

Verdsettelse av Norwegian Property ASA



Eirik Berntsen
Preben Hesvik
Veileder: Frode Sættem

MASTERUTREDNING I HOVEDPROFILEN FINANSIELL ØKONOMI

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag:

Vi har i denne oppgaven foretatt en verdsettelse av Norwegian Property. For å foreta verdsettelsen har vi valgt å utføre en fundamental verdsettelse basert på total kapitalmodellen, hvor målet er å finne et verdiestimat på selskapet.

Oppgaven vår er bygget opp på følgende måte: Vi har først analysert selskapets interne og eksterne forhold, samt foretatt en regnskapsanalyse. Hensikten med disse analysene har vært å bruke informasjonen til å lage fremtidsprognoser som skal gi et mest mulig realistisk bilde av selskapets fremtidsutsikter. Fremtidsprognosene danner sammen med avkastningskravet grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen.

Vi har kommet frem til en aksjepris for Norwegian Property på ca 12 kroner. Markedsprisen lå 10 Juni, 2010 på 9.72. Som sensitivitetsanalysen vil vise påvirker usikre momenter som avkastningskrav og vekstrater den estimerte aksjeprisen i svært stor grad. Det er derfor vanskelig for oss å komme med en anbefaling vedrørende aksjen.

Forord:

Masterutredningen er et selvstendig arbeid som er obligatorisk for masterutdanningen ved Norges Handelshøyskole, hvor hensikten er å gi studentene mulighet til å praktisere den kunnskapen de har opparbeidet seg i løpet av studiet. Vi har begge stor interesse for corporate finance og verdsettelse og flesteparten av fagene vi har tatt ved NHH har vært rettet mot disse feltene. Det har derfor vært naturlig for oss å velge å skrive en verdsettelsesoppgave.

Vi ønsket å verdsette et selskap som opererer i en bransje som vi har interesse av, og ettersom vi har stor interesse for eiendomsbransjen falt valget på Norwegian Property. Det har vært svært spennende og ikke minst lærerikt å jobbe med denne oppgaven. Vi har brukt mye tid på å analysere både eksterne og interne forhold og håper at oppgaven vil være informativ for deg som leser.

En svakhet ved oppgaven er at vi i hovedsak har fokusert på forretningseiendomsegmentet og ikke gitt like mye oppmerksomhet til hotellsegmentet. Grunnen til at vi har gjort dette er tidsaspektet samt at det foreligger veldig lite tilgjengelig informasjon om hotellmarkedet.

Det har vært mange som har hjulpet oss med oppgaven, og vi vil rette en stor takk til alle disse. Spesielt vil vi takke vår veileder Frode Sættem, samt våre forelesere Ola Grytten og Finn Kinserdal.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag:	2
Forord:	3
Figuroversikt:	7
Tabelloversikt:	9
1. Presentasjon av virksomhet og bransje	11
1.1 Forretningsområder	12
1.1.1 Forretningseiendom:	12
1.1.2 Hotelleiendom	14
1.2 Eierstruktur:	16
1.3 Aksjekursutvikling:	18
1.4 Generelt om eiendomsmarkedet:	18
1.4.1 Leieprisutvikling:	19
1.4.2 Fremtidsutsikter for eiendomsmarkedet:	21
2. Strategisk analyse	23
2.1 Om strategisk analyse	23
2.2 Ekstern analyse	24
2.3 Konkurranseskraftene i eiendomsbransjen	32
2.3.1 Kundernes forhandlingsmakt	33
2.3.2 Leverandørenes forhandlingsmakt	34
2.3.3 Trussel fra substitutter	35
2.3.4 Trussel om nyetablering	35
2.3.5 Rivalisering på konkurransearenaen	36
2.3.6 Oppsummering av konkurranseanalysen	36
2.4 Differensiering Vs Kostnadslederskap	37
2.5 Intern analyse	37
2.5.1 SVIMA	39
2.6 Oppsummering strategisk analyse	42
3. Regnskapsanalyse	44
3.1 Omgruppering av balanse	44
3.1.1 Operasjonell arbeidskapital	44
3.1.2 Operasjonell investert kapital før og etter goodwill og immaterielle eiendeler	45

3.2	Normalisering	46
3.3	Lønnsomhetsanalyse	47
3.3.1	Inntekter	47
3.3.2	Kostnader	49
3.3.3	EBITDA-margin.....	53
3.4	Analyse av avkastning	55
4.	Likviditets- og soliditetsanalyse.....	58
4.1	Analyse av likviditet	58
4.2	Analyse av soliditet:	59
5.	Fremtidsprognoser	63
5.1	Rammeverk:	63
5.2	Investeringer:	63
5.3	Inntekter:.....	64
5.4	Verdijustering av Eiendom:	69
5.5	Gevinst salg av investeringseiendommer:	71
5.6	Vedlikehold og eiendomsrelaterte kostnader:.....	72
5.6.1	Personalkostnader:	73
5.6.2	Øvrige driftskostnader:	74
5.7	Arbeidskapital:.....	74
5.8	Effektiv skattesats:.....	75
6.	Avkastningskrav:.....	76
6.1	Egenkapitalkrav:	76
6.1.1	Risikofri rente:.....	76
6.1.2	Risikopremie:	77
6.1.3	Beta:	79
6.1.4	Utrekning av egenkapitalkravet:.....	80
6.2	Avkastningskrav til Gjeld:	80
6.3	Utrekning av WACC:.....	84
7.	Fundamental verdsettelse av Norwegian Property.....	85
7.1	Fundamental verdsettelse.....	85
7.1.1	Egenkapitalmetoden	85
7.1.2	Totalkapitalmetoden.....	85

7.2	Komparativ verdsettelse	86
7.2.1	Substansverdimodellen.....	86
7.2.2	Multiplikatormodellen	86
7.3	Opsjonsbasert verdsettelse.....	86
7.4	Beregning av fri kontantstrøm (FCF).....	86
8.	Sensitivitetsanalyse:	89
8.1	Risikotillegg gjeld:	89
8.2	Beta:	90
8.3	Leieinntekter og verdiendring på investeringseiendom:	90
8.4	Evig vekst:.....	91
9.	Konklusjon:.....	92
	Litteraturliste:	93

Figuroversikt:

Figur1.1 : Forretningsområde.....	12
Figur 1.2 : Geografisk fordeling over hotellrom og omsetning.....	15
Figur 1.3: Operatørens andel av antall rom og omsetning.....	15
Figur 1.4 : Kursutvikling for Norwegian Property ASA.....	18
Figur 1.5 : Leieprisutvikling for næringseiendom 1986-2010.....	19
Figur 1.6 : Tilbuds- og etterspørselsutvikling.....	20
Figur 2.1 : Rammeverk for strategisk analyse.....	23
Figur 2.2 : Egenkapitalrentabilitet tilbakevendende til avkastningskravet.....	24
Figur 2.3 : Utvikling av 3-, 5- og 10-årig statsobligasjoner.....	25
Figur 2.4: Utvikling i arbeidsledighet.....	26
Figur 2.5 : Sysselsettingsvekst mot etterfølgende års arealabsorpsjon.....	27
Figur 2.6: Consumer confidence average.....	31
Figur 2.7 : Porters 5-forces.....	32
Figur 2.8 : Utvikling byggekostnadsindeks for bosteder.....	34
Figur 2.9: Rammeverk for intern analyse.....	38
Figur 2.10 : SVIMA.....	39
Figur 3.1: Utvikling brutto inntekter	48
Figur 3.2 : Utvikling normaliserte driftskostnader.....	50
Figur 3.3: Utvikling normaliserte driftskostnader i prosent av leieinntekter.....	51

Figur 3.4 : Utvikling av EBITDA-margin.....	54
Figur 4.1: Likviditetsgrad 1.....	58
Figur 4.2: Rentedeckningsgrad.....	60
Figur 4.3 Egenkapitalprosent.....	61
Figur 5.1: Investeringer.....	63
Figur 5.2: Leieprisutvikling næringseiendom.....	65
Figur 5.3: Ferdigstillelse av kontorbygg.....	67
Figur 5.4: Tilførsel av nytt kontorareal i Stavanger.....	67
Figur 5.5: Beregnet netto arealabsorpsjon.....	68
Figur 5.6: Gjennomsnittsverdi for sentrale kontorbygg.....	70

Tabelloversikt:

Tabell 1.1 : Leietageroversikt for Norwegian Property	13
Tabell 1.2 : Aksjonæroversikt Norwegian Property ASA.....	17
Tabell 2.1 : Utvikling av vestlige lands β -verdier mot det amerikanske aksjemarkedet.....	30
Tabell 2.2 : Utvikling av utviklingslands β -verdier mot det amerikanske aksjemarkedet.....	31
Tabell 3.1: Omgruppering av operasjonell arbeidskapital.....	45
Tabell 3.2 : Omgruppering a anleggsmidler.....	46
Tabell 3.3 : Utvikling Kapitaleffektivitet, EBITA-margin og ROIC.....	56
Tabell 3.4 :Utvikling av konkurrenters Kapital effektivitet, EBITA-margin og ROIC.....	57
Tabell 5.1: Fremtidsprognose investeringer	64
Tabell 5.2: Leieprisutvikling.....	66
Tabell 5.3: Vekst i inntekter.....	69
Tabell 5.4: Prisstigning næringseiendom.....	71
Tabell 5.5: gevinst på salg av investeringseiendommer.....	71
Tabell 5.6: Estimert fremtidig gevinst på salg av investeringseiendom.....	71
Tabell 5.7: vedlikehold og eiendomsrelaterte kostnader	72
Tabell 5.8: estimert fremtidige vedlikeholds og eiendomsrelaterte kostnader.....	73
Tabell 5.9: personalkostnader (2007-2009).....	73
Tabell 5.10: Estimert fremtidige personalkostnader.....	73

Tabell 5.11: øvrige driftskostnader (2007-2009).....	74
Tabell 5.12: Estimerte fremtidige øvrige driftskostnader.....	74
Tabell 5.13: Arbeidskapital (2007-2009).....	74
Tabell 6.1: Yield spread oversikt.....	81
Tabell 6.2: rentedekningsgrad (2006-2009).....	81
Tabell 6.3: Rentedekningsgrader for konkurrenter.....	82
Tabell 6.4: Risikopremie for konkurrenter	82
Tabell 6.5: syntetisk rating.....	83
Tabell 6.6: Oversikt over kredittrisikofaktor.....	83
Tabell 6.7: Forhåndstall.....	84
Tabell 7.1: Kontantstrømberegninger.....	87
Tabell 7.2: Oppsummering verdiberegning.....	88
Tabell 9.1: Risikotillegg gjeld.....	89
Tabell 9.2: Beta.....	90
Tabell 9.3: Leieinntekter.....	90
Tabell 9.4: Verdiendring investeringseiendom.....	90
Tabell 9.5: Evig vekst.....	91



1. Presentasjon av virksomhet og bransje

NPRO ble etablert i mai 2006 med langsiktig mål om å bli det største og mest likvide investeringsalternativet innen norsk næringseiendom. I mai 2006 ble de første 30 eiendommene kjøpt til en verdi på ca. 9,1 milliarder kroner. Fra mai til desember 2006 ble det investert i alt 17,2 milliarder kroner i til sammen 55 eiendommer, som gav om lag 722 000 kvadratmeter og en årlig leieinntekt på i overkant av en 1 milliard kroner. Senere ansatte NPRO Petter Jansen som tiltrådte som administrerende direktør 28. august 2006, og i løpet av høsten var også øvrig ledelse rekruttert og operativ. Planer om ny emisjon og søknad om børsnotering ble offentliggjort 27. oktober, og 15. november ble NPRO registrert på Oslo Børs. NPRO ble like etter børsnoteringen tatt opp i de internasjonale eiendomsindeksene fra FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series.

Frem til september 2007 hadde NPRO kun konsentrert seg om forretningseiendom i Norge, men eiendomsporteføljen ble utvidet da NPRO oppnådde kontroll over det største nordiske hotell investeringsselskapet Norgani Hotels ASA. Norgani Hotels eier 74 hotell- og konferansesentre i Norge, Sverige, Finland og Danmark. Etter overtagelsen av Norgani Hotels rådet NPRO over om lag 130 hotell- og forretningseiendommer. Porteføljen ble redusert i 2008 til 124 eiendommer, som delvis kan forklares med effekten av den globale finanskrisen.

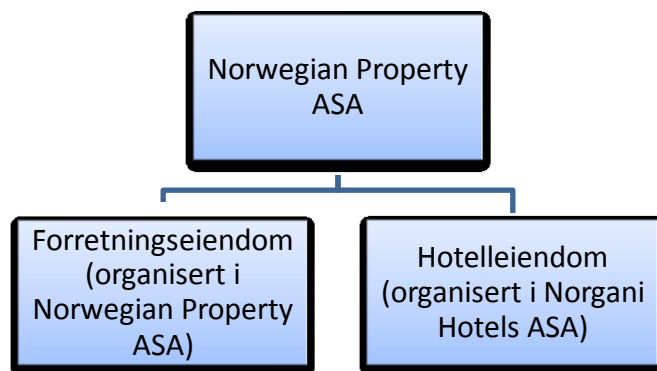
Året 2009 fortsatte NPRO å selge eiendommer og redusere antall kvadratmeter til utleie. Finanskrisen gjorde inntrykk på selskapet verden over, og NPRO var intet unntak. Selskapet hadde behov for å selge eiendommer for å gjøre selskapet mer likvid, og bedre sin egen kapitalstruktur. I sammenheng med et dramatisk fall i aksjekursen, valgte Petter Jahnsen å tre av høsten 2009. Ny administrerende direktør, Olav Line, tok over ledelsen januar 2010.

Selskapet ønsket å endre kurs fra å være et finansielt orientert eiendomsselskap, til å bli en industriell aktør med en langsiktig og helhetlig strategi. Olav Line, med 25 års erfaring i eiendomsbransjen, ble pekt ut som rette styrmann.

1.1 Forretningsområder

NPRO har to forretningsområder, som er inndelt på følgende måte:

Figur1.1 : Forretningsområde



Kilde: Norwegian Property 2009

1.1.1 Forretningseiendom:

NPRO har som hovedstrategi å erverve, utvikle og eie forretningseiendommer av høy kvalitet med god beliggenhet. Selskapets mål er å oppnå størst mulig verdiøkning gjennom å utnytte utviklingspotensialet og effektivisere driften av deres portefølje. I tillegg er kjøp og salg en naturlig og viktig del for å øke selskapets verdi.

Leietakerne til eiendommene skal være store og solide børsnoterte selskaper og offentlige leietakere. De største børsnoterte selskapene i Norge finner man i Oslo og Stavanger, og synes å være grunnen til at NPRO primært satser her. NPRO tilstreber langsiktige leieavtaler som kan inflasjonsjusteres, men ønsker i tillegg innslag av kortsiktige avtaler for å øke fleksibilitet. NPRO søker å ha mange leietakere for ytterligere og beskytte seg mot risikoen for betalingsmislighold og leiebortfall.

Tabell 1.1 : Leietageroversikt for Norwegian Property

De største leietakerene per 31.12.2008			
	Leietaker	Årlig leie	% av totale leieinntekter
1	EDB Business Partner ASA	83,6	7,5%
2	Aker Solutions ASA	82,7	7,4%
3	DnB Nor Bank ASA	74,1	6,6%
4	Nordea	46,1	4,1%
5	SAS Consortium	42,4	3,8%
6	If Skadeforsikring	40,6	3,6%
7	Statoil Hydro	39,7	3,5%
8	Aker Offshore Partner AS	33,9	3,0%
9	Total E&P	30,4	2,7%
10	Leif Höeg & Co AS	28,0	2,5%
11	Get AS (UPC)	27,3	2,4%
12	Telenor Eiendom Holding AS	27,2	2,4%
13	Netcom AS	24,1	2,2%
14	Skanska Norge AS	22,0	2,0%
15	Fokus Bank	21,0	1,9%
	Totalt 15 største leietakere	623,1	55,6%
	Andre leietakere	496,6	44,4%
	Totalt alle leietakere	1 119,7	100%

Kilde: Norwegian Property 2008

NPRO ønsker ikke å være en bydelsutvikler og påta seg for omfattende utviklingsprosjekter. Eiendommene som erverves er derfor i all hovedsak ferdigutviklede, og har anslagsvis en verdi høyere enn 200 millioner kroner. I 2008 inngikk NPRO en avtale om at drift og vedlikehold skulle utføres av NEAS ASA på alle forretningseiendommene i selskapets portefølje.

Tanken bak avtalen var å redusere og gjøre kostnadene mer forutsigbare, men samtidig få en tydeligere forretningsstrategi og identitet. Fokus dreide seg over på å sikre lukrative og robuste leiekontrakter og kjøp og salg av eiendommer.

NPROs mest kjente og muligens viktigste eiendom, Aker Brygge, skal gjennom betydelige oppgraderinger og omfattende utvikling. Hovedelementene i prosessen er å revitalisere Aker Brygge som shoppingsenter, planlegge hva som skal gjøres med Kaibygning 1 og utbyggingen av Tingvallautsikteren. Prosjektene ventes å bli en betydelig bidragsyter til selskapets kontantstrøm.

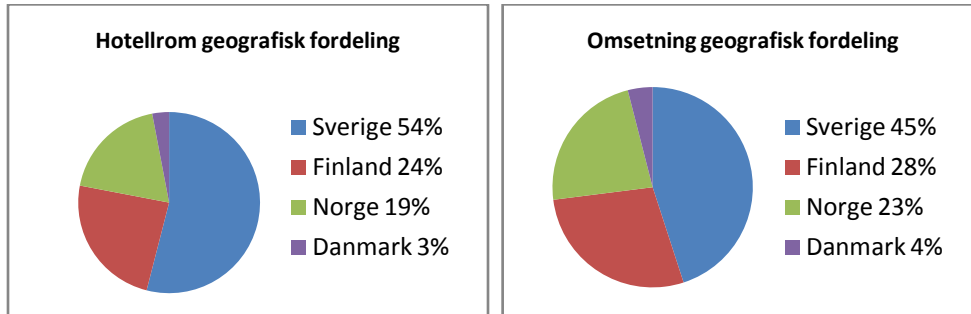


1.1.2 Hotelleiendom

Norgani Hotels er den største aktøren i hotelleiendomsmarkedet i Norden og har en markedsandel på 5 %. Kjernevirksomheten er å investere i, utvikle og forvalte hotelleiendommer i nært samarbeid med hotelloperatørene. Målet er å ha en stor portefølje av tre- og firestjerners hoteller, som historisk sett har vist seg å være mer robust mot konjunktursvingninger. Lokaliseringen av hotelleiendommene skal primært være i nordiske byer med mer enn 50 000 innbyggere, og eiendommene skal hovedsakelig være ferdigutviklet og inneholde mer enn 150 rom. Norgani Hotels ønsker å inngå omsetningsbaserte leiekontrakter med de største og mest profesjonelle hotelloperatørene i markedet.

Porteføljen består av 74 eiendommer, 12 822 rom og 671 480 kvadratmeter, som er fordelt over Sverige, Norge, Danmark og Finland.

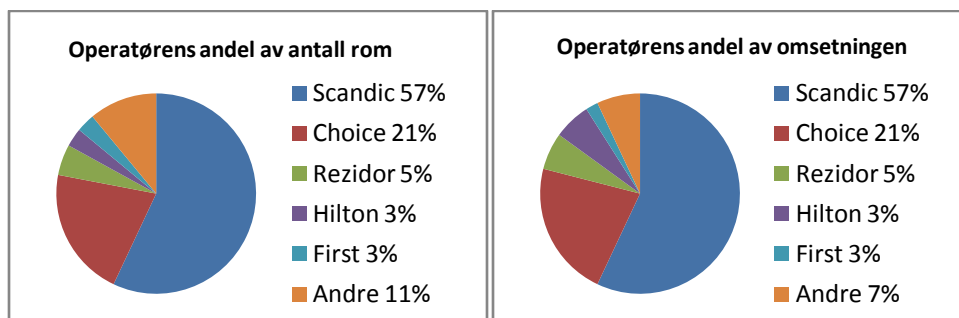
Figur 1.2 : Geografisk fordeling over hotellrom og omsetning



Kilde: Norwegian Property 2008

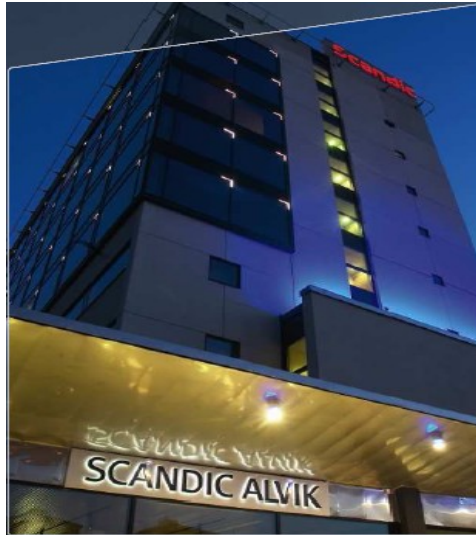
I deres eksisterende portefølje er samtlige leiekontrakter unntatt en omsetningsbaserte. Hotelleiers andel av overnattingsomsetningen utgjør et sted mellom 25-40 %. I tillegg inneholder 95 % av leiekontraktene bestemmelser om minimumsleie som inflasjonsjusteres hvert år. I likhet med forretningseiendommene, søker Norgani Hotels gode robuste leiekontrakter med mange, store og solide leietakere. Gjennomsnittlig gjenstående løpetid for leiekontraktene er 10,1 år.

Figur 1.3: Operatørens andel av antall rom og omsetning



Kilde: Norwegian Property 2008

Diagrammene viser andel rom og omsetning til operatørene som Norgani Hotels har inngått avtale med. Det er fra selskapets side et ønske om å inkorporere flere operatører i deres portefølje, for å diversifisere bort risiko forbundet med betalingsmislighold og omsetningssvikt.



1.2 Eierstruktur:

Norwegian Property har mange store og kapitalsterke aktører på sin aksjonærliste. De tjue største aksjonærene eier til sammen 43,8 % av selskapet, som er med å gjøre aksjen likvid og lett omsettelig på børs. De viktigste bevegelsene på aksjonærlisten det siste året, er at Canica har mer enn doblet sin aksjeholdning fra om lag 9 millioner til 23,4 millioner aksjer, og Skagen Vekst har økt sin post fra ca. 3 millioner til 16 millioner aksjer. Totalt antall aksjer er i tillegg utvidet fra 201,6 millioner til 453,3 millioner i løpet av 2009.

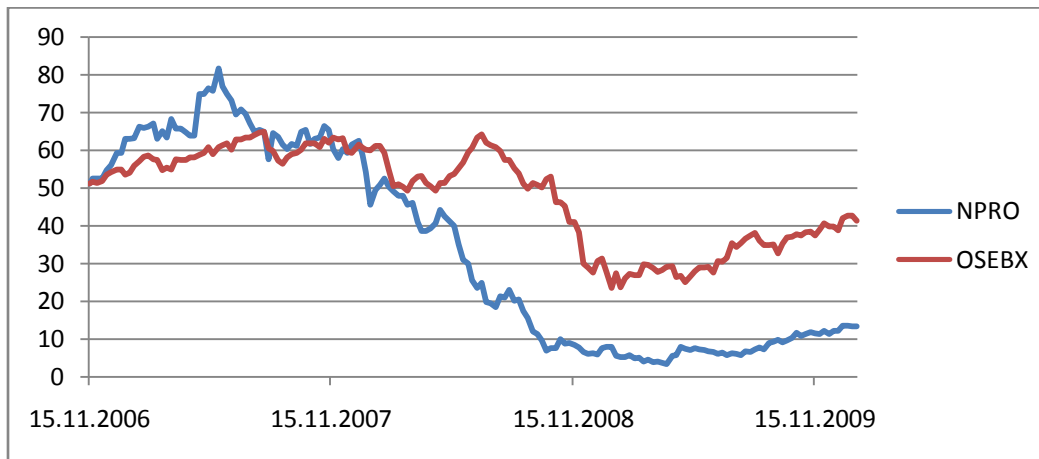
Tabell 1.2 : Aksjonæroversikt Norwegian Property ASA

De største aksjonærene pr 31.12.2009			
	Aksjonær	Antall aksjer	Andel
1	Canica AS	23,374,467	5.2%
2	AWilhelmsen Capital AS	23,254,334	5.1%
3	Folketrygdfondet	19,264,000	4.2%
4	Skagen Vekst	16,000,000	3.5%
5	BGL BNP Paribas	14,773,022	3.3%
6	State Street Bank & Trust Co.	12,803,023	2.8%
7	State Street Bank and Trust Co.	9,257,960	2.0%
8	Bank of New York Mellon SA/NV	8,076,920	1.8%
9	AWilhelmsen Capital II AS	6,934,000	1.5%
10	Bank of New York Mellon	6,845,570	1.5%
11	Morgan Stanley & Co Inc, New York	6,156,877	1.4%
12	Trondheim Kommunale Pensjonskasse	6,099,700	1.3%
13	Vital forsikring ASA	6,089,907	1.3%
14	Bank of New York Mellon SA/NV	6,006,031	1.3%
15	Reka AS	6,000,000	1.3%
16	FGCS NV RE Treaty	5,645,701	1.2%
17	Fram Holding AS	5,500,000	1.2%
18	Hoberg Norge	5,500,000	1.2%
19	Aweco Invest AS	5,486,765	1.2%
20	RBC Dexia Investor Services Bank	5,428,000	1.2%
	Sum 20 største	198,496,277	43.8%
	Øvrige Aksjonærer	254,774,555	56.2%
	Totalt	453,270,832	100%

Kilde: Norwegian Property 2008

1.3 Aksjekursutvikling:

Figur 1.4 : Kursutvikling for Norwegian Property ASA



Figuren viser NPROs kursutvikling i forhold til Oslo Børs fra 15. november 2006 frem til 18. januar 2010. For å gjøre kursutviklingene lett sammenlignbar, er OSEBX satt lik kursen til NPRO 15. november 2006 og følger siden sin egen faktiske ukentlige avkastning. Vi ser at kursen frem til januar/februar 2008 har svingt rundt 60 kr pr aksje, med historisk bestenotering på i overkant av 80 kr pr aksje i juni 2007. Deretter har NPRO opplevd en lang nedtur i forbindelse med finanskrisen. Det norske markedet opplevde at boligpriser og leieinntekter var høye, og forventningen om selskapers økende inntjening kjølnet. NPRO økte kapitalkravet for uttregning av eiendommenes verdi, og det gjorde store utslag i selskapets verdier. I løpet av kalenderåret 2008 gikk NPROs aksjekurs ned ca 90 %, mens børsen gikk ned ca 50 % i tilsvarende periode. For kalenderåret 2009 økte NPRO med i overkant av 70 %, mot børsens økning på ca 60 %.

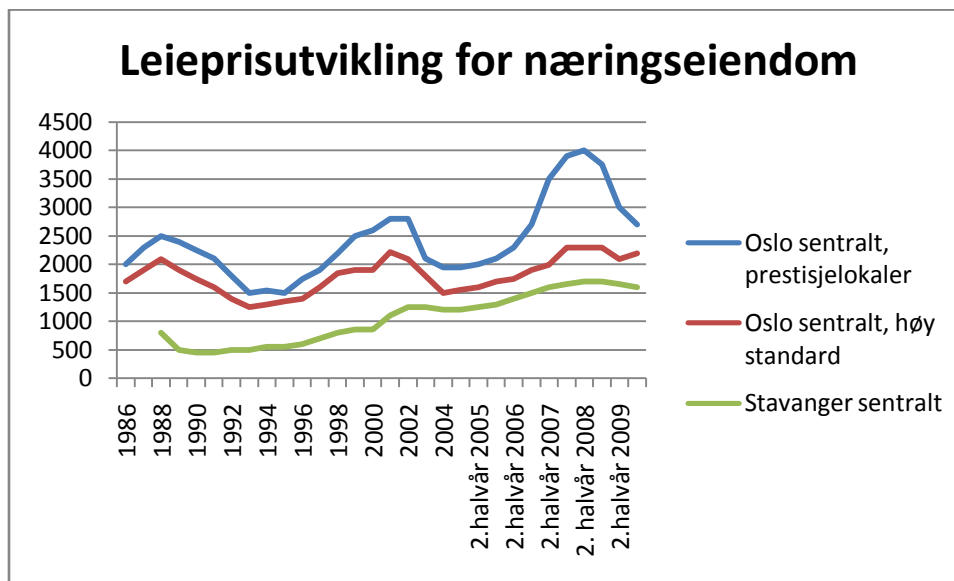
1.4 Generelt om eiendomsmarkedet:

Etter en lang periode med leieprisøkning og stigende eiendomsverdier, var 2008 og 2009 en påminnelse om at ingen trær vokser inn i himmelen.

Fra juni 2008 til januar 2010 er gjennomsnittlig leiepriser i Oslo redusert med om lag 30 %. Eiendomsverdiene har i samme periode opplevd en stor korreksjon, og er redusert fra 35 000 til om lag 28 000 kroner per kvadratmeter. Avkastningskravet har økt fra i overkant av 5 % til like under 7 %, og årsaken til økningen er reduksjon i leieinntekter og økt rente i perioden. (opak nr 11 2009). Gjennomsnittlig arbeidsledigheten for hele landet har økt fra 1.55 % til 2.55 % i perioden juni 2008 til desember 2009 (ssb). Arealledighet for kontorlokaler i Oslo regionen har økt i samme periode fra 455 000 til 628 000 kvadratmeter. (nrm 2009 nr 4) Årsaken til arealledigheten er fallende etterspørsel og økt tilførsel av nye næringslokaler. Boligmarkedet har i samsvar med næringslokaler opplevd fallende prisutvikling, men utviklingen har i senere tid stagnert og i tillegg hatt en svak oppgang. Det er stor usikkerhet rundt leieprisutvikling, eiendomsverdier og viktige drivere som sysselsettingsvekst, arealledighet, rentenivåer og tilførsel av nybygg.

1.4.1 Leieprisutvikling:

Figur 1.5 : Leieprisutvikling for næringsseiendom 1986-2010

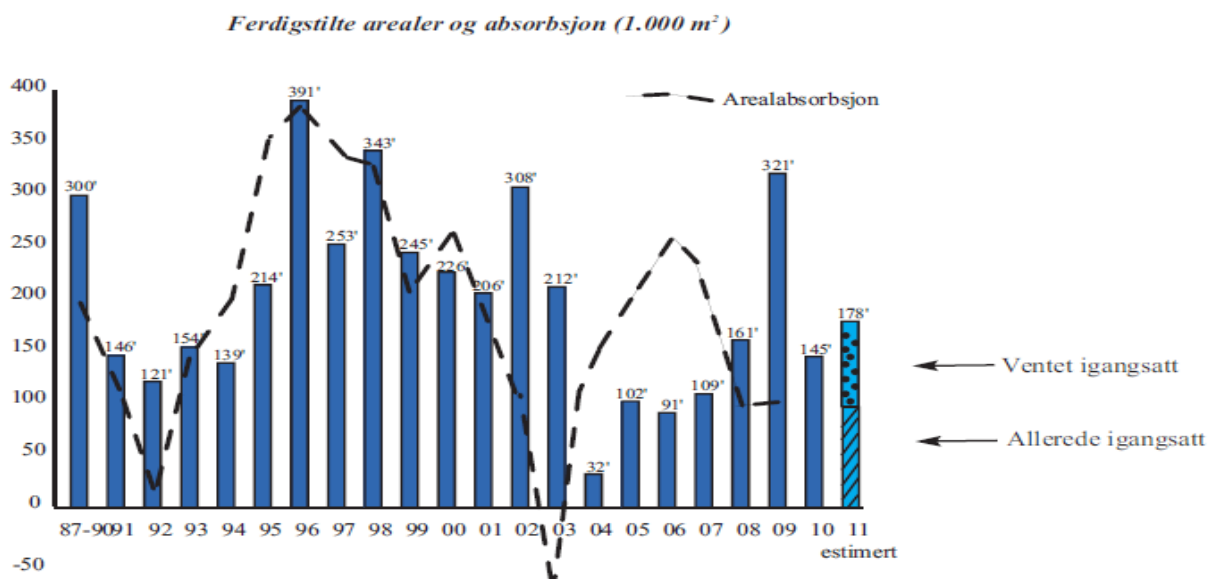


Kilde: Opak 2009

Figuren ovenfor viser leieprisutviklingen fra 1986 til 2009, og man kan lese ut i fra grafen at leieprisene har økt kraftig fra begynnelsen av 2000-tallet frem til juni 2008. Leieprisutviklingen har fulgt oppgangskonjunktoren vi opplevde i samme periode. Fra høsten 2008 har leiepriser falt betydelig, og prestisjelokaler har erfart den største korreksjonen.

Tilbud og etterspørsel:

Figur 1.6 : Tilbuds- og etterspørselsutvikling



Kilde: Oslostudiet 2010

Figuren over viser ferdigstilte arealer og arealabsorpsjon i Oslo området fra perioden 1987 til 2010. Begge grafene inneholder tydelige preg av å være sykliske. Tar man for seg oppgangen etter "jappetiden" på slutten av 1980-tallet, ser man at arealabsorpsjonen er høyere enn ferdigstillelse av arealer. Dette fører med seg en optimisme, som igjen sørger for høyere tilførsel av arealer. Fra 1996, hvor arealabsorpsjon og ferdigstillelse av areal var lik, har det vært en jevn nedgang i arealabsorpsjon. Etterspørselen flatet ut fra 1996 til 2001, og hvor markedet deretter opplevde en markant nedgang. I tillegg tilførtes markedet nye arealer, og summen av dette sørget for at arealledigheten økte til rekordhøye 10 % ved utgangen av 2003.

Videre har Norge opplevd en sterk oppgangskonjunktur økonomisk i perioden etter 2003 frem til juni 2008. Dette har ført til at markedet har absorbert mer areal enn det som er tilført. Etter "finanskrisen" 2008 har arbeidsmarkedet møtt motgang og arbeidsledigheten har økt. 2009 har likevel vist tegn til at arealabsorpsjonen har flatet ut og forblitt uendret gjennom året. Arealledigheten har likevel økt med 68 %, ettersom ferdigstillelse av areal har økt i samme periode. Arealledigheten er i dag på rundt 7 % i Oslo området (Oslostudiet 2010).

1.4.2 Fremtidsutsikter for eiendomsmarkedet:

Forrige gang norsk økonomi opplevde nedgang og resesjon i samme grad som den anno 2008, var under og etter "jappetiden" på slutten av 1980-tallet. Hvis man ser på arealabsorpsjonsutviklingen fra 1987 og fremover, økte ikke denne før begynnelsen av 1992. Det skulle i tillegg gå ytterligere to år før arealabsorpsjonen oversteg arealtilførselen i 1994. Leieprisutviklingen i samme periode viser samme syklus. Den falt hvert år etter 1987, og økte ikke før år 1995. En naturlig konsekvens av at markedet etterspurte mer areal enn det tilførte. Hvis vi skal legge denne syklusen til grunn når vi spår fremtiden, vil det ta lang tid før økonomien bedres. Arealledigheten har økt fra 4.4 % fra 2008 til 7.2 % i 2009, og det forventes ytterligere økning. Sett i historisk perspektiv er det ikke grunn til å tro at leieprisene øker før ledigheten er nede i 5 %.

I februar 2008 innledet Norwegian Property et samarbeid med Neas ASA om forvaltning og drift av hele den norske kontorporteføljen. Neas skal overta ansvaret for forvaltningen og den daglige driften av NPRO's eiendomsmasse i løpet av 2008 og 2009. Avtalen innebærer at fremtidige eierkostnader i avtaleperioden låses til et nivå tilsvarende 10-12% under dagens nivå uten reduksjon i omfang og kvalitet av arbeidet som utføres.

I juli 2008 ble en rettet emisjon på totalt NOK 2,5 milliarder sluttført. Provenyet fra emisjonen ble benyttet til å innløse minoritetene i Oslo Properties, som hadde put/call opsjoner, samt styrke konsernets balanse.

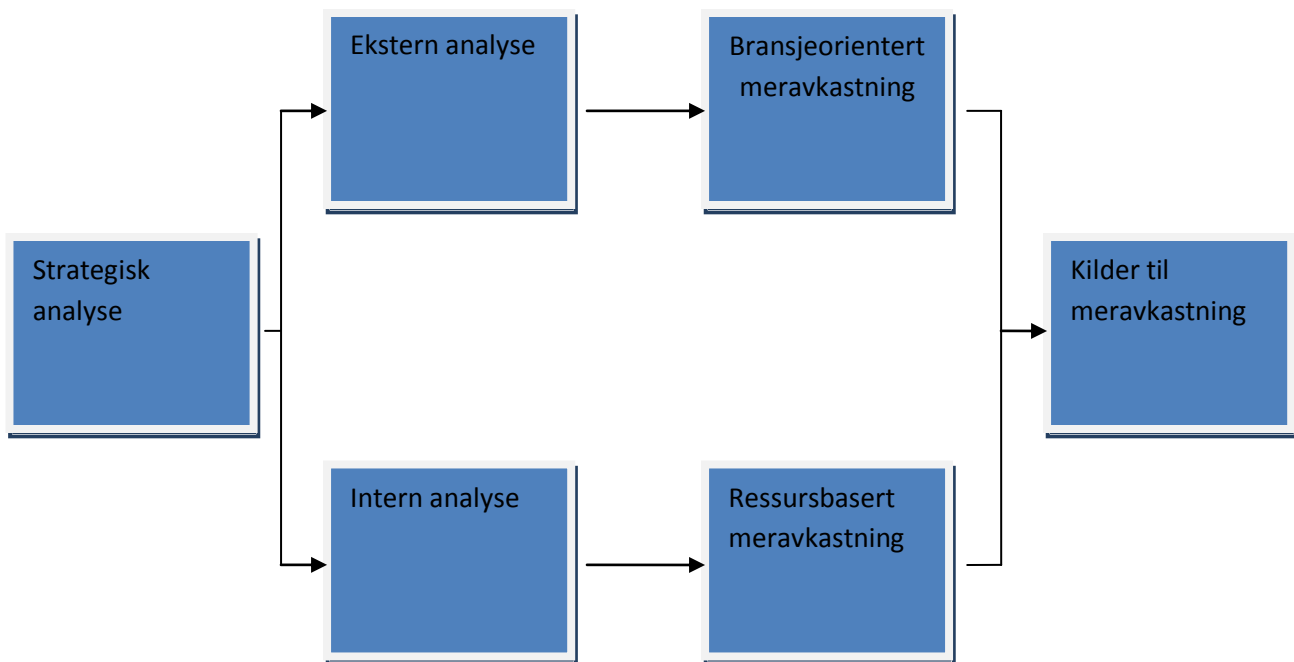
I tråd med selskapets investeringsstrategi har det vært en pågående prosess med å optimalisere porteføljen - både innefor kontor- og hotellsegmentet. I løpet av 2008 har Norwegian Property sluttført salget av åtte eiendommer, samt ytterligere to eiendommer i løpet av første kvartal 2009.

2. Strategisk analyse

2.1 Om strategisk analyse

I tillegg til regnskapsanalysen og verdsettelsen vil vi foreta en strategisk analyse. Det er fordi vi ønsker å avdekke underliggende økonomiske forhold, som er nødvendig for å lage gode prognoser og gi oss bedre innblikk inn i fremtiden. Strategisk analyse har som formål å gi oss informasjon om NPRO har varige konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter, og om selskapet har kompetanse ingen andre har eller som er vanskelig å tilegne seg. Den viktigste årsaken for en slik analyse er å få innsikt i hvorvidt NPRO har potensial til å generere avkastning utover avkastningskravet. Å danne seg et helhetlig bilde av NPRO er nødvendig og tilegnes ved å foreta en ekstern- og intern analyse. En grundig strategisk analyse gir grunnlaget for regnskapsanalysen, prognosedelen og verdsettelsen.

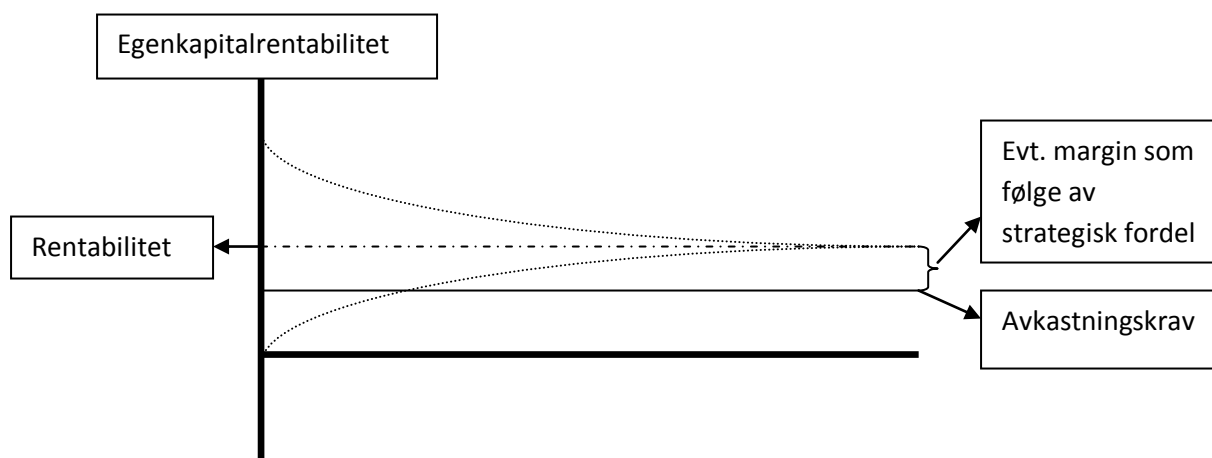
Figur 2.1 : Rammeverk for strategisk analyse



Et varig konkurransefortrinn kan skape meravkastning utover avkastningskravet over lengre tid. Det er følgelig viktig for prognosene og verdsettelsen om det er grunnlag for å påstå at det

faktisk foreligger varige konkurransefortrinn. Selv om selskapet har en strategisk fordel som gir grunnlag for meravkastning, vil rentabiliteten over tid vende tilbake til avkastningskravet.

Figur 2.2 : Egenkapitalrentabilitet tilbakevendende til avkastningskravet



Kilde: Penman 1991

Det er to hovedfaktorer som forklarer en bedrifts lønnsomhet. Den første er bransjens egenskaper, og den andre er hvordan selskapet drives. Det er følgelig nødvendig å dele den strategiske analysen i ekstern- og intern analyse. Den eksterne analysen gir oss informasjon om hva som påvirker bransjen generelt, og om konkurransesituasjonen selskapene i mellom. Den interne analysen fokuserer på selskapets interne ressurser, og om de er kilde til varige konkurransefortrinn.

2.2 Ekstern analyse

For å analysere de eksterne omgivelsene har vi valgt å ta utgangspunkt i et rammeverk som er skissert i figur under. Ut i fra det vil vi først fokusere på eksterne omgivelser, og deretter gå nærmere inn på konkurranseforholdet i bransjen.

2.2.1 Samfunnsøkonomiske forhold

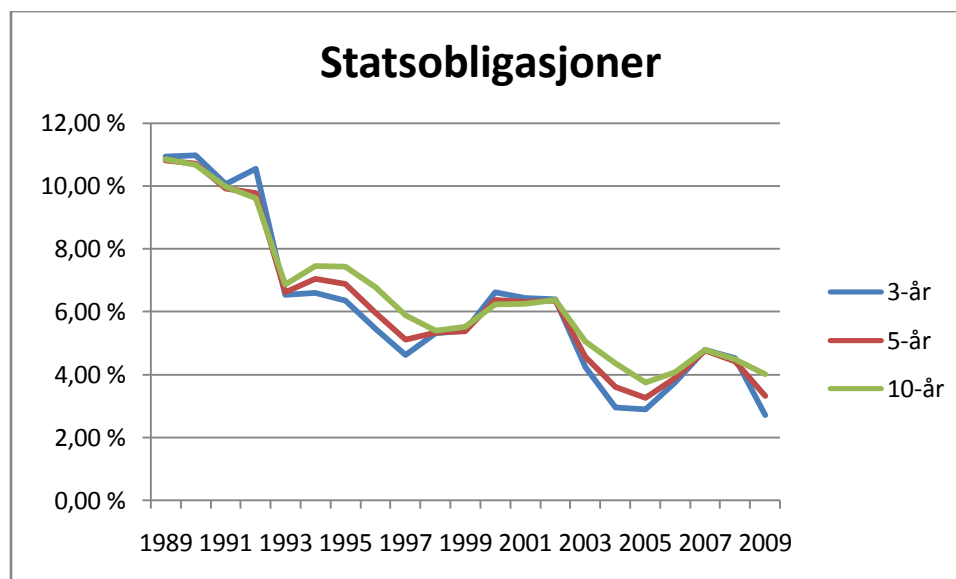
De samfunnsøkonomiske forholdene har stor innflytelse på næringslivet, og påvirker også eiendomsbransjen. Norsk økonomi opplever for tiden lavkonjunktur og den virker varig. De

lærde strides om finanskrisens varighet og det faktum om den er over eller ikke. Det som er sikkert, er at lavkonjunktur har negative konsekvenser for eiendomsbransjen.

Økende arbeidsledighet betyr mindre etterspørsel av kontorareal. Ledigheten i næringslokaler har siden primo 2008 økt fra 4,4 % til rundt 7,2 %, og leieprisene sank med om lag 30 % for prestisjelokaler i Osloområdet. (oslostudiet 01/03) Konjunkturutvikling har direkte påvirkning på eiendomsmarkedet. En nedgang i økonomien påfulgt av økt arbeidsledighet, betyr økt arealledighet og reduserte leiepriser.

Rentenivået spiller en sentral rolle, ettersom eiendomsmarkedet er en kapitalintensiv bransje. At en bransje er kapitalintensiv betyr høy gjeld med tilhørende høye rentekostnader. Rentenivået har naturligvis en sentral rolle i enhver økonomi, og påvirker i tillegg eiendomsbransjens kunder og leverandører.

Figur 2.3 : Utvikling av 3-, 5- og 10-årig statsobligasjoner



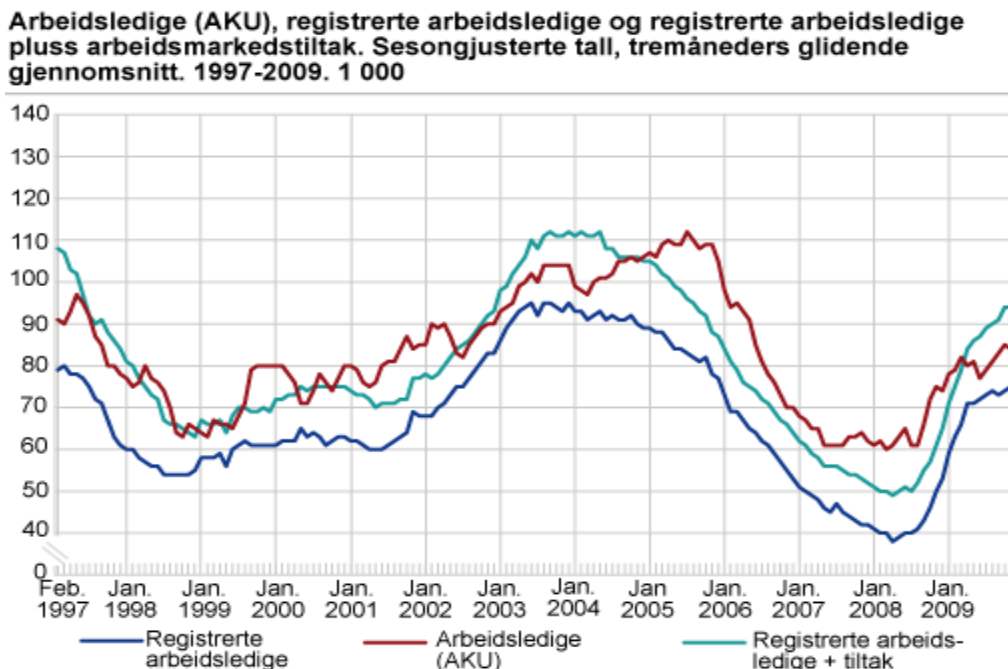
Kilde: Norges Bank

Figuren over illustrerer at renten har økt stabilt siden 2005 frem til 2008. Da finanskrisen gjorde seg gjeldende verden over, var et av virkemidlene for å løse floken i pengemarkedet å senke den statlige styringsrenten. Utviklingen til statsobligasjonene har i tråd med styringsrenten

sunket frem til i dag, men forventes å stige i fremtiden. Spørsmålet er hvor mye og i hvilken takt.

Arbeidsledigheten er for tiden høy. Det forventes en svak stigning eller utflatning i nærmeste fremtid. Høyere ledighet fører til færre ansatte og mindre behov for bedriftslokaler.

Figur 2.4: Utvikling i arbeidsledighet

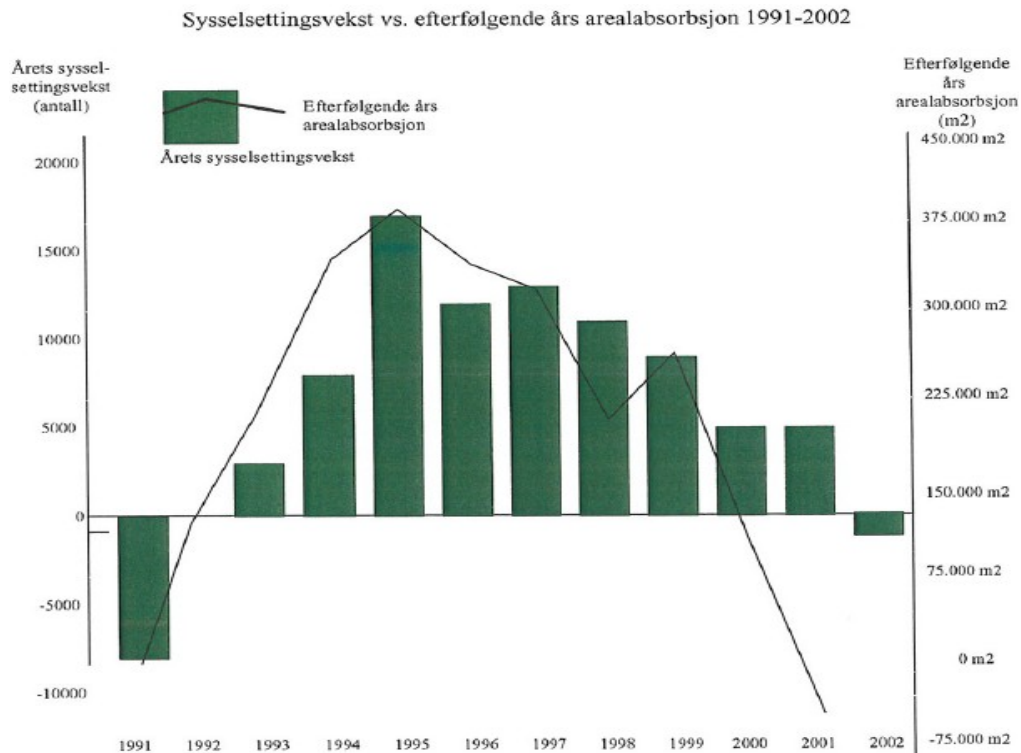


Kilde: Statens statistiske sentralbyrå

Figuren over viser hvordan arbeidsledigheten har økt de to siste årene. Økt arbeidsledighet påvirker eiendomsmarkedet i negativ retning. Sysselsettningsnivået er følgelig den viktigste variabelen for nivået på arealabsorpsjon. Neste figur viser hvordan endringer i sysselsettingen samvarierer med etterfølgende års arealabsorpsjon. Det kommer klart frem av figuren at sysselsettningsnivået spiller en viktig rolle for eiendomsbransjen.

NPRO søker å ha mange og store selskaper, som operer i ulike bransjer, i sin leietakerportefølje. Med en slik strategi vil NPRO redusere noe av risikoen forbundet med konjunktursvingninger.

Figur 2.5 : Sysselsettingsvekst mot etterfølgende års arealabsorpsjon



Kilde: Statens statistiske sentralbyrå

2.2.2 *Finanskrisen*

Høsten 2008 opplevde verden en alvorlig finanskriser. Konkursen i Lehman Brothers og den store uroen i finansmarkedene, både i USA og Europa, sørget for at aksjeprisene og boligprisene verden over raste, kredittmarkedet tørket inn, og risikopremien steg markant. Dagens finanskriser er en typisk finansiell kriser og passer fint inn i Hyman Minsky og Charles Kindlebergers kriseteori.

Tross den gode veksten de senere år har den økende importen fra lavkostland som for eksempel Kina, bidratt til å holde inflasjonen nede, noe som igjen har ført til at sentralbankene har holdt rentene lave. I tillegg har den høye spareraten i land som Kina, Japan og Tyskland bidratt til at andre land som USA, Storbritannia og Spania har kunnet låne mye penger uten at dette har drevet renten opp. Det lave rentenivået og den sterke økonomiske veksten førte til høyere etterspørsel etter boliger og finansielle aktiva.

På grunn av det lave rentenivået var avkastningen på investeringer i investment-grade obligasjoner lav, og investorer som banker og forsikringsselskaper så etter andre muligheter for å oppnå høyere avkastning. Løsningen ble å investere i boliglånobligasjoner. Et stort antall boliglån ble slått sammen til såkalte asset backed securities, og disse ble igjen slått sammen til collateralized debt securities. Disse collateralized debt securities ble deretter delt inn i forskjellige transjer hvor hver transje hadde ulik risiko og avkastning. Dersom noen av lånetakerne ikke skulle klare å betale avdragene på lånene var det de investorene som hadde investert i den mest risikofylte transjen som først ble rammet. Bankene reduserte sine utlånskrav og mange som i utgangspunktet ikke kvalifiserte for lån fikk nå lån, og ofte fikk de låne så mye de ville. De statistiske modellene som ble brukt for å beregne risikoen tok utgangspunkt i historiske tall for manglende betaling av boliglån. Med så mange ukvalifiserte nye kunder ble dette svært misvisende og risikoen ble kraftig underestimert. I årene der prisene fortsatte å stige var ikke dette et problem fordi bankene ved manglende betaling overtok en bolig som var mer verdt enn det utestående lånet. I løpet av 2006 og 2007 snudde imidlertid den internasjonale konjunkturen, noe som førte til at arbeidsledigheten begynte å stige slik at mange ikke lenger maktet å betale avdragene på boligen. Etter hvert som bankene overtok boligene og la de ut for salg opplevde man et fall i boligprisene grunnet et skift i tilbud og etterspørselskurven, og bankene og andre investorer ble nå utsatt for store tap på sine investeringer.

Hele systemet med collateralized debt securities ble meget komplisert og uoversiktlig og det utviklet seg en tillitskrise mellom bankene som lånte penger til hverandre i pengemarkedet siden ingen av bankene visste om motparten var eksponert for såkalte toxic assets.

Sammenvevningen i finansmarkedet førte til at problemene raskt spredde seg verden over. Den sterke veksten i bankenes utlån hadde ikke ført til tilsvarende vekst i bankenes egenandel. Til tross for at utlånene var bundet opp i lange tidsrom, ble utlånene dekket inn igjennom kortsiktig finansiering. Da kredittmarkedet tørket inn opplevde flere banker at den kortsiktige finansieringen forsvant. Bankene ble derfor tvunget til å selge verdipapirer, noe som sørget for reduserte aktivapriser som igjen førte til at bankene måtte selge flere verdipapirer. Dette resulterte i en tapsspiral. Denne ble forsterket ved at utlånerne ofte krever høyere egenkapital

når risikoen øker. Mange banker og finansinstitusjoner gikk konkurs som følge av manglende likviditet.

For å unngå en langvarig krise senket sentralbankene rentene kraftig, og i tillegg utstedte myndighetene verden over krisepakker for å få økonomien på fote igjen. Dette har ført til at nedgangen i økonomien har stoppet opp, kredittmarkedene har stabilisert seg, og at markedet generelt sett er mer positiv nå enn for bare ett år siden.

2.2.3. Demografiske forhold

Befolkningsstørrelsen, fordeling og geografisk spredning vil påvirke bedrifter i mer eller mindre grad. Økning i antall innbyggere fører mest sannsynlig til flere sysselsatte, som igjen sørger for økt etterspørsel av kontorlokaler. Det må i tillegg skapes nok arbeidsplasser for at kontorareal skal absorberes. De senere år har Norge opplevd en tilstrømming til våre største byer. Distrikts-Norge tømmes til fordel for byliv, som har vært viktig for eiendomsbransjen i storbyer. I tillegg har Norge opplevd en utvikling i antall stillinger som krever et kontor. Flere innbyggere, og flere kontorstillinger skaper optimisme rundt økt etterspørsel av kontorlokaler og forretningseiendom.

2.2.4 Politikk og lovverk

NPRO og resten av næringslivet må forholde seg til både nasjonale og regionale myndigheter. Nasjonale myndigheter legger føringer gjennom lovverk og regler. Endringer i skatte- og avgiftsregler kan ha stor betydning for et selskap gjennom nye avskrivningssatser og verdivurderingsregler. Ettersom NPRO i fremtiden ser ut til å satse mer på utvikling, kan endringer i plan- og bygningsloven ha direkte påvirkning for selskapets planer og gjennomføringer. I tillegg til nasjonale lover og regler, må selskapene forholde seg til særvilkår for de ulike regionene de satser i.

2.2.5 Teknologiske forhold

Eiendomsbransjen er ikke en bransje som er vesentlig influert av teknologiske nyvinninger, i hvert fall ikke i huseierrollen som NPRO operer i. Det vil i større grad påvirke NPROs leietagerportefølje. Ny teknologi skaper behov for ansatte, som igjen skaper behov for kontorlokaler.

Ny og bedre teknologi kan utgjøre en viss trussel for behov av kontorlokaler og reisevirksomhet. Stadig utvikling av konferanseutstyr, klarere videooverføring og høyere bredbåndskapasitet, kan forårsake at stadig flere velger å spare penger på reisevirksomhet og leie til kontorlokaler. Å jobbe hjemme i fra med tilstrekkelige kommunikasjonsutstyr kan dermed fungere som et alternativ til det tradisjonelle kontorlandskapet. Hvis besparelsen er stor nok og komforten er tilfredsstillende kan denne løsningen fungere som et likeverdig tilbud for mange.

2.2.6 Globale forhold

Vi opplever at alle verdens land blir mer avhengig av hverandre. Det er større samvariasjon mellom verdens børser i dag enn det var før. Tabellen under viser historiske β verdier med månedlige avkastning mot det amerikanske aksjemarkedet. Utviklingen i β -verdiene har vært ustabil, men jevnt over økende. Listen viser utviklingen for vestlige land, som tradisjonelt sett har ført samme økonomi som USA. Undersøkelsen viser samtidig at korrelasjonene mellom markedene har en tendens til å øke mer i tider med økonomisk uro.

Tabell 2.1 : Utvikling av vestlige lands β -verdier mot det amerikanske aksjemarkedet

	1981-2000	1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000
Canada	0.73	0.70	0.82	0.48	0.77
Netherlands	0.58	0.55	0.66	0.57	0.57
UK	0.57	0.40	0.68	0.60	0.68
Norway	0.48	0.37	0.58	0.54	0.48
Hong Kong	0.39	0.14	0.54	0.33	0.56
Japan	0.31	0.31	0.25	0.20	0.50
Austria	0.18	0.17	0.11	0.15	0.38

Kilde: International Finance 2009

Neste tabell viser oversikt over utviklingsland, som historisk har vært mer volatile enn verdens ledende børser. Selv de har opplevd økende korrelasjon med resten av verden.

Tabell 2.2 : Utvikling av utviklingslands β -verdier mot det amerikanske aksjemarkedet

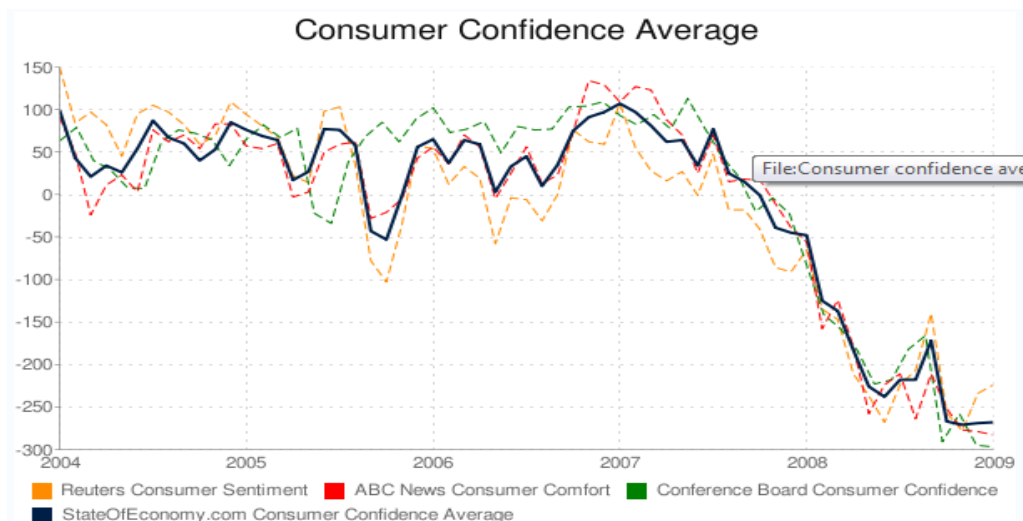
	1989-2000	1989-1992	1993-1996	1997-2000
Argentina	0.24	0.16	0.45	0.50
Chile	0.31	0.13	0.19	0.54
Malaysia	0.35	0.53	0.20	0.35
Taiwan	0.24	0.13	0.10	0.49
Turkey	0.07	-0.19	0.09	0.29

Kilde: International Finance 2009

Det gir et signal om at Norge ikke er skånet mot konjunkturer internasjonalt. Internasjonale økonomiske nedgangstider er med på å kjøle ned norsk økonomi. I enkle trekk betyr det lavere pengeflyt, mindre eksport og handel som igjen kan føre til mindre behov for arbeidskraft.

En følge av den siste tids økonomiske uro, bedre kjent som finanskrisen, har det vært en økende pessimisme til fremtiden. En måte å måle optimismen til et lands økonomi er å sammenligne hvor mye befolkningen sparer og forbruker. Consumer Confidence Index er en ledende økonomisk indikator for å se an trender nasjonalt og internasjonalt. CCAI har falt betraktelig etter at de økonomiske utfordringene kom til overflaten ved utgangen av 2007.

Figur 2.6: Consumer confidence average



Kilde: Wikipedia

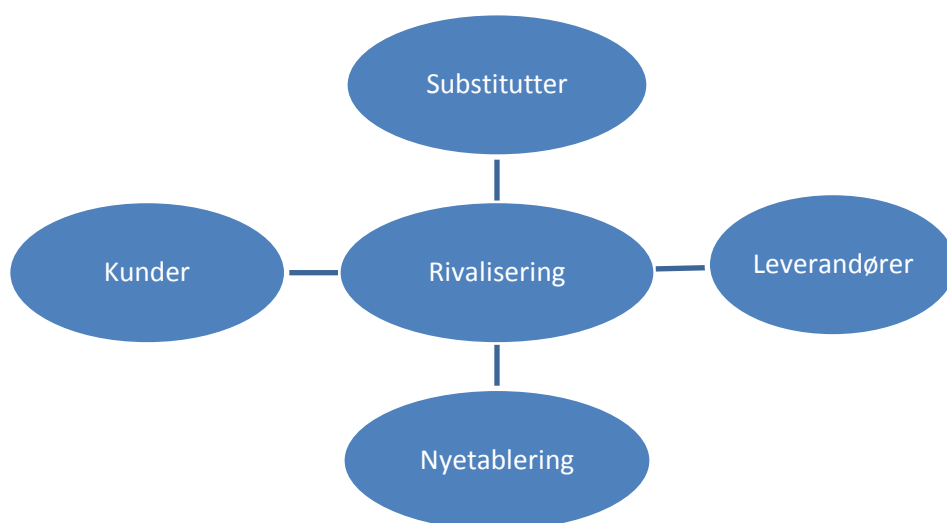
2.2.7 Sosiokulturelle forhold

Sosiale trender kan ha betydning for hvor folk ønsker å bosette seg. Det kan påvirke valg av lokalisering av hotelleiendom så vel som næringseiendom. I tillegg kan sammensetningen av leietagerporteføljen avhenge av hvor næringseiendommene er lokalisert. Folks forventninger om et bredt og rikt tilbud av diverse tjenester på Aker brygge, kan være årsaken til at NPRO har restauranter, barer, butikkjeder, lagerhus og kontorlokaler i porteføljen. Derimot i Middelthuns gate 17 består porteføljen utelukkende av kontorlokaler. Videre er folks skiftende preferanser angående arbeidsmiljø nødvendig å betjene. Naturvern og miljøsertifisering er områder som stadig blir mer synlig i bedrifters profilering. Folks forventning om at vi må ta bedre vare på naturen, har gjort utslag i hvordan selskaper ønsker å fremstå. I det hele tatt er det nødvendig for et selskap å ta på alvor det omgivelsene bryr seg om.

2.3 Konkurranseskraftene i eiendomsbransjen

For å si noen om den eksisterende konkurransen i eiendomsbransjen, tar vi utgangspunktet i Porters modell for konkurranseanalyse (M. Porter 1992). Porter sin modell tar utgangspunkt i at det finnes fem konkurransekrefter som avgjør bransjens lønnsomhet. Porters modell blir ofte illustrert som i figur nedenfor

Figur 2.7 : Porter's 5-forces



Kilde: Porter 1980

2.3.1 Kundenes forhandlingsmakt

I en situasjon hvor kundene har høy grad av forhandlingsmakt, kan det drive lønnsomheten ned i den aktuelle bransjen. Når kundene har mange og gode alternativer til leverandører og leverandørene har få muligheter til å bytte kunde, har kundene høy grad av forhandlingsmakt. Kundene til NPRO er leietakere til forretningseiendom og hotelleiendom. Utleie av eiendommene er hovedproduktet, mens prosentvis andel av omsetning, i forbindelse med hotelloperatørene, er å regne som biprodukt. I tillegg kommer potensielle kjøpere av eiendom som NPRO eier i dag. Det finnes alternativer til kundenes eksisterende lokaler, uavhengig om det brukes til kontor-, butikklokaler eller hotelleiendommer. Kundene har som oftest en mulighet til å flytte ut av sine eksisterende lokaler. På den andre siden er flyttekostnaden høy. I tillegg vil det antageligvis være en høyere barriere for hotelloperatørene å flytte til nye lokaler, ettersom de har mer behov for nærhet til markedet de operer i. Det er også i mindre grad tilbud på hotelleiendom enn kontorlokaler.

I økonomiske nedgangsperioder kan kundenes forhandlingsmakt øke. Lavkonjunktur gir grobunn for økt arbeidsledighet, som igjen sørger for lavere etterspørsel etter lokaler. Dermed har kundene flere alternativer enn før, som følge av økt arealledighet, og står sterkere når forhandler om leiepris skal fastsettes. Ved hjelp av leieavtaler med lang tidshorison og en veldiversifisert leietagerportefølje, kan NPRO dempe effekten av en eventuell lavkonjunktur. Det motsatte kan være tilfelle med tanke på hotelleiendom, ettersom en andel av omsetningen stammer fra hotelloperatørens omsetning. Dermed kan lavere omsetning føre til at NPRO ser seg om etter nye operatører, eller at de ønsker kompensasjon i form av økt leiepris på grunn av omsetningssvikt.

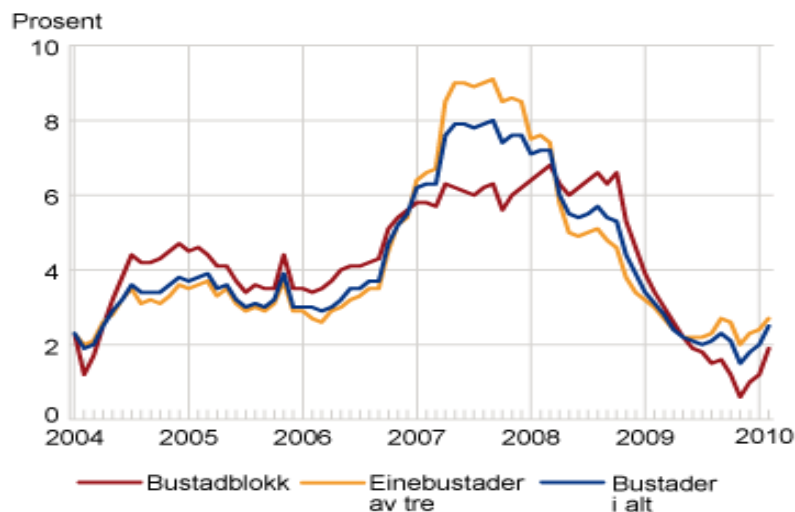
Eiendomsbransjen er oversiktlig. Det blir stadig publisert nye undersøkelser om arealledighet, utleiepriser og kvadratmeterpriser for næringseiendom. Den tilgjengelige informasjonen kan være med på og øke kundenes forhandlingsmakt. I tillegg har kundene mulighet til å erverve egne bygg, hvis de føler at markedsprisene er for høye. Eiendomsbransjen er en kapitalintensiv bransje, og det er en plausibel antagelse at de fleste vegrer seg mot å binde betydelige mengder kapital i bygg fremfor egen drift.

2.3.2 Leverandørenes forhandlingsmakt

I likhet med kundene, kan leverandørene drive ned lønnsomheten i bransjen hvis deres posisjon er sterk og forhandlingsmakten stor. Er det få leverandører og mange som ønsker deres tjenester, har leverandørene stor forhandlingsmakt. Leverandørene i eiendomsbransjen, vil være entreprenører, elektroinstallatører, rørleggere, driftsselskaper etc. Det er mange selskaper som tilbyr slike tjenester. Det er lav inngangsbarriere, og konkurransen dem i mellom er høy. I tillegg er de svært utsatt for konjunkturutvikling. Derfor blir det viktig for leverandørene å sikre gode kontrakter med de store eiendomsselskapene. Det er langt færre store og solide eiendomsselskaper enn det er leverandører. Forhandlingsmakten til leverandørene er svekket i eiendomsbransjen, og aller mest i tider med lavkonjunktur.

Figur 2.8 : Utvikling byggekostnadsindeks for bosteder

Byggjekostnadsindeks for bustader. Prosentvis endring fra samme måneden året før



Kilde: Statens statistiske sentralbyrå

Figuren viser prosentvis endring i byggekostnader fra samme måned året før. Sett i forhold til finanskrisen, ser man at byggenæringen er blant de første til å merke en lavkonjunktur.

Leverandører av kapital blir normalt sett ikke sett på som tradisjonelle leverandører. Kapital er definitivt hovedinputen i eiendomsbransjen, og det kan derfor være hensiktsmessig og anse kapital som en vare. Prisen for varen er renten.

2.3.3 Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter og tjenester som kunder vurderer som en erstatning for bransjens egne (Lien 2002). Det finnes ikke fysiske substitutter for et lokale, men indirekte substitutter. Ny telefoniteknologi og stadig økende internettkapasitet, er produkter som kan substituere kontor-, lager-, butikklokaler og til og med omsetningen for hotellvirksomhet. NetCom og Telenor er i førerretet hva gjelder utvikling av mobiltelefonløsninger. Trådløs Bedrift og Proffnett er telefoniløsninger, som gjør at du ikke er stedbunden i forhold til din arbeidsplass. Mobiltelefonen fungerer som et fullverdig sentralbord. Hastighet på internett er i rivende utvikling, og vi kan i fremtiden muligens overføre møter i HD-kvalitet. Behovet for arbeidsplasser kan reduseres, hvis prisen er lav nok og komforten tilstrekkelige for slike alternative løsninger. I tillegg er det utviklet konferanseutstyr med videooverføring, som skal være et konkurrerende produkt til møtevirksomhet som innbefatter reise. Færre reisedøgn, fører til færre hotellovernattinger og redusert omsetning for hotellvirksomheten. Likevel er det vanskelig å se for seg et samfunn, hvor alle sitter hjemme på hver sin tue og skjøtter sine plikter som arbeidsgiver/-taker. Teknologien har vært tilgjengelig i 10-20 år, og det vises ikke åpenbare tegn til økt arealledighet på grunn av de aktuelle substituttene.

2.3.4 Trussel om nyetablering

Eiendomsbransjen er først og fremst en kapitalintensiv bransje, og preget av høye etableringsbarrierer. Tilgang på kapital for nyetablerere er mindre og mer kostbart, ettersom de har liten eller ingen dokumentert overlevelsessevne. Det at kundene har høye flyttekostnader, gjør at det ikke er enkelt å ta kunder fra de eksisterende eiendomsselskapene. Timing kan derfor være viktig for nyetablering. Ideelt sett vil tider med høy økonomisk uro være gode tider for dem som ønsker å starte opp i denne bransjen. Da er mulighetene for å erverve kunder til stedet med og tilby lave utleiepriser. Utfordringen er å få tak i kapital og attraktive tomter. I tilfellet hotelleiendom, vil nærhet til et marked være avgjørende. Knapphet på attraktiv hotelleiendom gjør etablering til en større utfordring.

Bydelsutvikling gjør tilgang på attraktive eiendommer større. Likevel er bydelsutvikling kapitalkrevende, og det er ikke et marked der hvem som helst kan etablere seg.

Historisk sett har det vært lite internasjonale investorer i det norske eiendomsmarkedet I hvert fall i direkte form. De etablerte norske og nordiske selskapene har til gode å kjempe med kapitalsterke internasjonale selskaper.

2.3.5 Rivalisering på konkurransearenaen

Rivalisering handler om hvor store andeler av verdiskapningen som blir overført til kunder og leverandører på grunn av konkurransen mellom etablerte aktører. I eiendomsbransjen finnes det mange små aktører og få store aktører. Antall tilbydere av eiendom er med på å svekke lønnsomheten i markedet. Likevel vil attraktive eiendommer og høye flyttekostnader for kundene, føre til at eiendomsselskapene får økt forhandlingsmakt. De store selskapene vil helt klart ha bedre overlevelsessevne i dårligere tider, ettersom de har flere lokaler å dele de faste kostnadene på. I forhold til hotelleiendom, vil beliggenhet ha mye å si for hvor mye konkurransen forringer lønnsomheten i bransjen. Operatørens omsetning er i stor grad avhengig av hotelleiendommens beliggenhet. Eiendommenes lokalisering og nærhet til markedet, vil derfor være et sterkt forhandlingskort når leieavtalen fastsettes med operatøren. Beliggenhet er viktigere for hotelleiendom enn for forretningseiendom.

2.3.6 Oppsummering av konkurranseanalysen

Ut i fra analysen kan vi trekke ut noen viktige punkter som er med å forklare lønnsomheten i bransjen generelt. Kundene har relativt god forhandlingsmakt, ettersom det er den varierende etterspørselen fra leietakerne som styrer mye av svingningene i marginene. De store etableringsbarrierene, spesielt med tanke på høye investeringer, muliggjør en generell god lønnsomhet.

Den generelle konklusjonen av den eksterne analysen, er at det ikke er godt nok grunnlag for å påstå at det foreligger fordeler som vil vedvare over tid. Høye etableringskostnader og flyttekostnader er de eneste synlige fordelene. Likevel er eiendomsbransjen en svært oversiktlig bransje, og det foreligger mye offentlig informasjon om prisutvikling.

I tillegg preges bransjen av mange små aktører som fort kan tilegne seg gode kontrakter, om de store eiendomsselskapene krever urimelige leiepriser.

Utgangspunktet for den eksterne analysen er teorien om at svært lønnsomme bransjer vil tiltrekke seg nye aktører, helt til lønnsomheten presses til avkastningskravet som en følge av økt konkurranse. Hvordan enkeltbedrifter vil tilpasse seg og skape egne og unike fordeler i en bransje, avdekkes gjennom å analysere bedriftene internt. Derfor vil vi fortsette den strategiske analysen med å se hva NPRO gjør for å motvirke noen av konkurranseforholdene til sin fordel.

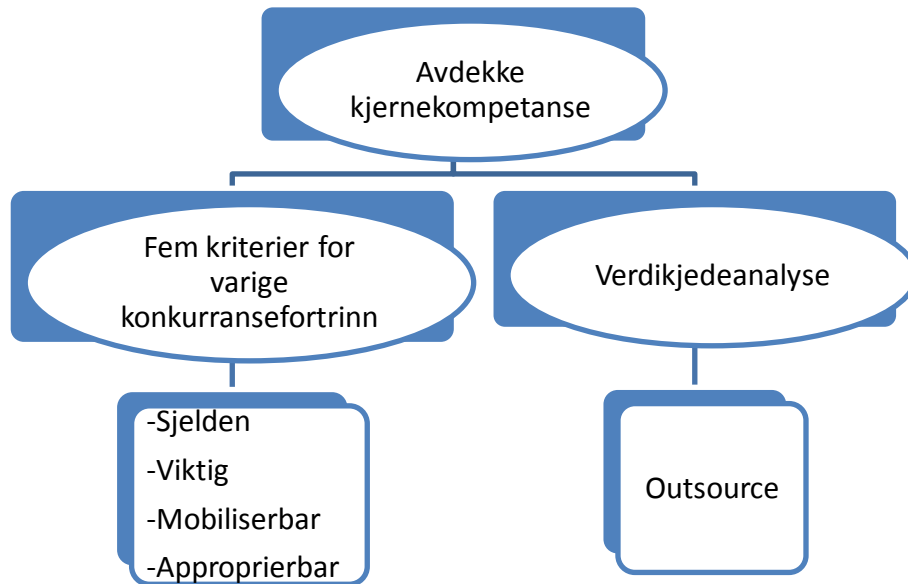
2.4 Differensiering Vs Kostnadslederskap

Hvilken strategi selskapet velger påvirker lønnsomheten. Det finnes to overordnede strategier, kostnadslederskap eller differensiering, som begge er ment å skape varige konkurransefordeler. Eiendomsbransjen er oversiktlig og det foreligger oppdatert informasjon om leiepriser, arealledighet og kvadratmeterpriser offentlig tilgjengelig. Leieprisen er bestemt av markedet, og det er derfor vanskelig å føre en ren kostnadslederskapsstrategi. Leieprisene til eiendomsselskapene vil naturligvis likevel være konkurransedyktige, siden flyttemulighet er til stede. De fleste aktørene ønsker å differensiere seg for å skape en margin, slik at de ikke konstant opplever å bli presset på pris. NPRO har som strategi å investere i attraktive og sentralt beliggende eiendommer med en verdi på mer enn 200 millioner kroner per eiendom, med førsteklasses leietakere. Olav Thon eiendomsselskap ASA har en strategi basert på langsiktige betraktninger, med hovedfokus på å være hovedleverandøren i sentrale strøk. Avantor ASA setter seg mål om å være best på bydelsutvikling, og betjene kundens totalbehov for å skape tilfredse kunder og gode kunderelasjoner. De fleste har en form for differensieringsstrategi.

2.5 Intern analyse

En intern analyse utføres for å avdekke om det er interne ressurser som er kilder til avkastning utover bransjegjennomsnittet. Utfallet av en slik undersøkelse er viktig i sammenligningen med andre selskaper i eiendomsbransjen. Informasjonen anvendes i prognosedelen av oppgaven, og er en sentral analyse i forhold til verdsettelsen av NPRO.

Figur 2.9: Rammeverk for intern analyse



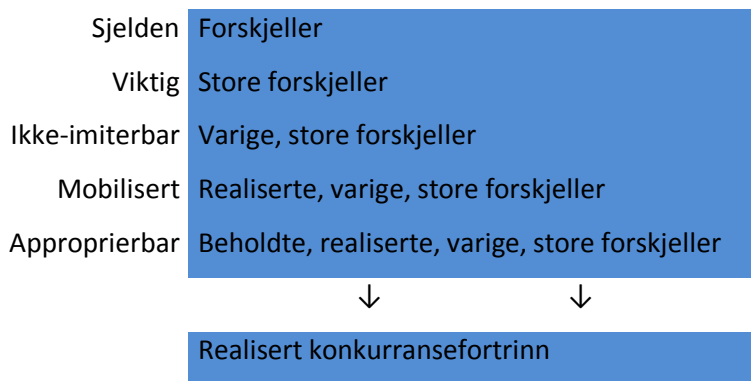
Kilde: Hitt, Ireland og Hoskisson, 2001.

For å analysere bedriften internt er det nødvendig å ta i bruk et rammeverk. Vi anvender SVIMA-analysen (Jacobsen og Lien 2001) i vår gjennomgang av NPROs interne ressurser. En verdikjedeanalyse er et analyseinstrument som hjelper bedriften til å identifisere egne kjerneaktiviteter, og hvilke aktiviteter som ikke er det. Det er en analyse som i utgangspunktet selskapet utfører selv, og som kan være med å avdekke hvor selskapet innehar strategiske fordeler. I vår interne analyse anvender vi ikke verdikjedeanalysen, ettersom det primært er et verktøy for bedriften selv.

2.5.1 SVIMA

SVIMA står for (S)jelden, (V)iktig, (I)kke-imiterbar, (M)obiliserbar og (A)pproprierbar. Figur 13 viser.

Figur 2.10 : SVIMA



Kilde: Jacobsen og Lie 2002

De interne forholdene som analyseres går trinnvis gjennom SVIMA analysen, i forsøket på å avdekke ressurser som gir varige konkurransefortrinn. Når en ressurs er sjelden skapes det forskjeller mellom konkurrentene. Er ressursene ikke-imiterbar, er forskjellene varige. Hvis ressursen er mobilisert vil store varige forskjeller bli realisert som høy uvanlig økonomisk verdi. Når den i tillegg er approprierbar, har bedriften lyktes i å beholde denne uvanlige høye verdiskapningen selv, og har et realisert og varig konkurransefortrinn. (Jacobsen og Lie 2001).

Siden oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, så er interne forhold det mest utfordrende å analysere. Vi har sett oss nødt til å spørre andre aktører i markedet, og forhøre oss med analytikere om hva som er viktig å ta med i en intern analyse. Holberg Fondene, Vital Eiendom, First Securities og Norwegian Property mente alle at å analysere ledelsen og kompetansen er det aller viktigste. Hvem har de om bord til å styre skuten, og hvilken kompetanse innehar de. Et dybdeintervju med ledelsen og organisasjonen i NPRO er ikke mulig å få til, men vi vil gjøre et forsøk på å analysere de interne forholdene med tilgjengelig informasjon.

2.5.1.1 Merkevarene Norwegian Property og Norgani Hotels



NPRO satser mye kapital på å bygge opp selskapet og skape en identitet. Merkevarebygging, eller branding, er kjernen i å bygge en identitet. NPRO er et relativt ungt selskap, men er allerede en av de største eiendomsselskapene i Norden. Bedriftsnavnene Norwegian Property og Norgani Hotels forbindes med kvalitetseiendommer i bransjen. Ingen andre aktører i markedet kan bruke deres navn, og kan dermed karakteriseres som (S) sjelden. Bedriftsnavnene brukes aktivt til å tilegne seg solide leietagere, og har helt klart en verdi for NPRO, og kan av den grunn karakteriseres som (V) viktig. Å skape et solid merkevarenavn tar tid og koster penger, men lykkes selskapet i å gi bedriftsnavnet det ønskede omdømmet gir det en klar fordel. Norwegian Property og Norgani Hotels kan ikke på lovig vis kopieres og anvendes av andre, og oppfyller kravet om at det er vanskelig (I) imiterbart. Videre er det verdt å nevne at andre selskaper har mulighet til å skape egne merkenavn. Olav Thon, Eiendomsspar og Entra eiendom er alle selskaper som aktivt spiller på sine navn i forhandlinger.

Ettersom selskapet har tiltrukket seg store solide børsnoterte og offentlige selskaper, indikerer at NPRO har lykkes med å bruke selskapsnavnene til å oppnå tillit. Store selskaper har i tillegg signert nye avtaler og forlenget leiekontraktene med NPRO, som igjen viser tegn til at NPRO har vist sine leietagere tilliten verdig. Dette kan gi en indikasjon om at NPRO har klart å (M) mobilisere merkevarenavnet til å skape økonomiske verdier. Merkevarenavn bygges over tid, og verdiene skapt gjennom merket sitter selskapet igjen med selv. Bedriftsnavnene kan karakteriseres som (A) approprierbar.

Merkevarenavn kan potensielt gi selskapet varige konkurransefortrinn. I den grad NPRO lykkes i å bli en foretrukket partner på bakgrunn av bedriftsnavnene Norwegian Property og Norgani Hotels, vil være avgjørende for hvor sterkt konkurransefortinnet blir.

2.5.1.2 Olav Line



Har 25 års erfaring fra næringsseidomsmarkedet i Norge og Norden, og tiltro stillingen som administrerende direktør januar 2010. Olav Line ønsker å utvikle NPRO til å bli et helhetlig og industrielt eiendomsselskap. NPRO har under ledelse av Petter Jahnsen fremstått som en mer finansiell aktør, og som har hatt fokus på å få kapitalstrukturen på plass. Olav Line tar med seg lang og bred erfaring som NPRO kan nyte godt av med vanskelig tider i møte. Siden 2003 var han administrerende direktør i Steen og Strøm AS. I denne perioden økte Steen og Strøms ASs verdi med det tredoble. Olav Line er (S) sjelden i den forstand at ingen andre aktører i markedet enn NPRO kan benytte seg av hans tjenester og erfaring (NE Nyheter). Olav Line har ansvaret for selskapets fremtid, og kan følgelig karakteriseres som (V) viktig. Han er ikke imiterbar (I). Konkurrenter kan selvsagt etterligne NPROs ledelseskultur hvis NPRO skulle oppleve suksess, men NPROs organisasjon forblir unik. Etersom Olav Line nettopp har startet sitt virke i NPRO, er det for tidlig å si noe om hvor mye av hans arbeid som har skapt verdier for selskapet. Det er derfor vanskelig å si at Olav Line i den forstad er (M) mobilisert. Han er naturlig nok ansatt, men i hvor stor grad hans arbeid vil gi varige konkurransefortrinn er vanskelig å måle. Det er i tillegg et spørsmålstejn i hvilken grad man kan karakterisere han som approprierbar. De verdiene som Olav Line skaper vil NPRO beholde, men den dagen han ønsker å fratse sin stilling, tar han med seg erfaringen og kompetansen.

Olav Line utgjør potensielt et varig konkurransefortrinn. En erfaren og kompetent leder kan være helt avgjørende for selskapets drift og verdiskapning. I hvilken grad hans lederteam lykkes i å føre den nye forretningsstrategien, vil gi svar på om Olav Line er et varig konkurransefortrinn.

2.5.1.3 Kompetanse

Det er utfordrende å si noe om selskapets kompetanse basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Selskapet er ungt og i utvikling. I oppstarten og frem til skifte av ledelse, har NPRO vært preget av å få den finansielle strukturen på plass. Det er først fra starten av 2010 at selskapet har tatt form, og blitt en industriell aktør. Sett bort i fra selskapets direktør, er det omtrent umulig å si noe om hvorvidt deres kompetanse er gjenstand for varige konkurransefortrinn. I utgangspunktet blir høy kompetanse tolket som et konkurransefortrinn, men hvorvidt den er varig er avhengig av evnen til å beholde kompetansen i selskapet.

2.5.1.4 NPROs Differensieringsstrategi

NPRO sin strategi er å besitte og erverve kvalitetseiendommer. Det er på mange måter det som skal skille NPRO fra sine konkurrenter. Kundene skal ha en førsteklasses opplevelse av å være leietager hos NPRO. Kundenes opplevelse er nøkkelen til suksess. Deres eventuelle positive omtale av NPRO forsterker inntrykket utenforstående har av merkevarenavnene Norwegian Property og Norgani Hotels. På denne måten skal NPRO være en svært ettertraktet utleier for potensielle kunder både i forretnings- og hotelleiendomsmarkedet.

2.6 Oppsummering strategisk analyse

Målet med den strategiske analysen var å avdekke varige konkurransefortrinn som gav meravkastning utover avkastningskravet. Det er i utgangspunktet lite ved den eksterne analysen som peker i retning at dette er en svært lønnsom bransje. Ettersom eiendomsbransjen er kapitalintensiv, ville den dyre inngangsbilletten være et åpenbart hinder for konkurranse fra nyetablerere. Vi vurderer det likevel slik at det ikke er sterk nok grunn til å anta at dette blir en svært lønnsom bransje med årene. Grunnen er at eiendomsbransjen er oversiktlig, og mange småaktører sørger for at avkastningen blir presset ned mot bransjegjennomsnittet.

NPRO har likevel en mulighet til å skape varige konkurransefortrinn gjennom merkevarenavn og ledelse. Det er nemlig av egenart og strategiske fordeler at NPRO kan skape marginer som er høyere enn sine konkurrenter. Ved å satse tungt på merkevarenavnene Norwegian Property og Norgani Hotels kan NPRO skape et foretrukket selskap i eiendomsbransjen. Olav Line utgjør klart en potensiell strategisk fordel for NPRO. Hvorvidt han utgjør et varig konkurransefortrinn beror på NPROs evne til å beholde han. Olav Line vil utvilsomt utgjøre et potensielt konkurransefortrinn på kort- og mellomlang sikt.

Det er med andre ord forhold ved NPRO som kan sørge for at selskapet opplever varig meravkastning.

3. Regnskapsanalyse

For at man skal kunne si noe om fremtiden, må man ha innsikt i selskapets og industriens historiske utvikling. Ved å analysere hvordan selskapet har prestert og avdekke underliggende drivere for selskapets resultater, blir avgjørende for å konstruere gode prognoser. Vi har valgt å bruke årsrapportene fra 2007 til 2009. Regnskapsåret 2006 er valgt bort ettersom den kun presenterer fjerde kvartal. I tillegg var selskapet nytt, og derfor mener vi at tallene i årsrapporten for 2006 ikke er representativt for fremtiden. Det er naturligvis ønskelig med mer historisk informasjon, som strekker seg flere år tilbake i tid enn kun tre år. Ettersom vi har begrenset informasjon, er vi avhengig av å sammenligne med bransjetall og andre ledende indikatorer som leiepris- og kvadratmeterprisutvikling for næringseiendom.

Årsrapportene er utarbeidet med tanke på kreditorer. Ettersom vi er analyserer selskapet sett gjennom investors øyne, er det nødvendig å bearbeide og omgruppere regnskapene.

3.1 Omgruppering av balanse

Balanseregnskapet er inndelt i eiendeler, gjeld og egenkapital. For å beregne avkastning på egenkapital og totalkapital er det nødvendig å skille ut poster som ikke er av driftsrelatert art. Det er ønskelig å omgruppere balansen for dette formålet, slik at man får et mer målbart og sammenlignbart produkt. Ved å bruke ROIC bruker vi et avkastningsmål som kun er avhengig av den operasjonelle ytelsen, og som er uavhengig av selskapets kapitalstruktur (Koller, 2005).

I tillegg til å beregne avkastningstall, er omgruppering av selskapets eiendeler og gjeld nødvendig for å beregne selskapets egenkapitalverdi. Verdsettelsesmodellen vår er avhengig av at vi skiller mellom finansielle eiendeler og driftsrelatert eiendeler. Hvordan verdsettelsesmodellen fungerer, forklares i detalj senere i oppgaven.

3.1.1 Operasjonell arbeidskapital

Ved å trekke driftsrelatert kortsiktig gjeld fra driftsrelaterte omløpsmidler finner man netto operasjonell arbeidskapital. Kontantbeholdning inneholder et usikkerhetsmoment, med tanke på hvor stor andel som er tilknyttet driften. Hvis kontanter og ekvivalenter er for høy, vil resterende beløp ansees som en finansiell eiendel.

For å finne et nivå på kontantbeholdningen, som er passende i forhold til selskapets kjernevirksomhet, anvendes ulike forholdstall og teknikker. 10 % av summen av kundefordringer og varelager ansees som tilstrekkelig beholdning av kontanter, og overflødig beløp blir klassifisert som finansielle omløpsmidler (Finn Kinserdal). Ettersom NPRO verken har varelager, eller store utestående beløp hva gjelder kundefordringer, ser vi oss nødt til å bruke andre forholdstall.

Gjennomsnittlig kontantbeholdning i forhold til leieinntekter for 2006-2009 er 18.6 %. Gjennomsnittet for industrien er 30 %. Sett i forhold til andre bransjer er forholdstallet høyt. Eiendomsmarkedet er en kapitalintensiv bransje, og relativt store beløp av likvide midler er nødvendig for støtte driften. I vår beregning av driftsrelatert kontantbeholdning, har vi derfor valgt å bruke industriens gjennomsnitt på 30 % av leieinntekter. Er den faktiske kontantbeholdningen høyere enn forholdstallet, vil resterende beløp legges til finansielle omløpsmidler.

Tabell 3.1: Omgruppering av operasjonell arbeidskapital

Selger garantistillelse for fremtidige leieinntekter
Kundefordringer
Andre kortsiktige fordringer
Kontanter og kontantekvivalenter
Sum omløpsmidler
Leverandørgjeld
Utsatt inntekt og andre periodiseringer
Annen kortsiktig gjeld - minus påløpne renter
Sum kortsiktig gjeld
Sum netto operasjonell AK

3.1.2 Operasjonell investert kapital før og etter goodwill og immaterielle eiendeler

For å komme frem til operasjonelt investert kapital legges anleggsmidler til netto operasjonell arbeidskapital.

Tabell 3.2 : Omgruppering a anleggsmidler

Driftsrelaterte anleggsmidler
Goodwill
Investeringseiendom
Andre varige driftsmidler
Anlegg under utførelse
Sum driftsrelaterte anleggsmidler

Vi beregner både før og etter goodwill og immaterielle eiendeler, og derfor trekkes posten "goodwill" ut av beregningen for operasjonelt investert kapital før goodwill og immaterielle eiendeler.

3.1.3 Egenkapital og gjeld

På egenkapitalsiden summerer vi alle EK-elementene, og på gjeldssiden summeres alle ordinære gjeldsposter. I tillegg legger vi til minoritetsinteresser til gjeld. I utgangspunktet burde denne posten vært utregnet separat, men verdien utgjør en liten andel av selskapets totale verdi og legges følgelig til finansiell gjeld i sin helhet.

3.2 Normalisering

Formålet med å normalisere historiske resultater er for å vise den underliggende inntjening, uavhengig av tilfeldige inntekter og estimatendringer som tilhører andre perioder(Kinserdal 2009). Ved å trekke ut poster som tilfører støy får man økt forståelse av regnskapstallene, og legger samtidig et fundament for å lage bedre prognoser. Kontantstrømsmodellen tar utgangspunkt i EBITDA, og det er følgelig kun poster før av- og nedskrivninger som korrigeres. Når man normaliserer historiske resultater er det nødvendig å ta hensyn til poster som:

- Engangshendelser
- Endringer av regnskapsprinsipper
- Finansielle poster fra driftsresultater
- Estimatendringer

Vi har brukt årsrapporter fra 2007 til 2009 når vi har normalisert historisk resultat. Vi har justert pensjonskostnadene for rentekostnader og avkastning på pensjonsmidler, siden dette ikke har noe med operasjonelle driften til NPRO å gjøre. I tillegg har vi jevnet ut bonusutbetalinger, som vi mener er for høye i 2008 og for lav i 2007. Det er sannsynligvis flere poster som skulle vært justert. Ut ifra gitt informasjonen i notene, velger vi derimot å ikke spekulere for mye i frykt for å tilføre mer støy.

3.3 Lønnsomhetsanalyse

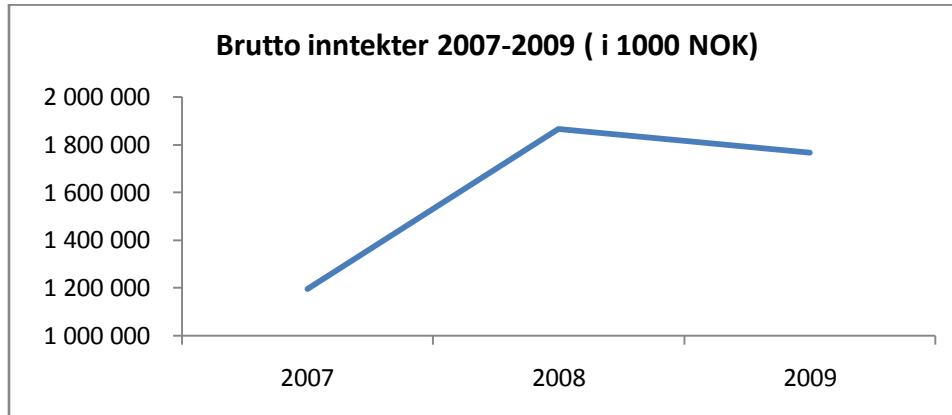
Gode prognoser er nødvendig for å beregne egenkapitalverdien ved hjelp av en kontantstrømsmodell. For å lage gode prognoser er det nødvendig å forstå hva som bestemmer selskapets lønnsomhet og hvordan den utvikler seg. Vi analyserer kostnader, inntekter og EBITDA-margin hver for seg, og sammenligner tallene med øvrige selskaper i bransjen.

3.3.1 Inntekter

Inntektene til NPRO er delt opp mellom leieinntekter fra hotellvirksomhet og fra forretningseiendom. For å si noe om fremtiden, er det avgjørende at vi avdekker de underliggende driverne for leieinntekter. Arealabsorpsjon, tilførsel av nybygg, arbeidsledighet, demografi, leiepris- og kvadratmeterprisutvikling er faktorer som i større eller mindre grad avgjør hvilke inntektsnivå NPRO kan forvente seg i fremtiden. Leieprisene er avhengig av tilbud og etterspørsel av lokaler. Tilbudssiden er lokaler tilgjengelig, og etterspørselsiden samsvarer med arbeidsledighet. I et historisk perspektiv har eiendomsbransjen vært av syklisk karakter, der man har opplevd stor variasjon i leie- og kvadratmeterprisene. Det er følgelig vanskelig å avdekke en trend, og derav utfordrende å forutsi fremtiden. I tillegg utgjør omsetning til hotelloperatørene en inntektskilde, men vi har valgt å fokusere på leieinntekter ettersom dette er kjernevirksomheten til NPRO.

NPRO er et ungt selskap, og det gjør en grundig regnskapsanalyse enda mer utfordrende. Vi har valgt å se bort fra regnskapsåret 2006 ettersom det kun presenterer 2.halvår. Årsregnskapene for 2007-2009 er tatt med i regnskapsanalysen og utgjør fundamentet for prognosetallene.

Figur 3.1: Utvikling brutto inntekter



NPRO kjøpte Norgani Hotels i 2007, og som følge av dette økte brutto inntekter merkbart fra 2007 til 2008. Inntektene består primært av leieinntekter, men for hotelleiendommene utgjør omsetning av operatørene en del av totale inntekter. Hovedproduktet er likevel utleie av eiendom og lokaler. Regnskapsåret 2008 var preget av samfunnsøkonomisk nedgangstider, og NPRO solgte flere eiendommer for å løse gjelds- og likviditetsutfordringer. Et resultat av færre kvadratmeter til utleie, var at de totale leieinntektene fra 2008 til 2009 sank. Leieprisene økte i likevel i samme periode, som et resultat av 121 fornyede leiekontrakter. De nye leiekontraktene økte med 16,9 %. NPRO opplevde i samme periode at ledigheten økte fra 0,7 % til 2% for alle utleide lokaler. Den organiske veksten for NPRO viser en økende trend, i motsetning til hva bransjetallene viste i samme periode for leieprisutvikling. Årsaken er til dels at leiekontraktene som ble fornyet var signert for flere år tilbake, og at forretningsideen om lange kontrakter viser seg å være en god strategi i nedgangstider. I tillegg er utleie av kvalitetseiendommer og bruk av store børsnoterte og offentlige selskaper som leietakere, en tryggere og mer resistent strategi i nedgangstider.

NPRO er som nevnt et ungt selskap, og det er en utfordring å peke ut trender basert på deres historiske resultater. Selskapet har vært igjennom en turbulent periode. De har fått med seg slutten av en lang oppgangsperiode for eiendomsbransjen, og opplevd finanskrisen, nye avkastningskrav, reduserte kvadratmeter- og leiepriser, økt arbeidsledighet og en generell kjøling av økonomien. Likevel har selskapet klart seg primært på bakgrunn av en solid og ettertraktet eiendomsportefølje.

At eiendommene er attraktive, viser seg ved at selskapet har solgt unna eiendommer for ca 2 milliarder de to siste regnskapsårene. Det er kjent at i denne perioden har det vært dyrt å hente inn kapital, og eiendommer har i utgangspunktet ikke vært et yndet investeringsområde.

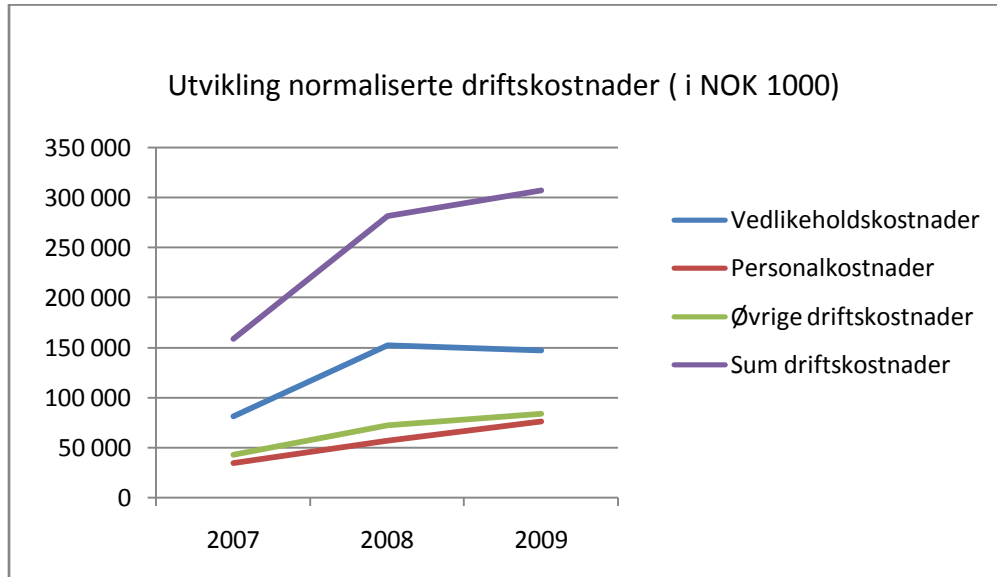
NPRO vinner mye på at de råder over en stor og attraktiv eiendomsmasse, og at de har store og økonomisk sterke leietakere i sin portefølje. Ut i fra tallene de siste årene, er det ikke leieinntektene som gjør størst utslag på fall og løft i aksjeprisene for NPRO. Leieinntektene virker robuste og sikre uavhengig av ned- og oppgangsperioder. Det registreres en svak økning av ledighet i porteføljen fra 2008 til 2009, men perioden er for kort til å avdekke en trend. Det er likevel en plausibel antagelse at det kommer som en effekt av økende arbeidsledighet. Økende ledighet i porteføljen vil ha en negativ effekt for leieinntektene, og vi er nødt til å ta stilling til hvilken retning ledigheten vil ta.

Når vi skal lage prognoser for leieinntektene, må vi ha en formening om i hvilken retning leieprisene vil bevege seg. Hva viser makrotall, og hva er selskapets evne til å påvirke deres egen leieprisutvikling.

3.3.2 Kostnader

I tillegg til å forstå utviklingen av inntekter er det viktig å forstå utviklingen av selskapets kostnader. Vi deler kostnadene opp i kategorier, og undersøker hva som driver de ulike kostnadene i forskjellige retninger. Vi prøver å avdekke om det finnes en sammenheng mellom inntekter og kostnader.

Figur 3.2 : Utvikling normaliserte driftskostnader



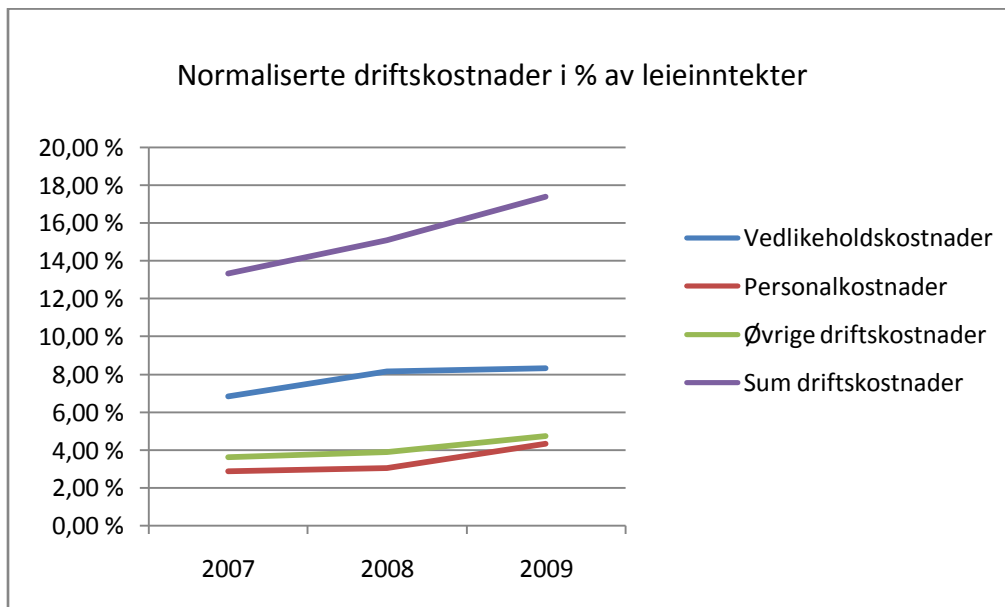
Utvikling av driftskostnadene har økt med siden selskapets oppstart i 2006. Fra 2007, som er det første hele driftsåret, har de ulike driftskostnadene økt forskjellig. Ved første øyekast har vedlikeholdskostnader den bratteste stigningen. Gjennom regnskapsåret 2008 og 2009 har NPRO gitt NEAS AS ansvaret for vedlikehold, og det har bidratt til mer stabile vedlikeholdskostnader. Vedlikeholdskostnadene steg relativt mye fra 2007 til 2008, ettersom de i denne perioden kjøpte Norgani Hotels. Hotell eiendommene krevde mer vedlikehold, og kostnadene steg mer i prosent enn hva omsetningen gjorde. Daværende ledelse registrerte et behov for å kontrollere de økende kostnadene, og inngikk en avtale med NEAS AS om en fast vedlikeholdsavtale. Det resulterte i forutsigbare kostnader og en jevnere utvikling. I tillegg har NPRO solgt unna eiendom i 2008 og 2009, som sørget for lavere totale vedlikeholdskostnader i 2009, enn foregående regnskapsår.

NPRO opplevde noe høye bonusutbetalinger i 2008, ettersom 2007 som kjent var et godt år for eiendomsbransjen. Ved utjevning av bonusutbetalingene, har utviklingen av lønnskostnadene vært jevnt stigende. Fra 2007 til 2009 har gjennomsnittlige antall årsverk økt fra 17 til 34 henholdsvis. Paradoksalt har antall årsverk sunket fra 35 til 34 fra 2008 til 2009, mens personalkostnadene har økt med om lag 20 millioner. I samme periode har sum leieinntekter og eiendomsmassen blitt redusert.

Gjennomsnittlig lønn, inklusive bonus, for en ansatt i NPRO har økt fra 1,1 til 1,7 millioner fra 2008 til 2009 (note 19 i årsregnskapet 2009). Utviklingen i lønnskostnader har vært bratt men jevnt stigende. Etter oppkjøpet av Norgani Hotels, har selskapet prøvd å dra ut synergi effekter. Det innebærer å gjøre organisasjonen mer effektiv og kutte i antall årsverk. Ved restrukturering forventes det at det skal ha en positiv effekt på lønnskostnadsutviklingen. Selskapet har under ny ledelse kunngjort at selskapets skal rendyrkes som to forretningsområder og to selvstendige selskaper. Med en slik strategi øker behovet for mer personell og forventning om økte lønnskostnader. Utviklingen av lønnskostnader bør følges, og å lage gode prognoser blir en utfordring.

Øvrige driftskostnader er ikke spesifisert i regnskapets noter, og en antagelse er at de utgjør oppgraderings- og utviklingskostnader. Det er kostnader knyttet til driften, og har utgjort en stabil prosentvis andel av totale driftskostnader de tre foregående regnskapsår. De utgjør i gjennomsnitt 27 % av totale driftskostnader fra 2007 til 2009.

Figur 3.3: Utvikling normaliserte driftskostnader i prosent av leieinntekter



For å vurdere utviklingen av driftskostnadene er det nyttig å sammenligne dem med leieinntektene for tilhørende år. Vedlikeholdskostnadene utgjorde i underkant av 7 % av leieinntektene i 2007, og selskapet opplevde at de økte til i overkant av 8 % av leieinntektene i 2008. Etter den kraftige økningen har virkningen av avtalen med NEAS AS, bidratt til at vedlikeholdskostnadene har stabilisert seg på i overkant av 8 % av leieinntektene. Sammenlignet med andre selskaper i samme bransje, utgjør likevel vedlikeholdskostnadene en lav prosentvis andel av leieinntektene. Bransjegjennomsnittet av vedlikeholdskostnader i prosent av leieinntekter er om lag 15 %. Hvordan kostnadene vil utvikle seg i fremtiden avhenger av hvordan NPRO samkjører vedlikeholdskostnadene med Norgani Hotels, og om de fremdeles ønsker å bruke eksterne aktører til å håndtere vedlikehold.

Personalkostnadene har økt kraftig i forhold til leieinntekter fra 2007 til 2009. Fra 2008 til 2009 har kostnadene i forhold til leieinntektene økt fra 3 % til i overkant av 4 %. I samme periode har gjennomsnittlig antall årsverk blitt redusert med 35 til 34. Den kraftige økningen av lønnskostnader skyldes til dels restrukturering av ledelse og høye bonusutbetalinger. Dette har foregått i en periode hvor daværende ledelse har forsøkt å trimme organisasjonen, og dra nytte av synergi effekter med Norgani Hotels. Videre har ny ledelse gitt signal om at NPRO og Norgani skal drives som to selvstendige selskaper, og det krever i utgangspunktet en større administrasjon. Det vil følgelig være en plausibel antagelse at lønnskostnader vil ha en høyere prosentvis økning enn leieinntekter, gitt samme eiendomsportefølje. Bransjens gjennomsnittlige lønnskostnader i forhold til leieinntekter er om lag 8,5 %. Ettersom NPRO, med ny ledelse, ønsker å fremstå som et mer helhetlig eiendomsselskap, kan det gi en indikasjon om at lønnsnivået i forhold til leieinntekter skal opp.

Øvrige driftskostnader er i all hovedsak relatert til drift. Hva som ligger i tallene kommer ikke frem i regnskapet. Vår antagelse er at det er utvikling og oppgradering av eksisterende eiendomsportefølje. Med Olav Line som ny administrerende direktør, har NPRO gitt uttrykk for at de vil satse mer på utvikling, som de tidligere ikke har valgt å satse tungt på. Øvrige driftskostnader har i tråd med lønnskostnader opplevd en kraftig oppgang i forhold til leieinntekter. Fra 2008 til 2009 har den prosentvise økningen i forhold til leieinntektene gått fra

om lag 4 % til 5 %. Bransjegjennomsnittet er på i underkant av 9 %, og gir et signal om at kostnadene forbundet med utvikling vil øke mer i prosent i forhold til leieinntekter i årene fremover. Dette er i tillegg tråd med selskapets nysatsning hva gjelder utvikling.

Det er vanskelig å avdekke en trend med så lite historisk bakgrunn, og våre antagelser om videre utvikling blir følgelig mer spekulativ. Regnskapstallene viser at dette er et ungt selskap, med mye restrukturering og endring i satsingsområder. Det baseres på bakgrunn av at kostnadene øker selv i perioder med redusert eiendomsmasse og leieinntekter. I tillegg har selskapet vært igjennom en turbulent periode i forbindelse med finanskrisen, som krevde store strukturelle endringer. Det som blir avgjørende for våre beregninger av prognosene, er å se på bransjeutviklingen og utvikling av leiepriser, kvadrameterpriser, arbeidsledighet og tilførsel av nybygg. Vi ønsker å være edruelige i forhold til å trekke konklusjoner på bakgrunn av selskapets rapporterte resultater de tre siste årene. Til det mener vi at det er for lite historikk, og at årsrapportene viser et ungt selskap i utvikling.

3.3.3 EBITDA-margin

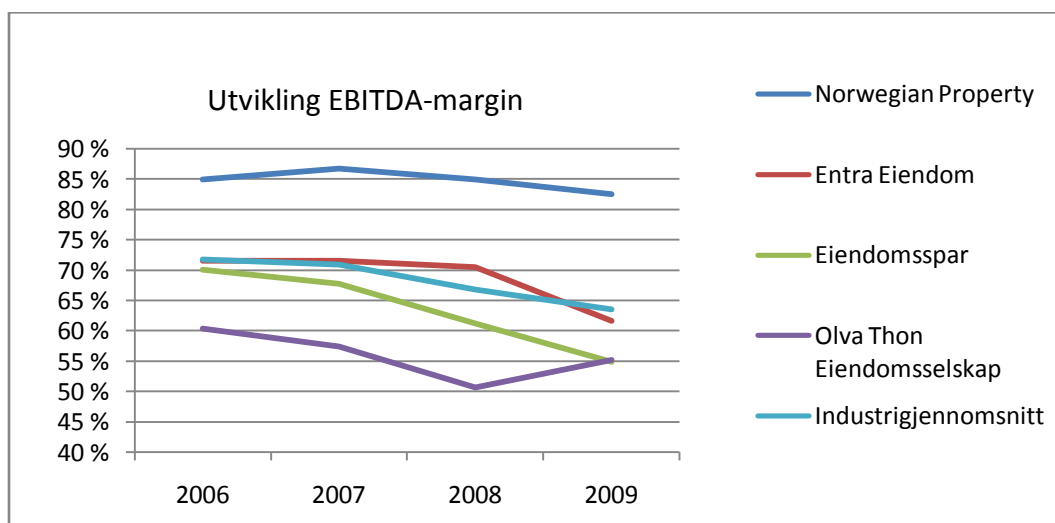
I lønnsomhetsanalysen bruker vi EBITDA-margin for å måle marginer NRPO har på sin operative drift. Ved å benytte EBITDA-margin unngår vi komplikasjoner hva gjelder skattesatser, avskrivningsregler og finansiell struktur, ved sammenligning av øvrige selskaper i eiendomsbransjen. Å ha en forståelse av hvordan EBITDA-marginen i NPRO og i bransjen har utviklet seg er verdifull informasjon. Vår verdsettelsesmodell baserer seg på EBITDA, og følgelig vil historikken av EBITDA-marginen gi oss et innblikk av hvordan fremtiden blir.

Historisk utvikling i EBITDA-marginen for NPRO og sammenlignbare selskaper i eiendomsbransjen er illustrert i grafen under. Den lyseblå linjen viser industrigjennomsnittet, mens den mørkeblå linjen representerer NPROs utvikling av EBITDA-margin.

NPRO har en margin som er vesentlig høyere enn industrigjennomsnittet. Gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene ligger på rundt 60 for 2009. NPROs EBITDA-margin ligger på omtrent 82 %. EBITDA-marginen er redusert noe siden selskapets oppstart i 2006, men ligger likevel på et klart høyere nivå enn sine konkurrenter. En trend for alle selskapene er at marginen har vært under press de senere år, som følge av økte kostnader og generell reduksjon

i leieinntekter. Olav Thon Eiendomsselskap har derimot opplevd økte marginer i samme periode. Kraftig vekst i leieinntekter skyldes for Olav Thon Eiendomsselskap ferdigstillelse av nye eiendomsprosjekter, og samtidig har de klart å holde driftskostnadene stabile. Dette bidro til økte EBITDA-marginer de siste årene. Olav Thon Eiendomsselskap har gjennom finanskrisen investert og ferdigstilt nye prosjekter, noe som er ulikt sine konkurrenter, som har vært mer opptatt av å redusere gjeld og øke likviditet. På grunn av sterk egenkapitalandel og tilgjengelige likvide midler, har selskapet klart å øke marginene på den operative driften av selskapet. NPRO har vært, under ledelse av Petter Jahnsen, et mer finansielt drevet selskap. Etter Olav Lines inntreden i selskapet har de hatt enn dreining mot et mer helhetlig drevet eiendomsselskap, og det kan følgelig bli tildelt mer reserver til utvikling og oppgradering av nye og eksisterende eiendommer i årene fremover. Vår antagelse er at NPROs EBITDA-marginen vil reduseres å nærme seg industrigjennomsnittet i fremtiden.

Figur 3.4 : Utvikling av EBITDA-margin



Det er viktig for EBITDA-analysen å nevne at tidshorizonten på 4 år er kort, og gjør det utfordrende å trekke konklusjoner og avdekke trender. De konkurrerende selskapene har historisk de seneste år lagt på et vesentlig lavere nivå enn NPRO hva gjelder EBITDA-margin, men det er ikke avgjort at NPRO vil holde så klar avstand i tiden fremover. Det er flere sider ved NPROs utvikling som selskap, som tilsier at selskapets EBITDA-margin skal ned.

NPRO sine første leveår har vært preget av å få finansene på plass, og der selve drift og utvikling muligens er vært underprioritert. Signaler fra ledelsen om økt satsing på utvikling og oppgradering, og analyser fra meglerhus, som First Securities og Holberg Fondene, støtter også våre refleksjoner om en redusert EBITDA-margin med årene som kommer.

3.4 Analyse av avkastning

Det å forstå selskapets historiske evne til å skape verdier er ikke direkte relevant for fremtidsprognosene og kalkuleringen av selskapsverdien basert på fri kontantstrøm, men det brukes som validering av resultatene i en slik analyse. Det er uansett greit å få et inntrykk av selskapets evne til å skape verdier.

ROIC før skatt

For å vurdere selskapets evne til å skape verdier bruker vi avkastning på totalt investert kapital som avkastningsmål. Vi bruker ROIC ettersom vi allerede har beregnet selskapets investerte kapital, og det er relativt uproblematisk å finne inntjeningsmålet, EBITA. EBITA brukes for å unngå problematikken med å finne normale effektive skattesatser. Investert kapital brukes før nedskrivninger og avskrivninger av goodwill og immaterielle eiendeler.

ROIC før skatt er definert som (Koller, et al. 2005):

Et selskap i "steady state", der avskrivninger tilsvarer netto investeringsnivå, kan ROIC etter skatt sammenlignes med WACC for å se om selskapet evner å skape verdier. NPRO er et ungt selskap i utvikling og kan ikke defineres som et selskap i "steady state", og samtidig anvendes ROIC før skatt.

ROIC brytes ned i kapitaleffektivitet og EBITA-margin (Koller, et al. 2005)

Tabell 3.3 : Utvikling Kapitaleffektivitet, EBITA-margin og ROIC

år	2006	2007	2008	2009
Kapital effektivitet	2.8%	3.8%	6.8%	7.4%
EBITA-margin	84.8%	86.7%	84.8%	82.3%
ROIC	2.3%	3.3%	5.8%	6.1%

I teorien er ROIC før skatt fullstendig forklart av EBITA-marginen om kapitaleffektiviteten er 100 %. Implisitt betyr det at kapitaleffektiviteten bestemmer i hvor stor grad EBITA-marginen influerer ROIC før skatt. I et selskap som NPRO er det naturlig at EBITA-marginen er høy. Det skyldes lave driftskostnad i forhold til brutto inntekter. Mye av kostnadene i eiendomsselskapene stammer fra høy lånebelastning. I tillegg har eiendomsselskapene store verdier i eiendeler, som gir utslag i ROIC. Ut ifra tabellen ser man at ROIC har økt jevnt de siste årene. Dette skyldes i all hovedsak salg av eiendommer og store nedskrivninger av eiendomsporteføljen. Inntektene har i samme periode flatet ut, og opplevde tilbakegang i 2009. EBITA-marginen er redusert hvert år siden 2007, og vi forventer ytterligere reduksjon i nærmeste fremtid.

Konkurrentene i eiendomsbransjen har alle opplevd lignende utvikling. Pressede EBITA-marginer, kostnadsøkning og svak vekst eller fall i leieinntektene. Dette er en bransje som har vært preget av høy oppgang, og som har merket at ingen trær vokser inn i himmelen. Olav Thon Eiendomsselskap er eneste av de fire selskapene, som til tross for utfordrende tider, har investert i nye eiendommer. Resten av selskapene har solgt eiendommer for milliardbeløp. Olav Thon har snudd negativ EBITA-marginen utvikling det siste året, og samtidig økt ROIC. NPRO, Entra eiendom og Eiendomsspar har derimot solgt eiendommer og redusert sine porteføljer, og det er hovedårsaken til at selskapene opplever økt kapitaleffektivitet og ROIC.

Tabell 3.4 :Utvikling av konkurrenters Kapital effektivitet, EBITA-margin og ROIC

år	2006	2007	2008	2009
<u>Entra Eiendom</u>				
Kapital effektivitet	6.2%	5.7%	7.1%	9.1%
EBITA-margin	70.5%	70.6%	69.8%	61.1%
ROIC	4.3%	4.1%	5.0%	5.5%
<u>Eiendomsspar</u>				
Kapital effektivitet	11.5%	10.7%	10.0%	10.4%
EBITA-margin	61.6%	58.9%	51.8%	44.9%
ROIC	7.1%	6.3%	5.2%	4.7%
<u>Olav Thon Eiendomsselskap</u>				
Kapital effektivitet	8.5%	7.3%	8.0%	8.4%
EBITA-margin	72.6%	68.9%	55.1%	58.7%
ROIC	6.2%	5.0%	4.4%	4.9%

Spørsmålet er om selskapene er mer lønnsomme etter reduksjon av sine eiendomsporteføljer. Selv om ROIC har økt, faller likevel EBITA-marginen. Å redusere tallet under brøken for å påvirke forholdstallet er mest effektivt.

Hvordan marginbilde for NPRO vil utvikle seg med tiden fremover er usikkert. Det er likevel sider som peker i retning av fortsatt svekket EBITDA-margin. Det begrunnes med endring av selskapets forretningsstrategi. De har beveget seg fra å være finansielt orientert, til å bli mer driftsorientert under ny ledelse. I tillegg vil de rendyrke Norgani Hotels og NPRO som to selvstendige selskaper. Vi antar på bakgrunn av en slik endring at antall årsverk nødvendigvis vil øke. Samtidig har eldre og mer etablerte selskaper, som NPROs konkurrenter, vesentlig lavere EBITDA-margin. Muligens vil NPROs marginer bevege seg ned mot sine konkurrenters nivåer. Det er i utgangspunktet vanskelig å avdekke et varig konkurransefortrinn som tilser noe annet. Ervervelse av ny kvalitetseiendommer som generer høye leieinntekter, og kontroll på økende driftskostnader kan gi NPRO en fordel og opprettholde høye EBITDA-marginer.

4. Likviditets- og soliditetsanalyse

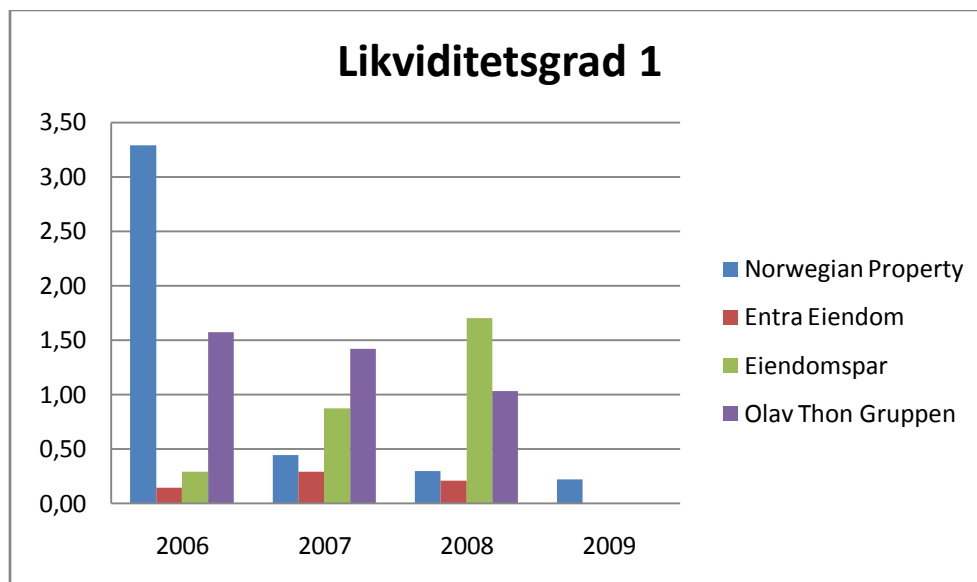
4.1 Analyse av likviditet

Formålet med likviditetsanalyse er å avdekke hvor godt rustet bedriften er til å innfri sine kortsiktige forpliktelser. En god likviditet er veldig viktig for alle bedrifter, og selv et meget profitabelt selskap kan gå konkurs dersom det ikke skulle være i stand til å møte sine kortsiktige forpliktelser. Vi har valgt å sammenligne Norwegian Propertyts forhåndstall med forhåndstallene til Entra Eiendom, Eiendomspar og Olav Thon Gruppen både på likviditetsanalysen og soliditetsanalysen.

Vi har valgt å benytte oss av likviditetsgrad 1 for å analysere Norwegian Propertyts likviditet. Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

Et selskaps omløpsmidler blir brukt til å betale kortsiktig gjeld og det er derfor viktig at omløpsmidlene overstiger den kortsiktige gjelden. Det finnes ingen fasit på hva likviditetsgraden 1 bør være da dette er svært avhengig av hvilken bransje bedriften opererer i.

Figur 4.1: Likviditetsgrad 1



Man kan se ut i fra grafen at Norwegian Property har hatt en negativ utvikling i likviditetsgrad 1 gjennom perioden 2006-2009. I 2006 var likviditetsgraden kunstig høy som følge av at selskapet akkurat hadde blitt opprettet og hadde mye kontanter og relativ lav kortsiktig gjeld. Selskapet tok opp ca 11 milliarder i lån i 2007, og dette medførte at den kortsiktige gjelden økte fra 10 millioner til 150 millioner samtidig som selskapet hadde en rentebærende forpliktelse på 160 millioner på å kjøpe aksjer i et datterselskap. I 2008 hentet selskapet 2,4 milliarder i frisk kapital gjennom en emisjon og begynte da å betale ned på gjelden som ble redusert med 3.8 milliarder samme året. Den kortsiktige rentebærende gjelden ble redusert men total kortsiktig gjeld ble ikke redusert på grunn av en markant økning i gjelden på kortsiktige finansielle derivater. Samtidig falt selskapets kontantbeholdning kraftig i tillegg til de kortsiktige finansielle derivatene. I 2009 hentet selskapet inn nye 1,5 milliarder som i sin helhet ble benyttet til å redusere gjelden. I løpet av 2009 betalte selskapet ned 2,7 milliarder av gjelden. Dette førte til at den totale kortsiktige gjelden ble redusert med 583 millioner, men likviditetsgraden fortsatte å falle som en følge av at en halvering av omløpsmidlene.

Grafen over viser at det bare er Entra Eiendom som har en lavere likviditetsgrad enn Norwegian Property. Olav Thon Gruppen har en likviditetsgrad som har lagt mellom 1,5 og 1 fra 2006-2008 mens Eiendomsspar likviditetsgrad har steget kraftig i samme periode. Vi synes at Norwegian Propertys likviditetsgrad ligger på et for lavt nivå, og alt tyder på at selskapet er enig da de har hentet inn ny kapital gjennom emisjoner, solgt eiendommer og nedbetalt gjeld de siste to årene. Selskapet har fortsatt å selge eiendommer dette året, noe som skulle tilsa at likviditeten i selskapet vil styrkes. Basert på informasjon fra markedsaktører tror vi at leiemarkedet vil flate ut i år for deretter å stige fra og med neste år. Hvis vår prognose stemmer vil dette bety økte inntekter for Norwegian Property som igjen vil virke positivt på likviditeten. Vi tror derfor at sjansen for at Norwegian Property skal havne i en likviditetskrise i den nære fremtid er relativ lav.

4.2 Analyse av soliditet:

Formålet med soliditetsanalyse er å avdekke hvor godt Norwegian Property er rustet til å betjene sin langsiktige gjeld, og hvilken kapasitet det har til å ta opp ny gjeld.

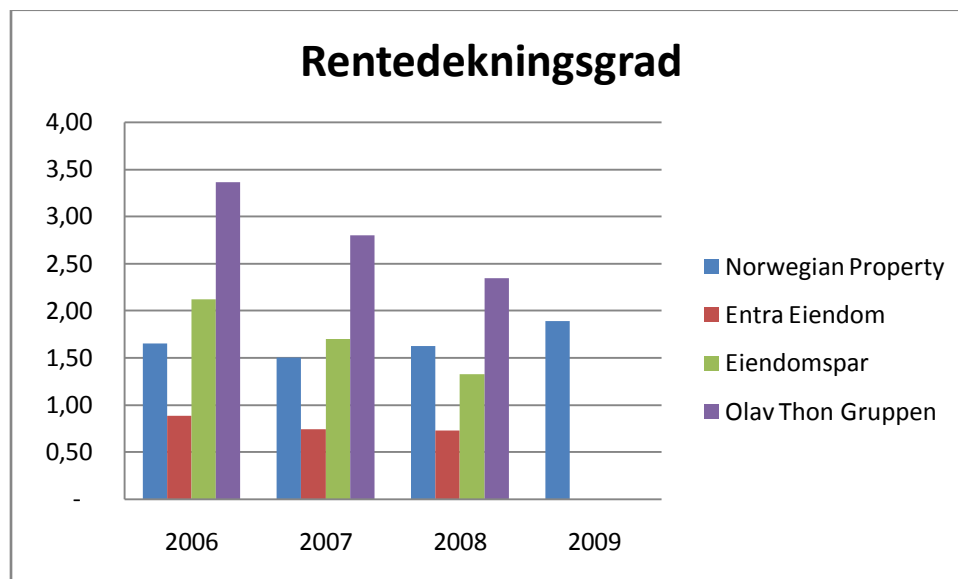
I vår soliditetsanalyse har vi valgt å benytte oss av selskapets rentedekningsgrad i tillegg til egenkapitalprosenten.

Rentedekningsgraden er forholdstallet mellom EBIT og rentekostnader.

Grunnen til at vi bruker EBIT før verdijustering av eiendom er at verdiendringer i eiendom ikke vil påvirke kontantstrømmen dersom gevinstene/tapene ikke realiseres.

På kort sikt må selskapets rentedekningsgrad minimum være 1, men grunnet nødvendigheten av fremtidige investeringer bør rentedekningsgraden være høyere på lengre sikt.

Figur 4.2: Rentedekningsgrad



Norwegian Property's rentedekningsgrad har hatt en svak positiv utvikling over måleperioden, og lå på 1,36 i desember 2009. Sammenlignet med de andre selskapene ligger Norwegian Property rentedekningsgrad midt på treet. Selskapet hadde en positiv utvikling på driftsresultatet på omtrent 550 millioner kroner fra 2007 til 2008, men opplevde en tilbakegang på ca 100 millioner kroner i 2009. Selskapets finanskostnader økte med nesten 400 millioner fra 2007 til 2008, men falt med ca 280 millioner fra 2008 til 2009. Selskapet har nå en rentesikring på 105 % av konsernets rentebærende gjeld med en gjennomsnittelig løpetid på 3,1 år. Det

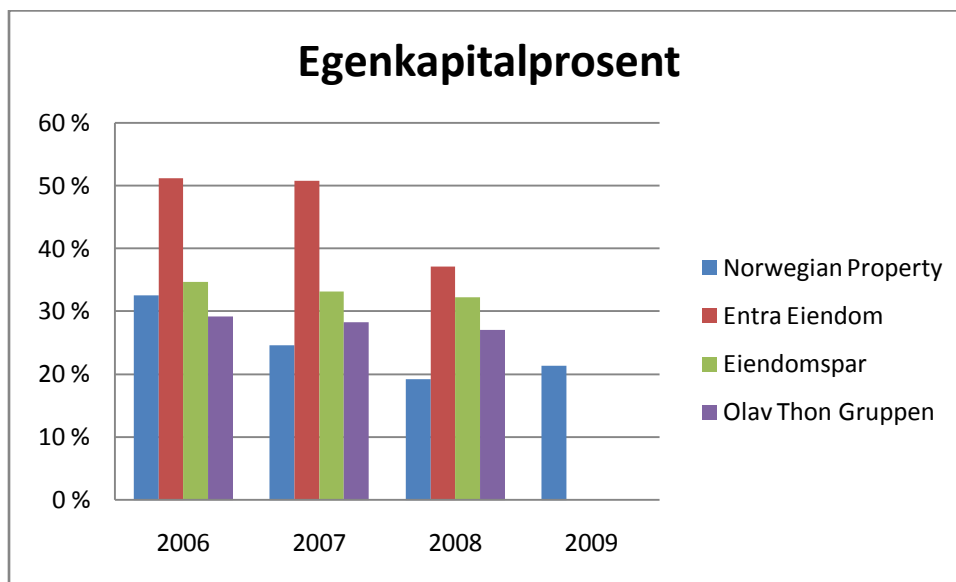
betyr at svingninger i renten ikke vil ha særlig stor påvirkning på selskapets rentekostnader. Norwegian Property har en solid og veldiversifisert gruppe leietakere og gjennomsnittlig løpetid på leiekontraktene er 5 år. Som allerede nevnt tror vi på økte inntekter for selskapet i årene som kommer, og det er all mulig grunn til å tro at selskapets rentedekningsgrad vil stige i fremtiden. Vi har tatt høyde for stigende kostnader, men tror ikke kostnadene vil stige i like høyt tempo som inntektene.

Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent er forholdstallet mellom egenkapital og total kapital. I vår utregning av egenkapital har vi brukt følgende formel:

Hva som kan betegnes som en sunn egenkapitalprosent varierer fra bransje til bransje. Bedrifter som operer i bransjer med stabil inntjening er i større grad rustet til å betjene en høyere gjeld enn bedrifter i sykliske bransjer. Bruk av gearing fører til økte inntekter i gode tider, men også større risiko. Til tross for at eiendomsselskapene opererer i en syklisk bransje, så har de tradisjonelt sett vært svært gearet, noe grafen under viser.

Figur 4.3 Egenkapitalprosent



Norwegian Property er det selskapet som har hatt lavest egenkapitalprosent mellom 2006 og 2008. Dette til tross for at en stor del av selskapets inntjening stammer fra hotellvirksomhet som er et av de mest sykliske segmentene i eiendomsbransjen. Som allerede nevnt, så har selskapet tatt grep for å redusere gjelden. Grunnen til at dette ikke kommer frem i grafen er at den negative verdiendringen i selskapets eiendommer slik at opptjent resultat er blitt negativt, noe som reduserer egenkapitalen. En vekst i inntekter og markedsverdi for forretningseiendom vil føre til en økning i egenkapitalsprosenten i årene som kommer, og vi er derfor ikke særlig bekymret for dagens lave egenkapitalprosent.

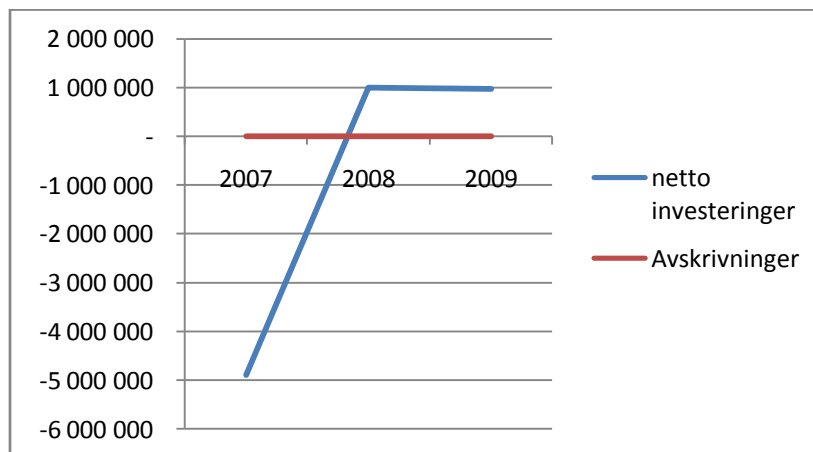
5. Fremtidsprognoser

5.1 Rammeverk:

Før man kan begynne å utarbeide prognosene må man fastsette lengden på prognosene. Det vanlige er at man velger en prognoselengde som strekker seg til det tidspunktet bedriften når "steady state" for deretter å anta at bedriften vokser med en gitt vekst hvert år. Norwegian Property opererer i en syklisk bransje, og vil derfor aldri oppnå "steady state". Det anbefales at man velger en prognoseperiode som inkluderer en topp og en bunn når man verdsetter sykliske selskaper. Verdensøkonomien har de siste årene opplevd en konjunkturedgang og selv om vi ikke har merket like mye til dette i Norge som enkelte andre land har, så er det fremdeles en del bransjer som har slitt, og selskaper innen forretningseiendom har merket nedgangen godt. Mye tyder på at man har nådd en bunn, og at økonomien vil utvikle seg i positiv retning de neste årene. Vi har sett på data for leieprisutvikling som strekker seg fra 1986 til 2010, og selv om denne perioden er meget kort, så har vi prøvd å fastslå normal lengde for nedgang og oppgangskonjunkturer i boligmarkedet. Vårt tallmateriale viser at en gjennomsnittlig nedgangskonjunktur varer ca fire år mens en gjennomsnittlig oppgangskonjunktur varer omtrent seks og et halvt år. Den forrige oppgangskonjunkturen i boligmarkedet varte imidlertid fem år, og vi har valgt å bruke fem år som prognoseperiode før vi antar at selskapet når "steady state"

5.2 Investeringer:

Figur 5.1: Investeringer



Som grafen viser har ikke Norwegian Property jevne investeringer slik som ofte kjennetegner produksjonsbedrifter. Selskapet startet med å investere tungt i 2007, men har i løpet av de siste to årene solgt flere forretningseiendommer og hotelleiendommer. Grunnen til dette er at selskapet har ønsket å styrke egenkapitalen, og har benyttet seg av salg av eiendommer samt emisjoner for å oppnå dette. I følge en pristigningsrapport fra OPAK¹ har man i det siste året sett en klar tendens til at eiendomsselskapene har en mer langsiktig strategi, og fokuserer mer på effektiv drift og vedlikehold, fremfor å være i transaksjonsmarkedet. Norwegian Property skriver i sin 2009 årsrapport at selskapet har valgt å legge vekt på gode rutiner for drift og vedlikehold av selskapets eiendommer, i tillegg til forutsigbare driftskostnader. Vi tror at dette betyr at selskapets investeringsnivå vil være mindre volatilt i årene som kommer. Selskapet har formidlet at de ønsker å redusere gjelden ytterligere, og har allerede hittil i år solgt eiendommer for en total verdi av 150 millioner. Vi tror at selskapet vil fortsette å selge eiendommer både i år, og til neste år, for så å begynne å investere i 2012. Det er veldig vanskelig å lage prognose på hvor store investeringsbeløpene vil være de neste årene fordi dette avhenger av flere faktorer. Figuren nedenfor viser hvilket investeringsnivå vi tror Norwegian Property vil ligge på de neste årene. Vi har pratet med First Securities og fått støtte fra dem angående Norwegian Property's investeringsnivå.

Tabell 5.1: Fremtidsprognose investeringer

2010	2011	2012	2013	2014	2014 cont.
-600 millioner	-200 millioner	200 millioner	200 millioner	200 millioner	200 millioner

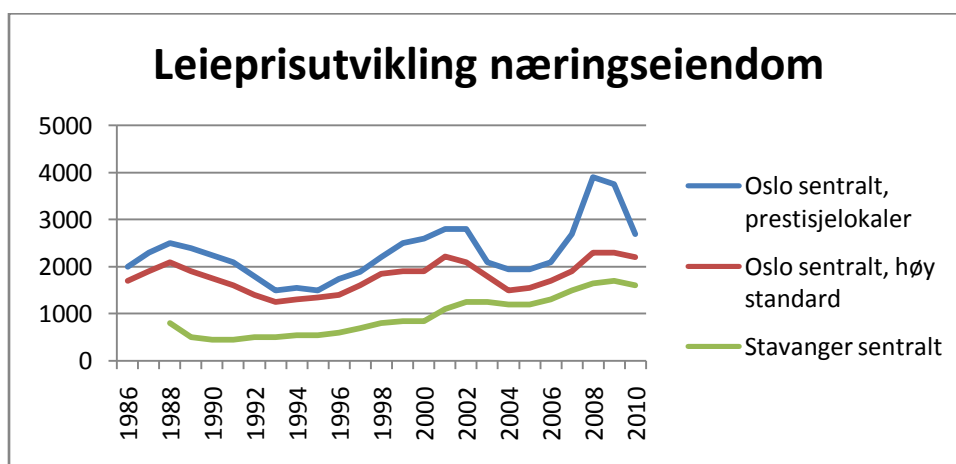
5.3 Inntekter:

Norwegian Property har leieinntekter fra næringseiendom og hotelleiendom. I vår oppgave har vi fokusert mest på næringseiendom fordi dette er selskapets kjernedel, men også fordi det foreligger svært lite offentlig tilgjengelig informasjon angående hotellmarkedet.

¹ OPAKs pristigningsrapport nr.11 2009

Norwegian Property's avdeling for næringsseiendom operer i Oslo og Stavanger. I Oslo har selskapet fokusert på segmentene prestisjelokaler og høy standard. Som grafen nedenfor viser så begynte leieprisene for næringsseiendom å falle i 2008 etter å ha steget hvert år fra 2004. Grafen viser også at prestisjesegmentet er meget volatilt, og her har leieprisene har falt mest. Dette gir grunn til å tro at det også er her leieinntektene vil øke mest når leiemarkedet snur opp igjen, noe som er positivt for Norwegian Property da en stor andel av deres eiendommer tilhører dette segmentet.

Figur 5.2: Leieprisutvikling næringsseiendom



Kilde: Opak 2009

Figuren nedenfor er hentet fra OPAKS prisstigningsrapport nr. 11 fra 2009, og viser utviklingen i leiemarkedet i 2009, samt forventet utvikling for første halvår i 2010. OPAK forventer en flat utvikling i leieprisene i 2010 for deretter å stige fra 2011.

Tabell 5.2: Leieprisutvikling

Leieprisutvikling	kr. /m ² /år	% endring	% endring	tendens
	pr. november 2009	2. halvår 2009	siste året 2009	1. halvår 2010
Prestisjelokaler oslo sentralt	Falt til 2 700	Ned 10%	Ned 28%	Uendret
Høy standard oslo sentralt	Falt til 2 200	Opp 5%	Ned 4,4%	Uendret
Stavanger oljemiljø	Falt til 1 300	Ned 4%	Ned 7,1%	Uendret
Stavanger sentralt	Falt til 1 600	Ned 3%	Ned 5,9%	Uendret

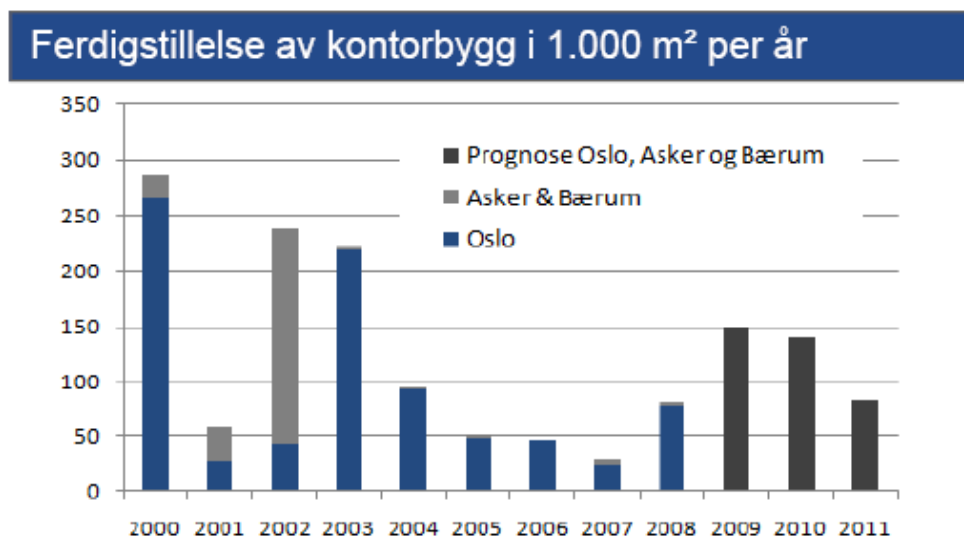
Kilde: Union Gruppen, Markedsrapport Q4 2009

1.898 boliger ble igangsatt i september 2009, noe som er en nedgang på 28 % fra året før. Nedgangen for næringseiendom var enda større og var på hele 35 %. Man må helt tilbake til tidlig 1990-tallet for å finne et like lavt antall av nye boliger under oppføring som det vi opplevde i 2009. Prognoser fra Byggenæringens Landsforening viser at nedgangen i næringsbygg også vil fortsette neste år.² Norwegian Property hadde en arealledighet på 2,0 % i 2009 mot 0,7 % året før, mens ifølge Akershus eiendom, lå arealledigheten i Oslo området på ca 6,5 % mot 4,5 % ved årets start. I henhold til Akershus Eiendoms beregninger vil arealledigheten i Oslo fortsette å øke til i overkant av 7,5 % i 2010 og videre mot 8,5 % i 2011. Tall fra Union Gruppen viser at arealledigheten per februar 2010 var på 7,4 % men at arealledigheten vil toppe ut på 8 % i slutten av 2010. I følge Akershus Eiendom er bakgrunnen for den økende ledigheten av kontorlokaler først og fremst oppsigelser, men også en del reduserte vekstplaner, noe ferdigstilling av kontorbygg, samt en reduksjon i flytteaktiviteten. Union Gruppen sier videre at man må regne med at arealledigheten må ned mot 5 % før man vil se en økning i leieprisene. Unntaket er prestisjelokaler der man allerede har sett tendenser til økte leiepriser. Union Gruppen ser for seg at tilførselen av nye kontorbygg i Oslo blir på ca 230.000 kvadratmeter de neste to årene, noe som tilsvarer 2,5 % av kontormassen. Nye hovedkontorer for Statoil og DnB Nor forventes å bli ferdigstilt etter 2011, noe som innebærer at tilførselen av nye kontorbygg sannsynligvis vil stige. Det er forventet at arealabsorpsjonen vil gå fra negativ til positiv i løpet av 2010 og stige ytterligere i løpet av 2011. I Stavanger regionen har

² OPAKs prisstigningsrapport nr.11, 2009

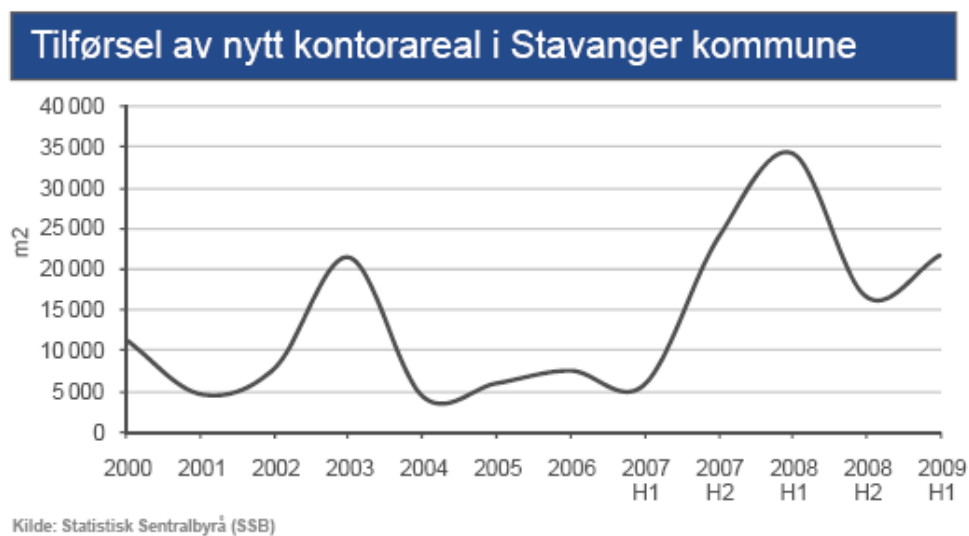
kontormarkedet i stor grad vært drevet av olje og gass sektoren, noe som har ført til god leieprisutvikling de siste årene. Dette har imidlertid snudd som et resultat av lavere investeringer i olje og gass sektoren og i tillegg har Statoil inngått nye leieavtale på 30 000 kvadratmeter kontorer i et nybygg på Forus. Arealledigheten i Stavanger ligger nå på 7-8 % og er i ferd med å stabilisere seg.

Figur 5.3: Ferdigstillelse av kontorbygg



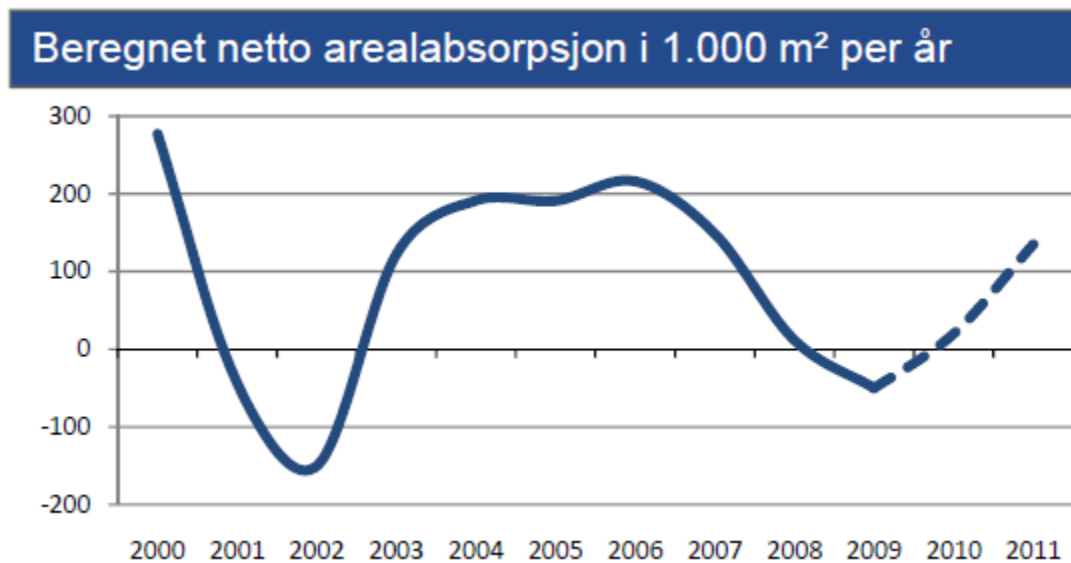
Kilde: Prognose fra Union Gruppen

Figur 5.4: Tilførsel av nytt kontorareal i Stavanger



Kilde: Statistisk Sentralbyrå (SSB)

Figur 5.5: Beregnet netto arealabsorpsjon



Kilde: Union Gruppen

I løpet av 2009 reforhandlet Norwegian Property totalt 121 leiekontrakter, deriblant en avtale med DnB Nor om forlengelse av eksisterende leiekontrakt på Aker brygge. Norwegian Property oppnådde en samlet leieøkning for disse kontraktene på 16,9 %. Selskapet har satset på solide organisasjoner og selskaper som leietakere, der de 25 største leietakerne utgjør ca 73 % av årlige leieinntekter. Selskapet har en gjennomsnittlig gjenværende løpetid på leiekontraktene på 5 år. Selskapets kontraktportefølje har i moderat grad forfall i 2010, og noe flere leiekontrakter forfaller i 2011 og 2012. Med en stor andel av kontorlokalene i prestisjelokaler tror vi at Norwegian Property er godt posisjonert i forhold til de utviklingstrekk man ser i markedet. Vi har valgt å følge OPAKs syn om en utflating av markedet i 2010 og har deretter tatt utgangspunkt i en god utvikling i leieinntekter de kommende årene. Den langsiktige økningen (steady state) i leieinntekter har vi satt til 2,73 %. fordi dette er gjennomsnittet på utviklingen i leiemarkedet fra 1986-2010 og fordi det ligger omtrent på Norges Banks inflasjonsmål.

Hotellmarkedet påvirkes i stor grad av det makroøkonomiske bildet, og etter flere gode år ble utviklingen i 2009 preget av den økonomiske krisen og resultatet ble fallende RevPar (revenue per available room) og nedgang i beleggprosenten i hele det nordiske markedet.

Det forventes at 2010 vil bli et utfordrende år for hotellbransjen ettersom det tar noe tid før bedringen i den makroøkonomiske situasjonen fører til bedring i RevPar og beleggprosent. Trass den økonomiske nedgangen er Norgani sikret minimum 80 % av leieinntektene gjennom minimumsleie og selgergarantier. Vi har pratet med First Securities, og de føler seg relativt sikre på at hotellmarkedet vil ta seg opp innen ett til to år.

Tabell 5.3: Vekst i inntekter

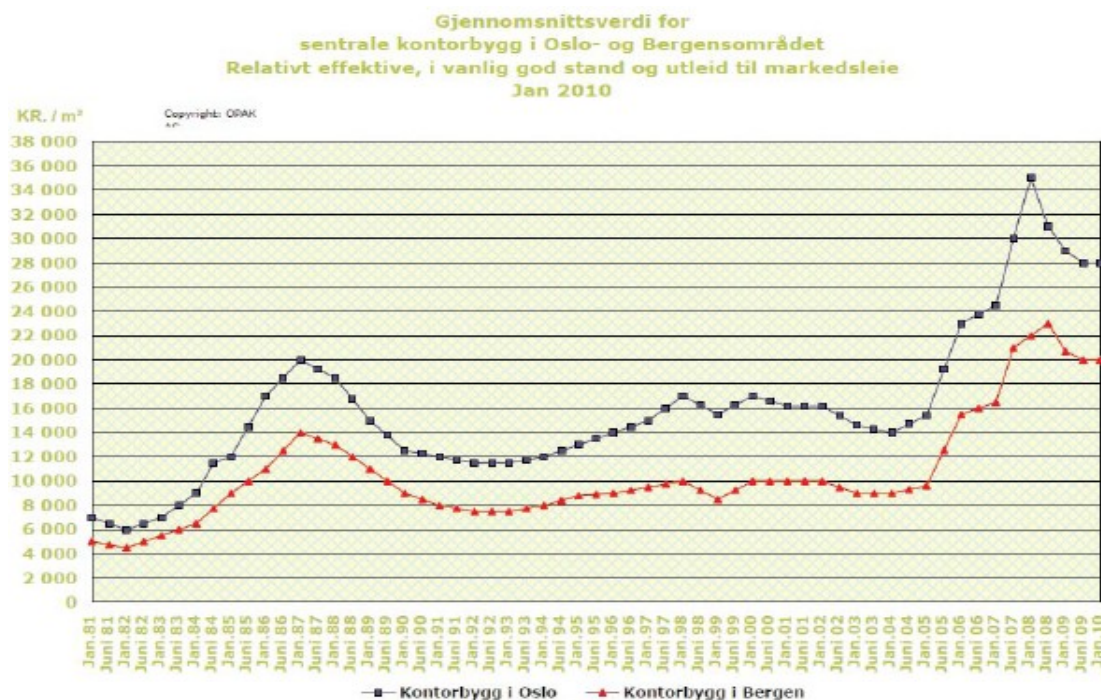
2010	2011	2012	2013	2014	2014 cont.
0%	5%	8%	10%	10%	2,73%

5.4 Verdijustering av Eiendom:

Grafen nedenfor viser den langsiktige utviklingen i prisene for kontorbygg i Oslo og Bergen. Etter å ha gått litt i bølgedaler begynte prisene å stige markant i 2004, før man fikk et kraftig fall på høsten 2007. Verdiøkningen i oppgangsperioden ble i stor grad styrt av leieprisøkninger og lav rente, med tilsvarende lavt avkastningskrav. Det store antallet renteøkninger i 2008 førte imidlertid til høyere avkastningskrav og fallende eiendomspriser. ³

³ OPAKs pristigningsrapport nr. 11 2009

Figur 5.6: Gjennomsnittsverdi for sentrale kontorbygg



Kilde: Opak 2009

Ut ifra grafen kan det se ut som verdifallet på næringseiendom har stanset opp. Lånevilkårene har begynt å normalisere seg og selv om transaksjonsvolumet er langt under hva det var for et par år siden, så ser man tegn til bedring. I 2009 var det totale transaksjonsvolumet på 15 milliarder og Oslo/Akershus området sto for hele 56 %. I følge Union Gruppen ligger man i år an til å nå et totalt transaksjonsvolum på ca 30 milliarder. I salgsmarkedet er det eiendommer med lange leiekontrakter som etterspørres fordi det er enklere å hente egenkapital og lånefinansiering til disse eiendommene. Eiendommer med korte leiekontrakter eller lokalisering som vurderes som risikofylt henger derimot etter i prisutviklingen. I forbindelse med å lage prognose for verdjustering av eiendom valgte vi å intervju Ola Grytten, professor ved Norges Handelshøyskole og ekspert på boligpriser. Han mener at man kan forvente en langsiktig økning på næringsbygg på rundt 5 % i året. På kort sikt sier han at økningen kan bli noe større men at her er det veldig usikkert. Vi har valgt å følge Ola Gryttens syn, men vi satt 0 % prisstigning i 2010, noe som kanskje er et litt konservativt syn.

Tabell 5.4: Prisstigning næringseiendom

2010	2011	2012	2013	2014	2014 cont.
0%	7%	5%	5%	5%	2,5%

5.5 Gevinst salg av investeringseiendommer:

Som allerede nevnt tror vi at Norwegian Property vil fortsette å selge bygninger både i år og til neste år. Vi tror også på flat verdiutvikling for næringsbygg i år, mens verdiutviklingen fra neste år vil være positiv. Selskapet har hatt følgende gevinst ved salg som prosent av inntekter de foregående år:

Tabell 5.5: gevinst på salg av investeringseiendommer

2007	2008	2009	Gjennomsnitt
0,8%	1,8%	-0,4%	0,7%

Det er svært vanskelig å si noe om hvor stor gevinst selskapet vil ha av å selge bygninger de nærmeste årene, spesielt fordi vi ikke vet hvilke bygninger de kommer til å selge og fordi vi ikke vet hvor mye selskapet har betalt for bygningene. Vi har tatt utgangspunkt i at selskapets gevinst ved salg de kommende årene vil ligge på gjennomsnittet for de tre siste årene. Vi mener at dette kan forsvares ved at prisutviklingen vil være svak de to årene vi tror selskapet vil selge bygninger. Denne posten har heller ikke særlig stor påvirkning på den endelige verdien av selskapet. Det skiller bare en forskjell på 34 øre per aksje dersom vi setter gevinst ved salg til 0 % for alle årene, i forhold til 0,7 %.

Tabell 5.6: Estimert fremtidig gevinst på salg av investeringseiendom

2010	2011	2012	2013	2014	2014 cont.
0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%

5.6 Vedlikehold og eiendomsrelaterte kostnader:

Som regnskapsanalysen allerede har nevnt, har Norwegian Property mye lavere vedlikehold og eiendomsrelaterte kostnader enn sine konkurrenter. Skjemaet nedenfor er en sammenligning mellom NPRO, Entra Eiendom og Eiendomsspars vedlikehold og eiendomsrelaterte kostnader.

Tabell 5.7: vedlikehold og eiendomsrelaterte kostnader

	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Norwegian Property	1,69%	4,36%	8,61%	4,89%
Entra Eiendom	17,12%	17,26%		17,19%
Eiendomspar	12,14%	15,05%		13,60%

Norwegian Property inngikk som kjent en avtale i 2008 med Neas ASA om forvaltning og drift av majoriteten av eiendomsporteføljen. Avtalen har en varighet på 6 år og låser eiendomskostnadene knyttet til de aktuelle eiendommene til et nivå som ligger 10 % -12 % under nivået på avtaletidspunktet. Denne avtalen gjør det mulig for NPRO å utnytte stordriftsfordeler samt øke kvaliteten på leieproduktet. Avtalen med Neas ASA gjelder ikke hotelleiendommer. Her er det vanlig praksis at hotelleier er ansvarlig for utvendig vedlikehold og utskiftning av tekniske installasjoner, mens operatøren er ansvarlig for løpende vedlikehold. Det står ikke spesifikt beskrevet hvor mye av vedlikehold og eiendomsrelaterte kostnader som er forbundet med henholdsvis forretningseiendom og hotelleiendom. Derimot får man opplyst at Neas ASA mottok 45 millioner kroner samtidig som 3.9 millioner ble betalt ut til Linstow Eiendom for drift og vedlikehold av Aker Brygge. Det kan da se ut som forretningseiendom står for omlag 50 millioner av de totalt 152 millionene forbundet med drift og vedlikehold, mens Norgani står for resten. Siden vi mangler tall for utvikling for Norganis vedlikehold og eiendomsrelaterte kostnader har vi ingen mulighet til å studere utviklingen i disse kostnadene. Vi har lagt til grunn en svak økning i NPROs vedlikehold og eiendomsrelaterte kostnader de kommende årene fordi vi ser på som en mulighet at Norganis kostnader kan øke de neste årene, uten at vi vet dette med sikkerhet. I tillegg så opphører avtalen med Linstow Eiendom i

2010 uten at en ny avtale er inngått. Dette kan også føre til økte kostnader innen forretningsseiendom.

Selv med en nesten tre prosents økning ligger fortsatt kostnadene et godt stykke lavere enn konkurrentenes kostnader.

Tabell 5.8: estimert fremtidige vedlikeholds og eiendomsrelaterte kostnader

2010	2011	2012	2013	2014	2014 cont.
9,17%	9,74%	10,30%	10,87%	11,43%	12%

5.6.1 Personalkostnader:

NPROs personalkostnader har siden selskapets oppstart vært relativt lave sammenlignet med konkurrentene, selv om trenden viser at kostnadene er økende.

Tabell 5.9: personalkostnader (2007-2009)

	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Norwegian Property	2,85%	3,04%	4,41%	3,44%
Entra Eiendom	6,04%	6,99%		6,51%
Eiendomsspar	9,80%	10,94%		10,37%

Vi tror at selskapets nye strategi med å behandle hvert segment som egne selskaper vil føre til økt bemanningsbehov som igjen vil føre til økte personalkostnader. I tillegg er det lett å se for seg at nå som finanskrisen nærmer seg slutten vil lønnsoppgjøret de kommende årene bli noe høyere enn det har vært foregående årene. Vi ser derfor for oss en svak økning i selskapets personalkostnader.

Tabell 5.10: Estimert fremtidige personalkostnader

2010	2011	2012	2013	2014	2014 cont.
4,75%	5,09%	5,42%	5,76%	6,09%	6,43%

5.6.2 Øvrige driftskostnader:

Som allerede nevnt så er ikke de øvrige driftskostnadene beskrevet i notene. Vi tror at disse kostnadene kan dreie seg om oppgradering og utviklingskostnader. Kostnadene har vært svakt stigende fra 2007-2009 men ligger et godt stykke under konkurrentenes kostnader.

Tabell 5.11: Øvrige driftskostnader (2007-2009)

	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Norwegian Property	3,62%	3,89%	4,75%	4,09%
Entra Eiendom	6,33%	6,43%		6,38%
Eiendomspår	10,35%	12,16%		11,25%

Det er svært vanskelig å lage prognoser øvrige driftskostnader, så her velger vi å se på trenden og på industrigjennomsnittet.

Selskapets trend peker oppover og industrigjennomsnittet ligger langt over NPROs kostnader så for oss ser det ut som Norwegian Property's øvrige driftskostnader skal videre oppover.

Tabell 5.12: Estimerte fremtidige øvrige driftskostnader

2010	2011	2012	2013	2014	2014 cont.
5,09%	5,42%	5,76%	6,10%	6,44%	6,78%

5.7 Arbeidskapital:

De ulike komponentene som utgjør arbeidskapital har blitt beskrevet i regnskapsanalysen. Skjemaet nedenfor viser tydelig at NPROs arbeidskapital har variert svært mye i løpet av de tre siste årene.

Tabell 5.13: Arbeidskapital (2007-2009)

	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
% av salg	22,4%	6,9%	-0,5%	9,8%

Norwegian Property har i perioden hatt en meget høy gjeld og sammenlignet med konkurrentene har selskapet også relativt lite kontanter tilgjengelig. Det er svært vanskelig å trekke en konklusjon over hva selskapets arbeidskapital vil være i fremtiden, men det er helt klart at arbeidskapitalen må høyere opp enn dagens nivå. Selskapet har lagt vekt på å redusere gjelden og på denne måten vil også den kortsiktige gjelden bli redusert. I tillegg vil selskapet få tilgang til kontanter ved eventuelle salg av bygninger. Vi har derfor forutsatt at fremtidig arbeidskapital vil ligge på 10 %, som er ca på gjennomsnittet for de tre siste årene.

5.8 Effektiv skattesats:

Vi har kommet frem til en effektiv skattesats på 23 %. Denne har vi kommet frem til etter å ha delt skattekostnad på resultat før skatt for hvert av årene, og deretter brukt gjennomsnittet.

6. Avkastningskrav:

Et selskaps avkastningskrav reflekterer hvilken avkastning investorer kan oppnå ved å investere i andre selskaper med lik risiko. I vår oppgave har vi valgt å bruke total kapitalmodellen og vi må derfor neddiskontere de budsjetterte kontantstrømmene med det veide avkastningskravet, WACC.

6.1 Egenkapitalkrav:

Vi har valgt å bruke kapitalverdimodellen (Capital asset pricing model) til å estimere egenkapitalkravet. Modellen ble utviklet på 60-tallet av William Sharpe, John Lintner og Jan Mossin. Dette er en mye brukt modell i praksis. Modellen forutsetter at investorene er risikoaverse og derfor diversifiserer sine investeringer. Et selskaps risiko består av to elementer, individuell risiko og en systematisk risiko. Den systematiske risikoen er den som påvirker så og si alle selskaper. Eksempler på denne kan være rente, inflasjon eller generelle nyheter om økonomien. Den individuelle risikoen er den risikoen som bare påvirker ett eller få selskaper, som for eksempel suksessgraden av et prosjekt, konkurranse i et marked etc. Den selskaps spesifikke risikoen kan diversifiseres bort ved å holde en veldiversifisert portefølje. Effekten av dette er at man kun kompenserer investorer for systematisk risiko.

Modellen kan skrives slik:

- $E(r)$: forventet avkastning
- R_f : risikofri rente
- R_p : risikopremie
- β : beta

6.1.1 Risikofri rente:

For at en investering skal være risikofri så må to kriterier møtes. Det første kriteriet er at det ikke kan være noen som helst sjans for at gjelden ikke blir tilbakebetalt. Det andre kriteriet er at det ikke kan være usikkerhet rundt renter med tanke på reinvestering. Det vil si at man bør bruke nullkupong obligasjoner med samme levetid som den planlagte investeringen.

I teorien bør man også bruke forskjellige risikofrie renter for hvert år, men dette er noe som sjelden blir praktisert på grunn av at det tar lang tid.⁴

Damodaran skriver også følgende i sin bok, Damodaran on Valuation:

”A purist’s view of risk-free rates would then require different risk-free rates for cash flows in each period and different expected returns. As a practical compromise, however, it is worth noting that the present value effect of using risk-free rates that vary from year to year tends to be small for most well-behaved term structures...The logical consequence for valuations, where cash flows stretch over long periods (or infinity), is that the risk-free rates used should almost always be long-term rates. In most currencies, there is usually a 10-year government bond that offers a reasonably measure of the risk free rate.”⁵

Vi har derfor valgt å bruke den tiårige renten på norske statsobligasjoner, som i januar 2010 lå på 4,08 %.⁶

6.1.2 Risikopremie:

I kapitalverdimodellen måler risikopremien den ekstra avkastningen investorer krever for å gå fra en risikofri investering til gjennomsnittelig risikabel investering. Det er to variabler som påvirker risikopremien. Den første er investorenes risikoaversjon. Jo mer risikoaverse investorene er, desto høyere risikopremie forlanger de. I oppgangstider er det normalt at investorene er mer risikovillige enn de er i nedgangstider. Den andre variabelen er den antatte risikoen av en gjennomsnittelig risikabel investering. Med dette menes at risikopremien forandres etter synet investorene har på en gjennomsnittelig risikabel investering.

⁴ Brian Wright (forelesningsnotater i Mergers & Acquisitions)

⁵ Damodaran on Valuation (page 35-36)

⁶ http://www.norges-bank.no/templates/article____55497.aspx

Det finnes mange forskjellige meninger om hva den historiske risikopremien bør være. Disse forskjellige meningene stammer fra forskjellige måter å estimere risikopremien. Når man bruker historiske data for å estimere risikopremien er det spesielt tre ting man må ta hensyn til

1. *Tidsperiode.* Her kan man velge å bruke en lang tidsperiode eller en kortere tidsperiode. De som velger en kortere tidsperiode argumenterer med at investorenes syn på risiko sannsynligvis forandrer seg over tid, og en kortere tidsperiode reflekterer det bedre enn en lang. De som velger en lang tidsperiode argumenterer med at standardavviket ved kortere tidsperioder blir så høyt ulempen blir større enn oppsiden.
2. *Valg av risikofri investering.* Også her kan man bruke en kort eller lang investering. Hvis man velger å sammenligne avkastningen på aksjer med en kort statsrente så vil man få en høyere risikopremie enn dersom man sammenligner med en lengre statsrente.

Damodaran sitt syn på dette området er som følger:

“The risk-free rate chosen in computing the premium has to be consistent with the risk-free rate used to compute expected returns. For the most part, in corporate finance and valuation, the risk-free rate will be a long-term default-free (government) bond rate and not a Treasury bill rate. Thus, the risk premium used should be the premium earned by stocks over long-term bonds”

3. Aritmetisk vs. Geometrisk gjennomsnitt. Også på dette området strides de lærde. De fleste professorer vi har snakket med velger å bruke det aritmetiske gjennomsnittet, mens Damodaran argumenterer for at dersom man bruker det aritmetiske gjennomsnittet så vil man overestimere risikopremien, og at man derfor bør bruke det geometriske gjennomsnittet.

Vi har valgt å bruke risikopremien fra Finn Kinserdals kurs, BUS 425. Der fikk vi oppgitt at den gjennomsnittelige risikopremien på Oslo børs fra 1958 til og med 2005 var på 5,5 %.

6.1.3 Beta:

Beta er et mål på den systematiske risikoen ved å investere i et selskap. Et selskaps betaverdi kan sies å være et mål på hvor sensitiv selskapets aksjesvingninger er i forhold til markedets svingninger. Siden markedet er 100 % samvarierte med seg selv er markedsbetaen like 1.

Risikofri rente har ingen samvariasjon med markedet og har derfor en beta på 0. Dersom en aksje har en beta på 2 vil aksjen ha dobbelt så store svingninger som markedet. En beta på 0,5 vil gi halvparten av svingningene i forhold til markedet.

Det er spesielt to fremgangsmåter som er vanlige å bruke når man estimerer aksjebeta. Den første er å se på et selskaps historiske aksjeavkastning og sammenligne denne med markedsavkastningen. Det mest vanlige er å bruke et datamateriale som består av månedlige tall fra de siste fem årene, men ukentlige tall kan også brukes. Man kan også estimere selskapsbetaen for selskaper som opererer i samme bransje og deretter justere denne betaen for Norwegian Property's finansielle risiko. Følgende formel brukes til å konvertere egenkapitalbeta til selskapsbeta.

— —

Hvor;

G = Rentebærende gjeld

E = Egenkapital

T = Totalkapital

= Selskapsbeta

= Gjeldsbeta

= aksjebeta

Problemet vi støter på når vi skal finne Norwegian Property's beta er at selskapet er relativt ungt og man har derfor bare tallmateriale tilbake til november 2006, noe som tilsvarer litt over tre år. I tillegg opererer selskapet i to bransjer, noe som gjør det vanskelig å sammenligne med andre selskaper. Vi har derfor valgt å estimere selskapets beta ved en regresjonsanalyse der vi bruker ukentlige data slik at vi får flest mulige observasjoner. Vår regresjonsanalyse viser at selskapets beta er 1,06. På grunn av at man forventer at betaverdier vil gå mot 1, har vi valgt å foreta en såkalt Merrill Lynch justering.

Etter denne Merrill Lynch justeringen vil betaverdien vår for Norwegian Property være 1,04. Det kan være interessant å merke seg at dersom vi bruker månedlig data vil man få en beta verdi på 1,2 etter Merrill Lynch justeringen. Dette er en relativ stor forskjell, men på grunn av den lave egenkapitalandelen så utgjør den ikke mer enn 0,2 % i forskjell på selskapets WACC.

6.1.4 Utregning av egenkapitalkravet:

Risikofri rente = 4,08%

Markedets risikopremie = 5,5%

Beta = 1,04

6.2 Avkastningskrav til Gjeld:

Gjeldskravet beskriver hvilken rente en bedrift må betale for å ta opp lån i dagens marked. Gjeldskravet kan beskrives som en risikofri rente pluss en risikopremie for å kompensere for konkurrisiko. Jo høyere risiko en bedrift har, desto høyere risikopremie vil eventuelle lånegivere kreve. Det er spesielt to forhold som sier noe om hvor stor konkurrisiko en bedrift har. Det første er bedriftens evne til å generere en kontantstrøm som dekker inn gjeldskostnaden. Et høyere forholdstall mellom kontantstrøm og gjeldskostnader fører til lavere risikopremie. Det andre forholdet er stabile kontantstrømmer. Stabile kontantstrømmer fører til lavere risikopremie, mens bedrifter i sykliske bransjer ofte opplever krav om høyere risikopremie.

Man kan finne en bedrifts gjeldskrav på flere måter. Dersom bedriftens gjeld er aktivt handlet i markedet kan man bare se på hvilken rente investorer krever for å holde gjelden. Norwegian Property har ikke gjeld som er aktivt handlet i markedet, og er heller ikke vurdert av selskaper som Moody eller Standard&Poor. Vi har derfor valgt å lage en syntetisk rating basert på rentedeckningsgrad. I sin bok, *Damadoran on Valuation*, har Damadoran en oversikt over hvilken rente investorer vil kreve for å investere i en bedrifts gjeld. Denne modellen er basert på rentedeckningsgrad og er gjengitt under.

Tabell 6.1: Yield spread oversikt

<i>If interest coverage ratio is</i>			
<i>greater than</i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
-100000	0,499999	D	15,00%
0,5	0,799999	C	12,00%
0,8	1,249999	CC	10,00%
1,25	1,499999	CCC	8,50%
1,5	1,999999	B-	5,50%
2	2,499999	B	5,25%
2,5	2,999999	B+	4,25%
3	3,499999	BB	4,00%
3,5	3,999999	BB+	3,50%
4	4,499999	BBB	2,00%
4,5	5,999999	A-	1,50%
6	7,499999	A	1,25%
7,5	9,499999	A+	1,00%
9,5	12,499999	AA	0,75%
12,5	100000	AAA	0,50%

Norwegian Property har hatt følgende rentedeckningsgrader de siste fire årene

Tabell 6.2: rentedeckningsgrad (2006-2009)

2006	2007	2008	2009
1,19	1,08	1,17	1,36

Selskapets rentedekningsgrad er meget lav men har utviklet seg i positiv retning de siste årene. Vi har valgt å benytte oss av rentedekningsgraden for 2009 og dette gir en risikopremie på 8,5 %. NPROs rentekostnader blir da som følger:

Siden rentekostnader er fradragsberettiget så må man justere for skatt. Dette gjøres på følgende måte.

Til sammenligning har Norwegian Property's konkurrenter følgende rentedekningsgrader.

Tabell 6.3: Rentedekningsgrader for konkurrenter

	2006	2007	2008	2009
Entra Eiendom	2,12	1,56	1,13	
Eiendomsspar	2,05	1,74	1,66	
Olav Thon Gruppen	3,03	2,36	1,96	2,31

Rentedekningsgradene gitt over gir oss følgende risikopremie på de tre selskapenes gjeld.

Tabell 6.4: Risikopremie for konkurrenter

	2006	2007	2008	2009
Entra Eiendom	5,25%	5,50%	10%	
Eiendomsspar	5,25%	5,50%	5,50%	
Olav Thon Gruppen	4%	5,50%	5,50%	5,25%

En alternativ metode for å lage en syntetisk rating på gjelden er å basere den syntetiske ratingen på flere forhåndstall. Vi har valgt å regne ut gjeldskravet ved hjelp av denne metoden for å se om resultatet blir det samme som ved Damadorans metode. Denne syntetiske ratingen baseres på likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad og egenkapitalprosent

Nedenfor følger en oversikt over hvilken syntetisk rating hver av forhåndstallene gir. Man finner deretter den gjennomsnittlige syntetiske ratingen og bruker kredittrisikofaktoren som korresponderer med ratingen. Avkastningskravet til gjeld blir som følger:

Tabell 6.5: syntetisk rating

	likviditetsgrad 1	rentedekningsgrad	egenkapitalprosent
AAA	11,6	16,9	0,94
	8,9	11,6	0,895
AA	6,2	6,3	0,85
	4,6	4,825	0,755
A	3	3,35	0,66
	2,35	2,755	0,55
BBB	1,7	2,16	0,44
	1,45	1,69	0,38
BB	1,2	1,22	0,32
	1,05	1,06	0,27
B	0,9	0,9	0,22
	0,75	0,485	0,175
CCC	0,6	0,07	0,13
	0,55	-0,345	0,105
CC	0,5	-0,76	0,08
	0,45	-1,17	0,03
C	0,4	-1,58	-0,02
	0,35	-1,995	-0,1
	0,3	-2,41	-0,18

Tabell 6.6: Oversikt over kredittrisikofaktor

Kredittrisikofaktor	
AAA	0,1
AA	0,15
A	0,25
BBB	0,4
BB	0,6
B	1
CCC	3
CC	9
C	27
D	1000

De tre forhåndstallene for 2009 er som følger:

Tabell 6.7: Forhåndstall

Likviditetsgrad 1	0,225	D
Rentedekningsgrad	1,36	BB
Egenkapitalprosent	0,214	CCC
Gjennomsnittlig rating	CCC	

En syntetisk rating på CCC gir en kredittrisikofaktor på 3, slik at avkastningskravet til gjeld blir som følger:

Som man ser ligger dette avkastningskravet enda høyere enn avkastningskravet vi fant ved bruk av Damodarans metode. Vi har valgt å bruke avkastningskravet på 9,7 % fordi vi føler at dette er mest realistisk.

6.3 Utregning av WACC:

14 April 2010 var Norwegian Property's aksjepris kr 12,30, og antall utstedte aksjer var 498 570 000. Dette gir en markedsverdi på egenkapitalen på kr 6 132 411 000. Netto finansiell gjeld har blitt beregnet til å være kr 18 830 760 000. Totalkapitalen blir dermed kr 24 963 171 000. Dette gir en kapitalstruktur der 75 % av selskapet er finansiert ved gjeld, mens 25 % består av egenkapital.

WACC kan skrives på følgende måte:

$$\frac{\text{Gjeld}}{\text{Totalkapital}} \times \text{Kostnad på gjeld} + \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \times \text{Kostnad på egenkapital}$$

7. Fundamental verdsettelse av Norwegian Property

Det finnes tre hovedteknikker innen verdsettelse av selskaper. Disse tre er:

1. Fundamental verdsettelse
2. Komparativ verdsettelse
3. Opsjonsbasert verdsettelse

Man kan velge å bruke disse verdsettelsesmodellene hver for seg, men å bruke dem sammen vil gi et mer helhetlig inntrykk av selskapets verdier. På grunn av begrenset tid til rådighet har vi valgt å kun benytte oss av fundamental verdsettelse. I tillegg er det også den verdsettelsesteknikken vi har fått opplæring i igjennom kurset BUS 425. Selv om vi velger kun å benytte oss av fundamental verdsettelse velger vi å gi en kort beskrivelse av alle tre modellene.

7.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er verdivurdering basert på analyse av underliggende og fundamentale forhold. Først foretar man en markedsanalyse og en strategisk analyse. Deretter bruker man kunnskapen man har opparbeidet seg gjennom disse to analysene til å foreta en fremtidsanalyse som gir et mest mulig realistisk bilde av selskapets fremtid. Videre kan verdien av selskapets egenkapital finnes ved hjelp av to ulike metoder, egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.

7.1.1 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden finner man verdien av egenkapitalen direkte. Dette gjøres ved å trekke fra gjeldskostnader for så å neddiskontere kontantstrømmene ved egenkapitalkostnaden.

7.1.2 Totalkapitalmetoden

Ved bruk av totalkapitalmetoden finner man verdien av egenkapitalen indirekte. Man finner nåverdien av kontantstrømmene av fremtidig operasjonell drift ved å neddiskontere disse med WACC (Weighted Average Cost of Capital). Deretter legger man til markedsverdien av ikke-operasjonelle eiendeler og trekker fra markedsverdien av gjeld.

Likt for begge metodene er at man bruker Gordons formel for å beregne terminalverdien utover analyseperioden og neddiskonterer denne ved det aktuelle avkastningskravet.

7.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse går ut på å sammenligne verdien av like selskaper og eiendeler. Det finnes to hovedtyper av komparativ verdsettelse, substansverdimodellen og multiplikatormodellen.

7.2.1 Substansverdimodellen

Substansverdimodellen brukes for å sammenligne markedsverdien på komparative eiendeler med bedriftens egne eiendeler. For å finne verdien av selskapet legger man sammen de estimerte verdiene av eiendelene og trekker fra den estimerte verdien av gjelden.

7.2.2 Multiplikatormodellen

Ved bruk av multiplikatormodellen sammenligner man nøkkeltall med børsverdien på komparative bedrifter. Eksempler på slike nøkkeltall kan være pris/bok, EV/EBITDA og pris/fortjeneste. Tallene kan eventuelt justeres for ulikheter i fundamentale forhold. Denne verdsettelsesmetoden er lite tidskrevende, men det kan være en utfordring å finne selskaper som er like nok til å kunne foreta en fornuftig sammenligning.

7.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Målet med en opsjonsbasert verdsettelse er å finne verdien av fleksibilitet. Med fleksibilitet mener man en opsjon relatert til drift eller finansiering. Opsjonsbasert verdsettelse blir ofte brukt som et supplement til fundamental verdsettelse. Den totale verdien man kommer frem til blir da den fundamentale verdien pluss nåverdien av fleksibiliteten.

7.4 Beregning av fri kontantstrøm (FCF)

Et selskaps frie kontantstrøm kan defineres som kontantstrømmen som er tilgjengelig til alle investorer, både aksjonærer og gjeldsinnehaverne. FCF er uavhengig av finansiering og ikke operasjonelle aktiviteter. I vår oppgave har vi valgt å ta utgangspunkt i EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) Vi kan derfor definere fri kontantstrøm på denne måten:

Figuren nedenfor viser våre kontantstrømberegninger I prognoseperioden.

Tabell 7.1: Kontantstrømberegninger

	2010	2011	2012	2013	2014	2014 +
EBITDA	1 402 675	3 098 202	2 811 370	3 016 628	3 236 774	2 605 801
Investeringer	600 000	200 000	(200 000)	(200 000)	(200 000)	(200 000)
Δ arb.kapital	(4 940)	(6 623)	(15 374)	(20 419)	(22 544)	(8 089)
CFF før skatt	1 402 675	3 098 202	2 811 370	3 016 628	3 236 774	2 605 801
Skatt	(315 712)	(697 338)	(632 779)	(678 978)	(728 528)	(586 510)
CFF etter skatt	1 682 023	2 594 240	1 963 217	2 117 231	2 285 702	1 811 202

Dersom man neddiskonterer Kontantstrømmene fra årene 2010-2014 med avkastningskravet på 9,7 % så får man en nåverdi på rundt kr 8069 millioner.

Ved utregning av terminalverdien har vi brukt Gordons formel. Den kan skrives slik:

$$\frac{CFF_{t+1}}{r - G}$$

hvor G er vekst. Terminalverdien må også neddiskonteres slik at den endelige terminalverdien kan skrives som

$$\frac{CFF_{t+1}}{r - G} \cdot \frac{1}{1 + r}$$

Størrelsen på den evige veksten har svært mye og si for verdivurderingen av selskapet. En liten endring i vekstraten kan føre til store endringer i selskapsverdien. Siden 1987 og frem til i dag har den gjennomsnittlige økningen i leiepriser for næringseiendom vært på 2,73 %, og vi har valgt å bruke dette tallet som evig vekstrate. Dette tallet er heller ikke langt unna det inflasjonsmålet som er satt av Norges Bank.

Vi har kommet frem til en neddiskontert terminalverdi på ca kr 16 239 millioner. I tillegg til verdien av kontantstrømmene i prognoseperioden gir dette en total neddiskontert verdi på kr 24 308 millioner.

Selskapet har bokførte finansielle eiendeler på kr 47 millioner, og bokført gjeld på kr 18 878 millioner. Dette gir en nettogjeld på kr 18 831 millioner I tillegg har selskapet en utsatt skattefordel på kr 365 millioner.

Tabell 7.2: Oppsummering verdiberegning

Verdikalkulering (i millioner)	
PV kontantstrøm fra prognoseperioden	8 069
Terminalverdi	16 239
Total kontanstrøm	24 308
Finansielle eiendeler	47
Finansiell gjeld	18 878
Netto finansiell gjeld	18 831
Utsatt skattefordel	365
Verdi av egenkapital	5 843
Antall aksjer	498,57
pris per aksje (i kroner)	11,7

8. Sensitivitetsanalyse:

Verdsettelse av bedrifter forutsetter at man setter seg grundig inn i bedriften og industrien som bedriften opererer i. Den aksjeprisen man til slutt kommer frem til er i stor grad påvirket av de forutsetningene man har gjort underveis i verdsettelsesprosessen. Små forandringer i forutsetningene kan føre til store forandringer i den estimerte aksjeprisen, og det er derfor viktig at man foretar en sensitivitetsanalyse slik at man kan finne ut hvor robust modellen er ovenfor de forutsetningene man har satt. Når man foretar en sensitivitetsanalyse så forandrer man bare en faktor om gangen og ser hvilke effekt den forandringen har på aksjeprisen. Vi har valgt å se på følgende faktorer:

1. Risikotillegg på gjeld
2. Beta
3. Leieinntekter
4. Lønnskostnader
5. Verdiendring investeringseiendommer

8.1 Risikotillegg gjeld:

Tabell 9.1: Risikotillegg gjeld

<u>Risikotillegg gjeld</u>	2%	3%	5,5%	8,5%	10%
Pris per aksje	65,73	50,44	27,02	11,63	6,61
Prosentvis forandring risikotillegg	-76%	-65%	-35%	0%	18%
Prosentvis forandring av pris per aksje	461%	330%	131%	0%	-44%

Det finnes ingen fasit på hvor mye risikopåslag man skal legge til når man beregner en bedrifts gjeldskostnader. I mangel på en rating av norwegian propert har vi i vår oppgave valgt å gå ut i fra Damodarans risikopåslag basert på rentedekningsgrad. I Norwegian Propertys tilfelle får vi da et risikotillegg på 8,5 %. I Finn Kinserdals verdsettelseskurs bruker man imidlertid en tommelfingerregel som sier at en bedrift med egenkapitalprosent på mellom 20 % - 49 % må forvente et risikopåslag på omlag 2 %. Tabellen over viser at risikotillegget har stor påvirkning på hvilke aksjepris man kommer frem til og man ser at det skiller hele 54 kroner fra Kinserdal og Damodarans metode for risikopåslag.

Norwegian Property har en gjeldsgrad på 75 %, og dette er grunnen til at risikopåslaget har så stor påvirkning på aksjeprisen.

8.2 Beta:

Tabell 9.2: Beta

<u>Beta</u>	<u>1,04</u>	1,1	1,2	1,3
Pris per aksje	11,63	11,03	10,19	9,37
Prosentvis forandring beta	0%	6%	15%	25%
Prosentvis forandring av pris per aksje	0%	-5%	-12%	-19%

Norwegian Propertys beta har en mindre påvirkning på aksjeprisen enn det risikopåslaget på gjeld har. Dette er naturlig siden selskapet har en lav egenkapitalgrad og fordi beta bare er en av komponentene som blir brukt i CAPM. Som nevnt i seksjonen om avkastningskravet så varierer betaestimatet etter om man bruker månedlige eller ukentlige observasjoner. Vi valgte å bruke ukentlige observasjoner og dette gav et betaestimat på 1,04, mens månedlige observasjoner resulterte i et beta estimat på 1,3, og det skiller ca 2 kroner på aksjeprisen mellom disse to estimatene.

8.3 Leieinntekter og verdiendring på investeringseiendom:

Tabell 9.3: Leieinntekter

<u>Leieinntekter</u>	0%	5%	<u>7%</u>	10%	15%
Pris per aksje	3,63	10,04	11,63	17,69	26,77
Prosentvis forandring leieinntekter	-100%	-29%	0%	43%	114%
Prosentvis forandring pris per aksje	-69%	-14%	0%	51%	128%

Tabell 9.4: Verdiendring investeringseiendom

<u>Verdiendring investeringseiendom</u>	0%	<u>4%</u>	7%	10%
Pris per aksje	3,46	11,63	16,46	22,71
Prosentvis forandring investeringseiendom	-100%	0%	59%	127%
Prosentvis forandring pris per aksje	-70%	0%	40%	94%

Leieinntekter og verdiendring på investeringseiendom henger sammen og beveger seg som oftest i samme retning.

Det er svært vanskelig å spå fremtidig utvikling på disse to områdene, spesielt fordi det ikke bare er økonomiske faktorer som spiller inn, men også optimisme/pessimisme i markedet spiller en viktig rolle. Tabellene over viser at disse to faktorene har en relativt stor innvirkning på aksjeprisen, og da er det bare tallene for 2010-2014 og ikke terminalverdien som har blitt justert.

8.4 Evig vekst:

Tabell 9.5: Evig vekst

<u>Evig vekst</u>	1,50%	2,0%	<u>2,70%</u>	3,0%	3,50%	4%
Pris per aksje	6,87	8,67	11,63	13,05	15,77	18,96
Prosentvis forandring evig vekst	-44%	-26%	0%	11%	30%	48%
Prosentvis forandring pris per aksje	-41%	-25%	0%	12%	36%	63%

Evig vekst er et moment som er svært vanskelig å beregne fordi det omfatter svært mange år og fordi den evige vekstperioden ikke begynner før om flere år. På oppsiden har den evige vekstfaktoren en stor påvirkning på selskapets aksjepris, mens den er noe mindre på nedsiden.

Sensitivitetsanalysen viser at den estimerte verdien avhenger svært mye av risikotillegg på gjeld, men også av leieinntekter og verdiendring på næringseiendom. Vi blir nødt til å konkludere med at modellen er lite robust mot endringer i de nevnte antagelsene, og at det derfor vil være svært vanskelig å gi en anbefaling som er basert på stor grad av sikkerhet.

9. Konklusjon:

Formålet med oppgaven var å vurdere og beregne verdien av NPRO per 13.04.2010 (utgivelse av årsrapport 2009), og å sammenligne estimatet med tilhørende datos børsverdi.

Vi har basert vår verdsettelse av NPRO på kontantstrømmodellen. For å komme frem til tallene i prognosen, har vi foretatt en strategisk- og en regnskapsmessig analyse. Analysene er utført for å gi oss forståelse av og identifisere selskapets og markedets underliggende drivere. Vi konkluderte med at det ikke var noen opplagte varige konkurransefortrinn, og dermed ingen klare kilder til avkastning utover bransjegjennomsnittet generert av interne ressurser. Det er dermed forhold ved eiendomsbransjen generelt, som kan føre til at NPRO får et verdimessig løft i fremtiden. En oppside er sannsynlig etter en markant verdimessig tilbakegang for eiendomsbransjen som helhet, etter at finanskrisen ble kjent.

Våre prognoser er basert på våre undersøkelser og analyser av offentlig tilgjengelig informasjon. Vi mener at vårt arbeid er grundig utført, og at det er konsistens mellom analyse og antagelser.

Vi har beregnet verdien av NRPO per 13.04.10 til å være i underkant av 12 kroner, som er marginalt under børsverdien på i overkant av 12 kroner. Avkastningskravet kan virke noe høyt, og ut i fra sensitivitetsanalysen synes det å være enn større oppside enn nedside for aksjeprisen.

Avslutningsvis vil vi påpeke at verdiestimatet er preget av subjektive antagelser og forutsetninger. Vi har forsøkt å begrunne våre valg gjennom argumentasjon basert på teori og historikk.

Litteraturliste:

Bøker:

Damodaran, Aswath. Damodaran on Valuation. John Wiley & Sons, 2006.

R. Brearly, S. Myers & F. Allen. Corporate finance. The McGraw-Hill Companies, Inc, 2006.

T. Koller, M. Goedhart & D. Wessels. Measuring and managing the value of companies. John Wiley & Sons, 2005.

Gibson, Charles H. Financial Reporting & Analysis. Thomson, 2007.

Kinserdal, A., Boye, K., G, Dahl.,T,Johnsen.,F, Gjesdal.,S, Dyrnes., et al. (1997). Verdsettelse i teori og praksis – festschrift til Knut Boye. Cappelen Akademiske forlag.

Internetsider:

Saltnes, D.J.,2007. Utleierenes Triumfferd. <http://ne.no/26331>

Saltnes, D.J.,2008. Spår fall på Aker Brygge. <http://ne.no/27879>

Becker, C.L, 2009. Angrer intet. <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1676301.ece>

Becker, C.L, 2009. Nye koster i Norwegian Property.
<http://www.dn.no/forsiden/resultater/article1845726.ece>

Norges Bank. Statsobligasjoner. http://www.norges-bank.no/templates/article_55495.aspx

Wikipedia. Consumer confidence average Jan 2009

http://en.wikipedia.org/wiki/File:Consumer_confidence_average_Jan_2009.png

Rapporter:

OPAK. "OPAKS Prisstigningsrapport." 2009.

Eiendomsspar. "Oslostudiet." 2010.

Norwegian Property. "Årsrapport 2008."

Norwegian Property. "Årsrapport 2009."

Eiendomsspar." Årsrapport 2007."

Eiendomsspar. "Årsrapport 2008."

Entra Eiendom. "Årsrapport 2007."

Entra Eiendom. "Årsrapport 2008."

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. "Årsrapport 2007"

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. "Årsrapport 2008"

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. "Årsrapport 2009"

Lauglo, Eirik. "Norwegian Property.First Securities" 2010.

Lauglo, Eirik. "Norwegian Property ASA Q1 preview report.First Securities" 2010.

Union Gruppen. "Markedsrapport Q1 2010." 2010.

Union Gruppen. "Markedsrapport Q4 2009." 2009.

Artikler:

Penman, Stephen H. (1991): An Evaluation of Accounting Rate-of-return – Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol. 6, Issue 2

Upubliserte kilder:

Wright, B., 2009

Forelesnings slides: Kapitalkostnad

Kinserdal, F., 2010

Forelesnings slides: Normalisering av historiske resultater

Forelesnings slides: Estimering av fremtidige investeringer og fremtidig arbeidskapital

Forelesnings slides: Kapitalkostnad

E-post korrespondanse:

Ola Grytten (ola.grytten@nhh.no), Wednesday, April 07, 2010 8:39:45 AM

Kjell Knivsflå (Kjell.Knivsfla@nhh.no), Wednesday, June 09, 2010 2:22:50 PM

Frode Sættem (Frode.Sattem@nhh.no), Wednesday, June 09, 2010 1:04:07 PM Finn

Kinserdal (finn.kinserdal@no.ey.com), Tuesday, February 09, 2010 1:45:15 PM

Personlig Kommunikasjon:

Vital Eiendom angående utviklingen i eiendomsmarkedet. 2010

Ola Grytten angående utviklingen i eiendomsmarkedet. 2010

First Securities angående investeringer, utviklingen i hotellmarkedet. 2010

Annet:

Jonskås, Serkland (2002): Verdsettelse av Avantor ASA, Siviløkonomutredning NHH, Bergen.

Simensen, Røsseth (2009): Verdsettelse av Fred Olsen Energy, Masterutredning, NHH, Bergen.
