

VERDIVURDERING AV FAST EIENDOM ^R



BJARNE MØLLER er partner i Ernst & Young og har arbeidet med transaksjonsrådgivning i 25 år. Han er forfatter av boken Verdivurdering sammen med Yngve Kaldestad og har revidert flere selskaper som regnskapsfører forretningseiendom til virkelig verdi.

SAMMENDRAG

Verdivurdering av fast eiendom synes historisk sett å ha vært en form for hybrid mellom tradisjonell kontantstrømanalyse og multiplikatoranalyse der man ikke har forsøkt predikere fremtidig utvikling i markedisleien og der «avkastningskravet» (diskonteringsyielden) har vært justert for en rekke risikofaktorer, herunder fremtidig leieutvikling, på en måte som innebærer at $1 / \text{diskonteringsyield}$ langt på vei har tjent som en multiplikator på nettoleien.

Forfatteren hevder at det ikke er noe ved eiendomsbransjen som tilsier at ikke de fleste risikofaktorer best korrigeres i kontantstrømmen. På grunn av en kortsiktig svært stiv tilbudsside, kan markedisleien avvike betydelig fra en langsiktig likevektsnivå. Det er vanskelig å se at man kan gjøre gode verdivurderinger uten eksplisitt å mene noe om hva dette nivået er og hvor lenge et eventuelt avvik vil vare. Dersom man ikke har noen mening om dette, kan man konkludere med at eiendom er verdt det den koster.

INNLEDNING

Artikkelen¹ konsentrerer seg om verdivurdering av forretningseiendom, det vil si eiendom som eies med det formål å generere leieinntekter eller oppnå verdistigning. Denne typen eiendom blir det helt motsatte av eiendom som er så spesialisert at man ikke klarer å skille kontantstrømmer til eiendommen og den virksomheten som drives i tilknytning til eiendommen. Mange forretningseiendommer eies etter hvert gjennom SPV-er². Som hovedregel kan man derfor anta at forretningseiendom omsettes uten at skattemessig verdi oppjusteres, og uten at det påløper dokumentavgift.

1 Materialet er delvis publisert tidligere i Verdivurdering av Bjarne Møller og Yngve Kaldestad, DNR 2011.

2 Single Purpose Vehicles. Man legger en eiendom (en hjemmel) i hvert selskap for å kunne selge uten å svare dokumentavgift. Lave avskrivningssatser og stor grad av symmetri mellom nåverdien av skatten på selgers gevinst og spart skatt på oppjusterte skattemessige verdier har gjort «inmatstransaksjoner» lite interessante.

Det er i prinsippet ingenting som skiller verdsettelse av fast eiendom fra andre aktiva, men eiendomsmarkedet har noen særtrekk ved at informasjon om sammenlignbare transaksjoner ofte er noe lettere tilgjengelig. Det kan være noe av grunnen til at fundamentale analysemetoder er lite utviklet.³

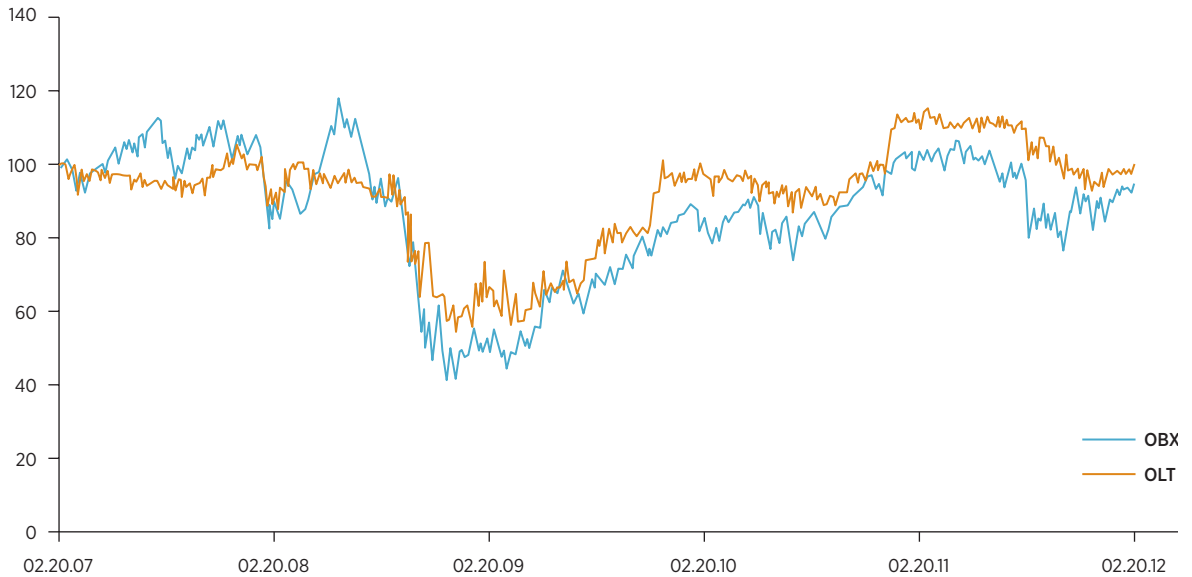
Verdien av en eiendom kan, som for alle andre aktiva, beskrives ved ligningen

$V = D / (k - g)$, der D er årlig kontantstrøm, k er realavkastningskravet og g er realveksten.

All verdivurdering handler om å bestemme D , k og g . Vi kan si mye om hvordan disse størrelsene har beveget seg over tid, og vi kan ha en formening om hvordan de vil utvikle seg på lang sikt. Eiendomsmarkedet er antagelig så tregt, blant annet på grunn av begrensede

3 Se for eksempel Finanstilsynets brev til livsforsikringsselskapene.

FIGUR 1 Prosentvise endringer, verken korrigert for gjeldsgrad eller utbytte. For dager der OLT ikke ble omsatt, er siste omsetningskurs brukt.



Kilde: OSE.no.

arbitrasjemuligheter, at man kanskje med en viss rett også kan mene noe på kort sikt. Det kan altså ha en viss mening å hevde at eiendomsmarkedet skal opp neste år. Tilsvarende påstand om aksjemarkedet har neppe noen mening.

I kjølevannet av finanskrisen ble det hevdet at markedet for forretningseiendommer i Oslo falt med 20–25 %. Flere regnskapsavleggere som benytter IAS 40, skrev ned eiendommene i denne størrelsesordenen (og flere ble kritisert for ikke å gjøre det), og fallet i Olav Thon-aksjen var ikke uforenelig med et slikt fall og kanskje større.

Det ble imidlertid knapt omsatt eiendom i andre halvdel av 2008 og i 2009. De store eiendomsbesitterne var solid finansiert, satt med eiendomsporteføljer som var bygget opp over år, og var ikke interessert i å selge. I den grad det i det hele tatt fantes selgere, var det snakk om mer nyetablerte fond og investeringsselskaper. Hvorvidt det faktisk var en kjøperinteresse i markedet til de takstverdiene som fremkom i 2009, skal likevel være usagt. Livselskapene tålte nok ikke så mye mer eksponering, og andre aktører, som var avhengig av finansiering, opplevde nok at bankene ikke ønsket å eksponere seg ytterligere mot eiendomsmarkedet,

og i alle fall ikke til belåningsgrader som investorene fant interessante.

BOBLER OG KRISER

Det er ikke lett å kjenne igjen en boble fra innsiden. Problemet er at $V = D / (k - g)$ synes å holde både i bobler og i kriser. I bobler er leien høy, risikopremien lav og veksten høy, mens det i kriser er motsatt. Tilsvarende vil tomtepriser og byggekostnader gå opp i en boble, og man vil kunne «forsvare» de høye prisene med substansielle forhold.⁴ Det er nok likevel slik at den fundamentale analysen har større forutsetninger for å si noe om prisnivået.

Prisfallet på Olav Thon-aksjen, som illustrert over, kan ikke på noen måte forklares med en reduksjon i D . Markedsleien på forretningseiendom falt riktignok

.....

4 Når man i skrivende stund påstår at vi har en boligboble i Norge, refererer man til differansen mellom boligpriser og byggekostnader uten å ta hensyn til tomtepriser. Kapasitetsmangelen i byggebransjen kan være reell nok. Hvorvidt tomtemangelen er reell eller skapt av politikere gjennom langsom behandling av regulerings- og byggesaker, har neppe betydning for markedsbalansen på kort sikt. At en slik kø kan forsvinne, hjelper lite så lenge folk må bo og det ikke eksisterer arbitrasjemuligheter.

en del, og gjennomsnittsinntekten per tilgjengelige hotellrom falt også noe, men ingen av dem falt på langt nær nok til å forklare nedgangen. Fallet i omsetningsbasert husleie i kjøpesentrene var minimalt. Derfor må man primært søke forklaringer i k og g. Risikopremien gikk åpenbart opp, men knapt nok tilstrekkelig til å forklare fallet. Det er sannsynlig at g falt, men ingen aktør i eiendomsmarkedet kvantifiserer en g på lang sikt. I praksis er det ingen av aktørene som gjør noe eksplisitt forsøk på å predikere markedsleien om 20 eller 30 år, noe vi skal komme tilbake til senere i artikkelen. Endelig må det selvsagt sies at det langt fra alltid er slik at bevegelser i aksjemarkedet har en rasjonell forklaring.

PORTEFØLJER

Porteføljeteori sier at selskaper ikke skal gjøre diversifikasjon som investorene kan gjøre selv. Innenfor eiendom vil mange investorer slite med å diversifisere tilstrekkelig, og man skulle tro at et individ som har en begrenset formue, og som ønsker å investere i eiendom, skulle ha en preferanse for fond eller aksjer. Man unngår et heltallsproblem (man kan investere i flere store eiendommer med et begrenset beløp), man sparer betydelige transaksjonskostnader i realmarkedet, og man kan oppnå en rekke diversifikasjonseffekter knyttet til fornyelsestidspunkt for kontrakter, geografi, type eiendom, leietakere og så vider.

Det tar tid og koster mye penger å bygge opp en godt balansert portefølje med kvalitativt gode eiendommer. Det tilsier at både fond og eiendomsaksjer, særlig der ledelsen over tid har gjort en god jobb, kunne tenkes å omsettes til en premie, altså til mer enn summen av de underliggende eiendommene.⁵ Vi skal la diskusjonen ligge, men vi vil hevde at enkelte risikoforhold som det tilsynelatende er bransjepraksis for å ta hensyn til i avkastningskravet, er enkle å diversifisere bort.

KORT OM MARKEDET

En eiendom består av et stykke land med en bygning oppå. Land kan være en knapp faktor, for eksempel i byer og langs kysten, men vi skal holde oss til markedet for forretningseiendommer. Arealknapphet kan være absolutt, eller den kan skyldes at det tar lang tid

å regulere og utvikle eiendom. Dersom det ikke er en arealknapphet, er det i utgangspunktet ingen grunn til at eiendomsprisene skal stige med mer enn byggekostnadsindeksen på lang sikt. Videre må vi anta at det meste av bygningsarbeidernes reallønnsøkninger må komme fra produktivetsforbedringer.

Flere faktorer har historisk sett medført at knapphet på land er mindre betydningsfullt enn det man skulle tro. Fortetning, omdisponering, byggeteknikker som tillater at nye områder tas i bruk (Canary Wharf i London), mer effektiv arealbruk og flytting (eksempelvis fra Vika / Aker Brygge til Bjørvika i Oslo) gjør at vi ikke står overfor et fast tilbud. Det kan nok hende at det har vært en økning i realleie i enkelte byer og områder i visse tidsperioder, men generelt skal man være forsiktig med å anta en langsiktig realprisøkning, også i områder med arealknapphet. Det betyr ikke at mange byer ikke har et «kjernesentrum» som alltid er attraktivt (Karl Johan, Champs-Élysées, Regent Street), men at utflytting til nye områder (søken etter substitutter) setter tak på en mulig realprisøkning. I motsatt fall kan man tenke seg en realprisøkning som følge av en underliggende seleksjonsprosess, se diskusjonen nedenfor under vekst. Dersom man ser på realprisutviklingen over litt større områder, vil man ikke finne støtte for en antagelse om en systematisk realprisoppgang.

På kort sikt er imidlertid tilbudssiden ganske fast. Redusert etterspørsel vil raskt føre til ledighet og i neste omgang prisfall. Stigende etterspørsel vil medføre økte leiepriser og at nye prosjekter vurderes, men ledetiden kan være relativt lang.

VERDIVURDERING

Vi skal starte med å se på nåverdien av diskonterte konstantstrømmer, en metode vi antar er velkjent. Modelle-ringsteknisk er det viktig å konsentrere seg om enkelte verdidrivere, helst så få som mulig. Vi skal først gjennomgå alle verdidriverne, og så skal vi gå nærmere inn på avkastningskravet og markedsleien.

KONTRAKTSLEIE

Kontraktisleie er kontraktsfestede inntekter, uten fradrag for tap på krav. Man modellerer typisk kontraktisleien i nominelle kroner med en inflasjonssats som er konsistent med avkastningskravet og med tilhørende konsumsprisindeksregulering (KPI-re-

⁵ I praksis er nok mange eiendomsfond bundet til forvaltningsavtaler som ikke tilsier at det er mulig for investor å få noen meravkastning.

gulering) i samsvar med kontrakter. Ofte beregnes verdien også under forutsetningen av at markedsleien oppnås fra dag én, det vil si at kontraktsleien benyttes til å beregne et tillegg eller fradrag til verdien basert på markedsleie.

LEDIGHET (OG TAP PÅ KRAV)

Ledighet oppgis gjerne som en prosentvis reduksjon i inntektene. En takst vil vanligvis operere med en langsiktig økonomisk ledighet. Den faktiske ledigheten, ledigheten på takseringstidspunktet, forutsettes å bevege seg mot den langsiktige ledigheten. Modellene er normalt naive i den forstand at de ikke forsøker å predikere utviklingen i ledighet verken for markedet som sådan eller for den spesifikke eiendommen. Modellerings-teknisk er det enkelt å slå sammen ledighet og tap på krav som en reduksjonsfaktor til leieinntekter, men analytisk henger ledighet nærmest sammen med markedsleien, det vil si graden av press i markedet. På kort sikt er både ledighetsrisiko og tap på krav avhengig av den konkrete kontraktsporteføljen.

VEDLIKEHOLDKOSTNADER

Vedlikeholdskostnader kan deles i løpende og periodiske kostnader. De løpende kostnadene forutsettes normalt å utgjøre en kostnad per kvadratmeter eller prosentandel av leien. Kostnaden fastsettes gjerne som en sjablongsats. Den vil være relatert til type bygg, lokalisering og standard, men ikke til det helt konkrete vedlikeholdsbehovet eiendommen har.

Kjente og planlagte utbedringer de nærmeste årene vil reflekteres i kontantstrømbudsjettene. Kostnadene må være konsistente med den standarden som legges til grunn for markedsleien. Det budsjetteres ofte med et sjablongmessig oppgraderingsbehov ved utløpet av eksisterende leiekontrakter. Merk at vi med oppgradering her mener tilbakeføring til opprinnelig standard og normale leietakertilpasninger som bæres av eier. Slike antas å inntreffe dersom leietaker flytter ut. Man opererer derfor også med en sannsynlighet for skifte av leietaker. Det er ved verdsettelse av fast eiendom vanlig å forutsette evigvarende kontantstrømmer. Det innebærer at summen av løpende og periodiske vedlikeholdskostnader må være tilstrekkelige til å sikre bygningen «evig liv».

En grundig teknisk *due diligence* og vurdering av byggets levetid, fremtidig reinvesteringsbehov og ved-

likeholdskostnader er svært viktig når man verdsetter en enkelt eiendom. Sjablongsatser kan kanskje være akseptabelt på porteføljenivå, men kan lede til betydelige feil for en enkeltstående eiendom.

AVKASTNINGSKRAV

I eiendomsbransjen bruker man begrepet *yield* både som betegnelse på sammenhengen leie dividert på verdi, *kontraktsyield*, og som betegnelse på avkastningskravet, *diskonteringsyield*. Avkastningskravet i en eiendomstakst har tradisjonelt ikke latt seg forklare ut fra for eksempel kapitalverdimodellen, men baserer seg på Gordons formel: $D / r = D * 1 / r = D * M$, der D er kontantstrøm, r er yield og M er multiplikator. «Kra- vet» representerer følgelig en multiplikator på nettoinntekten. Dersom vi erstatter r med $(k - g)$, der k er avkastningskrav og g er vekst, har vi Gordons formel. Mange vil nok hevde at kapitalverdimodellen faktisk benyttes, men når man ser på begrunnelsene for hvorfor man differensierer avkastningskravet mellom ulike eiendommer og variasjoner i avkastningskravet over tid, ser man at det neppe er tilfellet. Avkastningskravet differensieres typisk med

- lokalisering (vekst, ledighetsrisiko, kontraktsfornyelse)
- leietakerkvalitet (kredittrisiko)
- kontraktslengde (ledighetsrisiko, fornyelsesrisiko)
- type bygg (vekst, ledighetsrisiko)
- generell markedsrisiko

Dette er faktorer som i all fall delvis ville blitt justert i kontantstrømmen ved verdivurdering av andre eiendeler eller annen virksomhet, og som delvis overlapper med de øvrige driverne. Ofte finner man differensierte avkastningskrav – ett innenfor kontraktsperioden og ett utenfor. Begrunnelsen er at kontantstrømmen er stabil i kontraktsperioden og kanskje nærmer seg en finansiell eiendel.

Selv om kapitalverdimodellen har sine svakheter, er vi sterke tilhengere av å justere for de fleste risikofaktorer i kontantstrømmen. Nedenfor skal vi diskutere avkastningskravet basert på kapitalverdimodellen.

MARKEDSLEIE

Normalt benyttes den markedsleien som kan observeres på sammenlignbare bygg ved kontraktsinngåelse

og tett opptil takseringstidspunktet, som markedsleie. De verdivurderingsmodellene vi har sett, gjør sjelden noe forsøk på å predikere fremtidig leie basert på forventninger om endring i tilbud og etterspørsel. Man tar normalt hensyn til den leieøkningen man oppnår ved en normal oppussing og normale leietakertilpasninger, det vil si at markedsleien ikke nødvendigvis tar utgangspunkt i lokalenes nåværende (nedslitte?) tilstand.

Man ser sjelden at det tas hensyn til realopsjoner, som for eksempel mulighetene til ytterligere utvikling eller større oppgraderinger, med mindre disse er åpenbare (at de allerede er besluttet).

Markedsleien inflasjonsjusteres i den eksplisitte analyseperioden og i terminalverdien, men noen realprisøkning finner man typisk ikke (man kan nok mistenke eiendomstakster for i alle fall i enkelte perioder å inneholde en skult/implisitt vekst i kalkulasjonsyielden som fremstår mer som en multiplikator enn et avkastningskrav). På den annen side budsjetteres det heller ikke med oppgraderinger, selv om oppgraderinger må påregnes som følge av både fremtidig etterspørsel fra leietakere og fremtidig byggetekniske krav.

Vi ser, særlig i et nedadgående marked, at observerte transaksjoner i leiemarkedet blir mindre transparente. «Gratis» leietakertilpasninger, flyttestøtte og frimånder er blant virkemidlene utleierne benytter for å unngå å dumpe selve leien. Motivet kan være å unngå å svekke egen forhandlingsposisjon, men det kan også være å hindre at långivere og investorer skal se fallets størrelse.

Nedenfor skal vi diskutere prognoser for markedsleien.

EN NÆRMERE DISKUSJON AV VERDIDRIVERNE (D, K OG G)

Ovenfor har vi sett på hvordan de viktigste verdidriverne vanligvis behandles. Nå skal vi vende tilbake til D, k og g. Skatt er vanligvis ikke et tema i eiendomstakster, men det er helt sentralt med en konsistent behandling av skatt i kontantstrøm og avkastningskrav. Vi skal berøre dette som et særskilt punkt. Vedlikeholdskostnader, løpende og periodiske, og dessuten reinvesterings-/oppgraderingskostnader skiller seg lite fra annen kapitalintensiv virksomhet, og vi går derfor ikke dypere inn på disse. Når vi diskuterer D, ser vi altså primært på leieinntekter.

En vesentlig forskjell mellom eiendomsmarkedet og markedet for enkelte andre kapitalgjenstander, som for

eksempel skip og rigg, er at man ved utløpet av levetiden for et skip eller en rigg kan anse prosjektet for avsluttet, mens man i eiendomsmarkedet sitter igjen med tomten. Man kan neppe si noe om tomteverdien uten å gjøre seg betraktninger om markedsleie og reinvesteringskostnad. I praksis kan man ikke komme rundt forutsetningen om evigvarende kontantstrøm.

AVKASTNINGSKRAVET (K)

Vekst, tap på krav og ledighet er faktorer som bør korrigeres i kontantstrømmen – kontantstrømmen skal representere forventningsverdier. Likevel er det slik at den volatiliteten som oppstår i kontantstrømmen på grunn av disse risikofaktorene, og som er korrelert med aksjemarkedet, vil påvirke avkastningskravet.

Når en eiendom med sentral lokalisering har lavere avkastningskrav enn eiendommer med mer perifer lokalisering, skal det i prinsippet bare kunne forklares med mindre volatilitet i kontantstrømmen.

Både tap på krav, ledighet og fornyelsesrisiko er sannsynligvis markedskorrelert. Vi vil likevel dvele litt ved fornyelsesrisiko. Denne typen risiko kan i stor grad diversifiseres bort ved god tidsmessig spredning av fornyelsestidspunkter. Det kan for øvrig nevnes at leiene i Oslo CBD steg relativt mest *før* finanskrisen og falt relativt mest i *etter* krisen. Det er faktisk mye som tyder på at volatiliteten i kontantstrømmen (nettleie) er noe mindre i litt mindre attraktive strøk, som for eksempel Skøyen. I de litt mindre attraktive strøkene er antagelig også katastroferisikoen lavere. Med det menes at områder som oppnår en «premium» leie, risikerer at den aller mest prestisjefylte lokaliseringen flytter seg. Det er altså vanskelig å forstå at Skøyen skal ha lavere avkastningskrav enn Vika og Aker Brygge / Tjuvholmen.

For eiendommer som befinner seg i områder der det kan oppstå langtidsledighet, og der det ikke finnes areal knapphet, kan man derimot forstå at fornyelsesrisikoen kan være betydelig, særlig for spesialiserte bygg, og at dette skaper en betarisiko.

Vi stiller oss ikke avvisende til at en lang kontrakt med en finansielt solid leietaker kan redusere betarisikoen og dermed risikopremien i kapitalverdimodellen. Vi stiller oss heller ikke helt avvisende til at man, i strid med et tradisjonelt Miller-Modigliani-syn, kan skape visse merverdier gjennom høy gearing på en eiendom med svært sikre kontantstrømmer. Vi tror at konkurransen om å låne ut til slike objekter i enkelte perioder

har vært så høy det har skapt merverdier for eierne.

RISIKOPREMIEN

I NB Staff Memo 2007/1, der man diskuterer oljefondets investeringsstrategi, anslår Norges Bank at eiendomsmarkedet historisk har hatt en forventet premie på 2–2,5 % over den risikofrie renten. Hvis vi tar utgangspunkt i en risikopremie i aksjemarkedet på 5 %, en relativ volatilitet på 0,6 og en korrelasjon på 0,6, får vi 1,8 %. Vi antar at en diversifisert internasjonal eiendomsportefølje vil ha en relativ volatilitet på 0,35 og en korrelasjon på 0,6. Det gir en beta på 0,2^{6,7}, og vi snakker da om en langsiktig meravkastning på 1 % sammenlignet med statsobligasjoner. Dette var før «sovereign-debt-krisen».

HYPERBOLISK DISKONTERING

Det finnes mange eksempler på at individer foretrekker 1 krone i dag for 3 kroner i morgen, men ikke 1 krone om 365 dager for 3 kroner om 366 dager. Dette kalles tidsinkonsistent diskontering. Det er sannsynlig at pensjonskasser og andre egenkapitalfinansierte investorer ikke har en slik tidsinkonsistent diskonteringsfunksjon, men regulatoriske krav kan tvinge dem til å selge høns i regnvær. I noen situasjoner, som under finanskrisen, kan prisen for kort likviditet bli astronomisk. Det er rasjonelt å låne tre måneders penger til 30 % rente hvis du har råd og går konkurs hvis du ikke gjør det. Ingen vil imidlertid låne ett års penger til den samme høye renten. Man vil heller ta sjansen på å refinansiere om tre måneder, selv om renten da kan være 50 %. Låner man lange penger til 30 % rente, går man konkurs uansett.

La oss anta at aksjemarkedet faller med 30 % uten at kontantstrømestimatene endrer seg. Er det slik at risikopåslaget i år én øker fra 5 % til 35 %, slik at $P_0 = (D_1 + P_1) / 1,40$ (risikofri rente på 5 %), og slik at $P_1 = D_2 / 0,10$, eller er det slik at $P_0 = D_1 / 0,13$, altså at risikopremien for alle fremtidige perioder øker med 3 %? Generelt er det vel slik at den som «kjøper på bunnen», realiserer en betydelig meravkastning, selv om man selvfølgelig ikke vet når det snur, eller om markedet bruker ett eller tre år på å hente seg inn. Det må imidlertid være feil å øke

.....

6 Commercial Real Estate. Geltner, Miller, Clayton og Eichholtz opererer med en forventet avkastning på 1 % over obligasjoner. Aksjer har i det samme eksemplet en risikopremie over obligasjoner på 4,66%.

7 En eiendelsbeta på 0,2 er ikke uforenelig med Damadoran, Investment Valuation.

avkastningskravet med 3 % til evig tid. Ingen tror at det har skjedd en permanent økning i risikopremien på 3 %.

Økningen i risikopremie kan beskrives som en «panikkfaktor», men er, i alle fall delvis, rasjonelt begrunnet. Om det er investorenes risikoaversjon eller volatiliteten i markedet som øker først, kan være et høna-og-egget-spørsmål, men i en krisesituasjon går både enkeltaksjers/bransjers og aksjemarkedets generelle volatilitet opp. Merk at det ikke er noe én-til-én-forhold her på grunn av diversifikasjonseffekter. Ettersom imidlertid også korrelasjonskoeffisientene går mot én, det vil si at diversifikasjonsmulighetene reduseres, kan investors risiko øke betydelig. Samtidig blir private investorer fattigere, og institusjonelle investorer får redusert sin risikokapasitet. I sum kan dette få risikopremien til å øke betydelig.

INNENFOR OG UTENFOR KONTRAKTSPERIODEN

Argumentene for å operere med to avkastningskrav er primært at kontraktene har mye til felles med en finansiell eiendel med fast kontantstrøm, og at man kunne tenke seg at betalingsstrømmen kunne selges, altså man får en korrekt markedsverdi på kontraktseiendelen.

Argumentene *mot* er følgende:

- Den risikoen som reduseres gjennom lange kontrakter, bør justeres for i kontantstrømmen.
- Fornyelsesrisiko er en diversifiserbar risiko. Det er ikke sikkert at en eiendom med stor tidsmessig spredning (diversifikasjon) på kontraktslengdene har så mye større fornyelsesrisiko eller volatilitet i kontantstrømmene enn en eiendom med én eller et fåtall lange kontrakter. Med god tidsmessig spredning på fornyelse (på bygning eller i totalportefølje) er ikke investor veldig opptatt av kontraktens løpetid. Det er ikke rimelig at en kurant bygning med 10 års gjennomsnittlig gjenværende løpetid og kontrakter til markedsvilkår skal være 6–8 % mer verdi enn en bygning med 1 år igjen.
- Dersom man har fastsatt en WACC for virksomheten, kan man ikke redusere avkastningskravet for en del av kontantstrømmen uten å øke en annen.
- Man etablerer en diskontinuitet i modellen med mindre man tar hensyn til sannsynlighet for fornyelse. Dette kan ha store konsekvenser, særlig tett opptil fornyelsestidspunktet og dersom sannsynligheten for fornyelse er høy.

- Fornylsesrisikoen er ikke konstant over tid.
- Det er vanskelig å ta hensyn til opsjoner på forlen- gelse.

De fleste modellene vi har sett, som opererer med for- skjellige avkastningskrav innenfor og utenfor kon- traksperioden, er derfor for enkle. Særlig dårlige er de til å håndtere den diskontinuiteten som oppstår rundt fornyelsestidspunktet. Dersom man har en eksi- sterende leieboer som med stor grad av sannsynlighet signerer en kontrakt til den definerte markedsleien, vil neppe signaturen på kontrakten få verdien til å stige med 5 %.

Det betyr likevel ikke at vi stiller oss avvisende til slike modeller. Hvis de brukes riktig, kan det ha en betydelig informasjonsverdi å få en mest mulig kor- rekt verdsettelse av kontraktene. Videre er det, selv om vi ikke har konkrete data, ikke usannsynlig at end- ringer i markedets risikopremie slår ulikt ut avhengig av kontraktens gjenværende løpetid.

LIKVIDITETSPREMIE

Vi skal ikke gjenta diskusjonen om berettigelsen av en likviditetspremie. Likviditetspremier finnes i de fleste markeder, også eiendomsmarkedet. Størrelsen er det imidlertid vanskelig å si noe eksakt om.

Det har i den senere til vært observert betydelige «rabatter» på eiendomsfond,⁸ det vil si at andelene omsettes for en pris som er lavere enn det forvalter oppgir som netto egenkapital. Forklaringene kan være

- manglende tillit til verdivurderingene av eiendom- mer og rentebytteavtaler
- høye forvaltningskostnader (usannsynlig fordi gjen- værende levetid er kort)
- likviditetspremier
- distress-rabatter
- tidsforsinkelse
- ingen markedsverdivurdering av gjelden (burde trekke i motsatt retning)
- generell ubalanse mellom tilbud og etterspør- sel – enkelte aktører *må* ut, profesjonelle er ikke interessert i småandeler og det er ingen effektiv *market making*

8 Kilder: Pareto Securities, offentlige regnskaper, Realkapital Part- ners og Kapital.

Det er for øvrig en interessant observasjon at meng- den av eiendom i såkalte *closed end funds* – fond med endelig levetid der gjenværende levetid er mindre enn 4 år – tilsier at det kan bli trangt i døren dersom alle vil ut. Det kan kanskje forklare noe av rabatten.

Det er langt fra sikkert at det er den samme likvidi- tetsrabatten på andeler i eiendomsfond, eiendomsak- sjer og direkteinvesteringer. Vi har ikke observert noen eksplisitt likviditetspremie på avkastningskravet i de verdsettelsene vi har sett. Her er imidlertid beregnin- gen av avkastningskravet som nevnt lite transparent. Dersom det finnes en slik premie, burde eiendom gene- relt omsettes til en rabatt sett i sammenheng med en verdiberegning der avkastningskravet ikke inneholder noen likviditetspremie.

Hvis vi returnerer til NB Staff Memo 2007/1, sier man «In the markets with the longest history, unlisted real estate has yielded a return equivalent to bonds plus a margin of 0.5 – 1.5 percentage points. However, these data are from a period with – in the long term – a very high real return on bonds. Market valuations indicate that the historic expected long term risk premium on real estate relative to government bonds on average has been 2 – 2.5 percentage points». Det kan tyde på at det har vært en viss forskjell på hva markedet krever, og hva det har fått. Likevel er det slik at eiendomsmarkedet er svært følsomt for høye realrenter. Risikopremien er neppe konstant, og det er ikke overraskende at den er lavere i perioder med høy realrente. Hvis det historisk har vært en likviditetspremie i markedet, har den ikke vært veldig høy.

Avslutningsvis vil vi nevne at manglende likvidi- tet sannsynligvis er én av flere forklaringer på mar- kedets generelle risikopremie. Det er altså ikke slik at bruken av en ujustert kapitalverdimodell leder til null i likviditetspremie. Vi tror at for gode sentralt beliggende eiendommer i store byer vil aktører med en langsiktig tidshorisont (livsforsikringsselskaper) kunne konkurrere prisen ned på et nivå der likvidi- tetspremien er lav. Når eiendommer i mindre sentrale strøk omsettes på avkastningskrav som ligger 100–200 basispunkter høyere, kan det selvfølgelig også skyldes høyere generell markedsrisiko, men det er sannsyn- lig at likviditetsrisiko er deler av forklaringen. Det er vanskelig å skille de ulike komponentene i risikopre- mien fra hverandre.

KONTANTSTRØMMEN (D)

Kontraktsleien er i utgangspunktet enkel å modellere. Man må selvsagt ta hensyn til leietakernes betalings- evne, risikoen for bortfall av kontrakter og tap på krav.

Merk at dersom vi forutsetter 5 års gjennomsnittlig gjenværende leietid (lengde) og en jevn fordeling av fornyelsestidspunkter og benytter en eksplisitt periode (retur til normaleie) på 5 år og forutsetter at alle kontrakter er til markedspris, vil 30 % av nåverdien komme fra kontraktene, 13 % fra den eksplisitte perioden og 57 % fra terminalleddet. Dersom kontraktsleien avviker fra markedsleien, vil naturligvis en større eller mindre andel enn 30 % komme fra kontraktene. Ettersom vi kjenner kontraktsleien, er det markedsleien i terminalleddet som er den helt sentrale forutsetningen.

Det kan være hensiktsmessig å dele analysen av markedsleien opp i den nære fremtid, eksempelvis 2 år, en normaliseringsperiode og terminalleddet. I den nære fremtid vil søkelyset settes på tilbuds- og etterspørselsbalansen i øyeblikket (ledighet), prosjekter under oppføring, forventet vekst i etterspørsel, og så videre. På grunn av begrensede arbitrasjemuligheter, kan man godt se for seg at utviklingen i markedsleie til en viss grad er predikerbar.

I normaliseringsperioden skal markedsleien nærme seg en langsiktig likevekt. Det innebærer at vi må ha en oppfatning av hvorvidt markedet avviker fra en slik likevekt på verdsettelsestidspunktet. Et sentralt spørsmål er om man kan anta at markedsleien konvergerer mot en normaleie, når dette skjer, og hvor fort det skjer. Noen sentrale spørsmål er i så fall følgende:

- Har prisene økt mer eller mindre enn byggekostnadsindeksen? Hvordan har byggekostnadsindeksen beveget seg i forhold til den generelle kostnadsutviklingen?
- Kan vi for eksempel forutsette at markedsleien konvergerer mot en langsiktig grensekostnad knyttet til å bringe inn ny kapasitet? Hva er i så fall kostnadene med å øke kapasiteten i dagens eiendomsmasse?
- Vil et historisk gjennomsnittlig leienivå, eventuelt korrigert for inflasjon og standardheving, gi et bilde på et langsiktig gjennomsnitt. Kan man eventuelt etablere en trend?
- Hvis det finnes en trend (realvekst), vil den i så fall fortsette?

- Hvor er vi i dag med hensyn til en slik likevekt?

Det er greit å ha et ydmykt forhold til evnen til å predikere langsiktig realvekst, men vi må ha som ambisjon å vurdere om et område er et tilflyttings- eller fraflyttingsområde, vi må altså mene noe om demografisk utvikling / næringsutvikling. Særlig viktig er det å identifisere områder der det er muligheter for fall i realleien. Vi er, som vi har vært inne på tidligere, ikke like sikre på at det er noen automatikk i at tilflytting til et område medfører realprisoppgang. Tilbudssiden er antagelig mer fleksibel på lang sikt enn det man skulle tro. Det betyr at det heller ikke er noen direkte sammenheng mellom økonomisk vekst og realprisoppgang, snarere tvert imot. Ser man på eiendom som en innsatsfaktor, er det få slike som har hatt varig realprisoppgang.

Økning i byggekostnadsindeksen nevnes ofte som en kilde til realprisoppgang. Her må man først skille ut den effekten som skyldes standardheving og skjerpede offentlige krav. Det er ingen grunn til at byggekostnadsindeksen skulle føre til prisoppgang på gamle bygg, og det er heller ingen grunn til at investeringer for å oppfylle pålegg skulle ha positiv netto nåverdi. Når det gjelder en eventuell realvekst i lønningen til bygningsarbeidere, burde denne, som i alle bransjer, primært komme fra produktivitetsvekst i byggebransjen.

Noen enkle svar finnes selvsagt ikke. Både bobler og trendskifter er noe som bare lar seg fastslå med sikkerhet i ettertid. Man kan redusere risikoen for å «overse» et trendskifte ved å legge mer vekt på de siste observasjonene, men da øker man samtidig risikoen for å la normaleien bli påvirket av en boble.

Til slutt er det viktig at det er konsistens mellom inflasjon i kontantstrømmen og den risikofrie renten. Tilsvarende må det være konsistens mellom eventuell realutvikling i leie, reinvesteringer, vedlikehold og påkostninger. Nivået på reinvesteringene må sikre bygningen et «evig liv» dersom vi forutsetter evigvarende kontantstrøm.

VEKST (G)

Vi har for så vidt langt på vei dekket vekst under omtalen av D. Kan man se for seg en realvekst i terminalleddet?

La oss anta at en butikk i Karl Johans gate har et konkurransefortrinn sammenlignet med en tilsvarende butikk i Bogstadveien, og at det ikke er noen

tilsvarende fordel i Stortingsgata. Husleien i Karl Johans gate er 1000 kroner høyere enn i Bogstadveien. Over tid skjer det en seleksjon i Karl Johans gate slik at lokalene overtas av stadig nye aktører som har et komparativt fortrinn i å utnytte lokaliseringsfordelen effektivt. Som følge av det stiger prisforskjellen. Det er ingen realvekst i leien i Bogstadveien, men det er det i Karl Johans gate.

Det er mulig å se for seg realvekst i enkelte markedssegmenter og for kortere perioder, men det er vanskelig å se for seg en evigvarende realvekst. Det ville være veldig merkelig dersom ikke en slik seleksjonsprosess avtok over tid.

KATASTROFERISIKO

I tilknytning til vekst kan det være naturlig å diskutere katastroferisiko. En katastrofe kan inntreffe ved at det oppstår ledig kapasitet som følge av nybygging eller fraflytting i et område der det er små muligheter for at etterspørselen vil øke. En noe mildere variant kan være at et område som har vært svært prestisjefyllt med høy leie og null ledighet, blir «utkonkurrert». Man kan tenke seg at toppen av markedet flytter seg fra Vika til Aker Brygge og videre til Tjuvholmen, og at betalingsviljen for det nest beste faller betydelig, og at man også må tåle en viss ledighet.

Katastroferisiko korrigeres best i kontantstrømmen, men gitt at man ikke ser noen katastroferisiko av betydning i den eksplisitte analyseperioden, kan det være hensiktsmessig å justere avkastningskravet eller legge inn en negativ vekst (det er to sider av samme sak i Gordon's Growth).

SKATT

Selv om et eiendomsselskap med normal belåningsgrad vil gå med skattemessig overskudd (i et evighetsperspektiv er skattepliktig inntekt nær opptil kontantstrøm til eier), er det vanlig å diskontere før skatt-kontantstrømmer ved verdsettelse av fast eiendom. Det gjøres til tross for at de fleste andre verddivurderingsmiljøer har forkastet før skatt-modeller fordi det ikke finnes markedsobservasjoner på et før skatt avkastningskrav. Gitt at man har transaksjoner å sammenligne med, behøver imidlertid ikke det å bety så mye.

Generelt mener vi likevel man bør ta hensyn til skatt, og at dette gjøres best ved å redusere kontantstrømmen

med en sjablongsats. Denne satsen kan være den nominelle skattesatsen eller en effektiv skattesats, dersom man for eksempel mener at skattemessige avskrivninger er systematisk for- eller baktunge. Dersom man kjøper en eiendom i et SPV, får man ikke oppjustert de skattemessige verdiene. Verdsettelsesteknisk vil man vanligvis, dersom man gjør en etter skatt-analyse, legge oppregulering til grunn. Deretter kan midlertidige forskjeller (forskjellen mellom virkelig verdi og skattebasen), fremførbare underskudd og taps- og gevinstkonto tas hensyn til i form av en direkte verdikorreksjon. Det innebærer at man krever en rabatt knyttet til differansen mellom virkelig verdi og skattebase. Rabatten lar seg beregne som nåverdien av tapte skattefradrag,⁹ men markedsverdien har nok vært noe lavere enn det som lar seg «regne hjem». Det kan tyde på at den typiske eiendomskjøper ikke går med skattemessig overskudd hvert år.

Det er nå åpnet for eiendomsskatt på næringseiendom i Norge. Eiendom er et ideelt beskatningsobjekt i den forstand at kapitalen ikke kan flykte. Utkantkommuner vil sikkert vegre seg av frykt for å gjøre seg enda mindre attraktive for næringsaktører. På den annen side vil straffen fra velgerne sannsynligvis ramme mindre hardt dersom alternativet er skatt på boligeiendom.

I de større byene er det vanskeligere å se at ikke dette skulle være fristende for lokalpolitikere. Vi har ennå ikke sett beskatningsrisiko nevnt særskilt ved verddivurdering av fast eiendom. Normalt vil denne typen skatter behandles som en kostnad, men ettersom skattegrunnlaget er markedsverdien (eller en brøkdel av denne), er det mer nærliggende å justere verdien direkte. Litt enkelt sagt vil en eiendomsskatt på 10 promille av markedsverdien senke direkteavkastningen fra for eksempel 6,0 % til 5,9 %. Det tilsvarer et umiddelbart verdifall på 1,7 % på det tidspunktet skatten ilegges, dersom den ikke er diskontert inn allerede.

EIENDOMSAKSJER OG TAKSTER

Det er flere norske selskaper som regnskapsfører investeringseiendommene sine til virkelig verdi, men det er

.....
⁹ Nåverdien av skatteeffekten av tapte avskrivninger er $(MF * AVS * S) / (k + AVS)$, der MF er forskjellen mellom kjøpesum og skattebase, AVS er avskrivningssats, S er skattesats og k er avkastningskravet. k er et nominelt risikostjustert avkastningskrav etter skatt.

bare et fåtall som er børsnoterte, og har investerings-eiendommer som det vesentligste i balansen. Eliminerer man i tillegg de som åpenbart var i en tilstand av finansielt stress gjennom finanskrisen, sitter vi bare igjen med at bare Olav Thon har en viss, men likevel begrenset, likviditet.

Vi har sjelden eller aldri sett eiendomstakster referere til børsverdier på eiendomsaksjer, men fallet i takstverdier gjennom finanskrisen er ikke uforenelig med verdiutviklingen på Olav Thon-aksjen korrigert for gjeldsgrad. Takstene fulgte dog ikke aksjen opp igjen i 2010. Også i 2010 ble det omsatt svært få eiendommer, så referansene til realmarkedet er tynne.

Det synes å være en generell observasjon at mens aksjemarkedet tenderer til å overreagere, vil takster ha et element av både utglatting og tidsforsinkelse. Det er ikke unaturlig at takstene har en tidsforsinkelse, etter som observerte transaksjoner både i leiemarkedet og i faktiske omsetninger tillegges stor vekt. Man observerer og responderer. Utglattingen er like naturlig. Antall eiendommer som omsettes på den absolutte topp eller bunn, er antagelig lite, og dersom man ønsker en viss grad av sikkerhet for observasjonene sine, vil man aldri fange opp ekstremverdiene.

SAMMENLIGNENDE ANALYSER

I utgangspunktet er detaljer om omsetning i realmarkedet bare kjent mellom partene og deres rådgivere. Selv om det åpenbart skjer en grad av informasjonsutveksling, er den uoffisiell, og det vil alltid være feilkilder. Både kjøpere og selgere ønsker å fremstille seg selv i best mulig lys. Detaljer om bygningens standard, vedlikeholdsnivå og arealeffektivitet og dessuten detaljer om kontrakter – inklusive opsjoner, ledighet og realopsjoner – vil ofte ikke være fullt ut tilgjengelige, noe som vanskeliggjør en detaljert analyse av transaksjonsprisen. Likevel er mulighetene for sammenlignende analyser bedre enn for eksempel ved verdsettelse av bedrifter.

Takstmenn har den utakknemlige jobben å skulle forklare den verdien de setter, med en kontantstrømanalyse.¹⁰ Problemet er at verdien kan endre seg uten at det egentlig skjer noen endring i fundamen-

tale forhold. Et annet problem er selvsagt at man står overfor en ligning med flere ukjente. Er det forventet leie (veksten) som går ned, eller er det avkastningskravet som går opp? I aksjemarkedet klarer man i beste fall å forklare 70 % av de langsiktige verdiendringene med fundamentale forhold. På kort sikt er forklaringskraften kanskje bare 30 %. Forklaringskraften er nok større i eiendomsmarkedet, ikke minst fordi vi ser på verdien av en eiendel og ikke en egenkapitalverdi. Det er likevel ikke lett å kalibrere en kontantstrømmodell mot observerte transaksjoner, særlig ikke hvis antall transaksjoner er lavt.

KONKLUSJON

Vi mener i utgangspunktet at eiendomsmarkedet ikke krever noen spesielle tilpasninger i metodevalg sammenlignet med andre verddivurderinger. Verdsettelse av fast eiendom skiller seg primært fra andre verdsettelses ved at kontantstrømmene er lange og usikkerheten vesentlig mindre. Noen vil kanskje protestere på det siste, men en betydelig volatilitet i verdier betyr ikke at kontantstrømestimatene er mer usikre enn for annen type virksomhet. Selv om fast eiendom, i motsetning til en lang statsobligasjon, er brukbart inflasjonssikret, er verdien svært sensitiv overfor endringer i realrente og risikopremie på grunn av den lange tidshorisonen. En stor del av svingningene i verdiene kommer fra avkastningskravet. Vi er stort sett av den oppfatning at avkastningskravet vies for mye oppmerksomhet på bekostning av kontantstrømmene, men kanskje ikke for fast eiendom.

Enkelte forhold lar seg predikere, andre ikke. Grunnlaget for å mene noe om fremtidige realøkninger i leien på generell basis, det vil si i hele markedet eller i et markedssegment, må antas å være tvilsomt, selv om vi selvsagt ikke utelukker at prisingen (observerte transaksjoner) i perioder og områder kan inkludere slike forventninger.

Vi mener ikke på noen måte at markedsleien er *random walk* med utgangspunkt i observert leie på verdsettelsestidspunktet. En ekstremt stiv tilbudskurve på kort sikt kan drive prisene betydelig bort fra en langsiktig likevektspris. Man er nødt til å mene noe om markedsbalansen i øyeblikket og hvor lang tid en eventuell normalisering vil ta. Det gjelder både markedsleie og ledighet. I motsatt fall kan man bare konkludere med at en eiendom er verdt det den koster. **M**

10 Den observante leser ser at vi insinuerer at man bestemmer verdien først og «parameteriserer» denne gjennom en DCF-analyse.