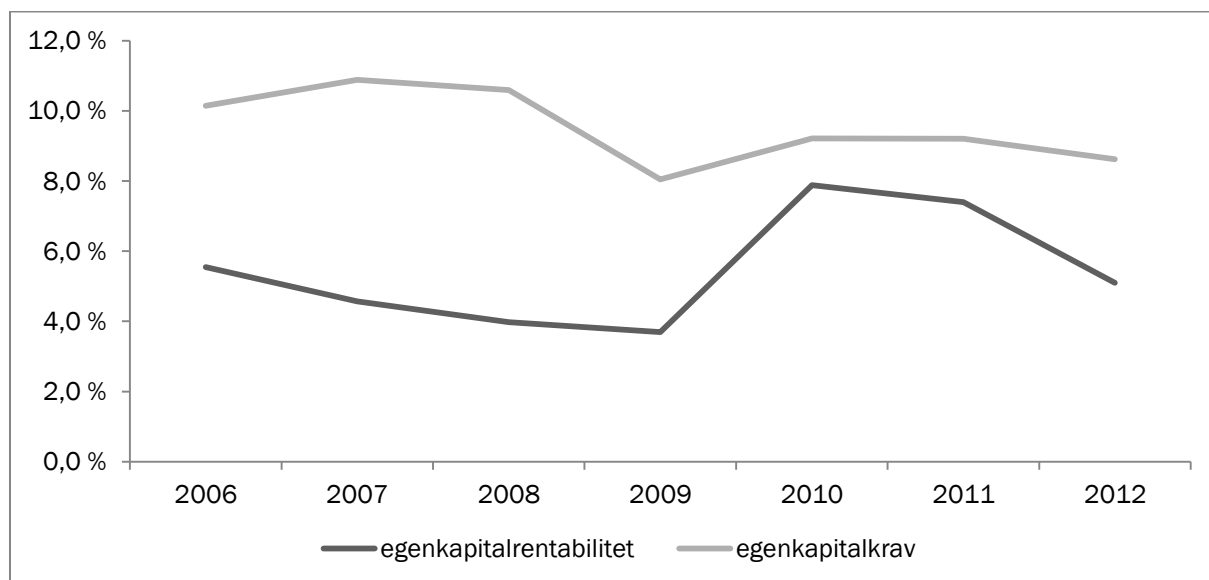
Det første leddet er positivt dersom bransjen har en rentabilitet som er større enn bransjens avkastningskrav. Det betyr at det eksisterer en bransjefordel. Det neste leddet er positivt dersom Eiendomsspar har en rentabilitet som er større enn bransjens rentabilitet. Dette kalles en ressursfordel, i likhet med det siste leddet. Her finner vi ett positivt resultat dersom bransjen har et større avkastningskrav enn Eiendomsspar.

Vi begynner med å se på egenkapitalrentabiliteten til henholdsvis Eiendomsspar og bransje. Som vi ser av grafen nedenfor, ligger Eiendomsspars egenkapitalrentabilitet noe under bransjen i nesten hele perioden. I gjennomsnitt har bransjen en rentabilitet på 6,78 %, mens Eiendomsspar ligger på 5,44 % i snitt over perioden.



Figur 14.5. Egenkapitalrentabilitet for henholdsvis Eiendomsspar og eiendomsbransjen i perioden 2006-2012.

Når vi isolerer Eiendomsspars rentabilitet og krav, finner vi intuitivt at selskapet gjennomgående har en egenkapitalavkastning som ligger under kravet. Eiendomsspar har altså en strategisk ulempe, og møter ikke investorenes krav til avkastning. Vi ser en positiv trend frem mot 2011, men en tilbakegang igjen i 2012. Ulempen i 2007 kan kanskje delvis tilskrives ettervirkninger av kjøpet og konsolidering av Pandox, mens krevende tider på bakgrunn av finanskrisen bidro til lavere egenkapitalrentabilitet i 2008 og 2009. Markedene tok seg opp igjen de to påfølgende år, mens i 2012 ser vi igjen ringvirkninger av oppkjøp. Bidragene fra Pandox og Norgani blir svært redusert, mye på grunn av et stort renovasjonsprogram tilknyttet Norgani. Overordnet kan vi naturligvis også peke på Eiendomsspars store engasjement for samfunn og kultur, som har medført oppkjøp og store investeringer knyttet til Folketeateret og Ekebergs-restauranten. Dette er renommè- og omdømmebyggende, men bidrar ikke på kort sikt til rentabiliteten. På overordnet nivå ser vi at rentabiliteten svinger med markedet for øvrig, noe som stemmer med antagelsene presentert tidligere.



Figur 14.6. Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav for Eiendomsspar, 2006-2012.

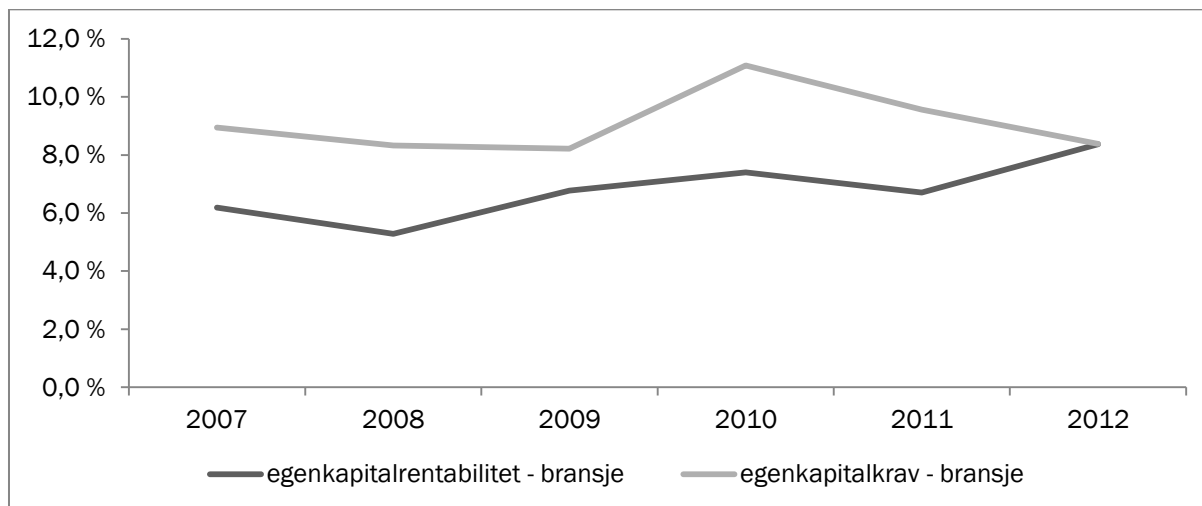
Strategisk fordel	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
egenkapitalrentabilitet	4,57 %	3,98 %	3,70 %	7,88 %	7,40 %	5,10 %	5,44 %
egenkapitalkrav	10,89 %	10,59 %	8,05 %	9,22 %	9,20 %	8,62 %	9,43 %
Strategisk fordel/ulempe	-6,31 %	-6,61 %	-4,35 %	-1,33 %	-1,80 %	-3,53 %	-3,99 %

Figur 14.7. Oppsummering strategisk fordel Eiendomsspar 2007-2012. Den strategiske fordelen/(ulempen) er regnet ut ved egenkapitalrentabiliteten minus egenkapitalkravet.

Ser vi på bransjen, ser vi en gjennomgående trend hvor kravet er høyere enn bransjen. Tabellen nedenfor viser rentabilitet og avkastning i bransjen under ett. I gjennomsnitt er ulempen 2,3 %, mens trenden er positiv. Dersom utviklingen fra de siste tre årene fortsetter vil bransjen kunne realisere en strategisk fordel i løpet av inneværende driftsår.

<i>Dekomponering av strategisk fordel</i>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
egenkapitalrentabilitet - bransje	6,19 %	5,28 %	6,77 %	7,40 %	6,70 %	8,37 %	6,78 %
egenkapitalkrav - bransje	8,94 %	8,33 %	8,22 %	11,09 %	9,56 %	8,38 %	9,09 %
Strategisk fordel/ulempe bransje	-2,76 %	-3,04 %	-1,44 %	-3,69 %	-2,86 %	-0,01 %	-2,30 %

Figur 14.8. Dekomponering strategisk fordel eiendomsbransjen 2007-2012. Den strategiske fordelen/(ulempen) er regnet ut ved egenkapitalrentabiliteten til bransjen minus egenkapitalkravet til bransjen. Tabellen representerer en bransjeulempe.



Figur 14.9. Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav for eiendomsbransjen i perioden 2007-2012.

To faktorer som kommer fra selskapenes ressurstilgang kan potensielt bidra positivt til en strategisk fordel. Dersom Eiendomsspar har en egenkapitalrentabilitet høyere enn bransjen, kan dette tyde på at selskapet har noen interne ressurser som utnyttes og approprieres slik at selskapet øker inntjeningen. Dette kommenterte vi innledningsvis, da vi så på Eiendomsspar og bransjen. Eiendomsspar har en ressursulempe, og ligger i snitt 1,35 % bak bransjen når det kommer til rentabilitet.

<i>Dekomponering av strategisk fordel</i>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
egenkapitalrentabilitet	4,57 %	3,98 %	3,70 %	7,88 %	7,40 %	5,10 %	5,44 %
egenkapitalrentabilitet - bransje	6,19 %	5,28 %	6,77 %	7,40 %	6,70 %	8,37 %	6,78 %
Strategisk fordel/ulempe Eiendomsspar	-1,61 %	-1,31 %	-3,07 %	0,49 %	0,70 %	-3,28 %	-1,35 %

Figur 14.10. Dekomponering strategisk fordel/(ulempe) for Eiendomsspar i perioden 2007-2012. Den strategiske fordelen/(ulempen) er regnet ut ved egenkapitalrentabiliteten til Eiendomsspar minus egenkapitalrentabiliteten til eiendomsbransjen. Figuren representerer en intern ressursulempe.

Ressursfordel kan også komme av lavere kapitalkrav. For Eiendomspars tilfelle er egenkapitalkravet høyere enn bransjegenomsnittet i hele perioden. Vi husker at Eiendomsspar har en høyere beta enn bransjen, og også at Eiendomsspar også har en betydelig likviditetspremie. Sammen trekker dette avkastningskravet opp. I snitt har Eiendomsspar et krav

som ligger 0,34 % over bransjen. Dette er rimelig gitt de beta-estimatet og likviditetspremien beskrevet.

<i>Dekomponering av strategisk fordel</i>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
egenkaptalkrav - bransje	8,94 %	8,33 %	8,22 %	11,09 %	9,56 %	8,38 %	9,09 %
egenkapitalkrav	10,89 %	10,59 %	8,05 %	9,22 %	9,20 %	8,62 %	9,43 %
Strategisk fordel/ulempe Eiendomsspar	-1,94 %	-2,26 %	0,17 %	1,87 %	0,36 %	-0,24 %	-0,34 %

Figur 14.11. Dekomponering strategisk fordel/(ulempe) for Eiendomsspar i perioden 2007-2012. Den strategiske fordel/(ulempen) er regnet ut ved egenkapitalkravet til bransjen minus egenkapitalkravet til Eiendomsspar. Tabellen representerer en intern ressursulempe.

14.2 Analyse av finansiering

Vi har identifisert de overordnede trendene og rentabilitetene i Eiendomsspar og bransjen. Vi har funnet en positiv trend, men grunnleggende ligger rentabilitetene under nivået til avkastningskravene. Vi dekomponerer til henholdsvis drift og finans, og begynner med sistnevnte. Siden dagens kapitalmarkeder er svært effektive og det er liten informasjonsasymmetri, er det naturlig å forvente at man sjelden vil finne betydelige finansieringsfordeler. En finansieringsfordel vil tilsvare en arbitrasjemulighet, noe som ikke eksisterer i effisiente markeder.

Som vi husker fra beregningen av krav, kan finansieringen deles i finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Når de vektet mot sine relative andeler finner vi netto-størrelsene. Ved bruk av nettostørrelser kan vi finne finansieringsfordeler via følgende formel.

$$Finansieringsfordel = (nfgk - nfggr)$$

Figur 14.12. Finansieringsfordel er regnet ut som netto finansielt gjeldskrav nfgk fratrukket netto finansiell gjeldsrentabilitet nfggr.

FINANSIELL GJELDSRENTABILITET

Vi begynner gjeldsrentabiliteten. For eierne vil det lønne seg å bruke gjeldsfinansiering dersom det estimerte gjeldskravet er høyere enn gjeldsrentabiliteten. Gjeldsrentabiliteten tilsvarer gjennomsnittlig låne-rente og er beregnet på samme måte som presentert tidligere. Telleren i brøken er netto finanskostnad. Som vi ser av tabellen nedenfor har Eiendomsspar lenge hatt en fordel av å bruke gjeldsfinansiering. Frem til og med 2009 hadde selskapet en fordel på 0,81 % men fra 2010 ser vi en gjeldsfinansieringsulempe.

<i>Finansieringsfordel gjeld</i>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
Finansielt gjeldskrav	4,84 %	5,67 %	3,61 %	2,85 %	3,13 %	2,66 %	3,79 %
Finansiell gjeldsrentabilitet	3,90 %	4,20 %	3,38 %	3,24 %	3,33 %	3,58 %	3,60 %
Finansiell gjeldsgrad	87 %	95 %	100 %	106 %	117 %	118 %	104 %
Finansieringsfordel gjeld	0,82 %	1,40 %	0,22 %	-0,41 %	-0,23 %	-1,09 %	0,12 %

Figur 14.13. Finansieringsfordel gjeld for Eiendomsspar 2006-2012. Finansieringsfordelen er funnet ved å trekke finansiell gjeldsrentabilitet fra finansielt gjeldskrav og multiplisere med finansiell gjeldsgrad.

Fra årsrapportene til Eiendomsspar finner vi at selskapet i løpet av 2011 har refinansiert mer enn 4/5 av sine langsiktige lån. Lånene er avdragsfrie, med løpetid på henholdsvis 7 og 10 år. Vi har også tidligere omtalt hvordan bankene har satt strengere krav til eiendomsbransjen, og på bakgrunn av dette disse to faktum vil vi ikke i altfor stor grad vektlegge at Eiendomsspar i periodens gjennomsnitt har en finansieringsfordel knyttet til gjeld. Det synes ikke å være relevant for den kommende perioden.

FINANSIELL EIENDELSRENTABILITET

<i>Finansieringsfordel eiendeler</i>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
Finansiell eiendelsrentabilitet	5,57 %	4,03 %	1,97 %	5,95 %	5,66 %	5,45 %	4,77 %
Finansielt eiendelskrav	4,60 %	4,41 %	2,18 %	2,75 %	2,88 %	2,42 %	3,21 %
Finansiell eiendelsgrad	16 %	13 %	7 %	3 %	5 %	7 %	9 %
Finansieringsfordel eiendeler	0,16 %	-0,05 %	-0,01 %	0,11 %	0,13 %	0,20 %	0,09 %

Figur 14.14. Finansieringsfordel eiendeler for Eiendomsspar 2006-2012. Finansieringsfordelen er funnet ved å trekke finansielt eiendelskrav fra finansiell eiendelsrentabilitet og multiplisere med finansiell eiendelsgrad.

De finansielle eiendelene ble tidligere definert til å være kontanter, fordringer og investeringer. Dersom disse er forvaltet på en god måte, kan man oppnå en positiv differanse til eiendelenes krav. Eiendomsspars rentabilitet på finansielle eiendeler er jevnt over god, og med unntak av 2008 og 2009 er det realisert en fordel. De to årene med negativ differanse kan sannsynligvis finne sin årsak i tap på fordringer eller tilsvarende knyttet til leietagere.

FINANSIERINGSFORDEL NETTO FINANSIELL GJELD

Over tid har Eiendomsspar en marginal finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld. Vi ser imidlertid at trenden siste år er negativ, og med referanse til nevnte refinansiering av gjeld og bankenes endrede betingelser antar vi de siste års observasjoner å være representative for Eiendomsspar. Vi ser også at de absolutte fordelene knyttet til finansiering er marginale. Likevel er de viktige. Eiendomsbransjen er en som tidligere nevnt en kapitalintensiv næring, og selv små marginer vil påvirke Eiendomsspars strategiske fordel.

<i>Finansieringsfordel NFG</i>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
Finansieringsfordel gjeld	0,82 %	1,40 %	0,22 %	-0,41 %	-0,23 %	-1,09 %	0,12 %
Finansieringsfordel eiendeler	0,16 %	-0,05 %	-0,01 %	0,11 %	0,13 %	0,20 %	0,09 %
Finansieringsfordel NFG	0,98 %	1,35 %	0,21 %	-0,31 %	-0,09 %	-0,89 %	0,21 %

Figur 14.15. Finansieringsfordel NFG for Eiendomsspar 2007-2012. NFG er Netto finansiell gjeld. Finansieringsfordelen finnes ved å summere finansieringsfordel for gjeld med finansieringsfordel for eiendeler.

14.3 Analyse av drift

Driftsfordel kan dekomponeres til bransjefordeler, ressursfordeler og en giringsfordel. Under analysen av egenkapitalrentabiliteten kommenterte vi overfladisk til bransjetrender og ressurstilgang. Vi vil nå se på de samme tallene, men i stedet for å fokusere på egenkapitalen, ser vi på netto driftskapital.

$$\text{Driftsfordel} = \text{Bransjefordel} + \text{Ressursfordel} + \text{Giringsfordel}$$

Figur 14.16. Driftsfordel er definert som summen av en bransjefordel, ressursfordel og giringsfordel. De respektive fordelene kan dekomponeres ytterligere.

BRANSJEFORDEL

Bransjefordelen er eksisterende når bransjen under ett har en rentabilitet som er større en kravet. En bransjefordel tyder altså på at det er muligheter i denne bransjen som ikke finnes i andre bransjer. Eksempelvis er dette forhold som kan identifiseres gjennom en PESTEL-analyse av eksterne omgivelser.

$$\text{Bransjefordel} = (\text{ndr}_{\text{bransje}} - \text{ndk}_{\text{bransje}})$$

Figur 14.17. Dekomponert bransjefordel, hvor $\text{ndr}_{\text{bransje}}$ er netto driftsrentabilitet for bransjen og $\text{ndk}_{\text{bransje}}$ er netto driftskapital for bransjen.

Eiendomsbransjen har hatt en vedvarende bransjeulempe gjennom hele analyseperioden. Vi ser en positiv utvikling hvor ulempen reduseres for hvert år som går, ettersom avkastningskravet er redusert blir lavere utover i perioden. Vi vil anta at dette er en trend som med som vil fortsette hovedsakelig fordi en turbulent periode er over, og man har sett en positiv utvikling i leieinntektsnivået de siste årene.

Tallen som er presenter, er i første omgang overraskende - tatt i betraktning våre innledende tanker om eiendomsbransjen. Fra utsiden ser eiendomsbransjen ut som en gullgrube hvor nær

sagt pengene kommer av seg selv. Slik er det altså ikke når vi ser på de underliggende tallene. Forklaringen skyldes delvis noen av våre tidligere operasjoner. Som vi husker er tallmaterialet normalisert og justert.

Normaliserte resultater innebærer at vi har trukket fra alle poster som er ekstraordinære. Normaliserte tall er dermed et bedre utgangspunkt når vi skal prognostisere fremtidsregnskap, men de er også mer egnet til å bedømme den underliggende driften. Bruk av rapporterte tall kunne gitt noe høyere rentabilitet i enkelte år, men vi ville ikke kunne sagt noe meningsfylt om hvorfor eller hvordan det samme forholdet ville påvirket neste års resultat.

Tallmaterialet er også justert for ulike rapporteringsrutiner. Balanseverdiene til både Eiendomsspar og bransjen ble justert slik at de står til historisk kost fra 1. januar. Dette grepet tok vi for å få en bedre sammenligning mellom Eiendomsspar og bransjen. Det medfører imidlertid også at Eiendomsspars investorer fra tiden før 2007 ikke nødvendigvis kjenner seg igjen i våre analyser, siden de har andre inngangsverdier.

Videre kan vi for å underbygge resultatene våre vise til en annen analyse som gir tilnærmet likt resultat. I følge Knivsflå (2012) er gjennomsnittlig netto driftsrentabilitet for eiendomsbransjen i perioden 1999 – 2011 4,1 %. Tilsvarende er medianen til netto driftsrentabilitet for Oslo børs i samme periode 4,8 % (Knivsflå, BUS 424, Forelesningsnotater 2012).

Dersom vi fortsetter analysen av våre tall, finner vi som nevnt en positiv trend hvor bransjeulempen reduseres for hvert av de siste årene. Dette kommer av et fallende avkastningskrav, som er en konsekvens av stadig lavere egenkapitalandel, i tillegg til fallende renter.

Kravene til avkastning for 2007 og 2008 holder et relativt høyt nivå. Dette kommer hovedsakelig av høye risikopremier. Det indikerer generelt god avkastning i markedet og mange alternative investeringsmuligheter utenfor eiendom.

<i>BRANSJEFORDEL</i>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
netto driftsrentabilitet - bransje	4,41 %	4,33 %	4,26 %	4,58 %	4,58 %	4,54 %	4,45 %
netto driftskrav - bransje	8,76 %	8,83 %	6,83 %	7,18 %	7,06 %	6,53 %	7,53 %
Bransjefordel	-4,35 %	-4,50 %	-2,57 %	-2,60 %	-2,49 %	-1,99 %	-3,08 %

Figur 14.18. Dekomponert bransjefordel/(ulempe) for eiendomsbransjen i perioden 2007-2012.

RESSURSFORDEL

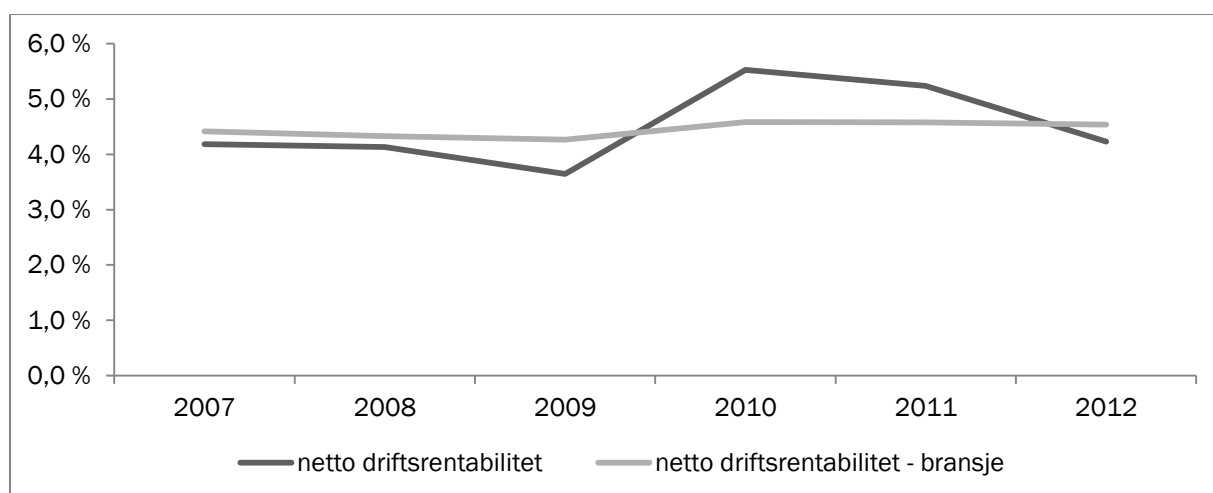
Ressursfordeler eller ulemper kan komme fra to ulike kilder, som begge skriver seg fra bedriftens interne forhold.

$$Ressursfordel = (ndr_i - ndr_{bransje}) + (ndk_{bransje} - ndk_i)$$

Figur 14.19. Dekomponert ressursfordel, hvor ndr_i er netto driftsrentabilitet i selskap i, $ndr_{bransje}$ netto driftsrentabilitet for bransjen. $ndk_{bransje}$ er netto driftskrav for bransjen, mens ndk_i er netto driftskrav for selskap i.

Netto driftsrentabilitet til henholdsvis Eiendomsspar og bransjen er kanskje den mest interessante kilden til ressursfordeler, da dette er et mål på operasjonell prestasjon. Figuren nedfor viser hvordan Eiendomsspar har rentabilitet under bransjen i 2007, 2008 og 2009, men går over i de to påfølgende år. Til tross for en nedgang i 2012 har Eiendomsspar i snitt en driftsrentabilitet som ligger marginalt over bransjens.

Siden resultatene endres fra år og til, og differansen både de enkelte år og i snitt er utpreget marginale, bekrefter det noen av antagelsene våre fra oppsummeringen av SVIMA-analysen. Her stilte vi oss tvilende til at det eksisterer varige konkurransefortrinn for Eiendomsspar, til tross for at bedriften har flere interne styrker. Når tallmaterialet styrker antagelsen vår, kan det være fordi ressursene ikke lett lar seg appropriere, og fordi flere over sikt kan kopieres. Vi skal allikevel ikke underslå faktum at Eiendomsspar har var inne i en god trend i 2010 og 2011. Denne falt tilbake i 2012, og dersom vi gjør en *common-size* analyse av regnskapene til Eiendomsspar, kan vi kanskje se bakgrunnen for den dårlige utviklingen i 2012.



Figur 14.20. Netto driftsrentabilitet for henholdsvis Eiendomsspar og eiendomsbransjen, 2006-2012.

RESSURSFORDEL	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
netto driftsrentabilitet	4,18 %	4,13 %	3,65 %	5,52 %	5,23 %	4,23 %	4,49 %
netto driftsrentabilitet - bransje	4,41 %	4,33 %	4,26 %	4,58 %	4,58 %	4,54 %	4,45 %
diff.	-0,23 %	-0,19 %	-0,62 %	0,94 %	0,66 %	-0,31 %	0,04 %
netto driftskrav - bransje	8,76 %	8,83 %	6,83 %	7,18 %	7,06 %	6,53 %	7,53 %
netto driftskrav	8,29 %	8,37 %	5,88 %	5,98 %	5,94 %	5,78 %	6,71 %
diff.	0,47 %	0,46 %	0,95 %	1,19 %	1,12 %	0,75 %	0,82 %
Ressursfordel	0,24 %	0,26 %	0,34 %	2,14 %	1,78 %	0,44 %	0,87 %

Figur 14.21. Dekomponert ressursfordel for Eiendomsspar, 2006-2012. Ressursfordelen finnes ved å summere differansene mellom (netto driftsrentabilitet for eiendomsspar – netto driftsrentabilitet for bransjen) og (netto driftskrav for bransjen – netto driftskrav for Eiendomsspar).

Som vi husker, var egenkapitalkravet til bransjen lavere enn egenkapitalkravet til Eiendomsspar. Sammenligner vi netto driftskrav, finner vi at eiendomsspar har et lavere krav enn bransjen forøvrig, noe som representerer en ressursfordel for Eiendomsspar. Intuitivt forstår vi at denne forskjellen oppstår på bakgrunn av Eiendomsspars kapitalstruktur.

Vi husker fra presentasjonen av Eiendomsspar at de hadde to grunnleggende prinsipper; de ønsker å holde god kontroll over selskapets likviditet og soliditet, og de prioriterer beliggenhet fremfor alt annet når de vurderer og endrer sin portefølje. Begge disse faktorene bidrar til redusert risiko, og skulle i utgangspunktet kunne redusere krav til avkastning. Ser vi på egenkapitalkravet, er det imidlertid ikke slik. Eiendomsspar har et høyere krav enn bransjen, mye på grunn av likviditetspremie og høyere beta enn bransjen for øvrig. Imidlertid har Eiendomsspar som vi har sett en gjeldsfinansieringsfordel, som kan komme av risiko-orienteringen.

DEKOMPONERING AV NETTO DRIFTSRENTABILITET

Netto driftsrentabilitet hos Eiendomsspar er en sentral størrelse i alle analysene presentert ovenfor. Enkelte ting skulle vi gjerne visst mer om. Eksempelvis kunne det være interessant å finne ut hvorfor netto driftsrentabilitet faller betydelig ned i 2012 sammenlignet med 2010 og 2011. Netto driftsrentabilitet kan som vi ser av formelen nedenfor, dekomponeres til faktorene driftsmargin og omløpshastighet. En slik dekomponering kan gi verdifull innsikt og godt grunnlag for budsjettering av fremtidige regnskap.

$$\text{netto driftsrentabilitet} = \text{netto driftsmargin} * \text{omløpshastighet NDE}$$

Figur 14.22. Netto driftsrentabilitet ndr er et produkt av faktorene netto driftsmargin ndm og omløpshastigheten til netto driftseiendeler NDE

NETTO DRIFTSMARGIN OG COMMON SIZE

Netto driftsmargin beskriver hvor stor andel driftsresultatet utgjør i forhold til driftsinntektene, og beskriver utviklingen i kostnadsbildet relativt til inntekter. *Common-size* vil si å sette regnskapet på felles størrelse for å kunne se utviklingen i den enkelte linje i forhold til inntektene. Av tabellen nedenfor ser vi resultatene av både *common-size*, hvor også netto driftsmargin fremgår.

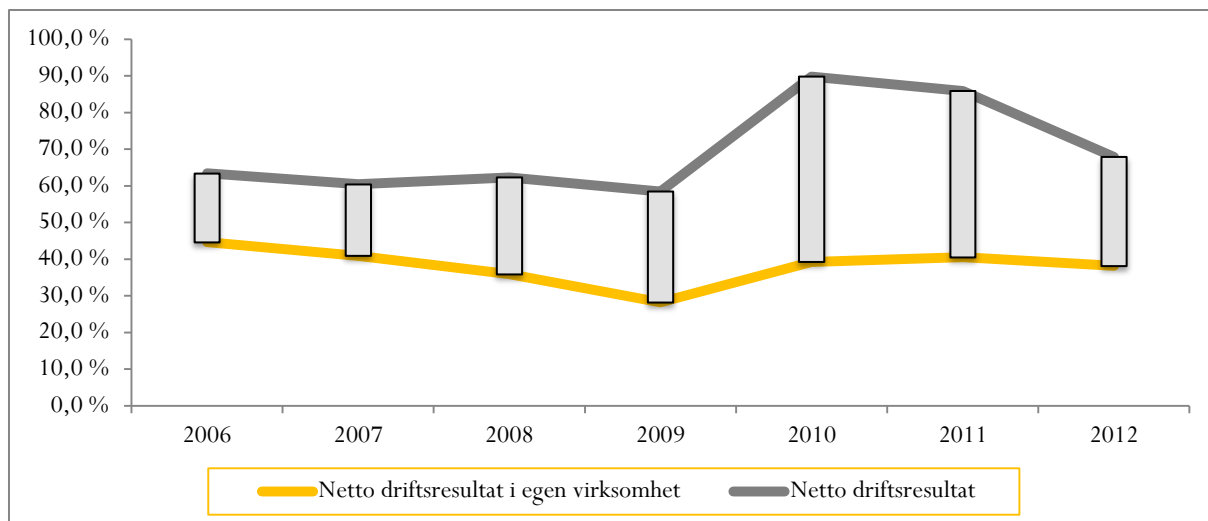
$$\text{netto driftsmargin} \rightarrow \text{ndm} = \frac{\text{Netto Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Figur 14.23. Netto driftsmargin ndm. Finnes ved å dividere årets netto driftsresultat på årets driftsinntekter.

COMMON SIZE - Eiendomsspar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
Leieinntekter	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Driftskostnader eiendommer og prosjekter	-8,4 %	-9,4 %	-11,4 %	-11,3 %	-10,1 %	-8,5 %	-7,9 %	-9,6 %
Lønn og annen driftskostnad	-12,3 %	-11,7 %	-13,3 %	-20,5 %	-14,1 %	-13,4 %	-13,5 %	-14,1 %
Rehabiliteringskostnad	-6,5 %	-11,1 %	-14,2 %	-17,7 %	-8,8 %	-9,2 %	-13,2 %	-11,5 %
Avskrivning på varige driftsmidler	-8,5 %	-8,9 %	-9,4 %	-9,9 %	-10,4 %	-10,6 %	-10,6 %	-9,8 %
Driftsresultat i egen virksomhet	64,2 %	58,9 %	51,6 %	40,6 %	56,5 %	58,4 %	54,9 %	55,0 %
Driftsrelatert skattekostnad - normalisert	-19,6 %	-18,0 %	-15,8 %	-12,4 %	-17,3 %	-17,8 %	-16,8 %	-16,8 %
Netto driftsresultat i egen virksomhet	44,6 %	40,9 %	35,9 %	28,2 %	39,3 %	40,5 %	38,2 %	38,2 %
Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	18,8 %	19,5 %	26,4 %	30,3 %	50,5 %	45,3 %	29,8 %	31,5 %
Netto driftsresultat	63,4 %	60,5 %	62,3 %	58,5 %	89,8 %	85,9 %	67,9 %	69,8 %

Figur 14.24. Common size regnskap for Eiendomsspar i perioden 2006-2012. Alle poster er regnet ut som en prosent av leieinntekter, hvor kostnader følgelig blir et negativt tall.

Common size-regnskapet viser oss noen interessante trender. For det første kan vi se at *driftsresultatet i egen virksomhet* er relativt stabilt mellom 50 og 60 %. Snitt verdien er 55,0 % og er en god beskrivelse av virkeligheten. De store endringene kommer når vi ser på de to nederste linjene i tabellen ovenfor; *nettoresultat fra tilknyttet virksomhet*, som igjen påvirker *netto driftsresultat* betydelig.



Figur 14.25. Oversikt over omgrupperte resultatposter for Eiendomsspar i perioden 2006-2012. Differansen mellom netto driftsresultat og netto driftsresultat i egen virksomhet er vist med stolpediagrammet. Denne differansen tilsvarer posten "Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter".

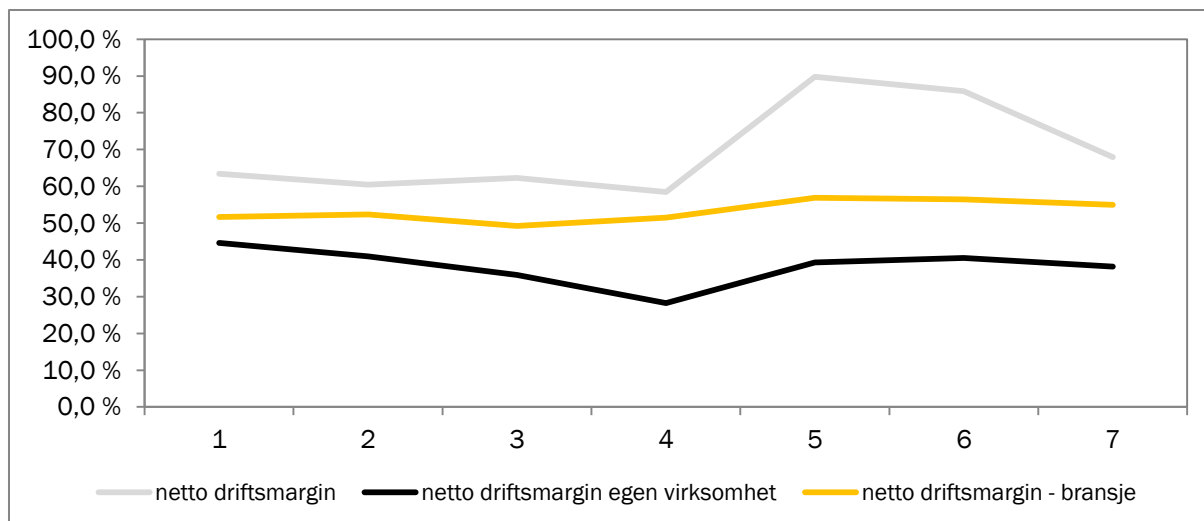
Vi ser forskjellene mellom *driftsresultat i egen virksomhet* og netto driftsresultat i figuren ovenfor. Førstnevnte størrelse er relativt jevn over perioden, mens bidraget fra tilknyttet virksomhet – differansen mellom de to, er svært volatil. Tabellen nedenfor viser de rapporterte absolutte tallene.

Utdrag nøkkeltall - Eiendomsspar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	71,6	81,6	117,4	137,5	240,5	242,7	174,3	152,2
Netto driftsresultat i egen virksomhet	169,8	171,1	159,4	128,1	187,0	217,0	223,4	179,4
Netto driftsresultat	241,4	252,65	276,8	265,61	427,5	459,67	397,7	331,63

Figur 14.26. Netto driftsresultat for Eiendomsspar 2006-2012. Tabellen illustrerer hvor mye av nettodriftsresultat for Eiendomsspar som stammer fra egen virksomhet og hvor mye som kommer fra "nettoresultat i tilknyttede virksomheter".

NETTO DRIFTSMARGIN EGEN VIRKSOMHET – *ndme*

For å få en reell mulighet til å sammenligne Eiendomsspar og bransjen på likt grunnlag, har vi valgt å konstruere et nøkkeltall vi kaller *netto driftsmargin egen virksomhet* – *ndme*. Forholdstallet er en parallell til *ndm*. Vi tar utgangspunkt i nettoresultatresultat fra egen virksomhet og dividerer på driftsinntekter. Siden ingen av bransjeselskapene mottar nevneverdige resultater fra tilknyttet virksomhet, vil Eiendomsspars *ndme* kunne sammenlignes med bransjens *ndm*. Størrelsene er presentert i figuren nedenfor.



Figur 14.27. Netto driftsmargin egen virksomhet nmde og klassisk netto driftsmargin ndm Eiendomsspar, i tillegg til netto driftsmargin ndm for eiendomsbransjen. Perioden 2006-2012.

OMLØPSHASTIGHET PÅ NETTO DRIFTSEIENDELER

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler beskriver inntekten i forhold til investert kapital. Knivsflå (2012) påpeker at omløpshastigheten er diametralt motsatt av driftsmarginen. Høy margin tilsier gjerne lav omløpshastighet, og motsatt.

$$\text{oml\oepshastighet netto driftseiendeler} \rightarrow \text{onde} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{NDE_{t-1} + (\Delta NDE_t - NDR_t)/2}$$

Figur 14.28. Omløpshastighet til netto driftseiendeler onde.

Omløpshastigheten til Eiendomsspar er absolutt lav. Tatt i betraktning at eiendomsbransjen er en svært kapitalintensiv bransje, finner vi ikke det særlig overraskende. Eiendomsspar har noe lavere omløpshastighet enn bransjen.

ONDE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
Driftsinntekter	417,9	444,2	454,2	476,1	535,2	585,6	485,5
Netto driftseiendeler	5 856,8	6 040,9	6 697,7	7 286,4	7 739,1	8 782,5	9 406,8
Omløpshastighet NDE	7,14 %	7,35 %	6,78 %	6,53 %	6,92 %	6,67 %	5,16 %

Figur 14.29. Omløpshastighet netto driftseiendeler onde for Eiendomsspar, 2007-2012.

Dersom det utelukkende hadde vært gjeldende for de siste år, kunne man forklart fenomenet gjennom høyere eiendomsverdier på bakgrunn av beliggenhet, uten at dette i finanskrisetider medførte høyere leieinntekt. Når vi ser at trenden går helt tilbake til 2007, finner vi det vanskelig å begrunne differansen med utgangspunkt i noen tidligere omtalt variabel.

ONDE- Bransje	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
Omløpshastighet NDE	8,73 %	9,03 %	8,58 %	8,59 %	8,60 %	8,60 %	8,69 %

Figur 14.30. Omløpshastighet netto driftseiendeler onde for eiendomsbransjen, 2007-2012.

GIRINGFORDEL

Giring er et uttrykk som refererer til kapitalstrukturen, og graden av giring angir hvor stor gjeldsandel et selskap har i forhold til egenandel. Giring gjør totalkapitalen større. Dersom selskapet et godt drevet vil giring øke avkastningen sammenlignet med om selskapet kun har egenkapital. Tilsvarende vil giring forstørre den negative effekten dersom driften er dårlig. Formelen for giring i analyse av driftsfordel er gitt ved følgende;

$$\text{Giringsfordel} = \left(\frac{\text{NFG}}{\text{EK}} \right) * (\text{Ressursfordel} + \text{Bransjefordel})$$

Figur 14.31. Giringsfordel er definert som andelen Netto finansiell gjeld (NFG) over egenkapital (EK) multiplisert med ressursfordel og bransjefordel.

Giringsfordelen har lite å gjøre med driften isolert, men er resultatet av en faktor som ganges med ressurs- og bransjeforhold. For Eiendomsspars tilfelle har vi funnet at vi har en marginal ressursfordel, mens bransjen under ett har en rentabilitet som er betydelig lavere enn kravet. Eiendomsspar har som resten av eiendomsbransjen en betydelig andel av gjeld, og giringseffekten blir dermed betydelig. Figuren nedenfor viser utviklingen i Eiendomsspars gjeldsandel.

GEARINGFORDEL	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
Ressursfordel	0,24 %	0,26 %	0,34 %	2,14 %	1,78 %	0,44 %	0,87 %
Bransjefordel	-4,35 %	-4,50 %	-2,57 %	-2,60 %	-2,49 %	-1,99 %	-3,08 %
Ressursfordel + Bransjefordel	-4,11 %	-4,24 %	-2,23 %	-0,46 %	-0,71 %	-1,55 %	-2,22 %
Netto finansiell gjeldsgrad	76 %	88 %	97 %	103 %	117 %	104 %	97 %
Gearingfordel	-3,13 %	-3,71 %	-2,17 %	-0,48 %	-0,82 %	-1,61 %	-1,99 %

Figur 14.32. Oppsummering giringsfordel for Eiendomsspar 2007-2012. Ressursfordel og bransjefordel er hentet fra tidligere avsnitt. Giringsfordelen finnes ved å multiplisere netto finansiell gjeldsgrad med summen av ressursfordel og bransjefordel.

Tabellen ovenfor viser resultatene for hvert enkelt år. Som man intuitivt forstår vil en giring være lønnsomt når man har lønnsom drift, og vice versa. Dersom utsiktene til bransjen tilsier vedvarende ulempe, bør gjelden reduseres slik at giringseffekten faller bort. Dersom fremtidsprognosene er positive, kan det lønne seg å ha en viss giring. Vi skal imidlertid huske at giring øker risikoen, og dermed også avkastningskravet.

14.4 Oppsummering av rentabilitet- og lønnsomhetsanalyse

Resultatene fra rentabilitets- og lønnsomhetsanalysen gir håndfaste resultater til bruk i prognosene i del 4. Samtidig finner vi flere interessante resultater som imøtegår våre forventninger og inntrykk av eiendomsbransjen. I innledningen nevnte vi hvordan eiendomsprisene har steget i tilnærmet hele vår levetid, og det etterlatte inntrykket av at eiendomsbransjen gir lettjente penger.

<i>Strategisk fordel</i>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	SNITT
Finansieringsfordel	0,98 %	1,35 %	0,21 %	-0,31 %	-0,09 %	-0,89 %	0,21 %
Driftsfordel	-7,24 %	-7,95 %	-4,40 %	-0,94 %	-1,53 %	-3,15 %	-4,20 %
Strategisk fordel	-6,26 %	-6,60 %	-4,19 %	-1,24 %	-1,62 %	-4,04 %	-3,99 %

Figur 14.33. Oppsummering av strategisk fordel for Eiendomsspar 2007-2012.

Tabellen ovenfor tilbakeviser at eiendomsbransjen gir høy avkastning over kort tid. Gjennom hele analyseperioden har Eiendomsspar en strategisk ulempe. Ulempen reduseres mot slutten av perioden, med unntak av 2012 hvor ulempen igjen øker.

Tidligere fant vi at hovedårsaken til ulempen var knyttet til driften. Finansieringssiden ga Eiendomsspar en fordel i de fleste år, med unntak av noen år med marginal ulempe. Vi fant videre at en ulempe for eiendomsbransjen generelt var faktoren som bidrar til Eiendomsspars ulempe.

Ser vi tilbake til strategisk analyse som ble presentert i del 2, konkluderte vi med at bransjen var moden, og var preget av liten konkurranse. Vi så at konkurransen potensielt kunne økes hvis eksempelvis finansiering blir lettere tilgjengelig, og dersom utviklingen av nye bydelsområder fortsetter i samme tempo. Vi fant imidlertid ingenting som tilsa at bransjen skulle ha noen en strategisk ulempe. Nettopp i en slik sammenheng kommer regnskapsanalysen del 3 til sin rett. Da vi omgrupperte, normaliserte og justert tallene, tok vi et grep som omkonstruerte både Eiendomsspars og bransjens balanser. Vi justerte balansene slik at det fremsto som om selskapene kjøpte alle sine eiendommer per 1. januar 2006. Siden holdt vi balansene til dette historisk kost-nivået, og definerte alle verdiendringer i porteføljen som unormal finansinntekt.

Bransjen rapporterte til virkelig verdi, og fikk sine balanser nedskrevet med verdiøkningen som hadde funnet sted mellom 2006 og 2012. Resultatet ble redusert tilsvarende verdiøkningen hvert enkelt år. Det medførte for at bransjen fikk en noe høyere rentabilitet. Eiendomsspar rapporterte til historisk kost, og hadde svært lave balanseførte verdier. Når vi justerte verdiene til virkelig verdi av 2007, økte balansen med mellom 60 og 70 %. Da vi regnet ut rentabiliteten, ble nevneren i brøken relativt mye større, og rentabiliteten ble tilsvarende lav.

Rentabilitetstallene og lønnsomhetsanalysen støtter opp om to slutninger. Den første er at driften i eiendomsbransjen ikke er spesielt godt forrentende i seg selv. Det er relativt store

verdistigninger i tilknytning til investeringseiendom som de siste årene har bidratt til positive resultater i eiendomsbransjen.

Den andre slutningen er at egenkapitalen i Eiendomsspar er undervurdert fra en ny investors ståsted. De fleste aksjene har vært eid av de samme investorene over lang tid, og disse aksjene er reelt sett ikke for salg. For disse er bokførte egenkapital representativ. Rentabilitetstallene og resultatene vi har funnet, er dermed representative for den avkastningen og den virksomheten vi hadde blitt eksponert for dersom vi hadde kjøpt aksjene i løpet av analyseperioden.

Del 1:

VERDSETTELSE, SELSKAP, BRANSJE, MARKED

Del 2:

STRATEGISK ANALYSE

Del 3:

REGNSKAPSANALYSE

Del 4:

PROGNOSE, VERDSETTELSE, ANBEFALING

DEL 4:

PROGNOSE, VERDSETTELSE, ANBEFALING

Gjennom de foregående tre delene har vi samlet og bearbeidet mye informasjon og en relativt stor mengde data. Relevante problemstillinger knyttet til Eiendomsspar, eiendomsbransjen og eiendomsmarkedet er belyst gjennom strategisk analyse og gjennom analyse av risiko, analyse av avkastningskrav og til slutt analyse av lønnsomhet og rentabilitet. Analyseperioden har vært for årene mellom 2006 og 2012. Vi har avdekket trender, utvikling og de enkeltes selskapers tilpasning til finanskrisen, store oppkjøp og salg.

Målet for informasjonshenting og bearbeidingen har vært å tilegne oss mest mulig kunnskap om de underliggende forholdene. Denne kunnskapen skal vi nå bruke til å lage prognoser for Eiendomsspars utvikling fremover. Vi skal beregne et fremtidig avkastningskrav og til sist finne et estimat for verdien av Eiendomsspar.

Hotelleiervirksomheten i Pandox er en vesentlig del av Eiendomsspar, men på bakgrunn av manglende konsolidering av Pandox regnskaper har vi holdt denne delen utenfor regnskapsanalysen. Allikevel vil utviklingen i Pandox påvirke den endelige verdien av Eiendomsspar. Vi vil derfor begynne med å gjøre en prognose for resultatregnskapene til Pandox.

Videre vil vi beregne et fremtidig avkastningskrav for bransjen under ett. Vi vil bruke mye av den samme metodikken som vi gjorde under beregningen av historiske avkastningskrav.

Vårt endelige mål er å finne verdien av egenkapitalen, uttrykket gjennom et estimat på pris per utestående aksje, også kalt estimert aksjekurs. Vi vil som vi tidligere omtalte bruke både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. En konvergering av resultatene fra de to metodene vil gi oss det endelige estimatet. Avslutningsvis vil vi vurdere vårt verdiestimat opp mot omsatt pris i markedet, pris på komparative selskaper – og gi en handlingsanbefaling.

15.0 PROGNOSE FOR PANDOX AB

Vi har tidligere forklart hvorfor vi skiller ut Pandox og lager en egen prognose for hotellvirksomheten. I den følgende delen vil vi estimere regnskap og balanse for Pandox for perioden frem til og med 2019. Valg av periode og begrunnelse er sammenfallende med prognoseperioden for Eiendomsspar. Metoden vi bruker for prognosene vil ligge nær metoder som brukes for å estimere fremtidige kontantstrømmer. Først og fremst vil vi ha fokus mot å finne ett troverdig estimat på årsresultatet. Siden 50 % av selskapet tilhører Eiendomsspar, vil vi forutsette av selskapet over tid vil realisere en tilsvarende andel av hvert års resultat og vi bruker, for enkelhets skyld resultatet som en approksimasjon på kontantstrømmen fra Pandox til Eiendomsspar. Denne størrelsen vil derfor overføres til Eiendomsspar. Dette vil fremgå i den fundamentale verdsettelsen av Eiendomsspar.

15.1 Modellen

I modellering av fremtidig regnskap og balanse har vi brukt en klassisk modell bestående av fire ulike fremgangsmåter for å budsjettere de ulike postene. Metoden er hentet fra Benninga (Benninga 2008):

1. Posten er oppgitt som en prosent av en annen post, definert som en funksjonelt forhold. Vi har satt driftsinntekter som driver for regnskapet og følgelig er de fleste forholdene basert på et funksjonelt forhold til salg.
2. Posten er oppgitt som et regnskapsmessig forhold. For eksempel er finanskostnader satt som et regnskapsmessig forhold knyttet til rentebærende gjeld i balansen.
3. Posten vokser ut i fra en bestemt vekstrate.
4. Posten holdes konstant lik fjorårets størrelse.

15.2 Regnskapet

RESULTATREGNSKAP - DRIVERE	Normaliserte historiske ratioer, i prosent						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Leieinntekter (prosentvis)		23 %	17 %	-2 %	3 %	4 %	0 %
Eiendomskostnader/Leieinntekt	18 %	16 %	15 %	13 %	15 %	15 %	13 %
Bruttomargin/Leieinntekt	82 %	84 %	85 %	87 %	85 %	85 %	87 %
Administrative kostnader/Leieinntekt	8 %	7 %	7 %	8 %	8 %	9 %	8 %
Avskrivninger/Eiendommer	1,4 %	1,7 %	1,9 %	2,2 %	2,3 %	2,1 %	2,2 %
Driftsmargin hotelldrift	3 %	3 %	2 %	-3 %	0 %	0 %	0 %
Driftsresultat/Leieinntekter	62 %	63 %	63 %	54 %	57 %	57 %	59 %
Finansinntekter/Konter	2,41 %	3,67 %	3,62 %	7,81 %	1,48 %	2,99 %	3,13 %
Finanskostnader/Gjeld	3,81 %	4,28 %	4,70 %	3,74 %	3,02 %	3,45 %	3,57 %

Figur 15.1. Resultatregnskapets drivere for Pandox i perioden 2006 – 2012. Veksten er angitt som prosentvis vekst fra forgående år.

RESULTATREGNSKAP - DRIVERE	Gjennomsnitt	
	%	Trend
Leieinntekter (prosentvis)	8 %	↓
Eiendomskostnader/Leieinntekt	15 %	↘
Bruttomargin/Leieinntekt	85 %	
Administrative kostnader/Leieinntekt	7,70 %	→
Avksrivninger/Eiendommer	2,0 %	
Driftsmargin hotelldrift	0,7 %	↘
Driftsresultat/Leieinntekter	59 %	→
Finansinntekter/Kontanter	3,59 %	↗
Finanskostnader/Gjeld	3,80 %	↗

Figur 15.2. Driverne for resultatregnskapet. Snittet er regnet over perioden 2006 -2012. Tallene angir årlig prosentvis vekst i forholdstallet. Trenden er angitt med pilens retning.

LEIEINNTEKTER

Vi definerer leieinntekter som den mest sentrale driveren for Pandox. Regnskapet og balansen følger i stor grad direkte eller indirekte gitte forhold knyttet til leieinntekter. Historisk vekst i leieinntekter har vært ganske volatil, og har falt betydelig de siste årene.

Pandox kjøpte som tidligere omtalt Norgani Hotels av Norwegian Property i 2010. Oppkjøpet doblet nesten Pandox's størrelse. I dag er Norgani Hotels nesten fullt integrert i Pandox. Vi tror dette oppkjøpet er bakgrunnen for de reduserte leieinntekten de siste årene. Fokuset har gått bort fra topplinjen til fordel for samkjøring og integrering av Norgani.

Pandox jobber videre med integrasjonen. Selskapet har solgt ut og rendyrket sin portefølje, og i sin årsberetning skriver de om planer for flere salg. Samtidig har de lansert ett betydelig renovasjonsprogram i samarbeid med Scandic Hotels. Oppgraderingsprosjektet resulterer i en total renovering av 38 hoteller fra Norgani-porteføljen. Oppgraderinger medfører en større ledighet i årene mellom 2012-2015. Etter at oppgraderingen er ferdig, er det forventet betydelig økning i leieinntekter.

Vi forventer derfor en negativ utvikling i leieinntekter på kort sikt. I 2016 tror vi at vi vil få en betydelig økning i leieinntektene, før dette vil konvergere mot et bransjesnitt og en terminalvekst tilsvarende veksten for Eiendomsspar.

EIENDOMSKOSTNADER

Bransjen bruker ofte en sjablonmessig sats basert på eiendommene for å beregne eiendomskostnader. Eiendomskostnader går til vedlikehold og enkel rehabilitering av eiendommene, noe som gjør det naturlig å beregne eiendomskostnadene i prosent av

leieinntektene. Vi velger å legge gjennomsnittet for 2006-2012 til grunn for beregningen av den fremtidige eiendomskostnaden. Vi holder oppgraderingsprosjektet til Pandox og Scandic Hotels utenfor, da vi antar at kostnadene blir balanseført og avkrevet på lik linje med bygningsmassen.

ADMINISTRATIVE KOSTNADER

Administrative kostnader inkluderer hovedsakelig lønn og godtgjørelse. Driveren for de administrative kostnadene er leieinntekter. Det er naturlig å tro at høyere omsetning fører til økt bemanning på sikt. Dersom leieinntektene synker er det naturlig å tro at selskapet vil redusere lønnslisten, selv om dette kan ta noe lenger tid. De administrative kostnadene for 2012 er nesten tilsvarende som gjennomsnittet mellom 2006-2012. Vi antar administrasjonskostnadene i fremtiden vil bli værende på gjennomsnittsnivået.

HOTELLDRIFT I PANDOX

Pandox driver som nevnt tidligere ett fåtall hoteller selv. Dette er et strategisk trekk for å øke forhandlingsmakten ovenfor hotellkjedene de har avtale med. Historisk har ikke denne driften gitt noe avkastning. Siden dette ikke er kjernevirksomheten tror vi ikke at Pandox vil legge ned store ressurser i å gjøre hotelldriften lønnsom. Vi velger derfor å budsjettere med at driftskostnadene til hotelldriften vil holdes konstant og utlignes av inntektene. Marginen for hotelldriften isolert sett vil være lik null i fremtiden.

AVSKRIVNINGER

I følge årsrapporten til Pandox stammer alle avskrivningene fra eiendommene som avskrives, samt noe utstyr. Pandox har nå kvittet seg med de fleste hotellene som ikke passer inn i porteføljen, og vil fortsette arbeidet fremover. Avskrivninger i eiendom er vanligvis 2 % saldoavskrivning, slik at mindre portefølje tilsier mindre avskrivning. Vi tror at effekten av salgene vil veies opp av de antatt balanseførte oppgraderingene. Vi holder avskrivningene på 2012-nivået fremover.

FINANSINNTEKTER

Selskapets finansinntekter stammer fra renter på bankinnskudd. Selskapet har de siste årene hatt en renteinntekt som tilsvarer en rente på $\approx 3\%$. Vi mener det er naturlig å tro at selskapet opprettholder denne renten i årene fremover og knytter den derfor til posten kontanter og bankinnskudd.

FINANSKOSTNADER

Finanskostnader består av rentekostnadene på den rentebærende gjelden. Selskapet oppgir i sine årsrapporter at den gjennomsnittlige renten i 2012 lå på $\approx 3,5\%$. Den fremtidige rentekostnaden avgjøres av hvilken rente markedet er villig til å låne ut penger til Pandox. Gjelden blir ikke like fritt omsatt som egenkapitalen da den hovedsakelig består av banklån og ikke obligasjonslån. Dette gjør det vanskeligere å forutsi hva den fremtidige lånekostnaden til Pandox vil bli.

Fra del 1 husker vi Norges Banks forventning om at rentenivået vil stige opp fra dagens lav nivå til et mer normalisert nivå. Vi adopterer dette synet. Vi legger derfor renten for 2012 til grunn og lar renten vokse mot et normalisert nivå. Det tilsier ifølge våre beregninger at renten skal stige lineært med $1,08\%$. Dette vil forklares nærmere i kapitlet om fremtidige krav.

RESULTATREGNSKAP - DRIVERE	Fremtidsprognose							
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Leieinntekter (prosentvis)	-1,0 %	0,0 %	3,0 %	10,0 %	8,0 %	5,0 %	4,5 %	4,5 %
Eiendomskostnader/Leieinntekt	14,9 %	14,9 %	14,9 %	14,9 %	14,9 %	14,9 %	14,9 %	14,9 %
Bruttomargin/Leieinntekt	85,1 %	85,1 %	85,1 %	85,1 %	85,1 %	85,1 %	85,1 %	85,1 %
Administrative kostnader/Leieinntekt	7,7 %	7,7 %	7,7 %	7,7 %	7,7 %	7,7 %	7,7 %	7,7 %
Avksrivninger/Eiendommer	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Driftsmargin hotelldrift	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Driftsresultat/Leieinntekter	58,8 %	58,3 %	58,3 %	59,2 %	59,7 %	59,7 %	59,6 %	59,5 %
Finansinntekter/Kontanter	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
Finanskostnader/Gjeld	3,70 %	3,84 %	3,98 %	4,13 %	4,28 %	4,44 %	4,61 %	4,78 %

Figur 15.3. Oppsummering av prognoser for perioden 2013E – 2020E. Prosentatsene angir årlig vekst i forholdstallet sammenlignet med forgående år.

ANDRE FINANSIELLE POSTER

Finansielle poster er knyttet til gevinster/(tap) ved salg av eiendommer. Vi har ingen inngående kjennskap til hva selskapet kommer til å selge i fremtiden og desto mindre om hva gevinsten eller tapet av salget kommer til å være. Selv om vi hevder at kjøp og salg av eiendom er en av kjernevirksomhetene til selskapet, velger vi å klassifisere denne posten som unormal og forutsette at den vil være lik null i fremtiden. Gevinster og tap fra verdistigning på eiendommer kan ikke klassifiseres som driftsinntekt, slik at antakelsen om at dette er en unormal post vil føre til at resultatet som Pandox tilfører Eiendomsspar ytterligere vil reflektere drift og ikke finans.

ANDEL RESULTAT FRA TILKNYTTET VIRKSOMHET

VEKST	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Vekst i Norgani	10,0 %	10,0 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	4,5 %	4,5 %

Figur 15.4. Prognostisert vekst i resultatet fra tilknyttet virksomhet i Pandox.

Resultatet fra denne posten stammer fra resultatet fra Norgani Hotels. Det finnes ingen offentlige årsregnskap for Norgani, noe som gjør det er derfor vanskelig å sette tall på denne resultatposten. Vi mener Norgani Hotels i fremtiden vil fortsette å levere gode resultater. Vi setter vekst i resultatdelen for Norgani til fortsatt 10 % vekst i de neste årene, før veksten avtar og konvergerer mot den langsiktige realøkonomiske veksten på 4,5 %.

SKATTEKOSTNAD

Fra Eiendomsspar sine årsrapporter fremkommer det at resultatet fra felleskontrollert virksomhet er et bruttoresultat. De oppgir videre i skattenotene hvor mye av skatten som stammer fra den felleskontrollerte virksomheten. Dette tolker vi dit at resultatet som fra Pandox er brutto. Derfor vil ikke skattekostnaden til Pandox spille inn på størrelsen på resultatet som Eiendomsspar mottar. Vi bestemmer derfor resultatet før skatt.

15.3 Balansen

For balansetallene finner vi følgende historiske utvikling.

BALANSEN - DRIVERE	Normaliserte historiske ratioer, i prosent						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Eiendommer (prosentvis)		25 %	18 %	11 %	1 %	-1 %	4 %
Utstyr/Leieinntekter	44 %	54 %	60 %	69 %	64 %	60 %	77 %
Kontanter og bankinnskudd/Leieinntekter	27 %	35 %	38 %	36 %	42 %	35 %	30 %
Gjeld/Egenkapital	2,27	2,68	2,62	2,56	2,71	2,73	2,83

Figur 15.2. Driver for prognostisering av balansen. Prosentatsene viser årlig vekst i forholdstallet per år i perioden 2006 – 2012.

EIENDOMMER OG UTSTYR

Vi forventer at Pandox vil holde eiendomsmassen ganske stabil i fremtiden. Vi ser av de historiske dataene at Pandox har evne til å kjøpe porteføljer av hoteller. På kort sikt forventer vi at netto endring i eiendomsmassen vil være null, med unntak av aktiveringen av verdien som stammer fra oppgraderingen i samarbeid med Scandic. Denne oppgraderingen er forventet å koste 1,6 milliarder svenske kroner, hvorpå vi antar partene vil dele regningen omtrent likt. Kostnadene ved oppgraderingen vil aktiveres i balansen og avskrives, slik at vi dermed får en positiv tilgang på

250 millioner svenske kroner til eiendommene over treårsperioden. Fra og med 2016 antar vi at eiendomsporteføljen vil være relativt stabil. Siden Pandox er en av de største aktørene innenfor hotelleiendom, er det naturlig å anta at de vil være tilbøyelige til å kjøpe opp hotelleiendomsporteføljer i fremtiden også. Dette er vanskelig å predikere når vil skje, men vi antar store oppkjøp vil utgjøre en gjennomsnittlig prosentvis årlig vekst på 5% fremover.

<i>BALANSEN - DRIVERE</i>	<i>Gjennomsnitt</i>	
	<i>%</i>	<i>Trend</i>
Eiendommer (prosentvis)	9 %	↘
Utstyr/Leieinntekter	67 %	↗
Kontanter og bankinnskudd/Leieinntekter	35 %	→
Gjeld/Egenkapital	2,71	→

Figur 15.6. Driverne for balansen. Vi ser den prosentvise, årlige trenden fra de siste 6 årene.

UTSTYR

Vi forventer at samleposten utvikler seg i tråd med leieinntektene. De siste årene har de fått betydelig mer utstyr og vi forventer et funksjonelt forhold mellom de tre siste årenes gjennomsnitt og fremtidige leieinntekter.

ANDRE AKSJER

Denne posten referer til verdien av aksjene de eier i Norgani Hotels. Vi forventer at den holder seg lik i fremtiden.

LANGSIKTIGE FORDRINGER

Denne posten omhandler hovedsakelig finansielle sikkerheter som selskapet har stilt for å redusere valuta- og rentetap. Vi velger å beholde 2012 nivået for denne posten. Postene som skal sikres er konstant, og det er dermed naturlig at også sikringen er konstant.

OMLØPSMIDLER

Omløpsmidlene fratrukket kontanter har holdt seg relativt stabilt i hele perioden. De utgjør heller ikke så stor andel av totalkapitalen, noe som er følger av Pandox' forretningsområde. Vi velger å holde alle postene – unntatt kontanter, likt 2012 tallene.

KONTANTER OG BANKINNSKUDD

Pandox' drift og forretning tilsier en liten andel av kontanter og likvider. Rehabilitering og større prosjekter vil sannsynligvis lånefinansieres. Vi holder andelen kontanter og bankinnskudd tett

knyttet til leieinntektene. Historiske forhold mellom kontanter og leieinntekter har ligget omkring 30 % – 40 % gjennom perioden. Vi legger gjennomsnittet til grunn for fremtiden.

UTSATT SKATT

Utsatt skatt reflekterer forskjellen mellom bokført verdi og virkelig verdi av eiendommene. Historisk sett har vært en bra verdistigning på eiendommene, har vi ikke mulighet til å predikere dette fremover med noe særlig god treffsikkerhet. Vi velger derfor å holde utsatt skatt konstant til 2012 nivået.

LEVERANDØRGJELD OG ANDRE KORTSIKTIGE FORPLIKTELSER

Kortsiktige gjeldsposter følger samme resonnement som selskapets omløpsmidler. Størrelsene er små og relativt uvesentlige i det store bildet. Pandox uttaler selv i årsrapporten at de har liten arbeidskapital og at den vil forbli liten fremover også. Derfor antar vi at disse postene vil være tilnærmet like i størrelse. Vi velger derfor å holde dem konstant like 2012 tallene.

GJELD TIL KREDITTINSTITUSJONER

Vi har forutsatt en begrensning på gjelden. Selskapet opplyser i sine årsrapporter at de er tilfreds med kapitalstrukturen, og at endringer ikke er aktuelt på grunnlag av eksterne forutsetninger (Pandox 2012). Vi antar derfor at Pandox har gjeldsfinansiering med covenants knyttet til kapitalstruktur.

Egenkapitalandelen har ligget på ~27 % over de siste 3 årene. Vi antar at dette er en kapitalstruktur selskapet vil opprettholde fremover. Dette tilsvarer en gjeldsgrad på 2,71. Vi legger til grunn at gjeldsgraden ikke skal overstige dette i fremtiden. Utviklingen i rentebærende gjeld vil dermed utvikle seg i takt med verdien til eiendelene til Pandox.

EGENKAPITAL

Vi forventer at aksjekapitalen og overkursfondet holder seg likt som det alltid har vært. Vi har derimot slått sammen *Resultat* og *Opptjent egenkapital* til en post. Denne posten fungerer som *policy variable* (Benninga 2008). Det vil si at det er denne posten som får balansen til å balansere. Det vanligste er enten å velge egenkapital eller kontanter som *policy variable*. Vi mener at det ikke er realistisk å bruke kontanter, da selskapet ikke har bruk for for mye overskuddslikviditet. Ved å sette *opptjent egenkapital* som *policy variable*, mener vi at en endring i selskapets eiendeler som ikke kan forklares av en tilsvarende motpost i gjeldssiden av balansen, påvirker i stedet egenkapitalen. Dersom egenkapitalen vokser mye, kan selskapet enten frigi penger til investorene ved å kjøpe tilbake egne aksjer, eller ved å betale det ut som

utbytte. Sistnevnte tror vi er mest naturlig for Pandox. Dette fordrer imidlertid at selskapet bryter med forutsetningen om en konstant egenkapitalandel på 27 %.

BALANSEN - DRIVERE	Fremtidsprognose							
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Eiendommer (prosentvis)	M250	M250	M250	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Utstyr/Leieinntekter	66,9 %	66,9 %	66,9 %	66,9 %	66,9 %	66,9 %	66,9 %	66,9 %
Kontanter/Leieinntekter	34,8 %	34,8 %	34,8 %	34,8 %	34,8 %	34,8 %	34,8 %	34,8 %
Gjeld/Egenkapital	2,71	2,71	2,71	2,71	2,71	2,71	2,71	2,71

Figur 15.7. Figuren oppsummerer prognosene for balansen til Pandox for perioden 2013E – 2020E. Veksten i eiendommer er angitt i absolutte tall for den første treårsperioden, deretter i prosent av forrige års absolutte størrelse.

15.4 Fremtidsregnskap og balanse

Analysen av regnskapet og balansen over kan setes sammen til et fremtidsregnskap og en fremtidsbalanse.

Pandox rapporterer sine tall i svenske kroner, slik at resultatene er nødt til å konverteres om til norske kroner. Eiendomsspar har en valutarisiko knyttet opp til SEK/NOK kursen og har ifølge egen årsrapport ingen finansielle derivater som sikring mot valutatap. Endringer i valutakursen kan følgelig medføre endringer i resultatandelen overført til Eiendomsspar. Kursen vi har valgt å legge til grunn er SEK/NOK kursen pr. 31.12.2012, som var 85,49 (Norges Bank 2013).

Vi forutsetter at resultatet som blir overført til Eiendomsspar er et bruttoresultat, slik at Eiendomsspar skatter av dette på egen hånd i verdsettelsen av Eiendomsspar. Historisk sett har den effektive skattesatsen på felleskontrollert virksomhet vært ~12 %. Vi legger denne skattesatsen til grunn for beregning av skatt på fremtidige resultater fra Pandox. Beskatningen skjer på Eiendomsspar sin hånd. Prognoser for fremtidige resultatregnskap er gjengitt nedenfor.

15.5 Eiendomsspars resultatandel fra Pandox

En kort oppsummering av verdsettelsen av resultatet til Pandox viser et tilnærmet likt resultat de første tre årene. Dette kommer som en følge av at Pandox står ovenfor en del oppgraderinger, som gjør at resultatene vil reduseres litt. Denne effekten oppveies imidlertid litt av at Norgani er forventet å levere gode resultater på kort sikt. På lengre sikt forventer vi en økning i resultatet, basert på høyere leieinntekter og lavere ledighet i porteføljen. Resultatet konvergerer mot en *steady state* tilstand i 2019, likt som for Eiendomsspar.

<i>FREMTIDIG RESULTATREGNSKAP</i>	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Leieinntekter	951	951	980	1 077	1 164	1 222	1 277	1 334
Eiendomskostnader	-141	-141	-146	-160	-173	-182	-190	-198
Brutto resultat	810	810	834	917	991	1 040	1 087	1 136
Netto driftsinntekter fra hotelldrift	0	0	0	0	0	0	0	0
Administrative kostnader	-73	-73	-75	-83	-90	-94	-98	-103
Avskrivninger	-177	-182	-187	-196	-206	-217	-227	-239
Driftsresultat	559	554	571	638	695	730	761	795
Finansinntekter	10	10	11	12	13	13	14	15
Finanskostnader	-297	-315	-335	-365	-397	-431	-467	-507
Andre finansinntekter/(kostnader)	0	0	0	0	0	0	0	0
Andel resultat fra felleskontrollert virksomhet	188	207	224	239	254	266	278	291
Resultat før skatt	461	457	471	524	565	579	587	593
Valutakurs (SEK/NOK)	85,49	85,49	85,49	85,49	85,49	85,49	85,49	85,49
Valutajusert resultat	394	390	403	448	483	495	502	507
Resultatandel til Eiendomsspar	197	195	201	224	241	247	251	254

Figur 15.8. Tabellen viser prognostisert resultatregnskap for Pandox for perioden 2013-2020.

<i>FREMTIDIG BALANSE</i>	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Eiendommer	8 785	9 035	9 285	9 535	10 012	10 512	11 038	11 590	12 169
Utstyr	740	637	637	656	721	779	818	855	893
Sum varige anleggsmidler	9 525	9 672	9 922	10 191	10 733	11 291	11 856	12 445	13 063
Andre aksjer	1 567	1 567	1 567	1 567	1 567	1 567	1 567	1 567	1 567
Andre langsiktige fordringer	235	235	235	235	235	235	235	235	235
Sum finansielle anleggsmidler	1 802	1 802	1 802	1 802	1 802	1 802	1 802	1 802	1 802
Utsatt skatt	125	125	125	125	125	125	125	125	125
SUM ANLEGGSMIDLER	11 451	11 598	11 848	12 117	12 659	13 218	13 782	14 371	14 989
Varelager	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Kundefordringer	131	131	131	131	131	131	131	131	131
Skattefordringer	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Andre fordringer og forskuddsbetalte kostnader	61	61	61	61	61	61	61	61	61
Kontanter og bankinnskudd	287	331	331	341	375	405	425	444	464
SUM OMLØPSMIDLER	492	535	535	545	579	609	630	649	669
Sum EIENDELER	11 943	12 134	12 384	12 663	13 239	13 827	14 412	15 020	15 658
Aksjekapital	374	374	374	374	374	374	374	374	374
Overkursfond	122	122	122	122	122	122	122	122	122
Opptjent egenkapital	2 624	2 776	2 843	2 919	3 074	3 233	3 390	3 554	3 726
SUM EGENKAPITAL	3 119	3 271	3 339	3 414	3 569	3 728	3 886	4 050	4 222
Utsatt skatt	393	393	393	393	393	393	393	393	393
Pensjonsavsetninger	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Gjeld til kredittinstitusjoner	7 991	8 030	8 212	8 416	8 837	9 267	9 694	10 138	10 603
Sum langsiktig gjeld	8 389	8 427	8 610	8 813	9 234	9 664	10 091	10 535	11 001
Leverandørgjeld	88	88	88	88	88	88	88	88	88
Gjeld til konsernselskaper	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Skatteforpliktelse	23	23	23	23	23	23	23	23	23
Andre forpliktelse og påløpte kostnader	292	292	292	292	292	292	292	292	292
Sum kortsiktig gjeld	435	435	435	435	435	435	435	435	435
SUM GJELD	8 824	8 862	9 045	9 249	9 670	10 099	10 526	10 970	11 436
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	11 943	12 134	12 384	12 663	13 239	13 827	14 412	15 020	15 658

Figur 15.9. Tabellen viser prognostisert balanse for Pandox for perioden 2013 – 2020.

16.0 FREMTIDSBUDSJETTERING EIENDOMSSPAR

En viktig del av en verdivurdering er å gjøre seg opp en mening om hvordan de enkelte drivere og faktorer endrer seg. Prognoser for utvikling settes opp i et fremtidsregnskap. Kompleksiteten i fremtidsbudsjetter gjør at enkle modeller kan være vel så gode som kompliserte modeller. Enklere modeller vier mer oppmerksomhet til de viktigste verdidriverne, men utelater mindre faktorer som vanskelig kan forutsees og som relativt sett har liten påvirkning på det endelige verdiestimatet (Kinserdal 2013).

Usikkerheten i estimatene vi kommer frem til er betydelige. Vi vil legge til grunn og forklare det vi tror er en trend for utviklingen. Tallestimatene skal beskrive trenden kvantitativt. Om en skal velge, bør en tillegge de kvalitative beskrivelsene mest. Tallfestingen av trender er en krevende øvelse, og blir derav mer en tilnærming enn noe annet. Det tilsier at desimaler blir ganske overflødig i prognosen.

En viktig kilde til utarbeidelse av prognosene er orienteringene fra Eiendomsspars egne årsrapporter. Vi vil også bruke rapporteringer fra ulike meglerhus og analytikere. Stoffet ble gjennomgått og presentert i del 1, og vi vil henvise til denne delen i kommende prognoser. Det er imidlertid viktig å være klar over at disse kildene ikke alltid er objektive. Eiendomsspar har incentiver for å "selge seg inn" til investorer og eiere eller sette overdrevent positive estimater for å ha noe å strekke seg etter. Meglerhus og analytikere jobber som regel på vegne av andre som kan ha interesse av gode tall, og rapportene kan være farget av slike hensyn. Vi vil derfor ha en nøktern tilnærming til veldig positive estimater.

Prognosemodellen henger tett sammen med verdsettelsesmodellen. Vi begynner med en introduksjon, før vi definerer de ulike verdidriverne som spiller en viktig rolle Eiendomsspar. Verdidriverne vil deretter estimeres for kommende periode. Vi oppsummerer fremtidsbudsjettet i sin helhet avslutningsvis i kapittelet.

16.1 Modellbeskrivelse

Oppgaven vår er investororientert, og hovedformålet er å estimere egenkapitalverdien og verdien av aksjene til Eiendomsspar. Det følger naturlig at modellen vi bruker fokuserer på resultatstørrelser fremfor kontantstrømmer. Resultatstørrelser er ofte ansett som mer treffende enn kontantstrømmer for å analysere fremtidig inntjening (Penman, Financial Statement Analysis and Security Valuation 2013). Den endelige modellen vi bruker bygger på verdsettelesmetoden i BUS 425 – "Verdsettelse" ved NHH (Knivsflå, BUS 425, Forelesningsnotater 2006) og Penman (Penman, Financial Statement Analysis and Security Valuation 2013).

Modellen baserer seg på åtte viktige budsjett drivere for Eiendomsspar. De ulike budsjett driverne vil ta utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Budsjett driverne vil bli forklart og gjennomgått hver for seg.:

1. Vekst i driftsinntekter
2. Omløpet til netto driftseiendeler
3. Netto driftsmargin i egen virksomhet
4. Finansiell gjeldsdel
5. Finansiell eiendelsdel
6. Netto finansiell gjeldsrente
7. Resultat fra felleskontrollert virksomhet Pandox

TIDSHORISONT

Tidshorisonten for fremtidsbudsjettet er viktig. I teorien forutsetter vi at selskapet skal drives til evig tid. Det er naturlig nok umulig å prognostisere i et slikt perspektiv. Vi velger derfor en eksplisitt periode frem til Eiendomsspar stabiliserer seg i *steady state*. *Steady state* er et stadium hvor veksten og budsjett driverne utvikler seg konstant.

Vi setter den eksplisitte prognoseperioden for Eiendomsspar til 7 år. Eiendomsspar vil i løpet av disse syv årene gå gjennom tre faser. Den første fasen er de neste tre årene (2013-2015). For denne fasen har vi brukbare estimater for eiendomsbransjen. Mye er gitt på bakgrunn av dagens kontrakter og makroøkonomiske forhold. Den neste fasen (2016-2018) er det naturlig å tro at avkastningen normaliserer seg og konvergerer mot et gjennomsnittsavkastningskrav for bransjen (Møller 2011). Den tredje fasen er det første året i *steady state*. For Eiendomsspar antar vi at dette skjer i 2019.

Usikkerheten knyttet til fremtiden tilsier at det er lite hensiktsmessig å budsjettere kontantstrømmer til all fremtid. Estimaterne blir for unøyaktige og usikkerheten stor. Derfor fastsetter vi terminalåret til *steady state*. Terminalåret forutsettes å være representativt for alle fremtidige år, og neddiskontert kaller vi terminalåret for terminal-verdi. Terminalverdi tilsvarer verdien av selskapets inntjening fra slutten av eksplisitt periode og til evig tid.

En forutsetning for at selskapet skal være i *steady state* er at bedriften opererer i en moden og stabil bransje. Selv om eiendomsbransjen er en syklisk bransje, preget av oppkjøp og frasalg og verdiendring av eiendommer, er de normaliserte inntektene og kostnadene relativt stabile. Dette indikerer at bransjen er moden.

For beregning av terminalverdi kan formelen nedenfor benyttes. Det forutsettes at fremtidige kontantstrømmer vokser med en konstant vekst lagt til grunn i *steady state*. Veksten er kalt

egenkapitalvekst, ekv , eller terminalvekst. Egenkapitalens avkastningskrav tilsvarer ekk . Vi finner følgende sammenheng mellom verdi, kontantstrøm, vekst i kontantstrøm og avkastning slik:

$$Terminalverdi_T = \frac{\left(\frac{FKE_T * (1 + ekv)}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T)} \right)}{(ekk - ekv)}$$

Figur 16.1. Terminalverdien er gitt av driverne Fri kontantstrøm til Egenkapital FKE, egenkapitalvekst ekv og egenkapitalkravet ekk . T angir tidspunktet for terminalåret.

Vi merker oss at avkastningskravet til egenkapitalen må overstige egenkapitalveksten som legges til grunn som terminalvekst. I motsatt fall vil verdien av alle fremtidige kontantstrømmer være negativ.

16.2 Driftsinntekstvekst

Driftsinntektene til Eiendomsspar stammer i all hovedsak av leieinntekter fra eiendommene. Når vi budsjetterer fremtidige driftsinntekter må vi identifisere de underliggende faktorene som forklarer veksten i leieinntektene.

Tilbud og etterspørsel er en sentral faktor for leieinntektsnivået. Dersom etterspørselen i markedet blir ekstremt lav, kan Eiendomsspar risikere at ledigheten øker. Arealledighet tilsier at leieinntekten på enkelte eiendommer faller bort i sin helhet. Etterspørselen vil naturligvis også påvirke de absolutte prisene. Eiendomsspar vil sannsynligvis ha noe ledighet i tilknytning med rehabilitering. På bakgrunn av generelt godt vedlikehold og lange kontrakter tror vi imidlertid at ikke det vil være noen vesentlig faktor for leieinntektsnivået.

Viktige drivere for tilbudssiden er netto arealabsorpsjon, definert som andelen av ledige og ferdigstilte nybygg som blir utleid i løpet av ett år. Lav absorpsjon vil medføre reduserte leiepriser. Videre er det slik at man kjenner til igangsatte nybygg, og på den måten også delvis kan forutsi tilgangen på lokaler. Tall fra Oslostudiet viser at tilførselen av nybygg er forventet å synke i 2013 og 2014. Redusert tilvekst av nybygg og stabil etterspørsel bør føre til redusert ledighet.

Historisk har veksten i leieinntektene til Eiendomsspar svingt mellom 2,2 % og 12,13 %. Snitt over analyseperioden er 7,85 %. 2009 var det året med lavest vekst og netto arealabsorpsjon. I 2010 og 2011 økte både netto arealabsorpsjon og sysselsetningen. Det medførte økte leiepriser i 2010 og 2011 og dermed en økt vekst i driftsinntektene for Eiendomsspar. I del 1 viste vi sammenhengen mellom BNP og sysselsetting og arealletterspørsel. Vi tror bedringen markedet skyldtes redusert rentenivå i forbindelse med lavkonjunkturen og tiltak fra staten som stimulerte til vekst i BNP (Akershus Eiendom 2012).

På kort sikt er det relativt lett å forutsi leieinntektsnivået. Leiekontraktene løper over flere år, slik at inntektssiden blir forutsigbar. Vi holder derfor leieinntektsnivået relativt likt 2012 nivået i de neste årene.

Vi tror på en stabil til svak økning i arealledighet for 2013-2015. Sett i sammenheng med moderate vekstanslag for BNP og sysselsetning tror vi at veksten i leieinntektene for 2013 - 2015 vil synke noe fra 2012 nivå. Vi har derfor budsjettert med 9%, 8% og 7% for henholdsvis 2013 - 2015. Dette er et nøkternt anslag, men høyere enn en gjennomsnittlig vekst i analyseperioden.

Prognoser fra statistisk sentralbyrå spår en synkende BNP mellom 2016-2019. BNP vil fra 2019 stabilisere seg rundt 2% (SSB 2012). Dersom man legger til inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5% (Norges Bank 2001) vil vi få en vekst i terminalåret på rundt 4,5%. Vi forventer vi at leienivået vil konvergere dette nivået på sikt, og etablere seg med vekstrater tilsvarende steady state i 2019.

16.3 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler

$$onde_t = \left[\frac{Driftsinntekter_t}{Netto driftseiendeler_{t-1}} \right]$$

Figur 16.2. Formel å finne omløpshastigheten til netto driftseiendeler.

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler måles ved å se på forholdet mellom driftsinntekter og netto driftseiendeler. Forholdstallet avgjør omløpet til netto driftseiendeler og forklarer hvor effektivt selskapet utnytter sine netto driftseiendeler.

Fra omgrupperingen av balansen til Eiendomsspar i del 3 husker vi at investeringseiendommer utgjør majoriteten av netto driftseiendeler; omkring 83 % i 2010-2012. Omløpshastigheten til driftseiendelene påvirkes derfor først og fremst av hvor effektivt Eiendomsspar klarer å utnytte eiendommene sine. Det er naturlig at kapitalintensive bransjer har relativt lav omløpshastighet.

Historisk sett har Eiendomsspars omløpshastighet vært lavere enn for bransjen. Eiendomsspar uttaler selv i årsrapporten at de forventer en bedret kapasitetsutnyttelse for 2013, noe som kan henge sammen med forventninger i markedet om at økning i netto arealabsorpsjon stiger på kort sikt. Det er naturlig å forvente at Eiendomsspar som en konsekvens vil forbedre kapasitetsutnyttelsen og dermed øke omløpshastigheten kort sikt. Vi forventer nøktern oppgang.

På lengre sikt kan det hevdes at det vil bli knapphet på sentrale eiendommer i Oslo som en følge av knapphet på tomter. Det vil bidra til press på eksisterende eiendom. Eiendomsspar har mange sentralt beliggende eiendommer, som sannsynligvis vil utnyttes bedre. Vi tror det vil gjøre seg gjeldende gjennom at eksisterende eiendommer vil pusses opp eller erstattes av nye og mer

effektive eiendommer, jamfør drøftelsen under PESTEL-analysen i del 2. I samme analyse stadfestet vi også at norske bedrifter fortsatt har et "velferdstillegg" hva angår antall kvadratmeter pr ansatt. Vi forventer at dette vil falle bort på sikt, noe som bidra til høyere betalingsvilje for kvadratmeteren.

Vi antar at omløpshastigheten til netto driftseiendeler konvergerer mot bransjesnittet på mellomlang sikt, før det ender opp likt som bransjesnittet når Eiendomsspar er forventet å nå et steady state i 2019. Vi anser også dette estimatet som nøkternt.

16.4 Netto driftsmargin i egen virksomhet

Ved å budsjettere netto driftsmargin i egen virksomhet budsjetterer vi implisitt en lang rekke kostnadsposter. Vi vurderer det til å være mer hensiktsmessig enn å vurdere linje for linje – noe som i større grad ville medført gjetning.

Netto driftsmargin i egen virksomhet angir hvor stort netto driftsresultat i egen virksomhet er i forhold til driftsinntektene. Forholdstallet kan formuleres på følgende måte:

$$nmde_t = \frac{\text{Netto driftsresultat egen virksomhet}_t}{\text{Driftsinntekter}_t}$$

Figur 16.3. Netto driftsmargin i egen virksomhet. Marginen er gitt fra forholdet mellom "netto driftsresultat i egen virksomhet" og "driftsinntekter". Merk at den eneste forskjellen mellom "netto driftsresultat i egen virksomhet" og "netto driftsresultat" i forrige formel, er posten "netto resultat fra felleskontrollert virksomhet".

Fra rentabilitetsanalysen husker vi at Eiendomsspar sin netto driftsmargin i egen virksomhet historisk sett har ligget en del lavere enn resten av bransjen. Forholdstallet har vært forholdsvis stabil på rundt 40 % siste år, men lå noe lavere i 2008-2009.

Vi påpekte i den strategiske analysen av Eiendomsspar ikke forsøker å være kostnadsledere, men differensiere seg på samfunnsansvar og kulturelle bidrag. Kjøpet av Ekebergrestauranten og Folketeateret bekrefter at investeringer ikke alltid er gjort ut i fra en profittmaksimerende hensikt. I fremtiden vil selskapet redusere omfanget av slike investeringer, både fordi investeringene ikke skaper tilstrekkelig verdi for investorene, og fordi marginalnyten av slike prosjekter antas å være sterkt fallende.

Vi forventer at kostnadene til Eiendomsspar ikke vil øke i takt med veksten i leieinntektene fremover. Fra den strategiske analysen fant vi at det er få og store aktører i bransjen, noe som fører til lite konkurranse og rivalisering. I kombinasjon med lav trussel fra nyetableringer fører dette til mindre press fra bransjen og gode muligheter for å kutte kostnader uten gjengjeldelse fra konkurrentene.

På bakgrunn av disse begrunnelsene tror vi at netto driftsmargin i egen virksomhet vil stige moderat i fremtiden og utvikle seg mot bransjesnittet. Vi tror allikevel de vil fortsette på et intervall under bransjen, hovedsakelig på bakgrunn av kostnader knyttet til differensierings og strategi-hensyn.

16.5 Finansiell gjeldsdel

$$fgd_t = \frac{FG_t}{NDE_t}$$

Figur 16.4. Finansiell gjeldsdel fgd er definert som andelen finansiell gjeld FG over netto driftseiendeler NDE

Eiendomsspar nevner soliditet og god finansiell stilling som et av sine strategiske satsningsområder. Allikevel har de ikke noe uttalt og tallfestet mål i tilknytning til kapitalstruktur. Vi ser av de historiske regnskapsdataene har den balanseførte egenkapitalandelen ligget på omkring 27 % over hele perioden, mens den virkelige egenkapitalverdien har ligget rundt 50 %. Sistnevnte har allikevel hatt noe mer variasjon over analyseperioden – som følge av verdiendringer i porteføljen.

Etter justeringene vi foretok i del 3 vil den historiske andelen tilsvare en finansiell gjeldsandel på 55 %. Tallet er lavere enn for resten av bransjen, men med utgangspunkt i strategien til Eiendomsspar forventer vi at den finansielle gjeldsgraden vil holde seg under bransjesnittet og at selskapet har funnet en optimal kapitalstruktur. Finansiell gjeldsandel for 2012 ligger tett opptil 55 %, og vi tror at de vil holde dette stabilt på 55% gjennom hele perioden.

16.6 Finansiell eiendelsdel

$$fed_t = \frac{FE_t}{NDE_t}$$

Figur 16.5. Finansiell eiendelsdel fed er definert som andelen finansielle eiendeler FE over netto driftseiendeler NDE .

Finansiell eiendelsdel viser finansielle eiendeler over netto driftseiendeler. Forholdstallet har svingt noe over analysert periode, som hovedsakelig skyldes andelen av lån til felleskontrollert virksomhet. I steady state vil Eiendomsspar fortsatt eie felleskontrollert virksomhet, og vi mener det er naturlig at denne posten vil øke på grunn av investeringer. Eiendomsspar har mål om å ha god likviditet. Når bankene reduserer utlån og fleksibilitet kan det være naturlig at de øker kontantbeholdningen sin. Vi mener det er et godt anslag å sette finansielle eiendelsdel lik gjennomsnittet for 2006-2012 på 5 %. Det er noe lavere enn dagens nivå, og vi tror de vil vokse til 5 %-nivået allerede i 2015.

16.7 Netto finansiell gjeldsrentabilitet

Vi antar at kapitalmarkedene er velfungerende. Under visse forutsetninger kan vi da hevde at betaverdien til den finansielle gjelden er lik null, siden det ikke vil være noe risiko knyttet til gjeld. Da vil verdien av netto finansiell gjeld balanseføres til virkelig verdi. Det er dermed rimelig å forutsette at de finansielle kravene er lik de finansielle rentabilitetene. Det fører videre til at betaverdien til netto finansiell gjeld er tilnærmet lik null, siden selskapets finansielle eiendeler utgjør en marginal del av netto finansiell gjeld.

16.8 Resultat fra felleskontrollert virksomhet – Pandox

Vi prognostiserte resultater for Pandox i forrige kapittel. Vi forutsetter at hele linjen «resultat fra felleskontrollert virksomhet» er Eiendomsspars resultatandel i Pandox.

16.9 Fremtidig budsjetterte størrelser

Vi summerer opp de fremtidige størrelsene i tabellene gjengitt nedenfor.

BUDSJETTDRIVERE

Figuren under oppsummerer verdiene av de fremtidige budsjettdriverne for Eiendomsspar:

BUDSJETTDRIVERE	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019T	2020T+1
Vekst i driftsinntekter		9,00 %	8,00 %	7,00 %	6,50 %	6,00 %	5,50 %	4,50 %	4,50 %
Omløpshastighet NDE (t+1)		6,72 %	7,0 %	7,3 %	7,5 %	7,7 %	8,0 %	8,6 %	8,6 %
Netto driftsmargin egen virks	38,15 %	40,0 %	42,0 %	44,0 %	46,0 %	48,0 %	48,0 %	48,0 %	48,0 %
Finansiell gjeldsandel	54,68 %	55,0 %	55,0 %	55,0 %	55,0 %	55,0 %	55,0 %	55,0 %	55,0 %
Finansiell eiendelsdel	3,76 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Finansiell gjeldsrente	2,66 %	2,40 %	2,64 %	2,89 %	3,12 %	3,36 %	3,60 %	3,60 %	3,60 %
Finansiell eiendelsrente	2,42 %	3,33 %	3,55 %	3,78 %	4,00 %	4,23 %	4,45 %	4,45 %	4,45 %

Figur 16.6. Oppsummering av fremtidige budsjettdriverne for Eiendomsspar, 2013E-2020T+1. Merk 2013E betyr estimerte verdier for 2013, mens 2019T betyr at 2019 er terminalåret. Vi har inkludert 2020T+1 for å vise at Eiendomsspar er i steady state i 2019 og at det ikke forekommer noen endringer etter dette tidspunktet. Forkortelsene fgk og fek referer til henholdsvis finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav.

Vi ser av budsjettdriverne at Eiendomsspar når steady state i 2019. Det gjøres ikke forandringer i budsjettdriverne etter dette året, veksten antas å være konstant.

FREMTIDSBUDSJETT

Budsjettdriverne ovenfor er nå implementert i fremtidsbudsjettet. En del av utregningene tar utgangspunkt i størrelser for 2012 og vi inkluderer 2012-tallene i figurene. De tre fasene i den eksplisitte perioden er markert i ulike farger.

Netto betalt utbytte er en residualpost som stammer fra fremtidig kontantstrøm. Netto betalt utbytte tilsvarer fri kontantstrøm til egenkapitalen. Dette er størrelsen som senere neddiskonteres for å finne nåverdien av kontantstrømmene.

<i>FREMTIDSBUDSJETT</i>	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Driftsinntekter	586	638	689	738	786	833	879	918	959
Netto driftsresultat egen virksomhet	223	255	290	325	361	400	422	441	460
+ Nettoresultat fra PANDOX	174	173	172	177	197	212	218	221	230
= Netto driftsresultat	398	428	461	502	558	612	639	661	691
+ Netto finansinntekter	16	12	14	17	21	23	24	24	25
+ Netto finanskostnader	-186	-124	-143	-160	-180	-200	-217	-211	-221
= Netto resultat til EK	227	316	332	358	399	435	447	474	495
+ Unormale resultat	77	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til EK	305	316	332	358	399	435	447	474	495
- Netto betalt utbytte / FKE	134	149	156	123	229	351	600	234	244
= Endring i EK	170	167	176	235	170	83	-153	240	251

Figur 16.7. Fremtidsbudsjett for Eiendomsspar, 2013E-2020E. Alle resultatverdiene er estimerte verdier på bakgrunn av budsjettdriverne i forrige avsnitt. Forkortelsen FKE betyr fri kontantstrøm til egenkapitalen og fastsettes residualt fra fremtidig kontantstrøm.

FREMTIDSBALANSE

Fremtidsbalansen til Eiendomsspar vises under. Netto driftseiendeler fastsettes fra budsjettdriveren omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Endringen i egenkapitalen fremkommer fra fremtidsbudsjettet ovenfor, mens finansiell gjeld og finansielle eiendeler drives av sine respektive budsjett drivere.

<i>FREMTIDSBALANSE</i>	2 012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Netto driftseiendeler	9 492	9 848	10 104	10 474	10 814	10 981	10 675	11 155	11 657
Egenkapital	4 659	4 826	5 002	5 237	5 407	5 491	5 337	5 578	5 829
+ Finansiell gjeld	5 190	5 416	5 557	5 761	5 948	6 040	5 871	6 135	6 411
- Finansielle eiendeler	357	394	455	524	541	549	534	558	583
= Netto driftskapital	9 492	9 848	10 104	10 474	10 814	10 981	10 675	11 155	11 657

Figur 16.8. Fremtidsbalanse for Eiendomsspar, 2013E-2020E. Alle balanseverdiene er estimerte verdier på bakgrunn av budsjett drivere.

FREMTIDIG KONTANTSTRØM

Den fremtidige kontantstrømmen utledes fra fremtidsbudsjettet og fremtidsbalansen og gir oss de fremtidige frie kontantstrømmene. Fri kontantstrøm drift, representerer kontantstrømmen som skal fordeles til selskapets fremmedkapitalinvestorer og egenkapitalinvestorer. Fri kontantstrøm til egenkapital, eller netto betalt utbytte (NBU) representerer den frie kontantstrømmen som er igjen til egenkapitalinvestorene, etter at fremmedkapitalinvestorene har fått den avkastningen de har krav på.

<i>FREMIDSKONTANTSTRØM</i>	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Netto driftsresultat egen virksomhet	223	255	290	325	361	400	422	441	460
+ Nettoresultat fra PANDOX	174	173	172	177	197	212	218	221	230
+ Unormalt driftsresultat	10	0	0	0	0	0	0	0	0
- Δ Netto driftseiendeler	-228	357	256	370	340	167	-306	480	502
= Fri kontantstrøm drift	636	71,9	205	132	218	445	946	181	189
+ Netto finansinntekter	16	12	14	17	21	23	24	24	25
+ Unormalt netto finansresultat	68	0	0	0	0	0	0	0	0
- Δ Finansielle eiendeler	114	37	61	69	17	8	-15	24	25
= Fri kontantstrøm sysselsatt kapital	605	47,2	158	80	222	459	985	181	189
+ Netto finanskostnader	-186	-124	-143	-160	-180	-200	-217	-211	-221
+ Δ Finansiell gjeld	-286	226	141	203	187	92	-169	264	276
= Fri kontantstrøm til egenkapital/NBU	132	149,1	156	123	229	351	600	234	244

Figur 16.9. Fremtidig kontantstrøm for Eiendomsspar 2013E-2020E. Størrelsene i kontantstrømmen er hentet fra fremtidsbudsjettet og fremtidsbalansen over. De frie kontantstrømmene utgjør summene som senere brukes i verdsettelsen.

17.0 ANALYSE AV FREMTIDIGE KRAV

I kapittel 9 identifiserte vi de historiske kravene kalkulert etterskuddsvis. Når vi beregner de fremtidige kravene, vil vi bruke det samme grunnleggende rammeverket som for historiske krav. Vi kommer ikke til å presentere rammeverket på nytt, men nøyer oss med å presentere resultatene vi kommer frem til.

Til tross for at rammeverket er det samme, er det enkelt ulikheter mellom fremtidige og historiske krav. For historiske data har vi tilgang til observasjonsdata, og bruker det som utgangspunkt for beregninger. Når vi ser på fremtiden, må vi forholde oss til *forventninger*. I behandling av markedsrisikopremie betyr det eksempelvis forventet markedsrisikopremie. Formelen for CAPM blir dermed som følger;

$$CAPM = r_f + \beta_i * (E[r_m] - r_f)$$

Figur 17.1. CAPM – kapitalverdimodellen. Når vi beregner fremtidige markedsrisikopremier, bruker vi ikke observerte data – men *forventninger*. Dette skiller seg fra beregningen av historiske krav.

RISIKOFRI RENTE

Risikofri rente er renten man kan forvente å oppnå ved å plassere penger i en risikofri portefølje. En referanseportefølje for risikofri investering er typisk statlige rentepapirer, som tradisjonelt verken inneholder kredittrisiko eller risiko for mislighold. En risikofri portefølje korrelerer ikke med resten av verdensøkonomien, siden den har et standardavvik lik null. Dette fordrer også at forventet avkastning alltid er det samme som oppnådd avkastning (Damodaran, What is the risk-free rate? A search for the Basic building block 2008).

Når vi beregner fremtidig risikofri rente tar vi utgangspunkt i NIBOR. NIBOR pr 31.12.12 er imidlertid ikke noe godt utgangspunkt for risikofri rente i årene fra 2013-2020. Ved å finne et løpende snitt over de siste ti år, kan vi finne en approksimert rentekurve for NIBOR. Dersom vi lar dagens NIBOR gå lineært mot det løpende snittet, over en periode på 10 år, finner vi et godt estimat på fremtidig rente (Knivsflå, BUS 424, Forelesningsnotater 2012).

Risikofri rente	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
NIBOR - lineært mot 10 års snitt	2,55 %	2,81 %	3,07 %	3,33 %	3,59 %	3,85 %	3,85 %	3,85 %
Kreditrisikopremie 10 %	0,26 %	0,28 %	0,31 %	0,33 %	0,36 %	0,39 %	0,39 %	0,39 %
Risikofri rente før skatt	2,30 %	2,53 %	2,76 %	3,00 %	3,23 %	3,47 %	3,47 %	3,47 %
28 % skatt	0,64 %	0,71 %	0,77 %	0,84 %	0,90 %	0,97 %	0,97 %	0,97 %
Risikofri rente etter skatt	1,65 %	1,82 %	1,99 %	2,16 %	2,33 %	2,49 %	2,49 %	2,49 %

Figur 17.2. Estimat for risikofri rente for perioden 2013 – 2020. Kreditrisikopremien er et sjablongmessig beregnet fradrag for bankenes risiko. NIBOR pr 31.12.12 vokser lineært mot 10 års løpene gjennomsnitt.

En tiårsperiode tilbake tilsier 1.1.2002 – 31.12.2012. Perioden inkluderer både høykonjunktur i 2006 og 2007, finanskrisen i 2008 og 2009, og bør gi et relativt godt estimat i snitt. Vi finner gjennomsnittet av NIBOR over denne perioden å være 3.85 % (Norges Bank u.d.).

Vi lar renten vokse fra dagens NIBOR mot gjennomsnittet for 10 årsperioden. Ifølge Norges Bank kan det forventes at styringsrenten vil holde seg tilnærmet lik i 2013, men fra våren 2014 vil denne øke mot et mer normalt nivå (Norges Bank 2013). Dette vil påvirke resten av kapitalmarkedet, og vi forventer at renten vil øke mot raskere fremover. Vi lar renten øke over 6 år, slik at den treffer gjennomsnittet i 2018.

Vi trekker deretter fra en sjablongmessig kreditrisikopremie og skatt, slik at vi finner et estimat for en risikofri rente etter skatt. Kreditrisikopremien er knyttet til bankenes risiko ved utlån til hverandre, og tilsier en syntetisk rating for bankene på omkring AA.

10 års løpende NIBOR pr 31.12.12	3,85 %
3 måneders NIBOR pr 31.12.12	2,29 %
Differanse	1,56 %
Lineær renteøkning pr år i 6 år	0,26 %

Figur 17.3. Renteøkning på bakgrunn av gjennomsnittet for NIBOR siste 8 år.

MARKEDETS RISIKOPREMIE

Risikopremie er differansen eller meravkastningen en investor krever på en investering i en diversifisert portefølje i forhold til risikofri rente (PWC 2013). Det meste kjente måten å referere til risikopremien er å bruke historiske data med lang tidshorisont. En anerkjent studie utført av Dimson i 2006, viser at den historiske risikopremien i Norge var på 5,26 % mellom 1900-2005. Dette var aritmetisk snitt, risikopremie relativt til obligasjoner (Elroy Dimson 2006). Prof. Thore Johnsen ved NHH opererer med en risikopremie på 4,5 % for det norske markedet (Johnsen 2013). Utfordringen med kravene nevnt ovenfor er at de faktisk avkastnings-differansen mellom markedet og risikofrie plasseringer. Det vi ønsker er et estimat på fremtiden. En undersøkelse utført av PWC viser at 32 % av norske bedrifter bruker en risikopremie på 5% (ex-ante) i sine

beregninger av avkastningskrav for 2012 og 2013. Det vektete gjennomsnittet for alle de 224 respondentene var 5 %. Det er lite forskning risikopremie i det norske markedet og vi velger derfor å bruke det samme gjennomsnittet for risikopremien som respondentene i undersøkelsen benyttet (PWC 2013). Vi velger å bruke en risikopremie på 5 % etter skatt, og holder denne konstant gjennom hele prognose-perioden.

17.1 Egenkapitalkrav

For å finne det fremtidige egenkapitalkravet bruker vi formelen som følger;

$$\text{egenkapitalkrav ekk} = (r_f + \beta_{EK} * (E[r_m] - r_f) + \text{likv.premie}) * (1 - t_{utbytte})$$

Figur 17.4. Fremtidig egenkapitalkrav. Beta for egenkapitalen multipliseres med forventet markedsrisikopremie, og adderes med risikofri rente R_f og likviditetspremie. Vi beregner egenkapitalkravet etter skatt gjennom å multipliser med uttrykket $(1 - \text{skattesats for utbytte})$.

Formelen ovenfor er relativt lik den som ble benytte for å finne historiske avkastningskrav. Vi legger imidlertid inn en ekstra faktor. Egenkapitalkravet beregnes med tanke på å brukes *etter skatt*, og med tanke på dette har tidligere funnet risikofri rente *etter skatt*, forventet markedsavkastning *etter skatt*. Fra praktisk økonomi kjenner vi til at utbytte i Norge beskattes på personlig hånd, mens institusjonelle investorer slipper skatt på utbytte. På bakgrunn av ulike tilpasninger blir dermed utbytteskatten redusert til et minimum. I følge aksjonærlisten til Eiendomsspar består majoriteten av aksjonærene av institusjonelle investorer. Vi antar at den effektive utbytteskatten ligger omkring 3%. Dette underbygges av Knivsflå (2006) som opererer med en effektiv utbytteskatt på mellom 0-6%. Som omtalt i del en har myndighetene nedsatt et skatteutvalg som skal vurdere og komme med endringsforslag til det norske skattesystemet. Dette kan føre til endringer i fremtiden. Vi har imidlertid ikke noen utgangspunkt for å forutse hvilke endringer som kan komme, eller hvordan de vil påvirke beskatning av utbytte, og holder derfor satsen konstant over perioden.

<i>Egenkapitalbeta</i>	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
NDK beta	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
NFG-andel	0,51	0,51	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Netto finansiell gjeldsbeta	-	-	-	-	-	-	-	-
EK-andel	0,49	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Egenkapitalbeta	0,917	0,908	0,899	0,899	0,899	0,899	0,899	0,899

Figur 17.5. Egenkapitalbeta. Etter å ha funnet beta for NDK, finner vi egenkapitalbetaen residualt når kapitalstrukturen er prognostisert. Ifølge Miller og Modiglianis teorem vil NDK-betaen være konstant under gitte betingelser. Legger vi betingelsene til grunn finner vi egenkapitalbetaen for de respektive år.

Egenkapitalbetaen for Eiendomsspar i 2012 fant vi tidligere gjennom omfattende analyse av eiendomsbransjens betaverdier, for så å vekte disse mot Eiendomsspars kapitalstruktur. Med

utgangspunkt i egenkapitalbetaen estimerte vi beta-verdien til netto driftskapital. Ved å legge til grunn tidligere nevnte teorem av Miller og Modigliani, kan vi ved betaen til netto driftskapital og vekting mot kapitalstrukturen finne et estimat for egenkapitalbetaen. Forutsetningen om fravær av transaksjonskostnader og informasjonssymmetri holder ikke praksis, men bidrar til et anvendelig estimat.

Videre tar vi en forutsetning om at netto finansiell gjeld ikke er tilknyttet systematisk risiko, og altså har beta lik 0. Antakelsen er også utbredt i lærebøker knyttet til *corporate finance*. Gjelden til Eiendomsspar består hovedsakelig av gjeld til kredittinstitusjoner og et lite omsatt obligasjonslån. Siden denne gjelden ikke er hyppig omsatt i markedet, er det vanskelig å innhente pålitelige data for avkastningen. Dette gjør det vanskelig å beregne gjeldsbeta. Man kan lage en approksimert gjeldsbeta ved å benytte seg av observerte betaverdier for hyppig omsatte obligasjonslån med lik rating. Obligasjonslånet til Eiendomsspar forfaller i 2018. I følge Berk og Demarzo (Berk and DeMarzo 2011) er gjennomsnitts gjeldsbeta for BBB ratede obligasjoner med 1-5 års løpetid 0,01 – altså nesten tilsvarende null.

Videre mener vi at den lave markedsrisikoen som er knyttet til gjelden deres, kan veies opp av motsvarende risiko knyttet til finansielle eiendeler. Antagelsen kan utfordres, siden andelen av finansielle eiendeler er liten sammenlignet med gjeldsandel. Med bakgrunn i diskusjonen over velger vi å holde på antagelsen om netto gjeldsbeta lik 0.

Beta for egenkapital stiger betydelig i forhold til betaverdiene brukt historisk. Dette forklares av forutsetningene beskrevet ovenfor. Til tross for en økning, er estimatet for egenkapitalbeta isolert sett et plausibelt anslag, og vi bruker dette resultatet videre.

Egenkapitalkrav	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Risikofri rente	1,7 %	1,8 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
egenkapitalbeta	0,92	0,91	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Markedets risikopremie - MRP	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Illikviditetspremie	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
egenkapitalkrav før skatt	10,24 %	9,86 %	9,48 %	9,15 %	8,82 %	8,49 %	8,49 %	8,49 %
Utbytteskatt - 3 %	0,41 %	0,30 %	0,28 %	0,27 %	0,26 %	0,25 %	0,25 %	0,25 %
egenkapitalkravet - ekk	9,83 %	9,56 %	9,20 %	8,88 %	8,56 %	8,23 %	8,23 %	8,23 %

Figur 17.6. Egenkapitalkrav for fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen. Likviditetspremien faller over tid og bidrar til av kravet samlet sett reduseres. Utbytteskattesatsen er som argumentert for tidligere satt til 3%.

Tabellen ovenfor viser sammensetning og resultat for estimert egenkapitalkrav for Eiendomsspar for perioden 2013 – 2020. Likviditetspremien var satt konstant til 4 % i utregningen av historisk avkastningskrav til egenkapital. Når vi ser fremover er denne forutsetningen urealistisk. Vi har dokumentert tidligere at omsetningen i Eiendomsspars aksje er lav, men den er absolutt tilstedeværende. På kort sikt kan det argumenteres for en likviditetspremie på 4 %, men over tid

vil graden av fastlåst-het falle. I takt med dette vil også likviditetspremien falle. Vi anslår at den vil falle jevnt ned mot 2 %, før den stabiliserer seg på 1 %.

Egenkapitalkravet faller over perioden. Økende risikofri rente motsvares av marginalt fallende egenkapitalbeta og fallende likviditetspremie. Kravet stabiliserer seg på 7,75 % mot slutten av perioden.

17.2 Netto finansielt gjeldskrav

Gjeldskostnadskravet skal reflektere den rentesatsen selskapet kan låne penger til i kapitalmarkedene i dag. Det skal altså ikke reflektere den historiske renten som selskapet tidligere har lånt penger til (Damodaran 2010)

FINANSIELT EIENDELSKRAV

For å finne beta til finansielle eiendeler, bruker vi samme fremgangsmåte som tidligere. Vi dekomponerer eiendelene og finner andelen til henholdsvis kontanter, fordringer og investeringer i fremtiden. Vi bruker adaptive forventning, og forutsetter at andelen konstant over perioden. Vi forutsetter som tidligere at kontanter har beta lik 0, at investeringer har beta lik 1. Vi må da finne beta for fordringer. Resultatet fremkommer i tabellen nedenfor. Som tidligere har vi antatt at leietakerne til Eiendomsspar er solide, og har syntetisk rating BBB.

<i>Fordringsbeta</i>	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Rating på fordringer	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kredittrisikopremie	1,37 %	1,37 %	1,37 %	1,37 %	1,37 %	1,37 %	1,37 %	1,37 %
Markedets risikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Fordringsbeta	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27

Figur 17.7. Fordringsbeta finnes implisitt. Vi forutsetter at Eiendomsspars leietagere også i fremtiden vil være solide, og derav ha en rating tilsvarende BBB. Det gir en fordringsbeta på 0,27.

Betaverdier vektet mot relative andeler gir oss følgende betaverdier for finansielle eiendeler over den budsjetterte perioden fra 2013 – 2020.

<i>Beta - finansielle eiendeler - FE</i>	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Beta - kontanter	-	-	-	-	-	-	-	-
Kontanter/Finansielle eiendeler	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %
Beta - fordringer	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27
Fordringer/Finansielle eiendeler	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %
Beta - finansielle eiendeler - FE	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23

Figur 17.8. Estimert beta til finansielle eiendeler for perioden 2013 – 2020. Finansielle eiendeler dekomponeres til kontanter og fordringer og antas å holde samme forholdstall gjennom hele perioden. Beta blir da konstant med en verdi på 0,23.

Tabellen nedenfor viser oss finansielt eiendelskrav – fek. Beta multiplisert med forventet maredsrisikopremie gir betaling for systematisk risiko. For at Eiendomsspar skal få betalt også for

den usystematiske risikoen knyttet til sine finansielle eiendeler, legger vi til en kredittrisikopremie. Ved å multiplisere *kredittrisikofaktoren* for BBB fordringer med risikofri rente, finner vi kredittrisikopremie for BBB fordringer generelt. Dersom vi veker dette mot Eiendomsspars andel av fordringer, finner vi kredittrisikopremien knyttet til Eiendomsspars innhav av fordringer med BBB-rating. Kredittrisikofaktoren finner vi i tidligere refererte tabell for syntetisk rating.

<i>finansielt eiendelskrav</i>	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Risikofri rente	1,65 %	1,82 %	1,99 %	2,16 %	2,33 %	2,49 %	2,49 %	2,49 %
Beta - FE	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23
MRP	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Kredittrisikofaktor	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %
Kredittrisikopremie BBB	0,66 %	0,73 %	0,80 %	0,86 %	0,93 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Fordringer/FE	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %	83 %
Kredittrisikopremie for BBB fordringer	0,55 %	0,60 %	0,66 %	0,71 %	0,77 %	0,82 %	0,82 %	0,82 %
fek	3,33 %	3,55 %	3,78 %	4,00 %	4,23 %	4,45 %	4,45 %	4,45 %

Figur 17.9. Estimert finansielt eiendelskrav for perioden 2013 – 2020. Kredittrisikopremien knyttet til BBB rating multipliseres med fordringer over finansielle eiendeler – slik finner vi den usystematiske risikoen knyttet til finansielle eiendeler.

Finansielt eiendelskrav stiger over perioden, med risikofri rente som underliggende driver.

FINANSIELT GJELDSKRAV

Som nevnt ovenfor legger vi til grunn en antagelse om at beta for netto finansiell gjeld er lik 0. Siden vi har regnet ut beta for finansielle eiendeler, kan vi finne beta for gjeld residualt. Betaen blir svart lav på alle mulige måter. Dette har sammenheng og hold med kapitalstrukturen og forutsetningene vi har nevnt tidligere.

<i>Beta - finansiell gjeld -FG</i>	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Beta - finansielle eiendeler	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23
FE/NFG	8 %	9 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
FG/NFG	108 %	109 %	110 %	110 %	110 %	110 %	110 %	110 %
Beta - finansiell gjeld	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

Figur 17.10. Estimert beta for finansiell gjeld for Eiendomsspar i perioden 2013 – 2020. Vi antar at beta til netto finansiell gjeld er lik 0, og finner dermed gjeldsbeta ved hjelp av antatt beta for finansielle eiendeler og veker av eiendeler og gjeld.

Tabellen under viser estimerte gjeldkrav for perioden. Kredittrisikopremien er knyttet til den selskapsspesifikke risikoen. Vi finner at Eiendomsspar vil beholde sin BBB-rating, noe som gir en kredittrisikofaktor på 40 %. Multipliserer vi denne med risikofri rente, finne vi kredittrisikopremien.

<i>finansielt gjeldskrav</i>	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Risikofri rente	1,65 %	1,82 %	1,99 %	2,16 %	2,33 %	2,49 %	2,49 %	2,49 %
Beta - FG	0,016	0,019	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021
MRP	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Kredittrisikofaktor	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %
KRP	0,66 %	0,73 %	0,80 %	0,86 %	0,93 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
fgk	2,40 %	2,64 %	2,89 %	3,12 %	3,36 %	3,60 %	3,60 %	3,60 %

Figur 17.11. Estimert finansielt gjeldskrav for Eiendomsspar 2013 til 2020. Vi finner kredittrisikopremien KRP ved å multiplisere kredittrisikofaktoren med risikofri rente.

NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV

<i>netto finansielt gjeldskrav</i>	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
finansielt gjeldskrav - fgk	2,40 %	2,64 %	2,89 %	3,12 %	3,36 %	3,60 %	3,60 %	3,60 %
Finansiell gjeld/Netto finansiell gjeld	1,078	1,089	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
finansielt eiendelskrav - fek	3,33 %	3,55 %	3,78 %	4,00 %	4,23 %	4,45 %	4,45 %	4,45 %
Finansielle eiendeler/Netto finansiell	0,078	0,089	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100
netto finansielt gjeldskrav - nfgk	2,32 %	2,56 %	2,80 %	3,04 %	3,27 %	3,51 %	3,51 %	3,51 %

Figur 17.12. Netto finansielt gjeldskrav estimert for Eiendomsspar for perioden 2013 – 2020. Kravet er funnet ved å multiplisere finansielt gjeldskrav med andelen finansiell gjeld, for deretter å trekke fra produktet av kravet til finansielle eiendeler og andelen finansielle eiendeler.

Netto finansielt gjeldskrav er som tidligere vist et nettkrav som er vektet mellom kravet til finansiell gjeld redusert med kravet til finansielle eiendeler. Både eiendelskravet og gjeldskravet øker over perioden, men gjeldskravet øker relativt mye mer enn eiendelskravet, noe som gir utslag på nettokravet. Økningen over tid skriver seg hovedsakelig fra forventningen om et grunnleggende høyere rentenivå som omtalt i tilknytning til risikofrirente.

Kravene vi regnet ut ovenfor at gjeldskostnadskravet er lavere enn egenkapitalkravet. Dette er naturlig ettersom at kreditorer har lavere risiko enn egenkapitalinvestorer, siden kreditorenes forpliktelser blir utbetalt før egenkapitalinvestorens forpliktelser (Møller 2011).

17.3 Netto driftskrav

Dersom vi vekter våre tidligere beregnede størrelser mot de budsjetterte egenkapital og gjeldsandelene, finner vi netto driftskrav – tradisjonelt kalt *weighted average cost of capital*. Resultatene leses av tabellen.

<i>Netto driftskrav</i>	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
egenkapitalkrav - ekk	9,83 %	9,56 %	9,20 %	8,88 %	8,56 %	8,23 %	8,23 %	8,23 %
Egenkapital/Netto driftseiendeler	0,49	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
netto finansielt gjeldskrav - nfgk	2,32 %	2,56 %	2,80 %	3,04 %	3,27 %	3,51 %	3,51 %	3,51 %
Netto finansiell gjeld/Netto driftseiend	0,51	0,51	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
netto driftskrav - ndk	6,00 %	6,03 %	6,00 %	5,96 %	5,91 %	5,87 %	5,87 %	5,87 %

Figur 17.13 Figuren viser fremtidige avkastningskrav netto dritskapital for perioden 2013-2020.

Netto driftskravet fallet noe over perioden. Reduksjonen i kravet er først og fremst knyttet til redusert egenkapitalkrav, som er omtalt tidligere. Videre ser vi en marginal endring i kapitalstrukturen. Eiendomsspar er antatt å holde på sine strategiske valg om å ha stor andel av egenkapital. 50 % egenkapital er godt over snittet i bransjen historisk sett.

Kravene identifisert er estimater. Kapitalstrukturen i Eiendomsspar påvirker flere sentrale variabler. Egenkapitalbetaen er en av de parameterne som endres dersom kapitalstrukturen endres. Endringer i egenkapitalbeta vil igjen påvirke egenkapitalkravet. Det vil igjen forplante seg videre når vi skal beregne netto driftskrav. Her vil endringen påvirkes både av endret egenkapital, i tillegg til endringen som vil komme direkte av endrede forhold mellom egenkapital over netto driftskapital – EK/NDK og netto finansiell gjelde over netto driftskapital – NFG/NDK

Problemstillingen ovenfor setter fokus på to ting. For det første er de estimerte kravene sensitive for små endringer i kapitalstruktur – noe som vil forflytte seg til nesten samtlige krav. For det andre er kravene beregnet ovenfor gjennomgående estimert med budsjetterte tall og budsjetteringens kapitalstruktur. Dermed har kravene noe iboende feil, for avkastningskrav skal beregnes med utgangspunkt i virkelig verdi og virkelig kapitalstruktur (DAMODARAN).

17.4 Strategiske fordeler i prognoseperioden

Fra prognostiserte regnskaper og balanser kan vi finne budsjettert rentabilitet for prognoseperioden. Sammenstiller vi størrelsen med estimert krav, kan vi finne prognoser på strategiske fordeler i perioden som er budsjettert.

<i>Prognose strategisk fordel</i>	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Netto driftsrentabilitet	4,51 %	4,68 %	4,96 %	5,33 %	5,66 %	5,82 %	6,19 %	6,19 %
netto driftskrav - ndk	6,00 %	6,03 %	6,00 %	5,96 %	5,91 %	5,87 %	5,87 %	5,87 %
Prognose strategisk fordel	-1,49 %	-1,34 %	-1,04 %	-0,63 %	-0,26 %	-0,05 %	0,32 %	0,32 %

Figur 17.14. Prognoser for fremtidig strategisk fordel.

Eiendomsspar vil fortsette trenden vi så under lønnsomhet- og rentabilitetsanalysen. Netto driftsrentabilitet er forutsatt å øke, marginalt men jevnt og stabilt over tid. Kravet holder seg relativt stabilt over tid, men faller noe mot slutten av perioden. Eiendomsspar har en marginal strategisk ulempe over flere år, men fra 2019 får selskapet en strategisk fordel.

18.0 VERDSETTELSE AV EIENDOMSSPAR

I del 1 av oppgaven introduserte vi ulike verdsettelsesmetoder på overordnet plan. Siden oppgaven vår er investororientert, er det egenkapitalen vi ønsker å verdsette. Det er to måter å verdsette egenkapitalen på gjennom fundamental verdsettelse; verdsettelse av egenkapitalen direkte eller gjennom verdsette selskapskapital, for deretter å trekke fra gjeld. I forbindelse med vår strategiske regnskapsanalyse og verdsettelse har vi fokusert på netto driftskapital som selskapskapital.

Egenkapitalmetoden tar utgangspunkt i de frie kontantstrømmene til egenkapitalen, og diskonteres med egenkapitalkravet. Netto driftskapital-metoden tar utgangspunkt i de frie kontantstrømmene til driften, altså før finanskostnader trekkes fra. Kontantstrømmene neddiskonteres med derfor med netto driftskravet – som er vektet etter andeler med egenkapital og gjeld mot henholdsvis egenkapitalkravet og netto finansiell gjeldskrav. Som vi kort nevnte i forrige kapittel, er andelene av egenkapital og gjeld budsjettert. For at de to metodene skal gi lik verdi, kreves det derimot at man vekter egenkapitalandel og gjeldsandel til virkelige verdier. For å simulere virkelige verdier vil vi gå gjennom en seksvensiell oppdatering (Penman, Financial Statement Analysis and Security Valuation 2013), noe som igjen vil føre til at kravene endres og metodene gir samme resultat.

18.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte. Det vanligste er å diskontere dividende, fri kontantstrøm til egenkapitalen eller superprofitten. Alle modellene gir konsistente løsninger. Vår modell skiller ikke mellom andelen av tilbakeholdt fortjeneste og hva som utbetales. Vi setter derfor netto betalt utbytte lik kontantstrømmen til egenkapitalen (FKE). Vi presenterer kun resultatet fra denne fri kontantstrøm til egenkapital modellen. Verdien av egenkapitalen i dag kan formuleres slik (Knivsflå, BUS 425, Forelesningsnotater 2006):

$$VEK_0 = \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T)} + \frac{FKD_T (1 + ekv)}{((1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T)) * (ekk_T - ekv)}$$

Figur 18.1. Verdien av egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen (VEK_0) er gis ved to ledd. Det første leddet representerer summen av de fremtidige frie kontantstrømmene til egenkapital (FKE_T) neddiskontert med årets avkastningskrav til egenkapitalen $“(1+ek_{k_1}) * \dots * (1+ek_{k_0})”$. Det siste leddet representerer terminalverdien som finnes ved å multiplisere den frie kontantstrømmen til egenkapitalen i terminalåret (FKD_T) med den konstante veksten i egenkapitalen (ekv). Deretter divideres denne kontantstrømmen på det neddiskonterte egenkapitalkravet for terminalåret $“(1+ek_{k_1}) * \dots * (1+ek_{k_T})”$ multiplisert med Gordons vekstformel for evig konstant vekst: $(ek_{k_T} - ekv)$.

Som vi ser av formelen over uttrykkes verdien av egenkapitalen gjennom to ledd, hvorav det første summerer nåverdien av Eiendomsspar sine estimerte fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen (2013E-2019E). Formelens siste ledd uttrykker terminalverdien, altså verdien av alle fremtidige kontantstrømmer etter at selskapet har nådd sitt steady state.

EGENKAPITALMETODEN	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Fri kontantstrøm til egenkapitalen - FKE = NBU	149	156	123	229	351	600	234	244
Egenkapitalkrav - ekk	9,83 %	9,56 %	9,20 %	8,88 %	8,56 %	8,23 %	8,23 %	
Diskonteringsfaktor	1,098	1,203	1,314	1,431	1,553	1,681	1,819	
Nåverdi av årets kontantstrøm	136	130	93	160	226	357	128	
Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer	1 231							
+ Terminalverdi	3 594							
= Verdi av egenkapitalen	4 825							
Terminalvekst - ekv	4,5 %							
					Antall aksjer (millioner)	41,31		
					Verdi per aksje	kr 117		

Figur 18.2. Estimert verdi av egenkapitalen til Eiendomsspar per 31.12.2012 ved bruk av egenkapitalmetoden. "Nåverdien av fremtidige kontantstrømmer" representerer summen av de neddiskonterte frie kontantstrømmene til egenkapitalen. Terminalverdien er regnet ut ved å dele den diskonterte frie kontantstrømmen fra år 2020E (terminalåret pluss ett år frem) på differansen mellom nettdriftskrav i terminalåret og terminalveksten (ndv). Estimert verdi av egenkapitalen finnes ved å summere nåverdien av fremtidige kontantstrømmer og terminalverdien.

Fra tabellen over ser vi at verdien av egenkapitalen til Eiendomsspar pr. 31.12.2012 verdsettes til 4,825 milliarder NOK. Dette utgjør en verdi per aksje på 117 kroner per 31.12.2012. Som nevnt tidligere er ikke denne verdien den endelige verdien. Den finner vi først etter konvergering.

18.2 Selskapskapitalmetoden

Også selskapskapitalmetoden kan deles inn i flere ulike måter. Man kan beregne verdien av egenkapitalen både gjennom å bruke netto driftskapital, sysselsatt kapital og superprofittmetoden (Knivsflå, BUS 425, Forelesningsnotater 2006). Felles for alle måtene er at de indirekte beregner verdien av egenkapitalen gjennom først å beregne selskapskapitalen, for deretter å trekke fra netto finansiell gjeld for inneværende år. De ulike måtene gir samme verdiesimat på egenkapitalen. Etersom vårt fokus hele tiden har dreid seg om netto driftskapital som mål på selskapskapitalen, velger vi kun å presentere denne metoden.

På samme måte som for egenkapitalmetoden uttrykkes verdien gjennom to ledd, hvorav det første summerer nåverdien av Eiendomsspar sine estimerte fremtidige kontantstrømmer fra drift (2013E-2019E). Formelens siste ledd uttrykker terminalverdien.

Selskapskapitalmodellen tar utgangspunkt i at den frie kontantstrømmen fra drift (FKD) er lik netto driftsresultat (NDR) minus endring i netto driftskapital. Kontantstrømmen fra driften skal videre fordeles på henholdsvis kreditorer og egenkapitalinvestorer – i prioritert rekkefølge. Kontantstrømmene diskonteres følgelig med et krav som er vektet mellom deres relative andeler. Vi får da netto driftskrav (ndk), som i andre sammenhenger er kalt wacc.

$$VNDK_0 = \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T)} + \frac{FKD_T (1 + ndv)}{((1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T)) * (ndk_T - ndv)}$$

Figur 18.3. Verdien av netto driftskapital NDK. Verdien av driftskapitalen (VNDK₀) gis ved to ledd. Det første leddet representerer summen av de fremtidige frie kontantstrømmene til drift (FKD_T) neddiskontert med årets netto driftskrav "(1+ndk₁)*...*(1+ndk_T)". Det siste leddet representerer terminalverdien som finnes ved å multiplisere den frie kontantstrømmen til driften i terminalåret (FKD_T) med den konstante veksten i driftskapitalen (ndv). Deretter divideres denne kontantstrømmen på det neddiskonterte netto driftskravet for terminalåret "(1+ndk₁)*...*(1+ndk_T)" multiplisert med Gordons vekstformel for evig konstant vekst: (ndk_T - ndv).

Verdien av selskapskapitalen - her netto driftskapital er ikke interessant for en egenkapitalinvestor. Det er verdien på egenkapitalen investoren legger til grunn når han vurderer prisen på aksjen. Derfor trekkes den netto finansielle gjelden fra selskapsverdien. Verdien av Eiendomsspar gjennom selskapskapital-metoden er gitt nedenor;

SELSKAPSKAPITALMETODEN	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Fri kontantstrøm til drift - FKD	72	205	132	218	445	946	181	189
Netto driftskrav - ndk	6,00 %	6,03 %	6,00 %	5,96 %	5,91 %	5,87 %	5,87 %	
Diskonteringsfaktor	1,060	1,124	1,191	1,262	1,337	1,415	1,499	
Nåverdi av årets kontantstrøm	68	182	111	173	333	668	121	
Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer	1 655							
+ Terminalverdi	9 191							
- Netto finansiell gjeld - NFG (31.12.2012)	5 190							
= Verdi av egenkapitalen	5 655							
Terminalvekst - ndv	4,5 %							

Antall aksjer (millioner)	41,31
Verdi per aksje	kr 137

Figur 18.4. Estimert verdi av egenkapitalen til Eiendomsspar per 31.12.2012 ved bruk av selskapskapitalmetoden. "Nåverdien av fremtidige kontantstrømmer" representerer summen av de neddiskonterte frie kontantstrømmene til driften. Terminalverdien er regnet ut ved å dele den diskonterte frie kontantstrømmen fra år 2020E (terminalåret pluss ett år frem) på differansen mellom nettodriftskrav i terminalåret og terminalveksten (ndv). Estimert verdi av egenkapitalen finnes ved å summere nåverdien av fremtidige kontantstrømmer og terminalverdien, for deretter å trekke fra netto finansiell gjeld for 2012.

Den estimerte verdien av egenkapitalen til Eiendomsspar per 31.12.2012 verdsettes til 5,655 milliarder NOK ved bruk av selskapskapitalmetoden. Tilhørende estimerte aksjekurs blir da NOK 137.

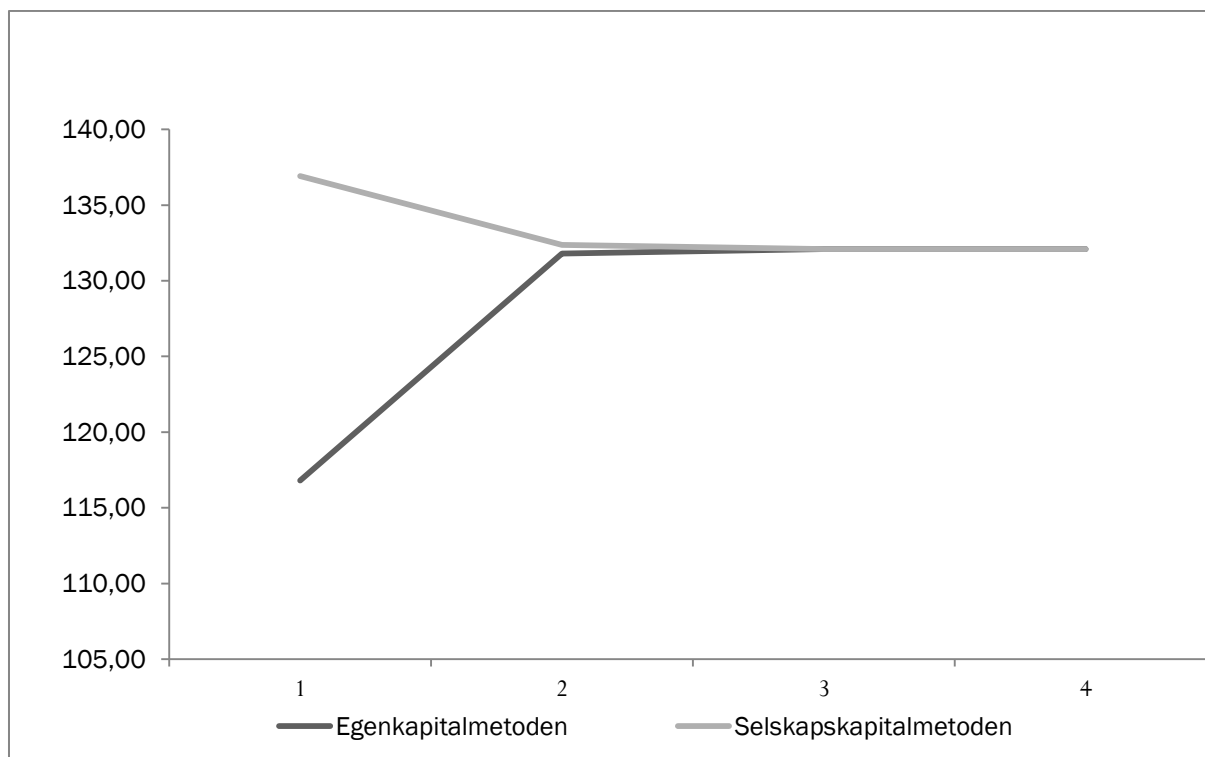
18.3 Konvergering av verdiestimat

Verdiestimatene vi har kommet frem til er basert på budsjettert kapitalstruktur. Siden det er et avvik mellom de to estimatene, kan vi slå fast at budsjettert kapital avviker fra det som vil være virkelig verdier. Når vi kompenserer for dette forholdet vil metodene gi det samme estimatet for verdien. Likere våre budsjetterte kapitalvekter er markedsvektene til virkelig verdi, mindre vil verdien av egenkapitalen etter justering til markedsvekter være. Knivsflå (2006) har utarbeidet

en modell for en sekvensiell oppdatering av kapitalvektene, som fører til at verdien av egenkapitalen ved de to metodene, vil konvergere mot en felles verdi. Sekvensen har 6 steg.

1	Sett verdien av egenkapitalen i år 0 lik gjennomsnittet av de to beregnede egenkapitalverdiene.
2	Sett verdien av netto driftskapital i år 0 lik balanseført verdi pluss merverdien i egenkapitalen
3	Finn netto driftsresultat i år 0 gjennom å multiplisere den oppdaterte netto driftskapital med beregnet netto driftskrav for år 1
4	Finn netto driftseiendeler på tidspunkt 1 ved å legge til verdien av endringen i netto driftseiendeler til inngående verdi av netto driftseiendeler
5	Finn verdien av egenkapitalen på tidspunkt 1 gitt ved balanseført verdi av egenkapitalen pluss merverdien av netto driftseiendeler
6	Gå til punkt 1, gjenta sekvensen til metodene gir samme resultat.

Figur 18.5. Figuren viser de sekvensielle stegene som fører frem til lik verdi for de to metodene.



Figur 18.6. Figuren viser hvordan verdiestimatene konvergerer mot hverandre når vektene i kapitalstrukturen endres mot virkelig verdi. Vi ser av grafen at metodene gir tilnærmet samme svar etter 3 sekvensielle oppdateringer.

Ved bruk av metoden og tre sekvensielle oppdateringer får vi samme resultat. Vi finner at verdien av Eiendomsspars aksjer til å være NOK 132 pr 31.12.2012.

18.4 Verdiestimat per 31.05.2013

Verdiestimatet ovenfor er gitt per 31.12.2012. Ved å multiplisere dette verdiestimatet med vårt forventede avkastningskrav til egenkapitalen (vektet med 5/12) finner vi forventet verdi per 31.05.2013. Formelen er presentert i figuren under. Vi finner da at estimert verdi pr 31.05.2013 NOK 137 kroner. Verdien representerer vårt beste estimat, og vi buker denne verdien videre i sensitivitetsanalyse og andre vurderinger.

$$\text{Verdiestimat}_{31.05.2013} = \text{Verdiestimat}_{31.12.12} * (1 + \text{ekk}_{2013})^{\frac{5}{12}}$$

Figur 18.7. Oppdatert verdiestimat kan finnes gjennom å multiplisere verdiestimatet med egenkapitalkravet, opphøyet i måneder/måneder per år.

19.0 SENSITIVITETSANALYSE

Hensikten med oppgaven har vært å gi en mest mulig objektiv verdi av egenkapitalen. Vi mener vårt estimat utgjør et nøkternt syn, verken for optimistisk eller sterkt negativt. Den estimerte verdien vi har kommet frem til er basert på subjektive vurderinger, resultater fra regnskapsanalysen og strategisk analyse. I tillegg støtter vi oss til eksterne kilder og analytikere. På bakgrunn av dette er det naturlig med en del usikkerhet knyttet til estimatet. Antakelsene og forutsetningene vi tar, påvirker verdien vi estimerer. Denne usikkerheten bør analyseres, og det kan gjøres på ulike måter.

METODE

De mest brukte og anerkjente metodene er sensitivitetsanalyser og simuleringer. Førstnevnte er en partiell endring av én og én variabel. Det vil si at man endrer man én *driver* mens resterende *drivere* holdes konstant. Dette gjør oss i stand til å isolert sett se endringene i verdien av egenkapitalen når én driver endres. Vi ser imidlertid ikke hvordan dette påvirker de andre driverne. Det er fornuftig å anta at det er en viss korrelasjon mellom driverne, slik at en partiell endring av én driver sannsynligvis vil gjøre utslag på en annen driver. Det er naturligvis en svakhet ved analysen. Uansett er det hensiktsmessig å avgjøre hvor kritisk de bestemte driverne er for verdiestimatet.

Simuleringer går ut på å gjøre om kritiske budsjett drivere til usikre stokastiske variabler. Simuleringene vil bli utført i Excel, ved hjelp av et tilleggsprogram kalt Crystal Ball. Vi vil foreta 5000 Monte Carlo simuleringer. Monte Carlo simuleringer ligner i stor grad på den estimeringen vi gjorde i den fundamentale verdsettelsen, bortsett fra at de ulike variablene ikke estimeres subjektivt, men trekkes tilfeldig fra en stokastisk prosess (Rystad, Westgaard and Vestrum 1998).

VARIABLER

For å illustrere usikkerheten velger vi å foreta sensitivitetsanalyser av budsjett driverne og de fremtidige avkastningskravene. Vi begynner med de sentrale budsjett driverne. Terminalverdien utgjør en stor andel av den estimerte egenkapitalverdien, omkring 77 %. En pre-analyse vi utførte på dataene, bekrefter at modellen er veldig sensitiv ovenfor endringer i terminalåret relativt til endringer i det tidligere budsjetterte årene. Det vil derfor være naturlig at sensitivitetsanalysen fokuserer mest på terminalåret.

De mest kritiske budsjett driverne for verdsettelsen er de som fokuserer på driften. De finansielle budsjett driverne som for eksempel finansiell gjeldsandel og finansiell gjeldsrente er mindre utslagsgivende.

Vi velger å se på veksten i driftsinntektene, omløpshastigheten til netto driftseiendeler, netto driftsmargin i egen virksomhet og til slutt sensitiviteten ovenfor nettoresultatet fra felleskontrollert virksomhet – Pandox.s

19.1 Sensitivitet til driftsinntektsveksten

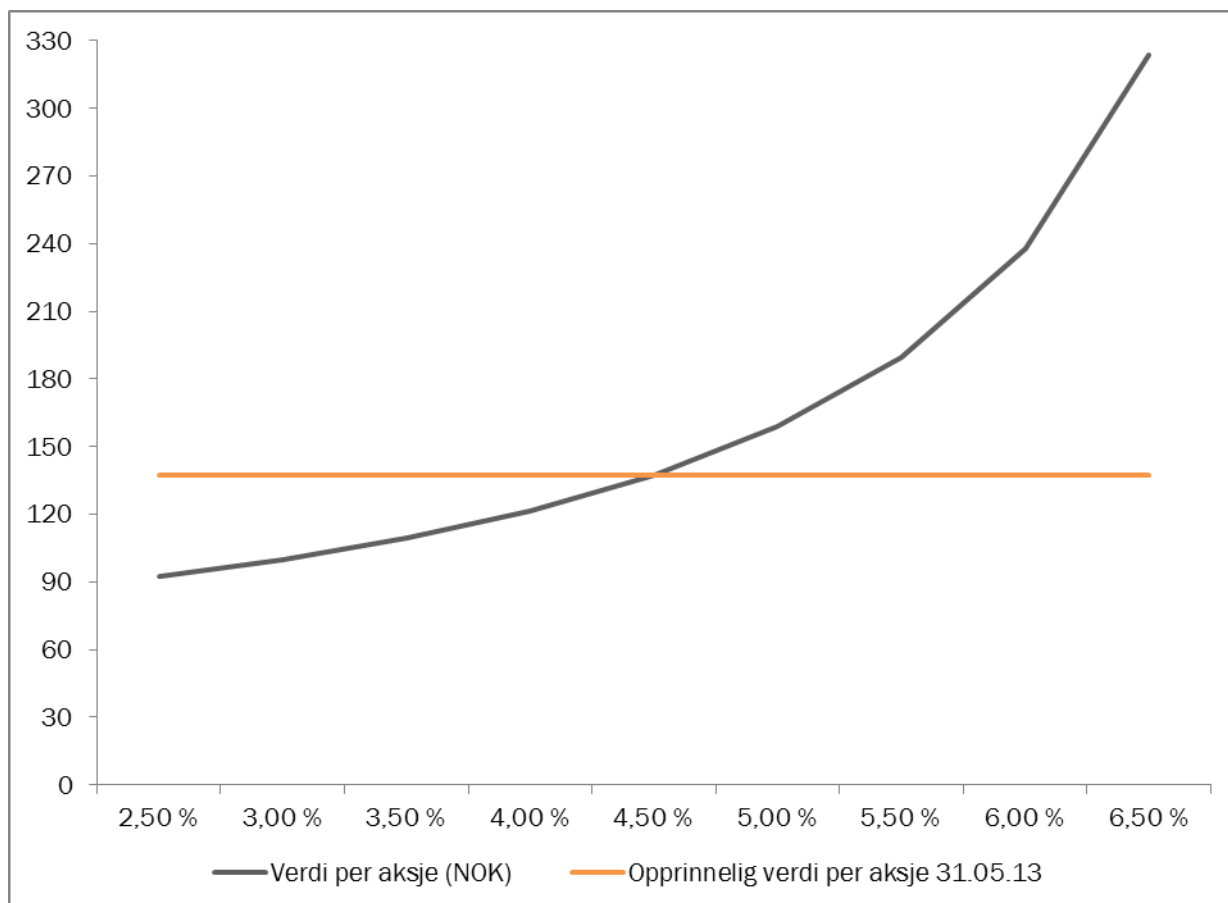
Endring i veksten til driftsinntektene i det første budsjetterte året påvirker verdien av egenkapitalen til Eiendomsspar. Spesielt er det første året og generelt de tidlige årene kritiske ettersom det påvirker driftsinntektene i de påfølgende årene. Det følger naturlig av at vekst er oppgitt som årlig prosentvis vekst.

Tabellen nedenfor viser at aksjekursen stiger jevnt når veksten i driftsinntektene stiger og synker jevnt ettersom veksten i driftsinntektene faller. Analysen er ganske følsom mot endringer i veksten i driftsinntekter det første året. Dersom man legger til grunn en vekst i driftsinntektene i 2013 på 13 % vil aksjekursen endre seg til NOK 147 per 31.05.2013. På den annen side vil aksjekursen bli NOK 121 per 31.05.2013 gitt at man legger en vekst på 2,0 % til grunn. Det valgte intervallet mellom 2 % - 14 % er basert på minimum og maksimum vekst historisk.

SENSITIVITETSANALYSE - VEKST I DRIFTSINNTEKTER 2013E								
Vekst i driftsinntektene	2,00 %	4,00 %	6,00 %	8,00 %	9,00 %	10,00 %	12,00 %	14,00 %
Verdi per aksje (NOK)	122	126	131	135	137	140	144	148

Figur 19.1. Sensitivitetsanalyse av hvordan estimert aksjekurs til Eiendomsspar per 31.05.2013 endres som følge av endring i veksten i driftsinntekter 2013.

Vi forventer at verdiestimatet vil være mer sensitivt for endringer i terminalåret enn for 2013. En endring i driftsinntektsveksten i terminalåret impliserer også en endring av terminalveksten. Eiendomsspar ikke kan vokse med 5 % til all fremtid samtidig som den norske økonomien vokser med 4,5 %. Det ville medført at Eiendomsspar vokste seg større enn den norske økonomien. For veksten i terminalåret velger vi å se på intervallet mellom 2,5 % - 6,5 %. Intervallet er valgt ut fra inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 % (Norges Bank 2001). Øverste intervallgrense på 6,5 % ser vi på som heller usannsynlig, men det er tatt med for å understreke et poeng – nemlig det at når terminalveksten nærmer seg avkastningskravet vil aksjekursen bli urimelig høy. Dette er mer modellteknisk enn en realitet (Knivsflå, BUS425, Forelesning 16 2006).



Figur 19.2. Aksjekursen til Eiendomsspar pr 31.05.2013 som følge av endring i driftsinntektsveksten i terminalåret 2019. Den grå linjen viser hva aksjekursen til Eiendomsspar blir per 31.05.2013 når vi endrer veksten i driftsinntektene og den terminale veksten mellom 2,5% - 6,5%. Den oransje linjen viser den opprinnelige aksjekursen per 31.05.2013, funnet i verdsettelsen.

Vi ser av figuren over at aksjekursestimatet er mer sensitivt overfor endringer i veksten av driftsinntekter for terminalåret enn for endringer i 2013. En endring fra 4,5 % til 5,0 % fører til at estimert verdi på aksjekursen endres fra NOK 137 til NOK 158.

19.2 Sensitivitet til omløpshastigheten

Vi husker fra kapitlet om prognostisering at omløpshastigheten til netto driftseiendeler beskriver hvor effektivt Eiendomsspar utnytter driftseiendelene sine. I likhet med sensitivitetsanalysen for vekst i driftsinntekter blir den estimerte aksjekursen og her mest påvirket av endringer i terminalåret. Vi nøyer oss derfor med kun å vise sensitivitetsanalysen for terminalåret (2019).

Som vi ser av tabellen under er Eiendomsspar sin estimerte aksjekurs per 31.05.2013 veldig sensitiv overfor endringer i omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Dette er som forventet ettersom hovedandelen av netto driftseiendeler utgjøres av selskapets investeringseiendommer. Selv en liten forbedring av omløpshastigheten gir store utslag på aksjekursen. Både den

strategiske analysen og fremtidsbudsjetteringen ga klare indikasjoner om at Eiendomsspar forventes å øke omløpshastigheten på netto driftseiendeler i fremtiden. Vi mener at det er et nøkternt anslag at Eiendomsspar på sikt klarer å ha samme omløpshastighet på sine netto driftseiendeler, som resten av bransjen. Ser vi på det gjennomsnittlige bransjetallet for omløpshastigheten til netto driftseiendeler mellom 2006-2012, ligger på 8,69 % med en positiv trend. Vi vurderer det derfor dit at store avvik fra ~8,6 % er lite troverdig.

SENSITIVITETSANALYSE - OMLØPSHASTIGHET NETTO DRIFTSEIENDELER 2019 (TERMINALÅRET)											
Omløpshastighet NDE	6,60 %	7,00 %	7,40 %	7,80 %	8,20 %	8,60 %	9,00 %	9,40 %	9,80 %	10,20 %	10,60 %
Verdi per aksje (NOK)	52	73	92	108	124	137	150	161	172	181	190

Figur 19.3. Sensitivitetsanalyse av omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde), Eiendomsspar 2019. Tabellen viser estimert aksjekurs per 31.05.2013 for et utvalg omløpshastigheter mellom 6,6 % og 10,60 %.

19.3 Sensitivitet til netto driftsmargin egen virksomhet

I fremtidsbudsjetteringen legges det til grunn at Eiendomsspar skal øke netto driftsmargin i egen virksomhet (ndme) i fremtiden. I 2012 var marginen 38,15%, omtrent likt som det historiske gjennomsnittet mellom 2006-2012. Dette er en del under bransjesnittet, og vi budsjetterte at det ville øke i fremtiden. Intervallet vi velger å benytte oss av i sensitivitetsanalysen strekker seg fra Eiendomsspars nest laveste historiske margin på 35% til det historiske bransjesnittet på 53%. Vi velger også her å fokusere på terminalåret, da dette gir størst utslag på den estimerte aksjekursen.

SENSITIVITETSANALYSE - NETTO DRIFTSMARGIN EGEN VIRKSOMHET 2019 (TERMINALÅRET)											
ndme	35 %	36 %	38 %	40 %	42 %	44 %	46 %	48 %	50 %	52 %	54 %
Verdi per aksje (NOK)	82	86	94	103	112	120	129	137	146	154	163

Figur 19.4. Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin egen virksomhet (ndme), Eiendomsspar 2019. Tabellen viser forventet aksjekurs per 31.05.2013 for et utvalg netto driftsmarginer mellom 35 % og 54 %.

Også denne sensitivitetsanalysen viser hvor følsomt den estimerte aksjekursen er for endringer i budsjettdriverne i terminalåret. Vi forventer imidlertid at det er høyst usannsynlig at netto driftsmargin i egen virksomhet vil ende opp i nedre del av denne skalaen da vi anser vårt opprinnelige estimat på 48% som ganske nøkternt.

19.4 Sensitivitet til resultat fra Pandox

Resultatposten fra Pandox er allerede analysert i et egen analyse, men vi ønsker å se hvor sensitiv den estimerte aksjekursen er for endringer i resultatet fra Pandox. Sensitivitetsanalysen er gjennomført i intervallet mellom MNOK 71 til MNOK 370. Den nederste grensen representerer det historisk laveste resultatbidraget fra Pandox, mens øverste grense på 370 millioner er gitt ut fra en optimistisk antakelse om at Norgani Hotels blir godt inkorporert i Pandox og at deres resultat til Eiendomsspar økes betydelig.

SENSITIVITETSANALYSE - NETTO RESULTAT FRA FELLESKONTROLLERT VIRKSOMHET (PANDOX) 2019 (TERMINALÅRET)											
Netto resultat fra F.K.V	70	100	130	160	190	221	250	280	310	340	370
Verdi per aksje (NOK)	67	81	95	109	123	137	151	165	179	193	207

Figur 19.5. Sensitivitetsanalyse av netto resultat fra felleskontrollert virksomhet Pandox, Eiendomsspar 2019. Tabellen viser forventet aksjekurs per 31.05.2013 for et intervall av resultater fra Pandox mellom MNOK 70 til MNOK 370. Merk at forkortelsen F.K.V betyr felleskontrollert virksomhet, definert som resultatet fra Pandox.

Av tabellen over ser vi at den estimerte aksjekursen er sensitiv overfor endringer i nettoresultat fra felleskontrollert virksomhet - Pandox. Husker vi tilbake til budsjetteringen av resultatet fra Pandox, var et nettoresultat fra Pandox på MNOK 221 et nøkternt anslag. Vi forventer ikke å se så mye lavere verdier enn dette anslaget. Ser vi på det historiske resultatet fra Pandox etter oppkjøpet av Norgani i 2010, ser vi at gjennomsnittresultatet som er overført til Eiendomsspar er MNOK 219 (2010-2012).

19.5 Sensitivitetsanalyse av fremtidig avkastningskrav.

For det fremtidige avkastningskravet vil vi utføre sensitivitetsanalyser for de mest omdiskuterte variablene. Dette gjelder den risikofrie renten, markedsrisikopremien og likviditetspremien. Vi vil se på partielle endringer av hver av disse faktorene for terminalåret 2019.

RISIKOFRI RENTE

Da vi beregnet risikofri rente i fremtidsbudsjetteringen tok vi høyde for at renten skulle stige gradvis frem mot 2016. Intervallet vi har valgt varierer fra 1,29 % - 4,30 % og representerer den laveste og høyeste historiske risikofrie renten i perioden mellom 2006-2012.

SENSITIVITETSANALYSE - RISIKOFRI RENTE ETTER SKATT 2019 (TERMINALÅRET)											
Risikofri rente etter ska	1,29 %	1,60 %	1,90 %	2,20 %	2,50 %	2,80 %	3,10 %	3,40 %	3,70 %	4,00 %	4,30 %
Verdi per aksje (NOK)	198	177	161	148	137	128	121	114	109	104	99

Figur 19.6. Sensitivitetsanalyse av risikofri rente etter skatt og 10% kredittrisikopremie, Eiendomsspar 2019. Tabellen viser forventet aksjekurs per 31.05.2013 for et intervall av risikofrie renter mellom 1,29 % til 4,30%.

Tabellen over viser at dersom risikofrie renten for 2012 på 1,29 % hadde vedvart, ville estimert aksjekurs vært NOK 198,08. Som vi redegjorde for i del 1 under makroutsikter for bransjen, er Norges Bank sine forventninger at renten skal stige mot et normalnivå. Det er derfor usannsynlig at renten i fremtiden vil være like lav som for 2012. Vi ser det også som lite trolig at rentenivået skal tilbake til 2008-nivå på 4,30 %.

MARKEDSRISIKOPREMIE

Markedsrisikopremien er et omdiskutert emne blant akademikere og praktikere. Det er ikke noe konsensus om hva som er "normalt" å bruke, men som vi har diskutert tidligere vil premien trolig

befinne seg mellom 4,0 % og 6,5 %. Vi benytter derfor dette som intervaller for sensitivitetsanalysen.

SENSITIVITETSANALYSE - MARKEDETS RISIKOPREMIE 2019 (TERMINALÅRET)											
Markedets risikopremie	4,00 %	4,25 %	4,50 %	4,75 %	5,00 %	5,25 %	5,50 %	5,75 %	6,00 %	6,25 %	6,50 %
Verdi per aksje (NOK)	171	161	152	144	137	131	126	121	116	112	109

Figur 19.7. Sensitivitetsanalyse av markedets risikopremie, Eiendomsspar 2019. Tabellen viser forventet aksjekurs per 31.05.2013 for et intervall av risikopremier mellom 4,0 % til 6,5 %.

Av tabellen over ser vi at den estimerte aksjekursen synker ved høyere risikopremier. Gjennomsnittet av den historiske risikopremien mellom 2006-2012 er 5,43 %. Dette ville gitt oss en estimert aksjekurs på NOK 127.

LIKVIDITETSPREMIE

Den siste variabelen i avkastningskravet vi velger å foreta en sensitivitetsanalyse på er likviditetspremien. I tidligere drøfting i oppgaven har vi konkludert med at vi mener det bør foreligge en likviditetspremie for aksjen, men at den fremtidige likviditetspremien ikke bør være like høy som den fremtidige. Selv om man argumenterer for at det ikke skal være noe likviditetspremie, kan det hevdes at avkastningskravet kan inneholde en post som tar høyde for noe av den usikkerheten som ikke forklares gjennom CAPM (Persson, 2013). Intervallet for likviditetsanalysen representerer de anvendte likviditetspremiene i de fremtidige avkastningskravene.

SENSITIVITETSANALYSE - LIKVIDITETSPREMIE 2019 (TERMINALÅRET)									
Likviditetspremie	0,00 %	0,50 %	1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,50 %	3,00 %	3,50 %	4,00 %
Verdi per aksje (NOK)	224,83	183,37	156,34	137,32	123,22	112,35	103,70	96,67	90,83

Figur 19.8. Sensitivitetsanalyse av likviditetspremie, Eiendomsspar 2019. Tabellen viser forventet aksjekurs per 31.05.2013 for et intervall av likviditetspremier mellom 0 % til 4 %.

19.6 Simulering av nøkkelvariabler

Vi har allerede slått fast at verdierestimaterne vi fra den fundamentale verdsettelsen er usikre og sensitive overfor forandringer i budsjettdriverne og avkastningskravene. Der hvor sensitivitetsanalysen fokuserer på partielle endringer av én og én variabel, vil vi nå teste usikkerheten til den estimerte aksjekursen ved å gjennomføre simultane endringer i de mest kritiske budsjettdriverne og for de mest usikre variablene i avkastningskravet (heretter kalt variabler). For å opprettholde konsistensen fra sensitivitetsanalysen velger vi å teste de samme variablene i simuleringen. Tanken bak simuleringer er at man kan gjøre variablene om til stokastiske variabler, slik at man kan få en fordeling over et verdierestimat i stedet for et punkttestimat (Knivsflå, BUS425, Forelesning 16 2006). Det er to ulike måter å definere

variablene på; enten som normalfordelte tilnærminger med forventningsverdi og standardavvik – eller som uniforme fordelinger med fastsatte minimums- og maksimumsgrenser. Grensene kan enten fastsettes ved skjønn eller ved å bruke utviklingen fra den historiske regnskapsanalysen.

DEFINISJON AV VARIABLENE

Under vil vi ta for oss de valgte fordelingene til ulike variablene. Generelt sett har vi valgt enten å bruke de de budsjetterte størrelsene fra fremtidsbudsjettet eller historiske gjennomsnitt som forventningsverdier. For de uniforme fordelingene har vi valgt å definere øvre og nedre grenser ut i fra beste skjønn, basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

Normalfordelte tilnærminger blir skrevet på formen: ***N[forventning ; standardavvik]***

Uniforme fordelinger skrives på formen: ***U[nedre grense ; øvre grense]***

Vekst i driftsinntekter 2013: ***N[0,09 ; 0,01]***

Vekst i driftsinntekter 2014-2015: ***N[0,075 ; 0,01]***

Vekst i driftsinntekter 2016-2018: ***N[0,075 ; 0,03]***

Vekst i driftsinntekter 2019: ***U[0,035 ; 0,06]***

For 2013 antar vi estimat som ganske sikkert, siden vi vet mer om fremtiden på kort sikt enn på lang sikt. Derfor valgt vi ett lavt standardavvik. For 2014-2015 føler vi oss relativt sikre, siden vi har gode prognoser. For 2016-2018 er vi mer usikre. Vi legger den historiske gjennomsnittsavkastningen og standardavviket for Eiendomsspar mellom 2006-2012 til grunn. For terminalåret 2019 har vi valgt en uniform fordeling mellom 3,5 % - 6 %. Vi kan ikke normalfordeling, siden vi da risikerer at terminalveksten blir høyere enn avkastningskravet, noe som modellteknisk ikke er mulig.

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler 2013-2019: ***N[budsjettert størrelse ; 0,003]***

For hele perioden, 2013-2019, har vi lagt til grunn de budsjetterte størrelsene fra fremtidsbudsjettet som forventningsverdi. Standardavviket representerer det gjennomsnittlige historiske standardavviket i omløpshastigheten til netto driftseiendeler for Eiendomsspar mellom 2006-2012.

Netto driftsmargin egen virksomhet 2013-2015: ***N[budsjettert størrelse; 0,05]***

Netto driftsmargin egen virksomhet 2016-2019: ***N[budsjettert størrelse; 0,02]***

Vi har lagt til grunn de budsjetterte størrelsene for hele perioden. Historisk sett har netto driftsmargin vært svært volatil. Gjennomsnittlig historisk standardavvik for Eiendomsspar mellom 2006-2012 har ligget på 5 % for netto driftsmargin i egen virksomhet. Vi tar høyde for at denne volatiliteten opprettholdes mellom 2013-2015, før volatiliteten synker til 2 % mellom 2016-2019.

Netto resultat fra Padox 2013-2019:

U[137,5 ; 242,8]

De øvre og nedre grensene representerer minimum og maksimum resultat fra Padox mellom 2009-2012. Vi tror det er sannsynlig at resultatet fra Padox vil ligge innenfor disse grensene i fremtiden også.

Ettersom verdsettelsesmodellen krever at egenkapitalkravet er høyere enn terminalveksten, kan vi ikke sette egenkapitalkravet lavere enn det høyeste mulige utfallet av terminalveksten. Vi har derfor lagt inn forutsetninger i variablene til avkastningskravet som tar høyde for at ikke avkastningskravet overstiger terminalveksten. Dette fører også til at vi må utelukke simuleringer av likviditetspremien.

Risikofri rente etter skatt 2019:

U[0,015; 0,03]

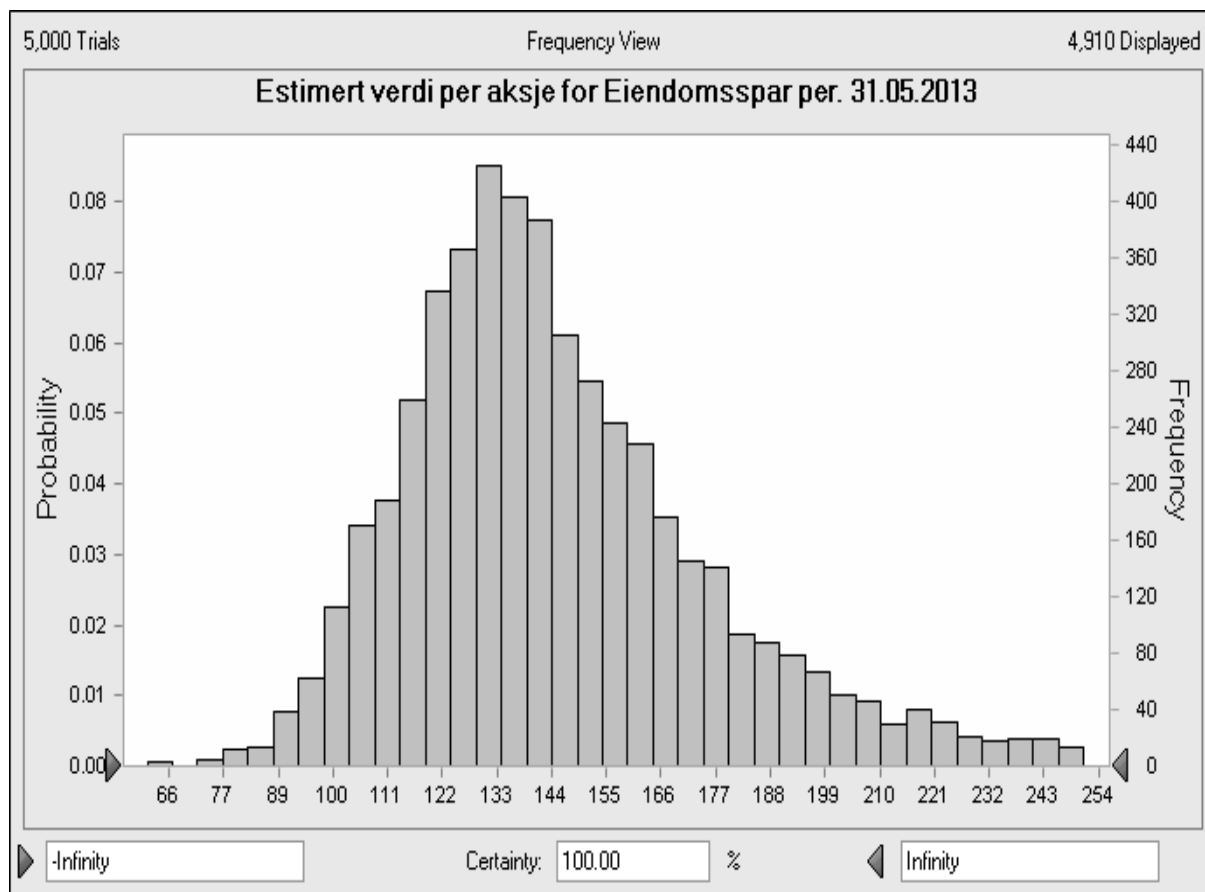
Markedets risikopremie 2019:

U[0,045; 0,06]

I den budsjetterte risikofrie renten ligger det allerede en forventning om økt rentenivå inne, og vi vil legge mer vekt på hva som skjer dersom denne forventningen ikke inntreffer. Siden markedets risikopremie er såpass mye omdiskutert blant ekspertene, velger vi å se på grenser mellom 4,5 % - 6 %. Dette bør dekke de fleste meninger om premien.

RESULTAT AV SIMULERING

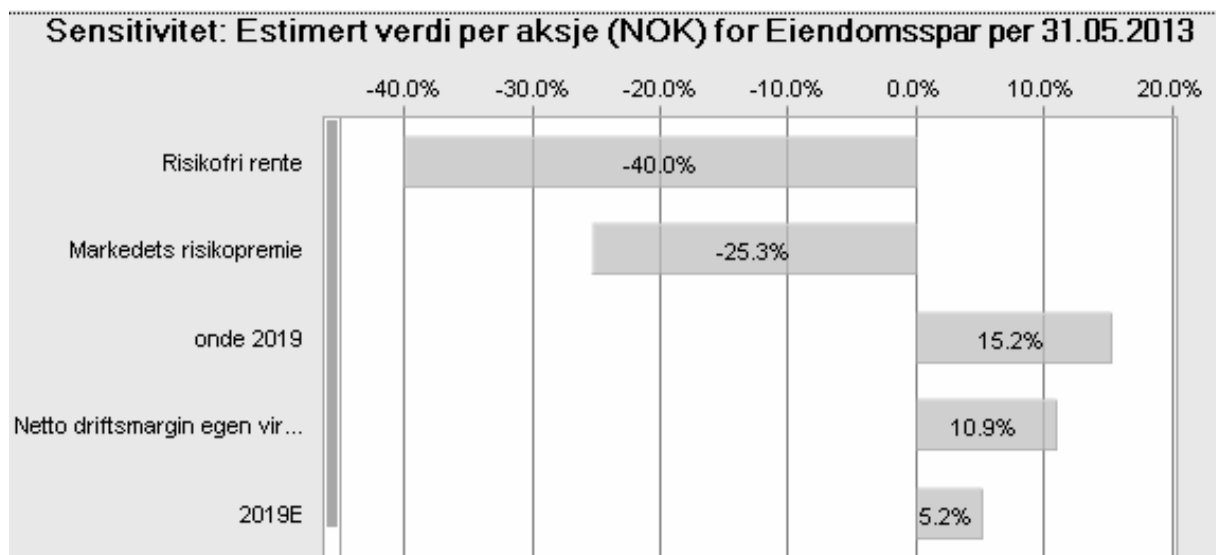
Etter å ha utført 5000 Monte Carlo simuleringer med forutsetningene ovenfor, oppsummeres resultatet i figuren under. Gjennomsnittlig verdiestimat fra simuleringene gir en forventet aksjekurs på NOK 147 for Eiendomsspar per 31.05.2013. Som forventet får vi også en tilnærmet normalfordelt kurve. Vi ser allikevel av figuren at den inneholder en del skjevhet (skewness). Skjevheten for simuleringen er 1,92. Dette betyr at den høyre halen er lengre enn den venstre, noe som indikerer større sannsynlighet for å havne *under* estimert gjennomsnitt enn *over*. Fordelingen har høy kurtosis, hvilket betyr at resultatene oftere ligger tett mot toppen av kurven. Det gjør store avvik mindre sannsynlige. Simuleringen har ett årlig standardavvik på 9,5 %. Sett i sammenheng med at simuleringen gir Eiendomsspar en konkurssannsynlighet på 0 %, kan det argumenteres for at det skulle vært lagt inn mer usikkerhet i variablene.



Figur 19.9. Resultat av simulering av Eiendomsspar sin aksjekurs per 31.05.2013. Resultatet er hentet fra Monte-Carlo simulering med forutsetninger som forklart i teksten over. Programmet som er brukt for simuleringen er Crystal Ball.

VARIABLENES BIDRAG TIL USIKKERHET

Det er av interesse å finne ut hvilke variabler i modellen som bidrar mest til usikkerheten i simuleringen. Figuren under viser at modellen er mest sensitiv ovenfor endringer i avkastningskravet og da henholdsvis nedgang i risikofri rente og markedets risikopremie. Videre ser vi at modellen er sensitiv for endringer i omløpshastigheten til netto driftseiendeler og netto driftsmargin i egen virksomhet – i erminalåret. Vi er litt overrasket over at veksten i driftsinntektene i terminalåret ikke er mer betydelig. Figuren under oppsummerer de mest sensitive variablene. Oppsummeringen passer godt til de variablene som var mest følsomme i sensitivitetsanalysen.



Figur 19.10. Figuren viser hvilke variabler som tilfører mest usikkerhet i verdiestimatet for simuleringen utført i Crystal Ball. "Onde 2019" betyr omløpshastighet netto driftseiendeler i terminalåret. "Netto driftsmargin egen vir..." betyr netto driftsmargin i egen virksomhet i terminalåret 2019. Mens "2019E" betyr vekst i driftsinntektene i terminalåret 2019.

SANNSYNLIGHET

Helt til slutt i simuleringen har vi gjort noen beregninger som viser sannsynligheten for ulike estimerte aksjekurser. Vi har sett på sannsynligheten for at den estimerte aksjekursen ligger over vårt kursestimat på NOK 137 og omsatt aksjekurs per 31.05.2013 på NOK 152. I tillegg har vi sett på hva estimert aksjekurs vil være med 80 % sannsynlighet.

Simuleringen viser at estimert aksjekurs er høyere enn NOK 137 med 55 % sannsynlighet. Simuleringen viser at estimert aksjekurs er høyere enn NOK 152 med 35 % sannsynlighet. Simuleringen viser at aksjekursen med 80 % sannsynlighet vil ligge i intervallet mellom NOK 110- NOK 190.

19.7 Oppsummering av sensitivitetsanalysen og simuleringen

Sensitivitetsanalysen bekreftet at den estimerte aksjekursen er sensitiv for endringer i budsjettdriverne og avkastningskrav. Vi ser spesielt at endringer i terminalåret medfører store avvik i aksjekursen. Selv om en partiell sensitivitetsanalyse ikke tar høyde for at budsjettdriverne og avkastningskrav korrelerer og at endringer i én variabel kan påvirke andre variabler, kan vi slå fast at verdiestimatet inneholder en del usikkerhet. Usikkerheten ble testet ytterligere ved hjelp av Monte-Carlo simuleringer. Her fikk vi bekreftet at det særlig er variabler knyttet til avkastningskravet, samt omløpshastigheten til netto driftseiendeler og netto driftsmargin inneholder mest usikkerhet. Analysene er ment for å gi leseren dypere innsikt i den estimerte verdien vi har kommet frem til og gi grunnlag for tenke alternativts om de forutsetningene som er lagt til grunn.

20.0 KOMPARATIV VERDSETTELSE

Det kan være interessant å underbygge et verdiesimat på Eiendomsspar med resultater fra alternative verdsettelsesmodeller. Vi velger å bruke en komparativ verdsettelse, kjent som en multipelvurdering, for ytterligere å søke bekreftelse på vårt verdiesimat fra den fundamentale verdsettelsen.

KOMPARATIVE SELSKAPER

Allerede tidlig i oppgaven definerte vi fem komparative selskaper til Eiendomsspar. Vi velger å bruke disse selskapene videre til komparativ verdsettelse. Det er naturlig siden regnskap og balansetall er justert tilsvarende som for Eiendomsspar, og sammenligningsgrunnlaget blir riktig. Vi utelater Entra Eiendom av analysen ettersom selskapet er heleid av Næringsdepartementet, og markedspriser ikke eksisterer.

Vi tar utgangspunkt i regnskapstall for 2012 og der vi bruker aksjekurser for å prise egenkapitalen er de hentet per 24.05.2013. Den fundamentale verdsettelsen vi utførte tidligere baserer seg på underliggende økonomiske drivere som ble identifisert gjennom strategiske analyse og regnskapsanalyse. Slik skiller den seg betraktelig som metode fra komparativ verdsettelse.

Komparative verdsettelse tar utgangspunkt i den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Vi antar da at markedet allerede har estimert en fremtidig verdi på kontantstrømmene til de komparative selskapene. Deretter anvender vi disse forholdene mellom verdi og faktor på Eiendomsspar. Dette er en betydelig enklere og mindre tidkrevende verdsettelsesmetode. Det trenger derimot ikke å bety at den er mindre korrekt.

20.1 Valg av multipler

I del 1 gikk vi raskt gjennom ulike multipler og formål. Multipler kan baseres på en lang rekke forhold. Vi velger å fokusere på én multiplere som passer godt for sammenligning med egenkapitalmetoden og én som passer godt for selskapskapitalmetoden.

PRIS/FORTJENESTE (P/E)

Multipelen Pris/Fortjeneste er bedre kjent som engelske price/earnings, og er en av de mest brukte multiplene. Det er en resultatorientert multiplere som er godt egnet for å sammenligne mot egenkapitalmetoden vi anvendte i den fundamentale verdsettelsen (Knivsflå, BUS425, Forelesning 16 2006). For selskaper som har en relativt stabil vekstfase kan resultatet gi en god indikasjon på fremtidige kontantstrømmer. Siden vi har omgruppert resultatregnskapene benytter

vi oss av netto resultatet til egenkapitalen, i stedet for totalresultatet i våre beregninger. Dette utelukker dirty surplus og andre unormale poster (Møller 2011).

P/E-modellen tar ikke høyde for ulikheter i risiko og kapitalbehov. Et selskap som har veldig høy gjeldsandel, har høyere rentekostnader enn et tilsvarende selskap med lavere gjeldsandel. Dette påvirker følgelig resultatet. Fra regnskapsanalysen husker vi at det var visse avvik innenfor kapitalstrukturen til de ulike selskapene. Eiendomsspar hadde høyere egenkapitalandel enn de komparative selskapene, henholdsvis 54 % og 37 % i snitt.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Nettoresultat til egenkapital}}$$

Figur 20.1. Price/Earnings eller pris/fortjeneste. Multiplikatoren består av markedsverdien av egenkapitalen (funnet som antall utestående aksjer multiplisert med aksjekurs) dividert med netto resultat til egenkapitalen.

SELSKAPSVERDI/NETTO DRIFTSRESULTAT (EV/EBIT)

Selskapsverdi/ Netto driftsresultat er en mye brukt multipl og kalles gjerne etter det engelske EV/EBIT. Dette er en balanseorientert multiplikator som med små justeringer egner seg godt til for å sammenligne selskapsverdier. Vi måler nå selskapsverdien over netto driftsresultat. Opprinnelig brukes driftsresultat før skatt i nevneren, men siden vi har omgruppert regnskapstallene gir det mer riktige resultater å bruke netto driftsresultat. Siden alle selskapene har en tilnærmet lik driftsskattesats, spiller det heller ingen rolle at vi bruker etter skatt størrelse.

Modellen sammenligner til en viss grad den underliggende driften i selskapet. Eiendomsspar er det eneste selskapet som rapporterer resultat fra felleskontrollerte selskaper, noe som er inkludert i netto driftsresultat. Videre har alle selskapene relativt lik avskrivningsprofil på eiendommene. Modellen tar ikke høyde for at det kan være store fremtidige investeringsbehov for noen av selskapene, men vi mener at selskapene er såpass likt strukturert at dette ikke bør medføre skjevheter.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Selskapsverdi}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

Figur 20.2. EV/NDR eller selskapsverdi/netto driftsresultat på norsk. Multiplikatoren består av markedsverdien av egenkapitalen (funnet som antall utestående aksjer multiplisert med aksjekurs) pluss netto finansiell gjeld, dividert med netto driftsresultat.

20.2 Resultater fra komparativ verdsettelse

markedsverdien av egenkapitalen til selskapene per 24.05.2013 finner vi ved å multiplisere aksjekursen til de respektive selskapene med deres utestående aksjer. Selskapsverdien består av markedsverdien av egenkapitalen pluss netto finansiell gjeld for selskapet. I de oransje kolonnene i tabellen under ser vi resultatene av de to multiplene for de ulike selskapene. Særlig for pris/fortjeneste multiplene ser vi tidvis store variasjoner mellom selskapene. Dette kan skyldes ulik kapitalstruktur i selskapene. Olav Thon Eiendom på den ene ytterkanten har høy gjeldsandel og følgelig høye finanskostnader, noe som fører til en lav P/E ratio. Hufvudstaden på den andre ytterkanten har lav gjeldsandel og følgelig lavere finanskostnader, som fører til en høyere P/E -ratio.

KOMPARATIV VERDSETTELSE							
Selskaper	Pris	NFG	EV	NRE	NDR	P/E	EV/NDR
Olav Thon Eiendom ASA	10 634	16 132	26 765	838	1 307	12,68	20,48
NPRO ASA	4 417	9 822	14 238	195	530	22,62	26,86
Hufvudstaden publ.	19 087	4 350	23 437	655	770	29,14	30,44
Fabege publ.	12 140	17 852	29 992	658	1 138	18,44	26,35
Gjennomsnitt	11 569	12 039	23 608	587	936	20,72	26,03
Eiendomsspar AS	6 279	4 833	11 112	227	398	27,63	27,94

Figur 20.3. Komparativ verdsettelse. Tabellen viser en oppsummering av nøkkeltallene som brukes for å regne ut multiplikatorene. "Pris" referer til markedsverdien av egenkapitalen per 24.05.2013. Denne verdien er funnet ved å multiplisere aksjekursen med antall utestående aksjer. "NFG" betyr netto finansiell gjeld. "EV" betyr Enterprice Value – eller selskapsverdi på norsk. "NRE" betyr "Netto resultat til egenkapital". "NDR" betyr "Netto driftsresultat". De oransje kolonnene viser multiplikatorene "P/E" – Pris/Fortjeneste og "EV/NDR" – Selskapsverdi/Netto driftsresultat.

De gjennomsnittlige multiplikatorverdiene for hver av modellene utgjør grunnlaget for den estimerte aksjekursen per 24.05.2013 for Eiendomsspar. For pris/fortjeneste modellen (P/E) finner vi estimert aksjekurs ved å multiplisere gjennomsnittelig P/E ratio for de komparative selskapene med nettoresultatet til egenkapitalen for Eiendomsspar, for deretter å dividere med antall utestående aksjer hos Eiendomsspar. Denne utregningen gir oss følgende estimerte aksjekurs for Eiendomsspar.

$$\text{Estimert aksjekurs}_{\text{Eiendomsspar}} = \frac{20,72 * 227}{41,3077} = 114 \text{ NOK}$$

Figur 20.4. Estimert aksjekurs pr. 24.05.2013 for Eiendomsspar ved pris/fortjeneste-modellen. Merk at både netto resultatet til egenkapitalen (227) og utestående aksjer (41,3077) er oppgitt i millioner.

For den balanseorienterte multiplikatoren EV/NDR finnes den estimerte aksjekursen pr. 24.05.2013 for Eiendomsspar ved å multiplisere gjennomsnittelig EV/NDR multiplum for de komparative selskapene med Eiendomsspar sitt netto driftsresultat. Deretter trekker vi fra Eiendomsspar sin netto finansielle gjeld for implisitt å finne egenkapitalverdien. Dette divideres så på antall utestående aksjer for Eiendomsspar for å finne estimert aksjekurs. Utregningen er vist under:

$$\text{Estimert aksjekurs}_{\text{Eiendomsspar}} = \frac{(26,03 * 398) - 4833}{41,3077} = 134 \text{ NOK}$$

Figur 20.5. Estimert aksjekurs pr. 24.05.2013 for Eiendomsspar ved EV/NDR-modellen. Merk at nettodriftsresultat (398), netto finansiell gjeld (4833) og antall utestående aksjer (41,3077) er oppgitt i millioner.

20.3 Oppsummering komparativ verdsettelse

Resultatene fra den komparative verdsettelsen viser at de to ulike modellene avviker ganske mye fra hverandre. Vi mener at pris/fortjeneste modellen er minst troverdig fordi selskapene har relativt ulik kapitalstruktur. Begge metodene estimerte lavere aksjekurs for Eiendomsspar enn den opprinnelige aksjekursen per 24.05.2013. Disse resultatene er i tråd med de resultatene vi fikk fra den fundamentale analysen. Videre ser vi at P/E-modellen gir oss lavest estimert aksjekurs på NOK 114. Dette kan komme av at Eiendomsspar har høyere egenkapitalandel enn de komparative selskapene og at den gjennomsnittlige P/E ratioen derfor undervurderes.

Selskapsverdi/Netto driftsresultat-modellen gir et mer konsistent resultat sammenlignet med funnene fra den fundamentale verdsettelsen. Multiplikatormodellen indikerer at Eiendomsspars aksjekurs er overpriset. Den komparative verdsettelsen inneholder få komparative selskaper. Dersom man skulle basert hele verdsettelsen sin på en komparativ verdsettelse, ville det vært fornuftig å inkludere flere selskaper for å oppnå bedre gjennomsnittsmultipler. Da ville det også vært naturlig å inkludere flere multipler.

21.0 OPPSUMMERING OG HANDLESTRATEGI

Gjennom de forgående kapitlene har vi gått grundig gjennom de underliggende forholdene i Eiendomsspar. I den strategiske analysen fikk vi bekreftet at eiendomsbransjen er en moden bransje med stabile forhold og moderat konkurranse. Ressursanalysen viste at Eiendomsspar *har* varige konkurransefortrinn i tilknytning til eiendomsporteføljens beliggenhet. Videre ser vi at Eiendomsspar har flere sterke ressurser i tilknytning direktør Christian Ringnes og Eiendomsspars utstrakte arbeid for kunst, kultur og utsmykning. Ressursene kan på sikt bidra til økt inntjening, men vi stiller spørsmål ved om hvorvidt disse engasjementene bidrar netto positivt til kontantstrømmen.

Regnskapsanalysen avdekket at bransjen som helhet har et avkastningskrav som er høyere enn driftsrentabiliteten. I kapittel to kalte vi dette for verdiødeleggelse. Vi finner imidlertid et marginalt lyspunkt for Eiendomsspar. Selskapet har en liten positiv resursfordel, som bidrar til motvirkning av bransjeulempen. Totalt sett er imidlertid ulempen betydelig. Giringen i kapitalen bidrar til økt ulempe totalt sett.

For prognostiseringen la vi til grunn at en positiv utvikling i Eiendomsspar de neste årene, før vi antar utviklingen konvergerer mot bransjen og for øvrig mot veksten i verdensøkonomien. Eiendomsspar vil i løpet av prognoseperioden vil snu den negative trenden og oppnå en egenkapitalrentabilitet som er større enn kravet til avkastning.

I verdsettelsen fant vi ved bruk av både selskapskapitalmetoden og egenkapitalmetoden at verdien av Eiendomsspar tilsvarer 137 kroner per aksje per 31. mai 2013. Eiendomsspar ble omsatt for 152 kroner i samme tidsrom – altså drøye 10, 9 % mer enn vårt estimat. Et viktig premiss for våre funn er justeringen vi gjorde innledningsvis i regnskapsanalysen. Vi har forøkt å finne verdien av selskapet basert på underliggende drift, og ville derfor skille ut resultater tilknyttet verdiendring på eiendomsmassen. Selskapene som rapporterte til virkelig verdi fikk nedskrevet balansene til 2006-verdier. Resultatet ble tilsvarende redusert for verdiendringer tilbake til 2006. Eiendomsspar rapporterer til historisk kost, og justeringen medførte en betydelig økning i balanseverdiene. Justeringen er et stort inngrep, men medfører at vi utelukkende ser på underliggende drift heller enn unormale og uforutsigbare verdiendringer.

Avslutningsvis noen Monte Carlo-simuleringer for å simulere ulike aksjekurser med utgangspunkt i vår modell. Vi fant da at aksjekursen med 55 % sannsynlighet vil ligge over 137 kroner, og med 35 % sannsynlighet vil ligge over 152 kroner. Det er 80 % sannsynlighet for at aksjekursen vil ligge mellom 110 kroner og 190 kroner.

På bakgrunn av analysen anbefaler vi salg av aksjer i Eiendomsspar AS.

REFERANSE- OG LITTERATURLISTE:

- Aftenposten.no. 2011. <http://www.aftenposten.no/bolig/Vil-droppe-krav-til-tilgjengelighet-6687333.html#.UZC93LVNSbM> (funnet Januar 12, 2013).
- Akershus Eiendom. *The Norwegian Commercial Property Market*. Oslo: Akershus Eiendom, 2012, 48.
- Aktiv i Oslo. 2009. <http://www.aktivioslo.no/artikkel/christian-ringnes/> (funnet Mars 04, 2013).
- . 2012. <http://www.aktivioslo.no/artikkel/ekeberg-skulpturpark/> (funnet Mars 04, 2013).
- Allierio AS. «Annonsebilag fra Allierio AS.» *Eiendom & rehabilitering*. Finansavisen, 2005.
- Asker Bibliotek. 1998. <http://www.askerbibliotek.no/askersamling/det-gamle-asker/eriksgarden/> (funnet Mai 10, 2013).
- Bedriftsdatabasen. 2013. http://www.bdb.no/bedriftsinfo/C_Ludens_Ringnes_Stiftelse/regnskap (funnet Mars 04, 2013).
- Benninga, Simon. *Financial modelling*. 3rd. Cambridge: The MIT Press, 2008.
- Berk, Jonathan, og Peter DeMarzo. *Corporate Finance 2nd Edition*. Stanford: Pearson Education Limited, 2011.
- Civita. 2011. <http://www.civita.no/2011/10/27/et-forslag-til-skattereform> (funnet Mars 23, 2013).
- Colliers International. *Market report - 2012, H2*. Colliers International, Norway.
- Dagbladet. 2008. <http://www.dagbladet.no/kultur/2008/09/29/548467.html> (funnet Januar 29, 2013).
- Dagbladet.no. 2012. <http://www.dagbladet.no/2012/09/05/kultur/kunst/teater/litteratur/bok/23266233/> (funnet Mars 04, 2013).
- Damodaran, Aswath. 2013. http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (funnet Mai 10, 2013).
- . 2013. http://people.stern.nyu.edu/ADAMODAR/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (funnet Mai 22, 2013).
- Damodaran, Aswath. «Finding the Right Financing Mix: The Capital Structure Decision.» Stern School of Business, NY, 2010.
- Damodaran, Aswath. «Growth rates and terminal value.» Stern Business School, NY, 2012.
- Damodaran, Aswath. «The Cost of Illiquidity.» Stern Business School, NY, 2010.
- Damodaran, Aswath. «What is the risk-free rate? A search for the Basic building block.» Stern School of business, NY, 2008.

- . *World Bank*. Udatert. http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Equity_Risk_Premiums.pdf (funnet 05 05, 2013).
- DN.no. 2011. <http://www.dn.no/eiendom/article2108564.ece> (funnet Mars 20, 2013).
- . 2012. <http://www.dn.no/privatokonomi/article2481583.ece> (funnet Mars 24, 2013).
- . 2011. <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2145620.ece> (funnet Mars 24, 2013).
- . 2009. <http://www.dn.no/forsiden/article1636064.ece> (funnet Januar 29, 2013).
- . *Politikk/Samfunn*. 17 05 2013. <http://www.dn.no/forsiden/politikkSamfunn/article2615176.ece> (funnet 05 20, 2013).
- E24. 2008. <http://e24.no/naeringsliv/ringnes-tar-kontroll-i-doed-venns-imperium/2265818> (funnet Januar 29, 2013).
- E24.no. *Gresk milliardtap for Tysk storbank*. 04 11 2011. <http://e24.no/makro-og-politikk/gresk-milliardtap-for-tysk-storbank/20117242?recommend=true> (funnet 05 20, 2013).
- Eiendomsspar AS. «Oslostudie 2013.» Oslo, 2013.
- Eiendomsspar AS. *Oslostudiet 2012*. Oslo: Eiendomsspar AS, 2012.
- Eiendomsspar. *Årsrapport 2012*. Oslo: Eiendomsspar, 2012.
- Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton. «THE WORLDWIDE EQUITY PREMIUM: A SMALLER PUZZLE.» London Business School, London, 2006.
- Estate Nyheter. 2012. <http://www.estatenyheter.no/component/content/article/2549.html> (funnet Mars 15, 2013).
- EstateNyheter. 2012. <http://www.estatenyheter.no/tv/2346-vil-utvide-ibsenmuseet.html> (funnet Mars 04, 2013).
- Finanstilsynet. «Verdsettelse av investeringseiendom.» Oslo, 2010.
- Grant, Robert. *Contemporary Strategy Analysis 7th ed*. Wiley, 2010.
- Grytten, Ola H., og Fritz Hodne. *Norsk økonomi i det 19. århundre*. Bergen: Fagbokforlaget, 2000.
- Hansen, Terje. «Forelesningsnotater - FIE432.» *Personlig økonomi*. NHH, 2012.
- Hansen, Terje, og Guttorm Schjeldrup. *NHH Paraplyen*. 23 1 2013. <http://paraplyen.imaker.no/paraplyen/arkiv/2013/januar/treffsikke/> (funnet 3 26, 2013).
- Harris, Richard. *Forelesningsnotater, FIE435*. Bergen: NHH, 2013.
- Hegnar Online. 2010. <http://www.hegnar.no/eiendom/article418140.ece> (funnet Mars 1, 2013).

- Holthe, Marit D. «Rammebetingelsenes innvirkning på kapitalforvaltningen i livsforsikringselskaper og pensjonskasser.» NHH, Bergen, 2006.
- Home Properties. 2012. <http://www.homeproperties.se/> (funnet Februar 17, 2013).
- Home Properties. «Hotellmarknadsstatistik Norden.» Sverige, 2011.
- Horjen, dr.ing. Fredrik. *Bedre eiendomsforvaltning og vedlikehold*. Oslo: KS, 2010.
- Horne, James Van, og John Wachowicz. *Fundamentals of Financial Management 13th edition*. Edinburgh: Pearson Education Limited, 2008.
- Horwath HTL. «Executive summary - highlights of Norsk Hotellnæring 2012.» Oslo, 2012.
- Horwath HTL. «Hotel yearbook 2013.» Oslo, 2013.
- Horwath HTL. «Norsk Hotellnæring 2012 - 16.årgang.» Oslo, 2012.
- Hufvudstaden. 2013. <http://test.hufvudstaden.se/Om-oss/Snabbfakta/Historia/2010/> (funnet Mars 15, 2013).
- Innovasjon Norge. «Nøkkeltall 2010.» Oslo, 2010.
- Johnsen, Thore. «Cost of Capital for Norwegian Mobile Operators.» Bergen, 2013.
- Johnson, Scholes, og Whittington. *Exploring Corporate Strategy*. New Jersey: Prentice Hall, 2005.
- Kinserdal, Finn. *BUS 425 - Forelesningsnotater*. Bergen: Norges Handelshøyskole, 2013.
- KLP Eiendom. 2012. <http://www.klpeiendom.no/web/klpeiendom.nsf/pages/KLPEiendomOsloVaareeiendommerHoteller.html> (funnet Februar 17, 2013).
- Knivsfå, Kjell Henry. *BUS 424, Forelesningsnotater*. Bergen: Norges Handelshøyskole, 2012.
- Knivsfå, Kjell Henry. *BUS 425, Forelesningsnotater*. Bergen: Norges Handelshøyskole, 2006.
- Knivsfå, Kjell Henry. *BUS425, Forelesning 16*. Bergen: NHH, 2006.
- Lasse Lien, Erik Jacobsen. «Ekspansjon.» kap. 4. Oslo: Gyldendal akademiske, 2001.
- Lovdata. 2011. <http://www.lovdata.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-20100326-0489.html> (funnet Mars 24, 2013).
- Malling & Co. 2012. <http://mallingsco.no/historien-om-malling-co.aspx> (funnet Mars 15, 2013).
- Mathiesen, Gunnar. «Flytt regjeringskvartalet til Fornebu.» Oslo: Geelmuyden.Kiese, 26 August 2011.
- Morningstar. 2009. [http://www.morningstar.no/no/news/86695/Hva-er-et-fond-\(verdipapirfond\).aspx](http://www.morningstar.no/no/news/86695/Hva-er-et-fond-(verdipapirfond).aspx) (funnet Mars 1, 2013).

Møller, Bjarne. *Verdivurderinger*. Oslo: DnR, 2011.

na24.no. 2009. <http://www.na24.no/article2731490.ece> (funnet Mai 13, 2013).

NE nyheter. 1999. <http://www.nenyheter.no/11751> (funnet Mars 25, 2013).

—. 2010. <http://www.nenyheter.no/33938> (funnet Februar 17, 2013).

—. 2013. <http://www.nenyheter.no/40574> (funnet Mai 14, 2013).

NHO. «Næringslivets klimaerklæring.» Oslo, 2008.

Norges Bank. 2013. http://www.norges-bank.no/stat/renter/pmarked/m_obl_n.html (funnet Mai 09, 2013).

—. 11 Juni 2013. <http://www.norges-bank.no/valutakurser/SEK> (funnet juni 11, 2013).

—. 29 03 2001. <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/artikler-og-kronikker/art-2001-05-29html/> (funnet 06 16, 2013).

Norges Bank. «Finansiell stabilitet 2/12 november.» Oslo, 2012, 44.

—. *NIBOR. Daglige noteringer av nominell rente.* u.d. <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-nominell-rente-daglige-noteringer/> (funnet 2013).

Norges Bank. «Pengepolitisk rapport 1/13.» Oslo, 2013.

Norlandia Hotel Group. 2013. <http://norlandiahotelgroup.no/hjem.aspx> (funnet Februar 17, 2013).

Norsk samfunnsvitenskapelig datatjeneste. 2012. <http://www.nsd.uib.no/polsys/data/forvaltning/enhet/53053/endringshistorie> (funnet Mars 20, 2013).

Norwegian. *Long distance revolution*. Oslo: Norwegian ASA, 2013.

NRK. 2012. <http://www.nrk.no/kultur-og-underholdning/1.7969707> (funnet Mars 24, 2013).

NRK.no. 2012. <http://www.nrk.no/nyheter/norge/1.8273402> (funnet Mars 25, 2013).

Næringseiendom. «Næringseiendom, nr 10. 23. årgang.» *Næringseiendom*, Oktober 2012: 86-90.

Olav Thon Gruppen. 2012. <http://www.olavthon.no/Vare-virksomheter/> (funnet Februar 17, 2013).

Oslo Børs. 2011. <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Presserom/Pressemeldinger/Notering-av-nye-ETF-er-paa-Oslo-Boers-tirsdag-15.-mars> (funnet Mars 15, 2013).

Pandox. *Annual report 2012*. Oslo: Pandox, 2012.

Penman, Stephen H. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5th. New York: McGRAW HILL, 2013.

- . *Financial Statement analysis and security valuation, fifth edition*. New York: McGraw Hill International , 2013.
- Porter, Michael E. *Competitive advantage*. New York: The free press, 1985.
- Prétor. 2010. http://www.pretor.no/?div_id=14&pag_id=14&art_id=1015 (funnet Februar 20, 2013).
- Proff. 2013. <http://www.proff.no/roller/christian-ringnes/oslo/86187/> (funnet Mars 04, 2013).
- PWC. «Risikopremien i det norske markedet 2012 og 2013.» PWC Deals, Oslo, 2013.
- Reitangruppen. 2012. <http://www.reitangruppen.no/internett/Forretningsomraader/article54.ece> (funnet Mars 15, 2013).
- Rystad, Kjell Magne, Sjur Westgaard, og Geir Vestrum. 01 03 1998. <http://www.magma.no/styring-av-markedsrisiko-i-finansielle-organisasjoner> (funnet 06 10, 2013).
- Schwencke, Hans R. «Norsk tilpasning til IFRS for mellomstore foretak - et nordisk perspektiv.» *MAGMA*, 2006.
- Scott, W. Richard. *Organizations*. 5. New Jersey: Prentice Hall, 2002.
- Skatteetaten.no. 2013. <http://www.skatteetaten.no/no/Radgiver/Skatt-for-bedrift-og-organisasjon/Fritaksmetoden/> (funnet 05 05, 2013).
- SSB. 2002. <http://www.ssb.no/fobpend> (funnet Mars 22, 2013).
- . 2013. <http://www.ssb.no/folkendrhist> (funnet Mars 22, 2013).
- . *Befolkning*. 2012. www.ssb.no/folkfram (funnet Mars 27, 2013).
- SSB. *Økonomiske analyser 6/2012*. Oslo: Statistisk sentralbyrå, 2012.
- Statsbygg. 2013. <http://statsbygg.no/eiendom/> (funnet Mars 15, 2013).
- Store Norske Leksikon. 2010. http://snl.no/Entra_Eiendom_AS (funnet Mars 5, 2013).
- . 2010. http://snl.no/Norwegian_Property (funnet Mars 15, 2013).
- . 2010. <http://snl.no/Rimi> (funnet Mars 15, 2013).
- Thaler, Richard H. «The winner's curse.» *The Journal of economic perspectives*, vol. 2, no. 1, 1988: 191-202.
- The Rezidor Hotel Group. 2012. <http://www.responsiblebusiness.rezidor.com/cs/Satellite/Page/Rezidor/Page/defaultRezidor/1247815276039/en/> (funnet Mars 20, 2013).

- Tiltnes, Nils. *Full kontroll med BREEAM-NOR*. 2013.
http://enovakonferansen.enova.no/upload_images/513A11056C5B4C1E82E068386EAE06F0.pdf (funnet Januar 30, 2013).
- Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels. *Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.
- Tzu, Sun. *The Art of War*. Blacksburg: Thrifty Books, 2009.
- Union Gruppen. *Markedsrapport Høst 2012*. Oslo: UNION, 2012.
- Union Gruppen. «Markedsrapport Vinter 2013.» Oslo, 2013.
- Union Gruppen. «Markedsrapport, 3 kvartal 2012.» Oslo, 2012.
- Victoria Eiendom. «Årsrapport 2012.» Oslo, 2012.
- Vista Svensk Besöksnäring. 2012. <http://www.visita.se/Branschekonomi/Hotell/Hotellmarknadens-utveckling/> (funnet Mars 20, 2013).
- Wenaasgruppen. 2013.
http://www.wenaasgruppen.no/index.php?option=com_content&task=view&id=16&Itemid=87
(funnet Februar 17, 2013).
- Wikipedia. 2010. <http://no.wikipedia.org/wiki/Hall%C3%A9ng%C3%A5rden> (funnet Februar 15, 2013).
- World Green Building Council. *A view of costs and benefits for developers, investors and occupants*. 2013.
http://www.worldgbc.org/files/1513/6608/0674/Business_Case_For_Green_Building_Report_WEB_2013-04-11.pdf (funnet Mai 12, 2013).
- Økonomisk Rapport. 2008. http://www.orapp.no/nyheter/jobb_og_ledelse/norsk-fenomen-a-eie-eiendom/
(funnet Mars 15, 2013).

APPENDIX

BØRS	SELSKAP	D/E ratio	Unlevered beta	Vekt (F)
OSE	Olav Thon Eiendom ASA	1,70	0,20	70,0 %
OSE	Norwegian Property ASA	2,41	0,29	100 %
OMX	Fabege	1,50	0,62	100 %
OMX	Hufvudstaden	0,16	0,16	70 %
OMX	Atrium Ljungberg	0,98	0,45	100 %
OMX	Castellum	1,09	0,42	75 %
OMX	Kungsleden	1,58	0,53	85 %
OMX	Dios fastigheter	2,65	0,14	30 %
OMX	Fast partner	1,30	0,47	100 %
OMX	Fastighets balder	1,83	0,42	60 %
OMX	Klovern	2,01	0,40	85 %
OMX	Sagax	1,35	0,41	40 %
OMX	Wallenstam	1,08	0,59	60 %
OMX	Wihlborgs fastigheter	1,39	0,34	50 %

Figur 1.1. Oversikt over inkluderte komparative selskaper i betakalkulering

BØRS	UTELATTE SELSKAPER	BAKGRUNN FOR UTELATELSE
OSE	Tribona	Kun lager- og logistikkeiendommer
OSE	Romreal	Kun eiendommer i Romania
OSE	Storm real estate	Kun eiendommer i Russland
OMX	Amhult 2 'B'	Kun et leilighetskompleks
OMX	Amasten Holding 'B'	Veldig lite selskap og ingen data for 2012
OMX	Catena	Eiendomssutvikler
OMX	Corem property group	Kun lager- og logistikkeiendommer
OMX	Heba 'b'	Kun privatboliger og p-plasser
OMX	JM	Eiendomssutvikler
OMX	Sveriges Bostadsrattscentrum	Konsulenttjenester innenfor eiendom
OMX	Victoria Park	Kun et leilighetskompleks

Figur 1.2. Oversikt over ekskluderte komparative selskaper i betakalkulering