



Norges miljø- og
biovitenskapelige
universitet

Masteroppgave 2017 30 stp
Fakultet for landskap og samfunn

Investeringsvurdering av kjøpesentre

Investment analysis of shopping malls

Lars Ove Løseth
Master i eiendomsutvikling

Forord

Undertegnede har de siste to årene gått masterstudiet i eiendomsutvikling ved Norges miljø- og biovitenskapelige universitet. Denne masteroppgaven representerer 30 studiepoeng og ble gjennomført det fjerde, og siste, semesteret av studiet.

I løpet av studiet var det investeringsvurdering som vekket størst interesse, og sammen med en personlig interesse for kjøpesentre og min tidligere bachelorgrad i Retail Management fra Handelshøyskolen BI falt derfor valget av masteroppgave på temaet investeringsvurdering av kjøpesentre.

Jeg vil takke Anders Eika for god veiledning og konstruktive tilbakemeldinger fra start til slutt gjennom arbeidet med denne oppgaven.

En stor takk rettes også til respondentene som tok seg tid fra en travel hverdag til å stille opp på intervjuer. Svarene fra disse var helt essensielle for oppgaven.

Til slutt vil jeg takke min samboer, Sara Nicole Andersen, for å ha brukt ekstra mye tid på vår snart ett år gamle datter disse månedene slik at jeg fikk fristilt tid til å ferdigstille oppgaven.

Oslo, 12.05.2017



Lars Ove Løseth

Sammendrag

Kjøpesentre har over en lengre periode vært et svært attraktivt investeringsobjekt i Norge. Noe som har ført til at landet globalt ligger på bronseplass når det kommer til antall kvadratmeter kjøpesenterareal per capita.

Denne oppgaven tar for seg hvordan investering i kjøpesentre bør vurderes ved å analysere de alternative modellene som kan benyttes i vurderingen samt hvordan markedet og selve kjøpesentereiendommen bør vurderes for å lage gode estimater til modellene.

Oppgaven tar en grundig gjennomgang av teori og tidligere arbeid innen temaet og utfører deretter dybdeintervjuer med personer som har vurdering av kjøpesenterinvesteringer som sitt spesialfelt.

Resultatene viser at det er en del forskjeller mellom aktørene i markedet når det kommer til fremgangsmåte for investeringsvurderinger, spesielt innen hvordan estimatene lages og hvordan avkastningskravet settes.

Konklusjonen er at det må gjennomføres grundige analyser av senterets markedsområde og deretter velge modell for vurdering ut i fra disse. DCF-modellen anbefales for stabile eller forutsigbare markeder, mens Nettokapitaliseringsmodellen bør benyttes når risikoen er stor for markedsendringer hvor effekten vanskelig lar seg estimere.

Videre må en analysen av markedsområdet sammen med en analyse av selve senteret brukes til å beregne potensialet for det aktuelle kjøpesentret.

Abstract

Shopping malls have been very attractive investments for a long time in Norway. This has seen the country claim global third place in terms of square meter of mall per capita.

This thesis investigates how investing in shopping malls should be considered by analyzing the different models that can be used in the assessment, and also how the market and the shopping mall property should be assessed to provide the correct estimates for the models.

The thesis will thoroughly review theory and past works from the field, before carrying out in-depth interviews of persons with specialty in the field of assessing shopping mall investments.

The results show some differences between the actors in the market with regards to investment assessment methods, particularly how the estimates are made and how to set the required rate of return.

The conclusion is that thorough analyses of the mall's market area must be carried out before choosing assessment model based on these. The DCF model is recommended for stable and predictable markets, while the Cap Rate model should be used when the risk is high for market changes in which the effects are difficult to estimate.

Furthermore, an analysis of the market area combined with an analysis of the actual mall must be utilized to estimate the potential of the shopping mall in question.

Innholdsfortegnelse

Forord	iii
Sammendrag	v
Abstract	vii
Illustrasjonsliste.....	xi
Figurliste	xi
Tabelliste.....	xi
Bideliste	xi
Formelliste	xii
Kapittel 1 - Introduksjon.....	1
1.1 Bakgrunn	1
1.2 Formål	1
1.3 Problemstilling	1
1.4 Oppgavens avgrensninger	2
1.5 Oppgavens struktur	2
Kapittel 2 - Metode.....	3
2.1 Innledning	3
2.2 Design og metode.....	3
2.3 Utvalg.....	4
2.4 Anonymitet.....	5
2.5 Intervjuguiden	5
2.6 Analyse.....	6
2.7 Validitet og Reliabilitet	6
2.8 Kritikk av metodevalg.....	8
Kapittel 3 - Teori / Skrivebordsundersøkelse	9
3.1 Innledning	9
3.2 Kjøpesenteret.....	9
3.2.1 Kjøpesenterkategorier.....	10
3.2.2 Politikk.....	12
3.2.3 Historisk utvikling.....	15
3.2.4 Kjøpesentermarkedet 2017	20
3.2.4 Transaksjonsmarkedet	23
3.2.5 Et internasjonalt perspektiv	25
3.2.6 Kjøpesenter som investeringsobjekt.....	26
3.3 Verdsettelsesmetoder Næringseiendom	31
3.3.1 Markedstilnærming	33
3.3.2 Kostnadstilnærming	39
3.3.3 Inntektstilnærming	42
3.3.4 Utviklingseiendom.....	63
3.3.5 Oppsummering.....	64
Kapittel 4 - Funn	67
4.1 Innledning	67
4.2 Intervjuobjekter	67
4.3 Gjennomgang av resultater.....	72
4.3.1 Markedsvurdering.....	73
4.3.2 Vurderingsmetoder	75

4.3.3 Kjøpesentervurdering kontra annen næringseiendom	86
4.3.4 Andre funn.....	91
4.3.5 Oppsummering av funn	95
Kapittel 5 - Drøfting	97
5.1 Innledning	97
5.2 Valg av modell	97
5.3 Ytre faktorer	102
5.4 Indre faktorer.....	103
Kapittel 6 - Konklusjon	105
Referanseliste	109
Vedlegg	117
Vedlegg 1 - Definisjoner.....	117
Vedlegg 2 – Utvidet statistikk	121
Vedlegg 3 – Intervjuguide.....	123
Vedlegg 4 – Kjøpesenterliste Respondentselskaper	125

Illustrasjonsliste

Figurliste

Figur 1: Utvikling av antall kjøpesentre	16
Figur 2: Utvikling av salgsareal	17
Figur 3: Utvikling senterbeliggenheter	18
Figur 4: Kjøpesentrenes omsetning	18
Figur 5: Kjøpesentrenes markedsandel	19
Figur 6: Transaksjonsvolum eiendom 2016	23
Figur 7: Transaksjonsfordeling områder	24
Figur 8: Transaksjonsfordeling segmenter	24
Figur 9: Kjøpesentertetthet	25
Figur 10: Kjøpesentrenes størrelse - Europa	26

Tabelliste

Tabell 1: Landsdelenes andel av kjøpesentre og befolkning	21
Tabell 2: Gjennomsnittstall for kjøpesentre 2017	21
Tabell 3: Kjøpesentergrupperinger 2017	22
Tabell 4: Resalganalyse	35
Tabell 5: Sammenligningsmetoden - Sammenligninger	37
Tabell 6: Sammenligningsmetoden - Prisjusteringer	38
Tabell 7: Sammenligningsmetoden - Vekting av sammenlignbare salg	39
Tabell 8: Kostnadsmetoden	42
Tabell 9: Netto kontantstrøm - Amfi Finnsnes	44
Tabell 10: Markedsutdrag - Yield	45
Tabell 11: Gordons vekstformel - Kontantstrømeksempel	46
Tabell 12: Markedsutdrag - GIM	51
Tabell 13: Netto kontantstrøm	53
Tabell 14: Norske statsobligasjoner	56
Tabell 15: Oppbygning av avkastningskrav	57
Tabell 16: WACC - Ulike finansieringsalternativer	58
Tabell 17: DCF-modellen	59
Tabell 18: DCF-modellen - To perioder	61
Tabell 19: Netto nåverdi - Eksempel	62
Tabell 20: Oppsummering av metodebruk	75

Bildeliste

Bilde 1: Geografisk fordeling av kjøpesentre	20
--	----

Formelliste

Formel 1: Kostnadsmetoden	40
Formel 2: Nettokapitaliseringsmodellen.....	44
Formel 3: Yield.....	45
Formel 4: Gordons vekstformel.....	47
Formel 5: Nettokapitaliseringsmodellen - vekst og kontraktsleie	48
Formel 6: Verdiutvikling	48
Formel 7: Totalavkastning	49
Formel 8: GIM.....	50
Formel 9: Nettokapitaliseringsmodellen - Terminalverdi DCF.....	54
Formel 10: Avkastningskrav.....	57
Formel 11: WACC.....	58
Formel 12: DCF-modellen.....	59
Formel 13: DCF-modellen - To perioder.....	60
Formel 14: Netto nåverdi.....	62
Formel 15: Tomtebelastningsmetoden.....	63
Formel 16: Differansemetoden	64
Formel 17: Occupancy cost ratio	74
Formel 18: Exit-yield - Scala.....	84

Kapittel 1 - Introduksjon

1.1 Bakgrunn

Norge har Europas høyeste kjøpesentertetthet per innbygger og hadde en ekstrem etablering i andre halvdel av 1980-årene og starten av 90-tallet. På tross av at Miljøverndepartementet kom med restriksjoner for nyetableringer av kjøpesentre i 1999 og 2008 er investeringsviljen i kjøpesentre fremdeles stor. De største norske aktørene kjøper enkeltsentre både av mindre aktører og av hverandre. Samtidig har internasjonale kjøpesenteraktører og fond har vært på banen de siste årene og kjøpt større porteføljer av norske kjøpesentre. De to foregående årene har begge vært rekordår innen transaksjoner av næringseiendom, dette gjør at investeringsvurdering av eiendom er mer aktuelt enn noen gang. På bakgrunn av dette er det valgte temaet for oppgaven vurdering av kjøpesenterinvesteringer.

1.2 Formål

Tidligere er det gjort et stort antall studier og skrevet en hel del om investeringsvurdering og verdsettelse av næringseiendom generelt, men lite arbeid har vært gjort når det kommer til underkategoriene, som for eksempel kjøpesentre. Denne oppgaven har derfor som formål å kartlegge teori og praksis innen vurdering av kjøpesenterinvesteringer og videre belyse hvordan vurderingene bør gjennomføres.

1.3 Problemstilling

Oppgavens problemstilling er som følger:

Hvordan bør investeringer i kjøpesentre vurderes?

Oppgaven er delt inn i ulike undersøkelsesspørsmål. Disse skal hjelpe til å danne et best mulig bilde av temaet og bidra til å svare på problemstillingen.

Undersøkelsesspørsmål:

1. Hvilke metoder benytter de ulike aktørene i markedet til å vurdere aktuelle kjøpesenterinvesteringer?
2. Er det forskjeller i praksis av investeringsvurdering av kjøpesentre mellom aktørene i markedet?
3. Er det forskjell fra investeringsteori til faktisk praksis innen investeringsvurdering av kjøpesentre?
4. Er det forskjellige prosesser for investeringsvurdering for kjøpesentre i forhold til annen næringseiendom?

1.4 Oppgavens avgrensninger

Oppgaven er avgrenset til norske kjøpesentre, og norske aktørers vurdering av disse. Med tanke på internasjonale aktører sin økte investeringsvilje i Norge de siste årene skulle oppgaven gjerne også omfattet investeringsvurderingene disse har gjort seg, men med tanke på tid og omfang av masteroppgaven ble det urealistisk å strekke seg så bredt. Oppgaven fokuserer på investeringsvurdering av kjøpesentereiendom, og ikke selskap. Det vil si at regnskapsmessige faktorer som størrelse på avskrivningsgrunnlag, finansieringsbetingelser og lignende er ikke analysert i denne oppgaven. Videre bør det bemerkes at dette er vurderinger som uansett må gjennomføres etter vurdering av selve eiendommen dersom den ligger i et ”singel purpose selskap”, noe som oftest er tilfellet når det gjelder næringseiendom.

1.5 Oppgavens struktur

Masteroppgaven er bygd opp i seks kapitler. Etter dette introduksjonskapitlet kommer metoddelen hvor jeg redegjør for hvilken fremgangsmåte som er brukt i oppgaven. Deretter går jeg i det tredje kapitlet igjennom kjøpesentermarkedets historiske utvikling, dagens markedssituasjon samt teori og tidligere arbeid som er aktuelt for temaet. I kapittel fire presenteres funn før drøfting av funn og teori og konklusjon følger i de to siste kapitlene.

Kapittel 2 - Metode

2.1 Innledning

I dette kapitlet vil jeg gå igjennom hvilken metode som brukt i oppgaven og hvorfor nettopp denne ble valgt.

2.2 Design og metode

Det første valget var om oppgaven skulle ta utgangspunkt i en kvalitativ eller kvantitativ metode. En kvantitativ metode ville rettet seg mot et større utvalg og slik sett kanskje oppnådd et resultat som er mer representativt for populasjonen enn hva en kvalitativ metode vil gjøre. Men det at det i denne oppgaven var ønskelig å gå i dybden på det valgte temaet og avdekke vurderinger hos respondentene som en kvantitativ studie ikke ville gjort falt valget på en kvalitativ tilnærming. Ved å bruke en kvalitativ tilnærming ville jeg kunne kartlegge metoder og vurderinger ut over det som var kjent fra før (Johannesen et al 2016 s. 27 f.).

Neste steg i arbeidet med valg av metode var å bestemme type design. Etter at problemstillingen var fastsatt falt valget av undersøkelsesdesign ganske naturlig. Problemstillingen har et eksplorativt design (Gipsrud, Olsen & Silkoset. 2010 s. 39). Det vil si at problemstillingen ikke gir en tydelig beskrivelse av variabler eller sammenhenger som skal måles, men heller åpner for å øke innsikten og forståelsen av det aktuelle temaet gjennom analyse av teori, tidligere arbeid og samtaler med nøkkelpersoner (Selnes 1999 s. 74 ff).

Selnes (1999 s. 82 ff.) deler eksplorativt design inn i to kategorier:

1. Skrivebordsundersøkelser, som i hovedsak består av å gjennomgå litteratur og sekundærdata om det aktuelle temaet samt andre nærliggende temaer.
2. Kvalitative teknikker som, i motsetning til skrivebordsundersøkelser, er å samle inn data i felten hos personer som kan gi svar på problemstillingen.

Jeg benyttet begge disse kategoriene i oppgaven. Først ble gjennomført en skrivebordsundersøkelse for å øke forståelsen av temaet, deretter ble informasjonen som kom frem i skrivebordsundersøkelsen benyttet til utformingen av de kvalitative intervjuene.

For å få så fylldig og detaljert informasjon som mulig om temaet valgte jeg å benytte én-til-én-intervjuer. Gruppesamtaler ble valgt bort fordi intervjuene ikke ville blitt like fokuserte og utdypende (Johannesen et al 2016 s. 147 f.). En annen grunn til at valget falt på individuelle dybdeintervjuer var at jeg ønsket en grundig gjennomgang av hver enkelt respondents metoder og fremgangsmåter. Samtidig vurderte jeg det som usannsynlig at gruppesamtaler på tvers av aktører ville være gjennomførbart.

Strukturen på intervjuene lå tett opptil en uformell samtale uten noen planlagt rekkefølge av temaer eller spørsmål med svaralternativer (Carson et al 2001 s. 73). Jeg ville la respondentene styre samtalen for at hver enkelt aktør skulle kunne fortelle om og forklare hvilke metoder for investeringsvurdering de benyttet ut i fra deres egen vante rekkefølge å gjennomføre vurderingene. Likevel kan intervjuene beskrives som semistrukturerte da det ble utarbeidet en intervjuguide for å sikre at alle de aktuelle temaene ble gjennomgått, og for å styre tidsbruken på hvert tema (Johannesen et al 2016 s. 146 f.). Den frie strukturen var viktig for å ikke gå glipp av verdifull informasjon som ville komme frem når respondentene fikk beskrive sin praktisering fritt.

2.3 Utvalg

I valget mellom informant- og respondentintervju var det aldri noen tvil om at utvalget i denne oppgaven burde bestå av respondenter, som selv er delaktige i investeringsvurdering av kjøpesentre, og ikke utenforstående informanter (Johannesen et al 2016 s. 147 f.).

Mens det i kvantitative studier er viktig med et tilfeldig utvalg av respondenter var det andre prinsipper som var fundamentale i valg av intervjuobjekter ved denne kvalitative tilnæringsmetoden. Respondentene ble valgt med tanke på at de skulle være relevante og interessante ut i fra formålet med oppgaven. Siden hensikten med denne studien var å kartlegge investeringsvurdering av kjøpesentre var det i følge Johannesen et al (2016 s. 116 ff) viktig å fokusere rekrutteringen mot en målgruppe som jobber med dette på daglig basis. Dette beskrives som en strategisk utvelgelsesprosess. Jeg ønsket at utvalget skulle bestå av

eksperter på temaet, og kriteriene for å være ekspert ble satt til personer med leder- og/eller finansstillinger i norske kjøpesentergrupperinger samt ansatte i konsulentselskaper med kjøpesentertransaksjoner som spesialfelt.

Det ble gjennomført en personlig rekruttering av intervjuobjektene hovedsakelig over telefon og epost. I noen tilfeller ble rekrutteringen gjort via bedriftens sentralbord da kontaktinformasjonen til det ønskede intervjuobjektet ikke var oppgitt. Uten at det var hensikten ble det også noen innslag av snøballmetoden i utvalgsarbeidet, hvor det hendte at de kontaktede ekspertene henviste videre til andre aktuelle intervjuobjekter (Johannesen et al s. 116 ff).

Ut i fra antall aktører i markedet og masteroppgavens tidsbegrensning på ett semesters arbeid ønsket jeg å få minst ti, men gjerne opp mot femten respondenter. Antall respondenter endte på femten personer fordelt på ni selskaper, hvorav seks av selskapene var kjøpesenterinvestorer og tre var konsulentselskaper. Én person ble intervjuet hos hver av konsulentselskapene, mens de resterende tolv var ansatte og/eller eiere i selskaper som investerer i kjøpesentre. Utvalget i denne oppgaven har spesialkompetanse innen det aktuelle fagfeltet og kan kjennetegnes som et intensivt utvalg (Johannesen et al s. 116 ff).

2.4 Anonymitet

Johannesen et al (2016 s. 33) skiller mellom ”harde” og ”myke” data. Harde data er kvantifiserbar informasjon som kjønn, alder og inntekt, mens myke data foreligger i form av tekst, lyd eller bilder. Datainnsamlingen i denne oppgaven bestod i all hovedsak av myke data i form av notater fra intervjuer. Den eneste harde dataen som ble samlet inn var intervjuobjektens arbeidssted.

2.5 Intervjuguiden

Intervjuguiden ble utarbeidet etter retningslinjene i Johannesen et al (2016 s. 149 ff) og Holme og Solvang (1996 s. 96 ff).

Som tidligere nevnt ønsket jeg ikke å styre intervjuene for mye, og gikk derfor bort i fra å bruke standardiserte spørreskjema. Jeg valgte heller å benytte en intervjuguide for å sikre at alle de viktige undertemaene ble diskutert, og for å styre tidsbruken for hvert tema. På grunn av at det var viktig å få frem respondentenes egne synspunkter og forståelse (Holme & Solvang 1996 s. 94) ble ikke intervjuguiden fulgt kronologisk, som den var lagt opp, da jeg erfarte at intervjuene fløt bedre når respondentene fikk snakke fritt om sine vurderingsprosesser og at eventuell manglende informasjon heller ble etterspurt mot slutten av intervjuene.

2.6 Analyse

Etter innsamling av dataene, gjennom dybdeintervjuer, ble hvert enkelt intervju renskrevet før de ble analysert og sett i sammenheng med hverandre. Gjennom å analysere dataene var målet å finne likheter og forskjeller mellom intervjuobjektene (Carson et al 2001 s. 83) og se disse i sammenheng med gjennomgått teori og tidligere arbeid i skrivebordsundersøkelsen. Dette ble gjort for å komme frem til resultater for å kunne besvare problemstillingen. Noen av svarene fra intervjuobjektene kunne ikke sies å være direkte svar på problemstillingen, da de for eksempel var angående verdivurdering i forbindelse med regnskapsrapportering. Likevel kunne disse svarene bidra med informasjon til å belyse temaet når de ble sett på i sammenheng med resten av svarene i intervjuet og svarene fra de andre respondentene (Johannesen et al 2016 s. 162).

2.7 Validitet og Reliabilitet

Reliabilitet er et mål på hvor pålitelig resultatet av undersøkelsen er og knytter seg til metodevalg, innsamlet data og hvordan dataen blir bearbeidet. Johannesen et al (2016 s. 36) beskriver to fremgangsmåter for å teste reliabilitet. Den ene er test-retest-metoden, som går ut på å teste samme gruppe på to forskjellige tidspunkter, gjerne med to til tre ukers mellomrom. Dersom begge testene kommer til samme resultat er reliabiliteten høy. Den andre metoden er å sammenligne resultatet av undersøkelsen med undersøkelser gjort av andre forskere innen samme tema. Dersom flere forskere har kommet frem til samme resultat tyder dette på høy reliabilitet. Dette betegnes som interreliabilitet.

Jeg så det som urealistisk å få gjennomført test-retest-metoden da det intervjues flere personer med høye stillinger innen norsk næringsliv og jeg setter pris på at de har hatt mulighet til disponere tid til å stille opp på ett intervju. Johannesen et al (2016 s. 231) nevner også at dette er et lite hensiktsmessig mål for kvalitativ forskning, da den enkelte samtalen ofte vil styre datainnsamlingen og at det er umulig å duplisere denne.

Jeg målte interreliabiliteten ved å sammenligne resultatene fra tidligere masteroppgaver og fagartikler som har undersøkt bruk av investeringsmetoder innen næringseiendom. På undernivået kjøpesenter, innen næringseiendom, er det ingen direkte sammenligningsmuligheter, men likheter i deler av resultat ville gi en pekepinn på reliabiliteten. Det at oppgaven har likheter i deler av resultat med Kvello (2014) og Brattsberg og Olaisen (2011) gjør det også mindre sannsynlig at mine subjektive meninger har hatt stor påvirkning på resultatet (Johannesen et al s. 234).

Med færre intervjuobjekter øker sannsynligheten for tilfeldige feil i intervjuene, noe som påvirker reliabiliteten negativt (Gripsrud et al 2012 s. 52). Derfor er det veldig positivt for oppgaven at ønsket antall respondenter ble nådd.

Validitet i kvalitative undersøkelser dreier seg om i hvilken grad forskerens fremgangsmåter og funn på riktig måte reflekterer formålet med studien og representerer virkeligheten (Johannesen et al 2016 s. 232). Guba og Lincoln (1982 s. 247) beskriver flere teknikker for å øke den interne validiteten i en undersøkelse Det vil si hvorvidt den valgte metoden og de valgte spørsmålene faktisk besvarer problemstillingen (Gripsrud et al 2012 s. 49). En teknikk som ble viktig for denne oppgaven var å bruke nok tid i felten og få nok respondenter til å kunne skille mellom relevant og irrelevant informasjon. Tidsbruken var også viktig for å kunne tolke og forstå hvordan investeringsvurderingene gjennomføres hos de ulike aktørene.

I følge Johannesen et al (2016 s. 233) bør all forskning ha til hensikt å kunne trekke slutninger utover de umiddelbare opplysningene som samles inn. Kan resultatene overføres til andre lignende temaer eller områder? Dette beskrives som ekstern validitet, eller overførbarhet. Derfor er målet i denne oppgaven at resultatene skal kunne overføres og brukes i undersøkelser i andre geografiske områder og undersøkelser av nærliggende investeringsalternativer, som for eksempel kontor- og boligeiendom eller aksjemarkedet.

2.8 Kritikk av metodevalg

Fordelen med kontakt over telefon og epost var besparelse av tid sammenliknet med å reise ut for dirkete rekruttering. Samtidig kan det være at jeg ikke fikk presentert formålet med oppgaven godt nok over telefon og epost til å være interessant nok for alle respondentene jeg forsøkte å rekruttere da jeg fikk tre avslag i rekrutteringsprosessen. Dette var på grunn av at det ønskede intervjuobjektet enten ikke hadde tid eller ikke ønsket å dele informasjon om selskapets metoder i en masteroppgave. Kanskje hadde jeg også fått overbevist disse om å delta i undersøkelsen dersom jeg hadde benyttet direkte rekruttering (Johannesen et al 2016 s. 124).

En styrke metoden hadde var at gjennom å intervju personer som til daglig jobber med dette temaet gjorde at undersøkelsesarbeidet foregikk nært opp til hverdags situasjonen og daglig bruk av vurderingene (Holme & Solvang 1996 s. 94). En annen styrke var at den relativt uformelle og løse intervjustrukturen gjorde at respondentene snakket om temaet ut over hva jeg hadde sett opp i intervjuguiden, i noen tilfeller også utenfor teamet om andre forhold som man bør se på sammenheng med vurdering av kjøpesentre. Dette gjorde at noen delte både historier og erfaringer som førte til at jeg kunne forstå arbeidet deres enda bedre og få relevant informasjon ut over det jeg i utgangspunktet var ute etter (Chrzanowska 2002 s. 24).

Chrzanowska (2002 s. 25) beskriver en svakhet i å bruke intervjuer i stedet for observasjoner. Dette er at det en person sier, eller tror, han gjør ikke alltid er det han faktisk gjør. I tillegg kan det forekomme tilfeller hvor intervjuobjekter tilbakeholder informasjon eller skryter på seg mer enn det som faktisk er tilfellet. I følge Holme og Solvang (1996 s. 99 f.) er denne ”sminkingen” av virkeligheten spesielt en fare ved bruk av respondenter med høyt informasjons- og bevissthetsnivå innen det aktuelle temaet. Samtidig er det mange tilfeller slik at respondentene gjør dette uten hensikt eller uten å selv være klar over det. Det var viktig å være klar over denne faren og identifisere disse tilfellene dersom de oppsto. Erfaringen i løpet av datainnsamlingsperioden var at de 15 som ønsket å stille opp som respondenter var glade for å dele kunnskap og erfaringer og ikke holdt tilbake informasjon som var viktig for at jeg skulle kunne svare på problemstillingen.

Kapittel 3 - Teori / Skrivebordsundersøkelse

3.1 Innledning

Dette kapitlet er delt inn i to deler. Først vil jeg definere hva som skal til for at en eiendom skal kunne betegnes som et kjøpesenter og forklare forskjellige typer av sentre. Deretter vil jeg gå noe inn på politiske føringer for kjøpesentermarkedet og fortelle om markedets utvikling før dagens situasjon beskrives. Den andre delen består av en gjennomgang av teori og tidligere arbeid innen temaet. Her beskrives ulike modeller for investeringsvurdering av eiendom samt fremgangsmåter for å kartlegge dataen som skal inn i modellene.

3.2 Kjøpesenteret

Formålet med kjøpesentre er i følge Levy et al (2014 s. 189) at en kombinasjon av flere butikker og servicetilbud på ett sted skal trekke flere kunder enn hva de forskjellige butikkene ville klart ved separate lokasjoner. Kjøpesenteret har utviklet og endret seg etter hvert som tiden går gått. Hva er det som skal til for at en eiendom skal kunne betegnes som et kjøpesenter i dag? For å svare på dette presenterer jeg noen kjøpesenterdefinisjoner fra både norsk og internasjonal teori.

”Et kjøpesenter er en gruppe handelsutsalgssteder som er planlagt, utviklet, eiet og ledet som en enkelt eiendom, vanligvis tilknyttet parkeringsarealer.”

- Tore Omholt (2012 s. 8)

”Kjøpesentre er steder der varer omsettes, flere utsalgssteder danner en arkitektonisk enhet og har en eller annen form for felles drift”

- Olve Krange og Åse Strandby (1996 s. 12)

”Et kjøpesenter er en gruppe av varehandelsbutikker og andre kommersielle virksomheter som er planlagt, utviklet, eid og drevet som én eiendom”

- Michael Levy et al (2014 s. 189)

”Et kjøpesenter består av et bygg eller en samling bygg som er planlagt, utviklet, eid og drevet som en enhet. Salgsarealet skal være større enn 2.500 kvadratmeter og senteret skal inneholde minst fem ulike detaljhandelsenheter”

- Per Gunnar Rasmussen og Per Reidarson (2007)

”Et kjøpesenter består av et bygg eller en samling bygg planlagt, utviklet og drevet som én enhet. De enkelte funksjoner/bedrifter er samlet i én bygning eller gruppert rundt et torg, gågate eller åpen plass. Salgsarealet skal være større enn 2.499 kvadratmeter og senteret skal inneholde minst fem ulike detaljhandelsenheter. Senteret har gjerne egen funksjon for salg og markedsføring av senterets tjenester.”

- Institutt for bransjeanalyser (2016 s. 146)

Det som går igjen i definisjonene er at det skal være flere butikker og/eller andre kommersielle virksomheter som skal drives og utvikles sammen som én enhet. Senteret kan bestå av ett bygg, eller det kan være flere bygg samlet rundt torg, gågater eller plasser. Rasmussen og Reidarson (2007), Omholt (2012 s. 8) og Levy et al (2014 s. 189) setter også som krav at senteret skal ha et samlet eierskap, mens de andre ikke har dette som krav så lenge det er felles drift og at det oppfattes som én enhet. Brorparten av definisjonene setter ingen krav til størrelse eller antall butikker for at en eiendom skal kvalifisere til å være et kjøpesenter, mens to av de setter grensen ved minst 2.500 m^2 og fem butikker. Definisjonen jeg kommer til å bruke videre i denne oppgaven er definisjonen til Institutt for bransjeanalyser (2016 s. 146) som ikke har krav om felles eierskap, men som har minstekrav til arealstørrelse og antall butikker.

3.2.1 Kjøpesenterkategorier

Det finnes flere forskjellige typer kjøpesentre og Ling og Archer (2010 s. 601 f.) deler de inn i seks kategorier: Nærsentre, samfunnssentre, handelsparker, regionale kjøpesentre, superregionale kjøpesentre og spesialiserte sentre. Disse kategoriene går igjen hos Omholt (2012 s. 9) og Rasmussen og Reidarson (2007 s. 333 f.), men de legger også til noen kategorier. Jeg vil nå gå kort igjennom kjennetegnene ved de ulike senterkategoriene, hovedsakelig med utgangspunkt i Ling & Archer (2010 s. 601 f.) sin inndeling.

Nærsenteret

Nærsentre, også kjent som lokalsentre eller dagligvaresentre (Rasmussen & Reidarson 2007 s. 333), har kun de menneskene som bor i umiddelbar nærhet som markedsområde og har derfor et begrenset antall leietakere. Vanligvis er det én ankerbutikk i form av et dagligvarekonsept som ligger sammen med andre mindre butikker som skal dekke det daglige behovet. Typiske eksempler er frisør, kiosk og renseri. Disse sentrene er fra 2.500 m² og trekker vanligvis kunder fra opptil fem kilometers avstand. Selv om disse sentrene er av det mindre slaget kan de i følge Tomkins (2011 s. 10) ha opptil 20 butikker.

Samfunnssenteret

Samfunnssenteret er en større versjon av nærsentret. Sentrene har som regel en ankerbutikk i form av noe annet enn, eller i tillegg til, dagligvare. Dette kan for eksempel være et større varehus innen elektronikk eller bekledning. Her vil man også finne konsepter som mindre klesbutikker, banker, møbelbutikker og noe bespising. Kundeområdet til disse sentrene kan komme opp i én mils avstand og ligger størrelsesmessig rundt 20.000 m². Her er sentrene i følge Tomkins (2011 s. 10) oppe i 20 til 40 butikker.

Handelspark

I handelsparker vil man i motsetning til andre kjøpesentre finne langt flere ankerbutikker og store handelshus i forhold til mindre butikker. Typiske leietakere er store forretninger som Jula, Rustad, Europris, Coop Extra og Biltema, også kjent som "big box" konsepter. Her er det vanlig at senteret ikke er sammenbygd, men består av flere større enheter lagt rundt en parkeringsplass.

Regionalt kjøpesenter

Regionale kjøpesentre fokuserer på generelle handelsvarer og har som regel minst to ankerbutikker i form av større varemagasin, som for eksempel Clas Ohlson, Hennes og Mauritz eller Vinmonopolet (Hauge 2013 s. 28). Også mange av konseptene nevnt under handelsparker fungerer som ankerbutikker i kjøpesentre. På disse sentrene er vanligvis de store butikkene en del av større nasjonale eller internasjonale kjeder og det kan forekomme flere konsepter innenfor samme bransje. I følge Hauge (2013 s. 42) er det i Norge bare 10 % av butikkene som er uavhengige aktører. For Regionale kjøpesentre kommer 80 % av

kundene fra opp mot 15 kilometers avstand, men de trekker også noen kunder fra lengre distanser. På størrelse er vi nå oppe i 35.000 m² og 70 til 100 butikker (Tomkins 2011 s. 10).

Superregionalt kjøpesenter

Superregionale kjøpesentre kan ha så mange som fem til seks store ankerbutikker og hundrevis av mindre leietakere (Tomkins 2011 s. 10). I norsk målestokk er vi nå på 60.000 m² og oppover, mens vi finner denne typen sentre på flere hundre tusen kvadratmeter i andre land.

Spesialsenter

Den siste kategorien til Ling og Archer (2010 s. 601 f.) er spesialsentre, også kjent som bransjesentre (Rasmussen & Reidarson 2007 s. 333). Dette er sentre som satser på en spesiell bransje eller et spesielt tema. Dette kan for eksempel være mote eller interiør. En annen variant av spesialsentrene er outletsentre, som tilbyr merkevarer til lave priser. I Norge har vi Norwegian Outlet i Vestby som et eksempel.

Multisenteret

I tillegg til disse seks kategoriene tar jeg med en av kategoriene til Rasmussen og Reidarson (2007 s. 334), multisenteret. Dette er et kjøpesenter som i tillegg til å ha et bredt tilbud av butikker og servicetjenester dekker en rekke andre funksjoner. Som for eksempel lege- og helsetjenester, bibliotek, kino, kulturhus, hotell og så videre.

Kjøpesentre deles også gjerne inn i kategorier basert på deres geografiske beliggenhet. Som for eksempel sentrumssentre og bydelssentre som er relativt selvforklarende, samt randsonesentre som ligger i randsonen til det tradisjonelle handelssentrumet og eksterne kjøpesentre som er lokalisert utenfor eller i ytterkant av eksisterende bebyggelse, gjerne med god tilknytning til overordnet veisystem (Rasmussen & Reidarson 2007 s. 333 f.).

3.2.2 Politikk

Mot slutten av 90-tallet og i første tiår av 2000-tallet har politiske organer forsøkt å legge begrensninger på og styre utviklingen av nye og eksisterende kjøpesentre. Den første

bestemmelsen kom i 1999 og den andre i 2008. Vi skal se på hva disse bestemmelsene inneholdt før vi etterpå ser på hvordan de har påvirket utviklingen av kjøpesentermarkedet.

1999

Miljøverndepartementet (1999) kom rett før årtusenskiftet med bestemmelsen ”Rikspolitisk bestemmelse om midlertidig etableringsstopp for kjøpesentre utenfor sentrale deler av byer og tettsteder.” Formålet var å legge til rette for en sterkere regional samordning av politikken for etablering og utvidelse av større kjøpesentre. Og på den måten hindre økt bilavhengighet og dårlig tilgjengelighet for de som ikke disponerer bil som følge av unødvendig byspredning. Bestemmelsen er også kjent som ”kjøpesenterstoppen” og Omholt (2005) presenterer denne i korte trekk med følgende punkter:

- a. Forbud mot å etablere kjøpesentre med bruksareal på mer enn 3.000 m², eller tilsvarende i forbindelse med utvidelser.
- b. Unntak for sentrum av større byer, og for sentrum av øvrige byer, tettsteder, bydels- og lokalsentre dersom etableringens størrelse er tilpasset stedets størrelse, funksjon og handelsomland.
- c. Unntak for forretninger som selger plasskrevende varer. Som plasskrevende regnes salg av biler, motorkjøretøy, landbruksmaskiner, trelast og andre byggevarer, men ikke varer som møbler, radio, TV og hvitevarer

Bestemmelsen ble i de påfølgende årene avløst av bestemmelser i fylkesdelplaner og opphørte 1. februar 2004. Næss (2008 s. 28) har i ettertid sett på effekten bestemmelsen hadde og finner at kjøpesenterbutikkens andel av landets samlede butikkomsetning steg i hele perioden, og lå i 2004 på 31,3 prosent. Sentrumslokaliserte kjøpesentre hadde størst andel av butikkomsetningen, men dette er en plassering de har hatt siden 1985. Likevel så man at avstanden til eksternt beliggende kjøpesentre økte noe gjennom perioden. Næss (2008 s. 29) skriver videre at eksternt beliggende kjøpesentre hadde sin store etableringsbølge i perioden 1985-1989 og delvis i 1990-årene, og at bestemmelsen sånn sett kom for sent til å kunne ha noen stor effekt. I følge Krange og Strandbu (1996 s. 14) ble over halvparten av sentrene som eksisterte i 1990 etablert mellom 1985 og 1989. Statistikken fra Rasmussen (2001) avviser at dette stemmer for antall sentre, men bekrefter at over 40 % av salgsarealet som eksisterte i 1990 var bygd i årene etter 1985.

Det skal nevnes at bestemmelsen ikke var helt uten effekt, da flere kjøpesenteretableringer ble skrinlagt som følge av den. Med informasjon fra landets største kjøpesenteraktører forklarer Næss (2008 s. 29) at stoppen bidro til å øke lønnsomheten i opprustingsprosjekter ved eksisterende sentre, men at det likevel er vanskelig å få god økonomi i kun modernisering uten å ha mulighet for utvidelser. Noe som ofte er tilfellet i sentrumslokaliserte sentre.

2008

Ni år etter den første bestemmelsen kom Kommunal- og moderniseringsdepartementet (2008) med en ny bestemmelse: "Forskrift om rikspolitisk bestemmelse for kjøpesentre." Formålet var mye godt det samme som sist gang, med argumenter om å redusere klimagasser gjennom redusert bilbruk og øke tilgjengeligheten ved å begrense byspredning. Også denne gangen var det en midlertidig bestemmelse, men på ti år i stedet for fem. Hensikten var at en ny bestemmelse skulle forbedre oppfølgingen av fylkesplaner og fylkesdelplaner, som igjen etter hvert skulle avløse bestemmelsen. Og alt dette med nasjonale og regionale mål om lokalisering i bakhodet. Kort sagt legger bestemmelsen, som sist, forbud for etablering av kjøpesentre på mer enn 3.000 m² hvor det ikke allerede foreligger godkjente fylkesplaner eller fylkesdelplaner.

Når en i ettertid har sett hvordan dette regelverket håndteres sammen med fylkesdelplanene kommer det frem at det stort sett har vært fritt fram for detaljhandel i sentrum av byer og tettsteder, men at det bare unntaksvis har blitt godkjent etableringer utenfor sentrumsområder (Myklebust 2012 s. 28).

Disse bestemmelsene er som sagt laget for å hindre byspredning og sånn sett styrke sentrumshandelen. Likevel finner Rasmussen (2010 s. 43) at når det blir etablert kjøpesentre i en kommune hvor det ikke tidligere er et etablert kjøpesenter bidrar etableringen til at veksten i kommunens detaljomsetning er langt høyere enn landsgjennomsnittet. Spesielt høy er veksten de første årene etter etableringen. Samtidig reduserer en kjøpesenteretablering handelslekkasjen fra kommunen betraktelig. Og kanskje det mest interessante funnet er at selv om de nyetablerte kjøpesentrene oppnår sterk omsetningsvekst viser det seg at øvrig handel i kommunene også vokser, selv om takten er noe lavere enn for kjøpesentrene.

Myklebust (2012 s. 29) forteller at lignende funn er gjort både i Sverige og Holland og at selv om mange tror at nye kjøpesentre vil føre til utdaterte og tomme sentrum så viser empirien at det er mulig at handelen både på kjøpesentre og i sentrumsbutikker kan utvikle seg side om side. Spesielt de to svenske undersøkelsene kommer frem til at sentrumsbutikker har tilnærmet ingen tilbakegang ved etablering av eksterne kjøpesentre. De som blir berørte er de butikkene som tidligere var de største, men som etter den nye etableringen har blitt nest størst. Saken er at man som regel ikke finner disse butikkene i sentrum, men i utkanten av byene eller tettstedene. Små butikker klarer seg altså fint ved nye etableringer av handelsområder, mens det er de mellomstore butikkene som må tåle tapte markedsandeler. Handelen kan altså flytte seg fra ett sted til et annet i utkanten av byen, men sentrumshandelen består som før (Holsen & Myklebust 2008 s. 194).

3.2.3 Historisk utvikling

I Norge har vi sett en ekstrem investeringsvillighet i kjøpesentre og har i dag Europas høyeste tetthet av kjøpesentre i forhold til antall innbyggere (Cushman & Wakefield 2016 s. 6).

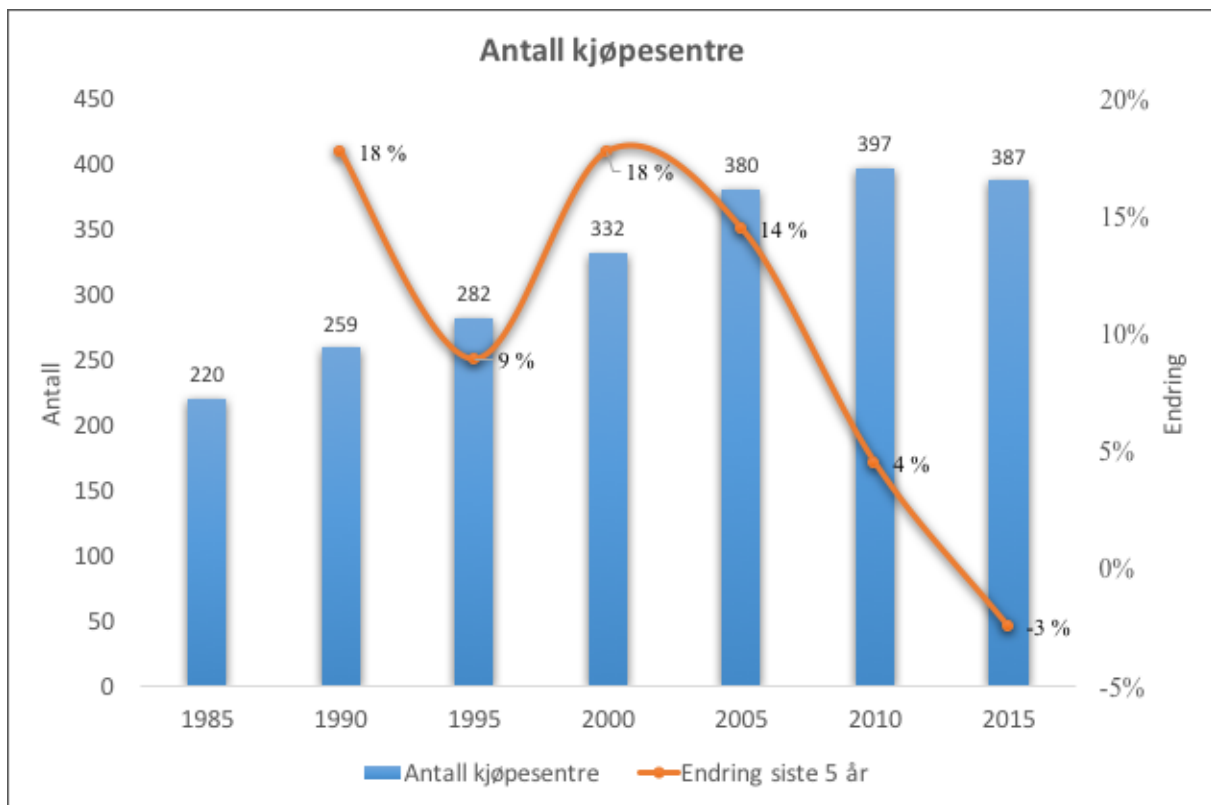
Rasmussen og Reidarson (2007 s. 51) forklarer den store investeringsviljen i denne bestemte eiendoms-kategorien med at den norske befolkningen har hatt god økonomisk vekst og sterk kjøpekraft.

Omholt (2005 s. 47 ff) forteller om det klassiske stormagasinet som det første senterformatet, om utviklingen fra Bon Marché, verdens første senter, i Paris på midten av 1800-tallet og veien frem til det vi i dag kjennetegner som kjøpesentre. Rasmussen og Reidarson (2007 s. 46) skriver om Norges første kjøpesenter, Eiksmarka Senter i Bærum, som ble etablert i 1953 etter inspirasjon fra USA. Jeg skal ikke gå helt tilbake til hverken Bon Marché eller Eiksmarka Senter i fremstillingen av kjøpesentrenes utvikling, men tar en rask gjennomgang av kjøpesenterutviklingen i Norge siden 1985 og frem til 2015.

I løpet av de siste 30 årene er det gjort små endringer i definisjoner og hvordan antall sentre, butikkomsetning, markedsandeler og salgsareal har blitt beregnet. Derfor er ikke tallene 100 % sammenlignbare, men gir likevel et godt bilde av utviklingen.

I figur 1 ser vi at antall sentre har økt fra 220 i 1985 til 387 i 2015, dette tilsvarer en økning på 75,9 %. De årene det ble etablert flest sentre finner vi mellom 1985 og 1990 og mellom 1995 og 2000. Etter årtusensskiftet har veksten avtatt og vi hadde til og med en reduksjon i antall sentre fra 2010 til 2015.

Det er ikke bare nyetableringer og avviklinger som spiller inn på statistikken over antall kjøpesentre. Nye sentre i statistikken skyldes nyetableringer, utvidelser eller nyregistreringer, mens bortfall av sentre kan skyldes sammenslåinger eller at kravene til kjøpesenterdefinisjonen ikke lenger tilfredsstilles. Det kan for eksempel være at et senter går fra fem til fire leietakere (Rasmussen & Midtbust 2012 s. 46).

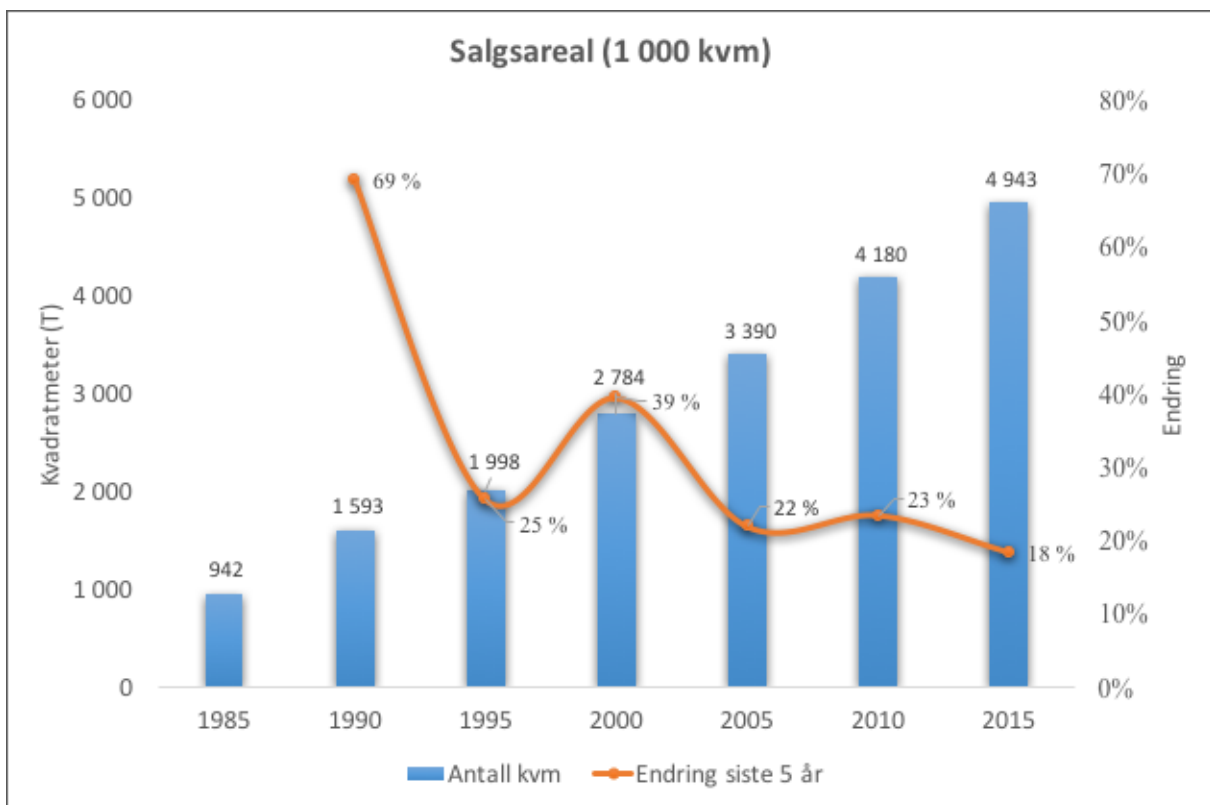


Figur 1: Utvikling av antall kjøpesentre¹

Selv om antall kjøpesentre har hatt en ujevn utvikling ser vi i figur 2 at salgsarealet har, med unntak av slutten av 80-tallet og andre halvdel av 90-tallet, hatt en stabil økning på i overkant

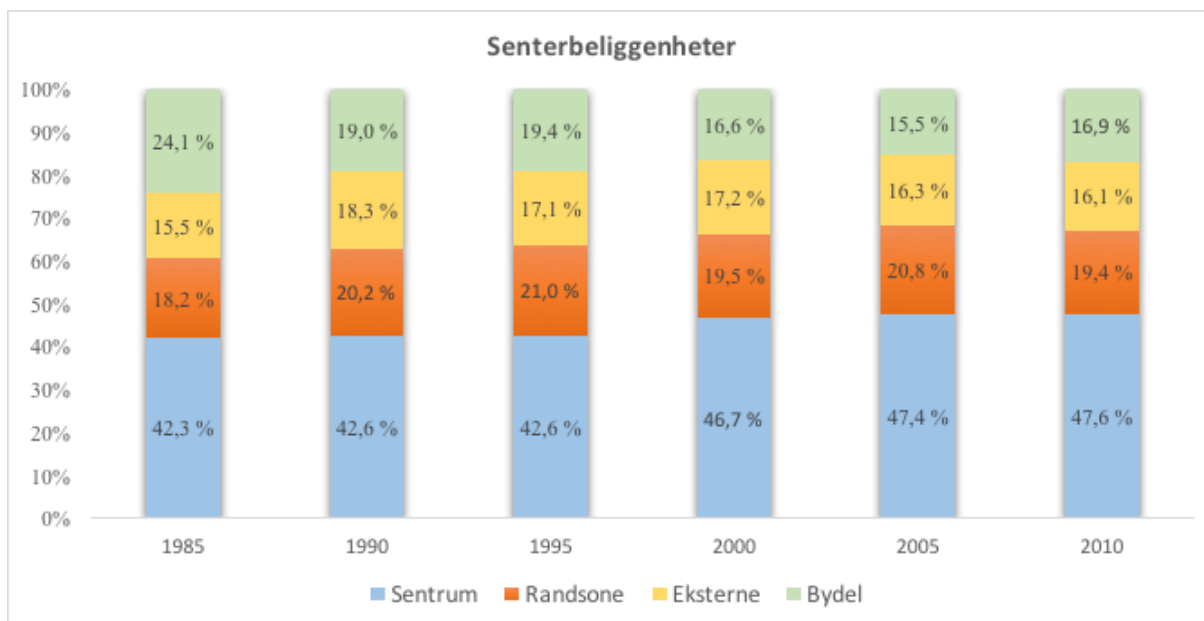
¹ Andhøy (2000), Andhøy & Rasmussen (2001), Holsen (2001), Rasmussen (2004), Rasmussen (2005), Rasmussen (2006), Rasmussen (2007), Rasmussen (2008), Rasmussen (2009), Rasmussen (2010), Rasmussen (2011), Rasmussen (2012), IBA (2015), ARApplan (2017).

av 20 % i de fleste femårsperiodene. Det at det totale salgsarealet ikke følger utviklingen av antall kjøpesentre forklares ved at det har blitt gjennomført utvidelser av eksisterende sentre. Selv om det i prosent var en særdeles stor økning på 69 % fra 1985 til 1990 var det likevel ikke noen større økning i antall kvadratmeter enn det vi har sett de siste femårsperiodene. Ser vi dette i sammenheng med de politiske bestemmelsene om kjøpesenteretablering kan det se ut som at den hadde virkning på nyetableringer fra 2005, men at det i stor grad er blitt gitt dispensasjoner for utvidelser av eksisterende sentre.

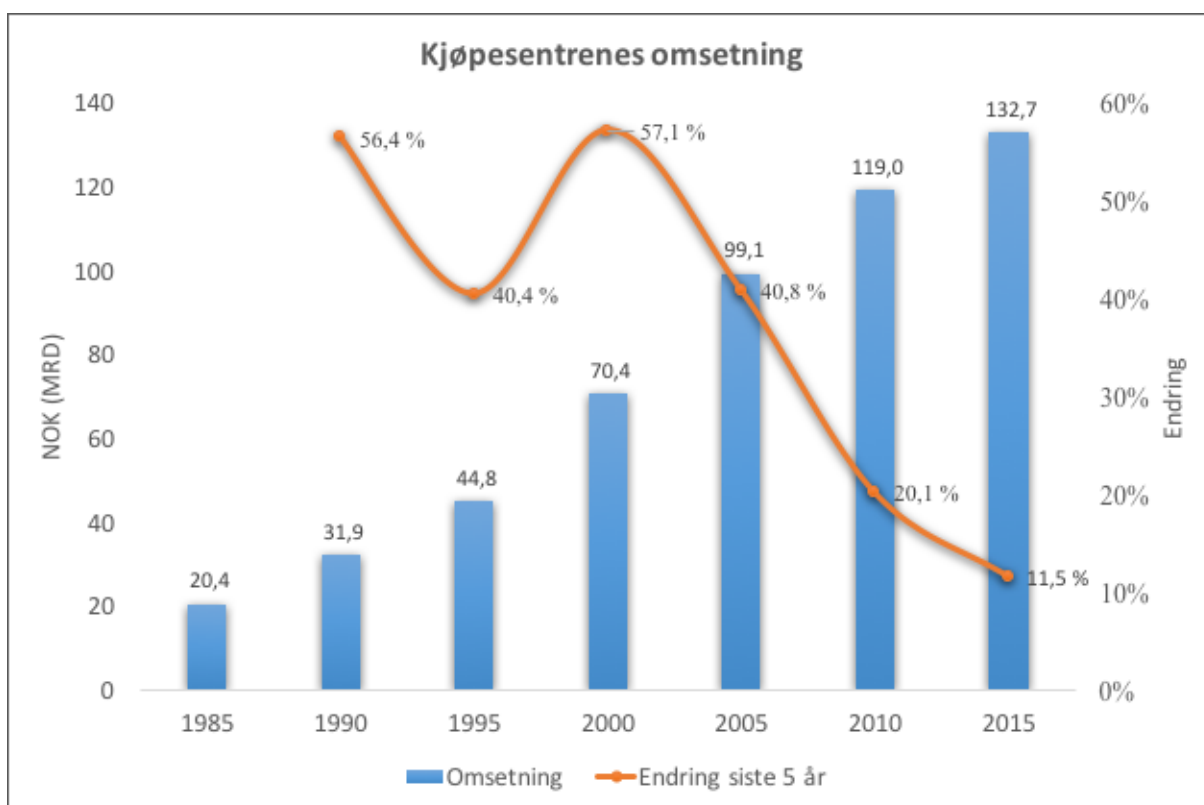


Figur 2: Utvikling av salgsareal¹

Jeg gikk tidligere i kapitlet igjennom de ulike kategoriene for kjøpesenterbeliggenheter. I figur 3 ser vi hvordan beliggenhetsandelene har utviklet seg. Figuren viser at kategoriene ikke har hatt noen store skiftninger i andelsfordeling i perioden. Det som er verdt å merke seg at de eksterne sentrene hadde en ganske klar økning fra 1985 til 1990, men har mistet litt terreng igjen siden den gang. Samtidig ser vi at sentrumssentrene spiser noen prosentpoeng fra 1995 til 2000 og har en liten økning de påfølgende femårsperiodene, noe som tyder på at de politiske føringene har hatt en viss effekt på markedet. Randsonesentrene har svært små endringer, mens bydelssentrene har tapt andeler hele veien.



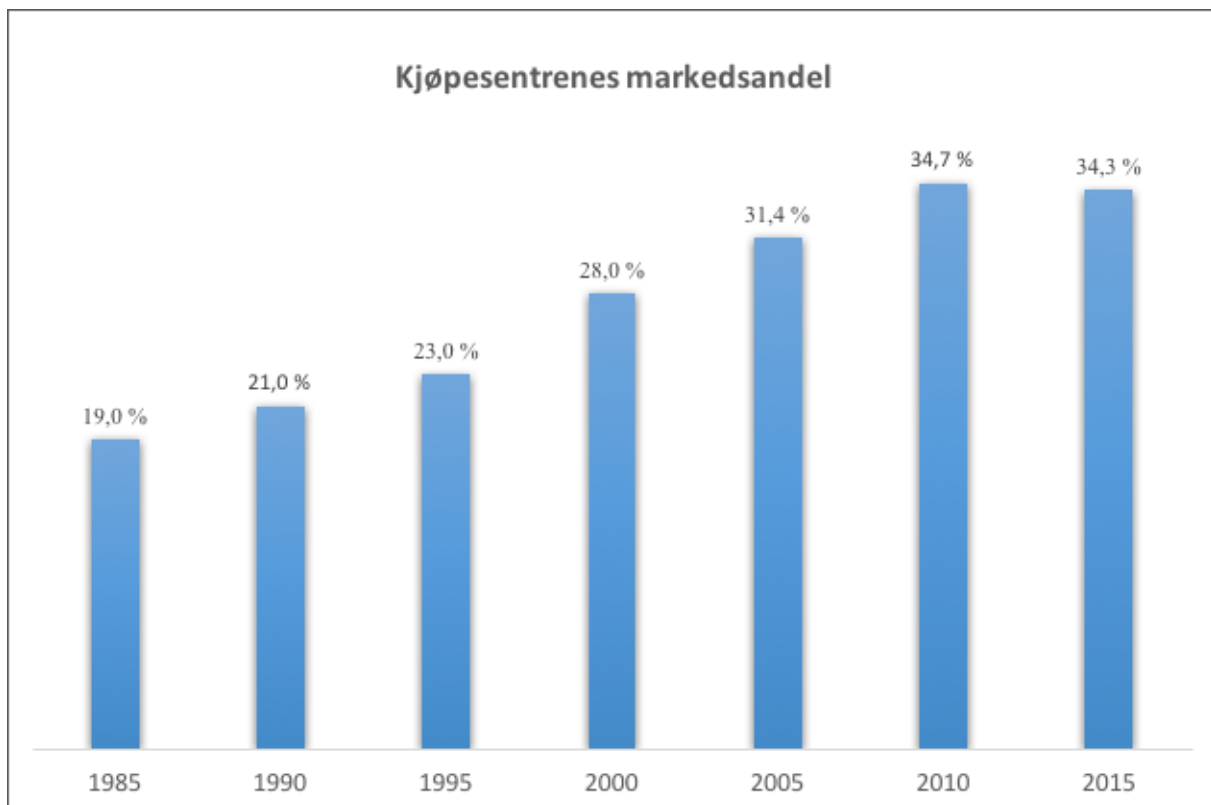
Figur 3: Utvikling senterbeliggenheter¹



Figur 4: Kjøpesentrenes omsetning¹

Den aggressive etablering av kjøpesenterareal har naturligvis gjort at kjøpesentrenes totale omsetning også har vokst betraktelig i løpet av samme periode. Vi ser i figur 4 at det var en høy omsetningsvekst frem til 2005. Den prosentvise veksten har siden den gang avtatt noe, men har fremdeles vært god. En del av omsetningsveksten skyldes naturligvis endringer i konsumprisen. Dersom man tar omsetningsveksten fra 1985 til 2015 og korrigerer for endringen i KPI har det vært en realvekst i omsetning på 286 %.

Figur 5 viser at kjøpesentrenes markedsandel av den totale butikkomsetningen har økt betraktelig siden 1985, spesielt i perioden 1995 til 2010. Etter 2010 har markedsandelen ligget tilnærmet uforandret.



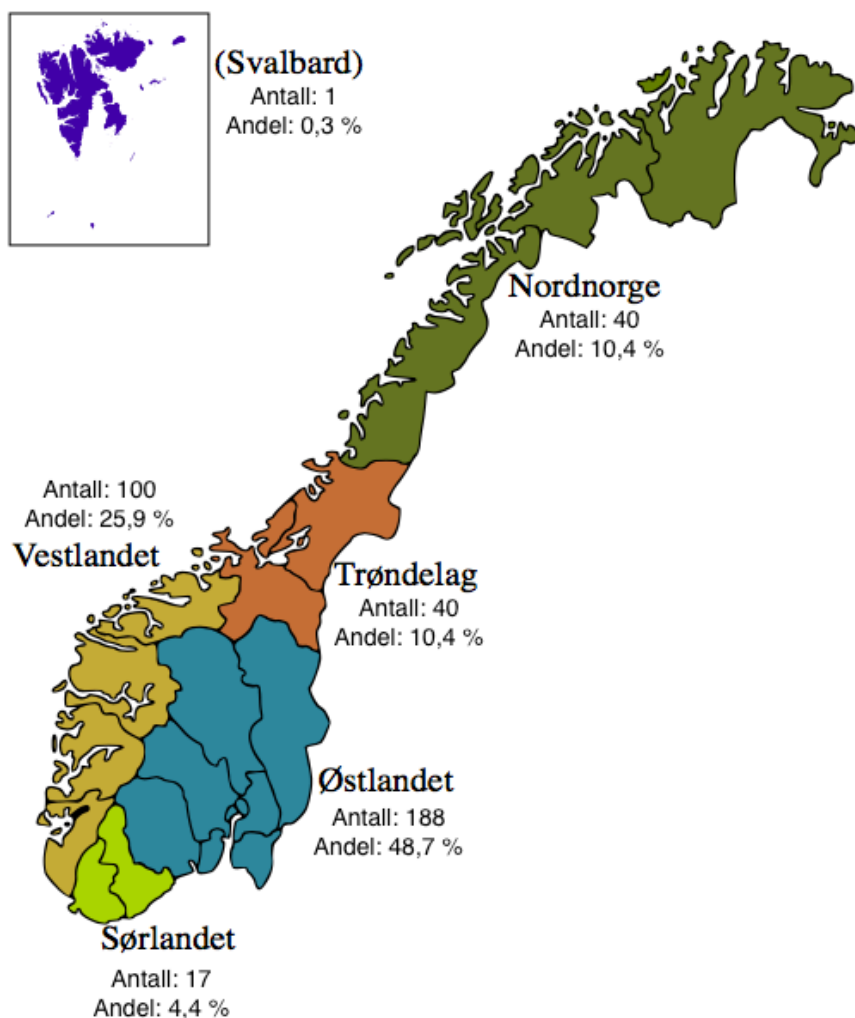
Figur 5: Kjøpesentrenes markedsandel¹

3.2.4 Kjøpesentermarkedet 2017

I 2017 er det registrert 386 sentre som oppfyller kjøpesenterdefinisjonen, hvorav 291 av disse er større enn 5.000 m² (ARAplan 2017).

I bilde 1 ser vi hvordan de 386 sentrene er fordelt rundt om i de forskjellige landsdelene. Og naturlig nok er det Østlandet som har den største andelen av sentrene, med hele 48,7 %.

Sammenligner man den geografiske fordelingen av kjøpesentre med landsdelenes andel av Norges befolkning ser vi i tabell 1 at bosettingen på lang vei forklarer hvor det er blitt etablert kjøpesentre.



Bilde 1: Geografisk fordeling av kjøpesentre (ARAplan 2017)

Landsdel	Kjøpesentre		Befolkning	
	Antall	Andel	Antall	Andel
Nord-Norge	40	10,4 %	484 647	9,2 %
Trøndelag	40	10,4 %	454 596	8,6 %
Vestlandet	100	25,9 %	1 368 527	26,0 %
Østlandet	188	48,7 %	2 649 758	50,4 %
Sørlandet	17	4,4 %	300 789	5,7 %
Svalbard	1	0,3 %	2 152	0,0 %
Totalt	386	100,0 %	5 260 469	100,0 %

Tabell 1: Landsdelenes andel av kjøpesentre og befolkning (SSB 2017a, SSB 2017b & ARApplan 2017)

I tabell 2 har jeg beregnet noen gjennomsnittstall for det norske kjøpesentermarkedet. Dette er gjort både for alle kjøpesentre som oppfyller kravene til kjøpesenterdefinisjonen og for sentre som er over 5.000 m². Vi ser at et gjennomsnittlig norsk kjøpesenter har rett i overkant av 13.000 m² i salgsareal og 34 leietakere. Ekskluderer vi de 95 sentrene som er har mindre enn 5.000 m² i salgsareal er gjennomsnittet på 16.175 m² og 41,2 leietakere.

Gjennomsnittstall for kjøpesentre 2017		
	2 500 +	5 000 +
Salgsareal	13 077	16 175
Antall butikker	27,3	33,5
Antall serveringssteder	2,9	3,5
Antall servicebedrifter	3,7	4,2
Antall leietakere	34,0	41,2
Salgsareal per leietaker (m ²)	385	393
Kjøpesenterareal per innbygger (m ²)	0,96	0,89

Tabell 2: Gjennomsnittstall for kjøpesentre 2017 (ARApplan 2017)

Det norske kjøpesentermarkedet er sterkt preget av sentergrupperinger, hvor hele 278 av de 386 kjøpesentrene er en del av en gruppering. En gruppering er av ARApplan (2017) definert til å være en aktør som gjennom felles drift og/eller eierskap har to eller flere sentre i sin portefølje. Tabell 3 viser en oversikt over de norske kjøpesentergrupperingene i 2017. Amfi er den klart største sentergrupperingen, med Coop Norge Eiendom og Citycon på andre- og tredjeplass.

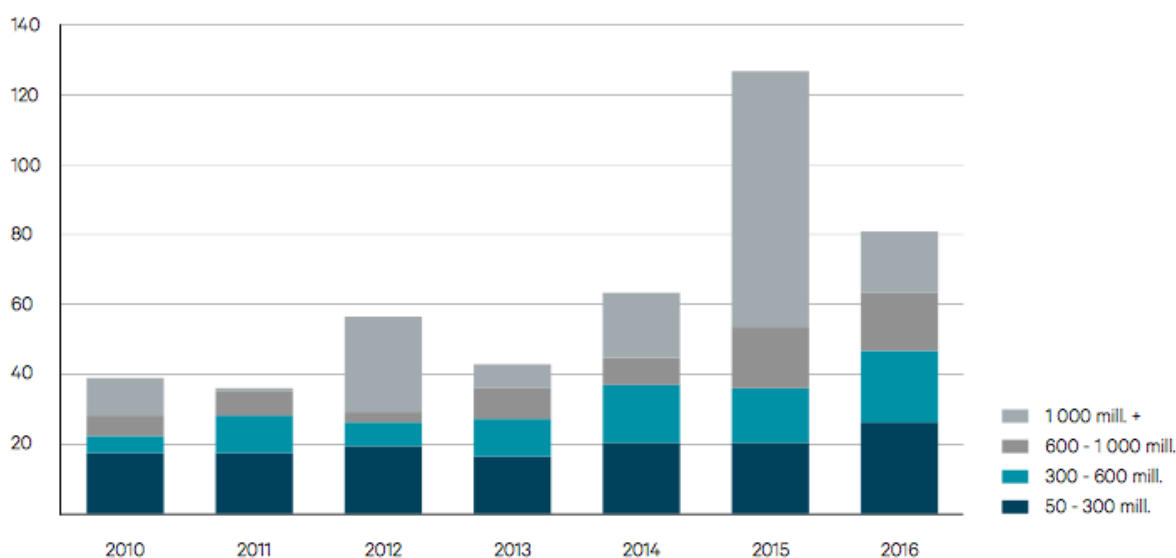
Sentergrupperinger		
Navn	Sentre	Salgsareal
AMFI	78	1 225 067
COOP NORGE EIENDOM AS	35	338 360
CITYCON NORWAY AS	32	599 228
THON EIENDOM	22	604 551
SALTO EIENDOM AS	14	152 627
STEEN & STRØM	12	306 513
SCALA RETAIL PROPERTY	10	121 801
NORGESGRUPPEN EIENDOM AS	9	29 631
OBOS FORRETNINGSBYGG	7	76 964
WAHL EIENDOM AS	7	28 802
ABERDEEN	6	52 030
ICA EIENDOM NORGE AS	5	11 182
DNB LIVSFORSIKRING ASA	5	114 407
REITAN EIENDOM AS	5	28 149
KLP EIENDOM	5	76 000
NAF GÅRDENE AS	5	37 710
SØNDRE VIKEN EIENDOMSPARTNER AS	5	18 855
CENTER HOLDING AS	4	16 300
UTSTILLINGSPLASSEN EIENDOM	3	19 900
MOSS HOLMESTRAND NÆRSENTER AS	3	7 300
SØYLEN EIENDOM AS	3	34 086
CC MARTN HOLDING AS	3	71 500
TOTAL	278	3 970 963

Tabell 3: Kjøpesentergrupperinger 2017 (ARApplan 2017)

3.2.4 Transaksjonsmarkedet

I følge Union (2017 s. 20) var 2016 nok et rekordår innen eiendomstransaksjoner i Norge. Det ble registrert hele 271 transaksjoner med verdi over NOK 50 millioner, noe som er 23 flere enn i rekordåret 2015. Likevel var var det samlede omsetningsvolumet lavere enn i 2015 på grunn av at det var færre store porteføljer til salgs enn året før . Samlet omsetningsvolum endte i 2016 på NOK 81 mrd. Internasjonale investorer både kjøpte og solgte eiendom for rundt NOK 12 mrd, noe som vil si at størrelsen på samlede internasjonale eiendomsinvesteringer i Norge ved utgangen av 2016 var lik som ved utgangen av 2015.

Transaksjonsvolum

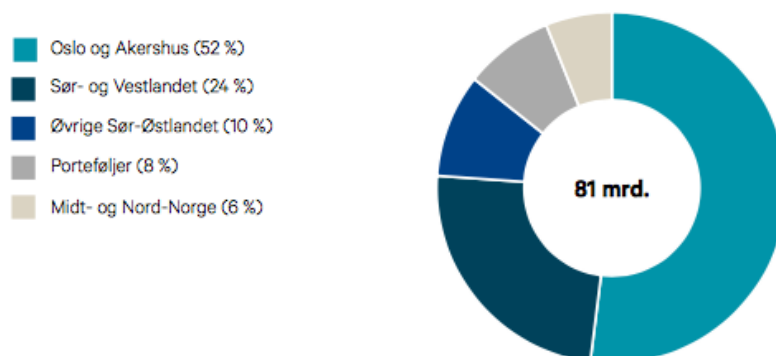


Tall i milliarder kroner.

Figur 6: Transaksjonsvolum eiendom 2016 (Union 2017 s. 21)

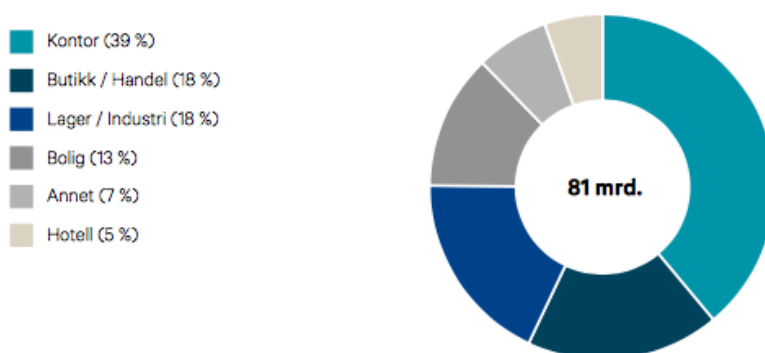
I figurene 7 og 8 ser vi fordelingen av transaksjoner på områder og segmenter. Oslo og Akershus er det klart mest aktive transaksjonsmarkedet med over halvpartene av transaksjonene i 2016, mens Sør- og Vestlandet er nest størst med cirka en fjerdedel. Ser vi på handelssegmentet utgjør dette 18 % av det totale transaksjonsvolumet, noe som tilsvarer om lag NOK 15 mrd. Det ble gjort 48 transaksjoner innen handelseiendom i 2016, dette gir en gjennomsnittstransaksjon på 313 millioner kroner. Antallet er det høyeste som har blitt registrert i løpet av et kalenderår. Den største transaksjonen var ICAs porteføljesalg bestående av 58 eiendommer for NOK 2 mrd (Union 2017 s. 28).

Transaksjonsvolum i 2016 – Områder



Figur 7: Transaksjonsfordeling områder (Union 2017 s. 23)

Transaksjonsvolum i 2016 – Segmenter



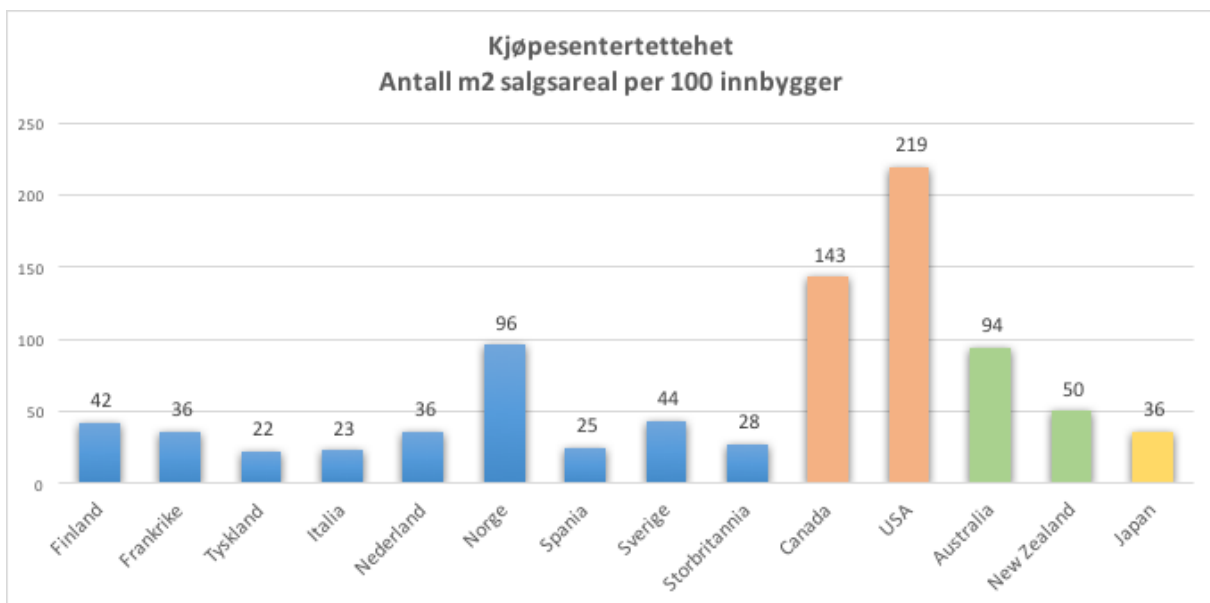
Figur 8: Transaksjonsfordeling segmenter (Union 2017 s. 23)

Når det gjelder kjøpesentre var den største transaksjonen Thon Eiendoms kjøp av Åsane senter i Bergen for NOK 1,9 mrd (Nilsen 2016). Lillestrøm Torv og Horisont i Bergen var også blant de større sentrene som ble omsatt i 2016 (Union 2017 s. 28). Langt større transaksjoner var det i kjøpesentermarkedet i 2015, da de tre største transaksjonene til sammen utgjorde NOK 20,9 mrd. Alle tre transaksjonene hadde utenlandske kjøpere. Transaksjonene var Citycons kjøp av hele Sekorporteføljen for NOK 12,3 mrd, Meyer Bergmans kjøp av Promenaden Property for NOK 5,3 mrd og franskkontrollerte Steen & Strøms kjøp av shoppingdelen av Oslo City for NOK 3,3 mrd (Union 2016 s. 28). Finske Citycons kjøp av Sektorporteføljen i 2015 overgår altså de totale eiendomsinvesteringene fra internasjonale selskaper i 2016.

Gode kjøpesentre har opplevd en yieldkompresjon og prime yield anslås til 4,25 prosent i første halvår av 2017. Det er 0,5 prosentpoeng høyere enn de beste handelseiendommene, som prises rundt 3,75 prosent i yield. (Union 2017 s. 28).

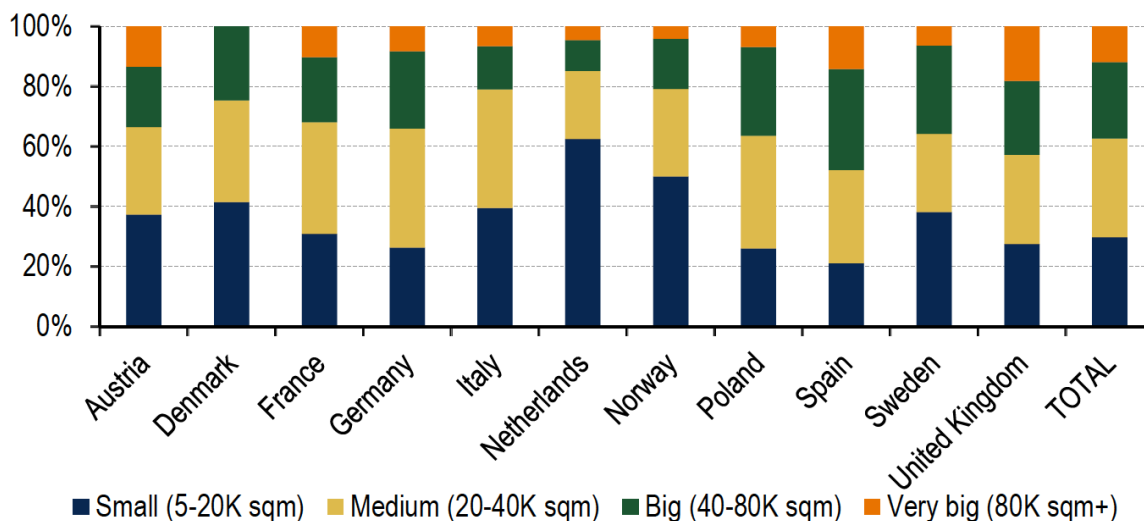
3.2.5 Et internasjonalt perspektiv

I internasjonal sammenheng er Norge et av de landene i verden som har høyest kjøpesentertetthet. I figur 9 ser vi en oversikt over kjøpesentertettheten for et utvalg av land fra Europa, Nord-Amerika, Oseania og Asia. I Europa har Norge klart flest kvadratmeter kjøpesenterareal per innbygger, på andre plass ligger Sverige med under halvparten så mye. På globalt nivå ser vi at USA har mest areal per innbygger, med hele 219, mens naboen i nord følger på andre plass. Australia har tilnærmet lik tetthet som Norge.



Figur 9: Kjøpesentertetthet (Cushman & Wakefield 2015, Cushman & Wakefield 2016 & SCCA u.å.)

Figur 10 viser at Norge, i likhet med Nederland, har svært mange små kjøpesentre. Land som Spania, Polen og USA har en langt større andel store kjøpesentre, med arealer over 40.000 m². I følge Warwood & Bessell (2016 s. 29) er det bare 6 % av verdens kjøpesentre som er større enn 93.000 m², men disse står for hele 38 % av det totale salgsarealet. I Europa står de største sentrene, fra 80.000 m² og oppover, bare for rundt 15 % av det samlede salgsarealet.



Figur 10: Kjøpesentrenes størrelse – Europa (Warwood & Bessell 2016 s. 29)

Det investeres mye i etableringer og utbygginger av kjøpesentre i Europa. 1. juli 2016 var det totale kjøpesenterarealet på kontinentet 156,3 millioner m^2 og den samlede tilførselen av areal fra juli 2016 og ut 2017 er forventet å bli 8,1 millioner m^2 . Når det gjelder kjøpesenterbygging er det Tyrkia, Russland og Frankrike som var de mest aktive landene i 2016. Tyrkia og Russland har nesten utelukkende har bygd nye sentre, mens nesten halvparten av tilført areal i Frankrike har vært utvidelser av eksisterende sentre. Totalt for Europa var det kun 16 % av tilført areal som kom fra utvidelser i første halvår av 2016, og dette er en trend som er forventet å fortsette (Cushman & Wakefield 2016).

3.2.6 Kjøpesenter som investeringsobjekt

Historisk sett har eiendom i hovedsak ikke steget mer i verdi enn den generelle inflasjonen. Likevel har det vært store gevinster å hente for de som har timet kjøp og salg riktig i markedet. Tilsvarende dårlig har det gått med de som kjøpte da markedet var på topp og blitt tvunget til å selge på bunn (Gundersen 2009 s. 13). Eiendom er et investeringsobjekt som har lav, eller ingen, korrelasjon med aksjemarkedet, og er derfor også en attraktiv investering som en diversifisering for aktører som er tunge i aksjemarkedet. Prisen på en eiendom henger mye tettere sammen med rentenivået enn hva aksjer gjør. En lav rente vil som oftest gi en høyere pris (Meholm 2004 s. 94 f.).

Det finnes flere typer eiendom å investere i. Det kan for eksempel være boligeiendom som leiligheter eller fritidseiendommer eller det kan være næringsseiendom. I motsetning til investering i aksjer krever direkte investering i eiendom arbeid i form av drift av eiendommen og det medfører også vedlikeholdskostnader for at eiendommen ikke skal tape verdi (Meholm 2004 s. 94 f.). Eiendommens bruksformål har også avgjort en stor betydning for verdien av eiendommen, noe som kommer av at ulike eiendoms kategorier har ulik risiko. Beliggenhet er den faktoren som har størst betydning for verdien av en gitt eiendom (Boye 2002 s. 70).

I forhold til leieinntektene vil man betale mest for eiendommer i sentrumsnære områder og begrunnelsen for dette er at det er lettere å leie ut eiendommer i sentrum enn i periferien. Andre viktige faktorer for eiendomsverdien er type leieavtaler og varighet på disse, soliditeten på leietakerne, nivået på kontraktsleien i forhold til markedsleien, standard på bygget, utviklingspotensial og størrelsen på eierkostnadene (Boye 2002 s. 70). Jeg vil gå nærmere inn på alle disse faktorene senere i kapitlet. Boye (2002 s. 71) peker også på en del risikofaktorer som er felles for utleiebygg:

- Markedsrisiko: Usikkerhet knyttet til leieutvikling og utvikling i salgsverdi
- Renterisiko: En stor andel av kostnadene for næringsbygg består normalt av rentekostnad. Derfor vil endringer i rentenivået ha stor betydning for lønnsomheten i et eiendomsprosjekt.
- Skatterisiko: Endringer i skattesatser og skatteregler kan påvirke avkastningen på eiendom. Eksempler er endring i avskrivningssatser og formueskattberegninger. Sistnevnte eksisterer i Norge som ett av få land (Nilsen 2012).
- Reguleringsrisiko: Offentlige reguleringer og endringer i infrastruktur. For eksempel omlegging av veier.
- Driftsrisiko: Tekniske anlegg kan ryke og medføre uforutsette kostnader.

Selv om disse risikoene gjelder for alle kategorier av utleiebygg kan nivået på hver enkelt risiko variere fra kategori til kategori.

Innen næringsseiendom skiller man gjerne mellom kategoriene kontor, varehandel, hotell, industri, rekreasjon og institusjonelle. Kjøpesentre ligger under kategorien varehandel sammen med andre typer av handelseiendommer, som for eksempel eiendommer i handlegater og enkeltbutikker (Brueggeman & Fisher 2011 s. 255). Et viktig element som

skiller kjøpesentre fra de andre kategoriene av næringseiendom er leieavtalene. Mens det hos de andre eiendomskategoriene er vanlig med fastleie, trappetrinnsleie eller indeksregulerte leier er vanlig praksis på kjøpesentre å benytte prosentleie. Dette gjør at mye av et kjøpesenters verdi kommer fra eiers evne til å skape en butikkmix som tiltrekker seg kunder. Det at senterets leieinntekter påvirkes av endringen i senterets omsetning gjør at eiendommens kontantstrøm kan variere mye fra periode til periode (Brueggeman & Fisher 2011 s. 284). Dette er en markedsrisiko som er spesiell for kjøpesentre.

Eppli og Shilling (1996 s. 466) utforsket markedsforhold som påvirker regionale kjøpesentres omsetning og kom frem til følgende resultater.

1. En arealreduksjon på 20 % på konkurrerende kjøpesentre fører til en omsetningsvekst på 30 % til 40 %, avhengig av senterets størrelse.
2. En arealøkning på 20 % på konkurrerende kjøpesentre fører til en omsetningsreduksjon på 16 % til 21 %, avhengig av senterets størrelse.
3. En avstandsøkning på 20 % til konkurrerende kjøpesentre fører til en omsetningsvekst på 4 % til 6 %.
4. En avstandsreduksjon på 20 % til konkurrerende kjøpesentre fører til en omsetningsreduksjon på 5 % til 7 %.
5. En økning i samlet husholdningsinntekt på 20 % fører til en omsetningsvekst på 11 % til 15 %.
6. En reduksjon i samlet husholdningsinntekt på 20 % fører til en omsetningsreduksjon på 10 % til 14 %.

Uansett hvilket markedsforhold de endret på var effekten størst hos de største sentrene. Disse resultatene understøttes også av en norsk studie gjort av Stakkeland (2011 s. 60 f.). Hun kommer frem til resultater som antyder at befolkningstetthet og husholdningsinntekt påvirker omsetningen per m^2 på kjøpesentre, men at den største faktoren for omsetningsendring er størrelsene på senterets konkurrenter. Samtidig avdekker hun, på samme måte som Eppli og Shilling (1996 s. 466), at avstanden til konkurrentene har langt mindre å si for omsetningen enn de øvrige testede faktorene.

Ved kjøpesenterinvesteringer er det derfor viktig å forstå senteret, de forskjellige leietakernes betydning og markedet de ligger i. Et vanlig skille mellom leietakere er ankerbutikker og

andre butikker. Ankerbutikker er typisk store varemagasin, dagligvareforretninger eller andre butikker med spesielt høy omsetning eller som genererer mye kundetraffikk. De andre butikkene er da de mindre og mer typiske kjøpesenterbutikkene som håper å generere ekstra salg ved å ligge i nærheten av ankerbutikkene. Og dette er hele grunnprinsippet i kjøpesenterideen, altså at effekten av samlokalisering vil øke omsetningen for alle leietakere på senteret (Brueggeman & Fisher 2011 s. 284).

En forskjell mellom ankerbutikkene og andre butikker er at ankerbutikkene, fordi de vet de kommer til å dra opp besøkstallet på senteret, har vesentlig mer å forhandle med når det kommer til leienivå. Derfor vil disse butikkene betale langt lavere leie per m^2 enn de vanlige butikkene, hvor leienivået er drevet av endringene i markedsleien. I følge Brueggeman & Fisher (2011 s. 284 f.) kan eier i noen tilfeller være villig til å gi gratis leie dersom han vet at ankerbutikken vil dra opp kundetraffikken til senteret betraktelig.

Suksessfaktorer

Lyng (2012 s. 152 ff.) og Stakkeland (2011 s. 60 ff.) identifiserer en del suksessfaktorer som bør være til stede for at et kjøpesenter skal lykkes, hvor det å lykkes er synonymt med en god omsetning. Og disse bør være med som en del av investeringsvurderingen. Jeg nevner kort de viktigste.

1. Størrelse

Det å være størst i sitt markedsområde over tid er en viktig faktor for suksess. Folk ønsker ubevisst å være en del av det største og beste og man vil ved å være markedsledende gi et ubevisst positivt inntrykk på de potensielle kundene.

2. Beliggenhet

Her er det ikke snakk om beliggenhet i form av sentrum eller utenfor byene, men det å ligge der handelsveksten kommer til å skje. Dette er igjen avhengig av vei-, område-, region-, og arealplaner.

3. Planløsning

Det å sørge for en planløsning som stimulerer en god kundesirkulasjon i senteret er viktig. Her snakker vi både om den fysiske planløsningen samt plassering av leietakere. Man bør unngå mer enn tre etasjer, fordi det er

utfordrende å dra publikumsflyten oppover i etasjene og fordi det gjør det vanskeligere for butikkens logistikk når det gjelder varelevering. Noe som kan hjelpe på publikumsflyten på tvers av etasjene og rundt i senteret generelt er å plassere ankerbutikker i forskjellige etasjer og forskjellige sider av senteret slik at de mindre butikkene får nyte godt av trafikken mellom de store.

4. Kollektivtransport

Å være godt tilgjengelig gjennom kollektivtrafikk er et viktig element, spesielt for sentrumsnære sentre. Dette er positivt for eksterne sentre også, men siden de som regel er bilbaserte spiller det ikke en like stor rolle

5. Parkering

For bilbaserte sentre er det å ha tilstrekkelige parkeringsplasser særdeles viktig. Og aller helst overflateparkering da disse er mest synlige og vil som regel være førstevalget for kunden. En parkeringsplass over bakken genererer årlig cirka NOK 1.000.000 i omsetning, mens en underjordisk kun genererer NOK 300.000. Fremkommeligheten for både biler og mennesker er også en viktig faktor.

6. Leietakere

Et mangfold av utvalg og en attraktiv butikkmix skaper trafikk til senteret. Fokuser på å ha kjente konsepter, og vær forsiktig med å teste ut nye og uprøvde konsepter. Velg den størrelse varer som selges ut i fra om senteret er bilbasert eller sentrumsnært. Sentrumsnære sentre bør hovedsakelig ha leietakere som selger varer i posehandelstørrelse. Unngå for lange leiekontrakter for å kunne ha fleksibilitet i tilfellet handlevaner og preferanser endres.

7. Markedsføring

Som kjøpesenter er man avhengig av å dra flest mulig kunder. Her spiller nivået på markedsføringen en stor rolle. Derfor kan det å ha en markedskompetent senterleder eller markedsansvarlig være viktig for senterets omsetning.

Framtidsutsikter

E-handel har vist seg å være en større trussel til tradisjonell handel enn hva man trodde for bare noen få år siden. Og det snakkes både om droner, 3D-printing, og virtuelle

handleopplevelser som skal øke konkurransen ytterligere (Warwood & Bessell s. 3). Dette gjør at det å tilpasse seg trender og befolkningens behov vil bli enda viktigere for kjøpesentereiere de kommende årene. Warwood og Basell (2016 s. 1) mener at dersom kjøpesentrene klarer denne tilpasningen vil de ikke bare overleve, men de beste vil også blomstre videre.

Heldigvis for kjøpesentereierne er det fremdeles slik at mennesker som regel foretrekker å handle i butikker. Noe på grunn av utfordringer som størrelsesbeskrivelser, kvalitetssjekk og leveringstider og –priser som fremdeles er en del av e-handel, men også mye på grunn av det sosiale aspektet. Mennesker er glade i å gjøre ting i sammen, som å gå på restauranter eller besøke ulike fritidstilbud. Krange og Strandbu (1996 s.103 ff.) skriver om hvordan kjøpesentre for mange er et fast møtested og en sosial arena. På mange måter kan et kjøpesenter sammenlignes med et torg i en småby, hvor man kan snuble over bekjente man ellers ikke møter. Sånn sett har kjøpesentret noen fordeler sammenlignet med et bytorg, det er bilfritt, tørt og rent. Det sosiale aspektet er noe sentrene med all sannsynlighet må spille mer på fremover, og vi vil se et skift i hvilken type leietakere som er på senteret, fra å være majoriteten butikker til å bli majoriteten opplevelsesbaserte tilbud som bespising, kino, bowling, lekeland og så videre (Warwood & Bessell s. 27).

3.3 Verdsettelsesmetoder Næringseiendom

Verdivurderinger benyttes til ulike formål. Dette kan være til regnskapet, finansieringsformål eller vurdering av mulige kjøp og salg (Gundersen 2009 s. 14). Og det er altså det siste av disse formålene jeg ser på i denne oppgaven, investeringsvurderinger i forbindelse med transaksjoner av næringseiendom, med fokus på handelseiendom. Eller nærmere bestemt kjøpesentre.

Geltner et al (2007 s. 124 ff.) hevder at i de aller fleste tilfeller er begge parter, kjøper og selger, villig til å gjennomføre transaksjonen til en eller annen pris. Derfor koker alle forhandlinger og transaksjoner ned til hvor mye eiendommen er verdt for hver av partene. Og for at en investor skal bestemme seg for hva han er villig til å betale for en eiendom må han bruke en eller annen metode for å vurdere investeringen.

Kvello (2014 s. 24) viser til IFRS 13 når hun skriver om de ulike verdsettelsestilnærmingene. IFRS 13 deler verdsettelsesteknikkene inn i tre ulike tilnærminger:

1. Markedstilnærming
2. Kostnadstilnærming
3. Inntektstilnærming.

Innenfor hver tilnærming finnes det forskjellige modeller for verdivurdering av investeringseiendom.

Alle tilnærmingene baserer seg på en vurdering av kjente og sammenlignbare forhold. Det vil si at man i verdivurdering til en hver tid estimerer verdier ut fra historisk dokumenterbare fakta. Derfor vil verdiene man kommer frem til naturlig nok ligge noe etter den faktiske markedsutviklingen, enten markedet er på vei opp eller ned (Gundersen 2009 s. 15)

Bransjen har ingen ensartet praksis, men de to modellen som brukes mest er Nettokapitaliseringsmodellen, også kjent som yield-metoden, og DCF-modellen. Begge disse ligger under inntektstilnærmingen (Kvello 2014 s. 23 ff.),

Den generelle hensikten med verdivurderinger er å komme frem til virkelig verdi av eiendommen. Det vil si det beløpet eiendommen kan omsettes for på en armlengdes avstand mellom velinformerte, frivillige parter (Gundersen 2009 s. 14). Men verdivurdering er ingen eksakt vitenskap der man kan regne seg frem til en ”riktig” verdi. Verdien vil variere fra aktør til aktør og spesielt mellom perspektivene kjøper og selger (Boye & Dahl 2002 s. 83). Derfor mener Clausen (2002 s. 46) at det ikke finnes en objektiv virkelig verdi annet enn som øyeblikksbilder på det tidspunkt en transaksjon finner sted mellom to eller flere parter. Transaksjonsbeløpet vil være den faktiske virkelige verdi på transaksjonstidspunktet. Det vil i praksis si at virkelig verdi er verdien den investoren som er strekker seg lengst er villig til å betale etter å ha vurdert eiendommen.

Jeg vil nå gå igjennom de ulike metodene for investeringsvurdering av eiendom og tilpasse de til verdsetting av kjøpesentre. Alle eksempler som er vist er av et kjøpesenter cirka på størrelse med Amfi Finnsnes på Finnsnes i Lenvik kommune, noe som størrelsesmessig vil si cirka 11.000 m^2 og NOK 290 millioner i omsetning ekskludert merverdiavgift (Thon

Eiendom u.å.). Videre har jeg lagt til grunn at leieinntektene tilsvarer 6,5 % av omsetningen (Proff 2016) og eierkostnader på NOK 184 per kvadratmeter (Lofstad 2016 s. 30).

Begrunnelsen for valget av Amfi Finnsnes til bruk i eksemplene er at senteret er i størrelsesorden til et gjennomsnittlig norsk kjøpesenter, som vi tidligere i oppgaven så at er cirka 13.000 m², og at senteret har hatt en stabil omsetning de siste årene, noe som gjorde det enklere å beregne den faktiske leien i forhold til omsetningen.

3.3.1 Markedstilnærming

Markedstilnærmingen består av én metode. Denne tar utgangspunkt i betalingsvilligheten i markedet. Jeg tar nå en ganske nøye gjennomgang av metoden og benytter kjøpesentereksemplet for å vise hvordan man kommer frem til verdien ved bruk av denne metoden.

Salgssammenligningsmetoden

Salgssammenligning, også kjent som Arealverdi- eller Arealprismetoden (Gundersen 2009 s. 15), er en metode som kan brukes for alle typer eiendom (Ling og Archer 2010 s. 171). Metoden går ut på å sammenligne den aktuelle eiendommen med andre sammenlignbare eiendommer som nylig har blitt solgt. Teorien er altså at verdien på eiendommen er lik det markedet nylig har betalt for lignende eiendommer, eller som Brueggeman og Fisher (2011 s. 298) beskriver det: ”Prinsippet i teorien er at en informert investor aldri vil betale mer for en eiendom enn hva andre investorer nylig har betalt for lignende eiendommer.”

Hadde sammenligningsobjektene vært identiske med den aktuelle eiendommen ville det ikke vært behov for å justere prisestimatet ut over en direkte sammenligning. Men faktumet er at ingen eiendommer er hundre prosent identiske. Dette gjør det nødvendig å kartlegge forskjellene og justere verdien på de sammenlignbare eiendommene for at de på best mulig måte skal gjenspeile verdien på den eiendommen som vurderes. Og desto flere justeringer som er nødvendige, altså dess mindre direkte sammenlignbare eiendommene er, desto mindre pålitelig er denne metoden (Brueggeman & Fisher 2011 s. 298)

Innsamling av salgsdata er alfa omega for denne metoden. Den største jobben er å identifisere eiendommer som er like nok til å reflektere verdien på eiendommen som skal verdsettes. Det

optimale, og det man først ser etter, er lignende eiendommer i samme område. Dette på grunn av at man da stort sett har et marked med samme økonomi, demografi, geografi, kollektivtrafikk og reguleringsmessige hensyn. Utfordringen er at det sjelden er et tilstrekkelig antall sammenlignbare salg tilgjengelig i nærområdet, og man må derfor utvide søket både geografisk og bakover i tid (Ling & Archer 2010 s. 171 f.).

Når det er samlet sammen et tilstrekkelig datasett med sammenlignbare salg må arbeidet med justering av de aktuelle eiendommen igangsettes. Ling og Archer (2010 s. 173 ff.) deler justeringene inn i to kategorier: transaksjonsjusteringer og eiendomsjusteringer.

Transaksjonsjusteringer

1. Eiendomsrettigheter
2. Finansieringsbetingelser
3. Salgsbetingelser
4. Etterkjøpskostnader
5. Markedsforhold

Eiendomsjusteringer

6. Beliggenhet
7. Fysiske egenskaper
8. Økonomiske egenskaper
9. Bruk
10. Løsøre

Transaksjonsjusteringer omhandler forhold ved transaksjonsavtalen som kan påvirke salgsprisen på en eiendom. Dette kan være forhandlingsposisjoner til kjøper eller selger, eller at transaksjonen er en del av et porteføljesalg eller en byttehandel. Eiendomsjusteringer er noe enklere å gjennomføre og omhandler forskjeller i selve eiendommen.

Eiendomsrettigheter

Eiendommer kan ha begrensninger eller rettigheter som er forskjellig fra det man normalt antar at følger med eiendommen. Det kan være rettigheter til bruk ut over de faktiske eiendomsgrensene eller begrensninger på bruk innenfor eiendomsgrensene. Forhold som dette kan for eksempel være dannet gjennom servitutter eller andre lignende avtaler som følger eiendommen ved et salg.

Finansieringsbetingelser

Ulike finansieringsbetingelser gjør at aktørene ikke vil oppnå samme avkastning til samme kjøpspris. Derfor bør man justere eiendomsverdiene på sammenligningsobjektene dersom det kommer frem at kjøper har hatt betingelser utenom det vanlige. For eksempel hender det at

eiendom blir kjøpt av aktører som har fått statsstøtte i form av lavrentelån eller andre spesielle betingelser. Et lavrentelån vil gi aktøren mulighet til å oppnå den samme avkastningen til en høyere kjøpspris, noe som vil si at kjøpesummen er kunstig høy i forhold til det som er normalt i markedet.

Salgsbetingelser

Situasjoner som tvangssalg, desperasjonskjøp eller transaksjoner mellom selskaper med samme eier eller innad i samme familie vil ofte resultere i eiendomsverdier som ikke er faktisk markedsverdi.

Etterkjøpskostnader

I mange tilfeller vil kjøper budsjettere med oppgraderingskostnader som vil komme i etterkant av kjøpet, og kan bruke disse kostnadene som argument til å forhandle ned kjøpsprisen. Det kan være vanskelig å gå tilbake og se på standarden eiendommen var på transaksjonstidspunktet og man bør derfor i stedet justere opp verdien til å inkludere disse oppgraderingskostnadene og bruke dagens standard som sammenligningsgrunnlag.

Markedsforhold

Transaksjonsdata er som regel ikke ferskvare. Det kan være måneder eller år gamle data. Og siden de sammenlignbare eiendommene sist ble omsatt har det sannsynligvis vært flere markedsmessige forhold som har endret seg. Innunder dette ligger både inflasjon (eller deflasjon) og endringer på tilbud- og etterspørselssiden. For å kunne justere eiendomsverdiene til dagens verdi er det vanlig å bruke en analyse kalt resalganalyse, denne går ut på å se på endringen i pris fra nest siste transaksjon til siste transaksjon av en eiendom. Deretter deles verdiendringen på antall måneder det er mellom transaksjonene for å få en månedlig endring man kan bruke til justering.

Eiendom	Antall måneder mellom salg	Nest siste salg (SP1)	Siste salg (SP2)	Endring per måned (SP2 - SP1)	Endring per måned (% av SP1)
1	12	kr 239 000 000	kr 250 000 000	kr 916 667	0,38 %
2	18	kr 285 000 000	kr 290 000 000	kr 277 778	0,10 %
3	24	kr 262 000 000	kr 276 000 000	kr 583 333	0,22 %
Gjennomsnittlig prisstigning per måned =					0,23 %

Tabell 4: Resalganalyse (Oppsett fra Ling & Archer 2010 s. 174)

Med dette resultatet i analysen ville en altså justert opp den aktuelle eiendommen på følgende måte dersom den ble solgt for NOK 250.000.000 for 10 måneder siden:

$$250.000.000 \times (1 + (0,0023 \times 10)) = 255.750.000$$

Beliggenhet

Beliggenhet er en viktig faktor innen eiendomspriser, og prisestimatet må derfor justeres etter kvaliteten på eiendommens beliggenhet. I følge Børrud og Røsnes (2016 s. 79 ff.) kan beliggenhet forstås som tilgjengeligheten til karakteristikk som kjennetegner eiendommen, for eksempel utsikt og grøntarealer. Andre attributter som avgjør om en beliggenhet er god eller dårlig kan være klima, boligtetthet, områdets tilstand, eiendomsskatt, offentlig transport, kriminalitet og tilgjengelighet til blant annet skoler, politi, brannvesen, shopping, restauranter og rekreasjonsmuligheter. I tillegg til disse så finnes det mer individuelle kriterier som alderssammensetning, kultur og etnisitet (Weisbrod, Ben-Akiva og Lerman 1978). Hvilke attributter som vektlegges vil variere mellom bruksområder og kjøpers preferanser.

Fysiske egenskaper

Justeringene for fysiske egenskaper skal justere verdien av objektet ut i fra forskjeller i størrelse, arkitektonisk stil, konstruksjon, materialer, planløsning og om tilstedeværelsen eller mangel på for eksempel parkering og heis.

Økonomiske egenskaper

Økonomiske egenskaper kan for eksempel være driftskostnader, kvalitet på driftspersonell, leiekontrakter og leietakersammensetning. Leietakersammensetningen på norske kjøpesentre varierer for eksempel ut i fra størrelse på senteret og området det ligger i (Hauge 2013 s. 42).

Bruk

Selv om to eiendommer er fysisk like kan de ha komplett forskjellig bruksområder. Dersom en eiendom skal vurderes etter sin beste potensielle utnyttelse (Geltner et al 2007 s. 64) og dagens bruk er en annen må en på dette punktet justere verdien ned etter hvilke kostnader det vil medføre å omregulere og transformere bygget til ønsket bruk.

Løsøre

I noen tilfeller vil eiendomstransaksjoner også inneholde løsøre som maskiner og og annet utstyr som står på eiendommen. I disse tilfellene må det verdien justeres opp dersom løsøret har en videre verdi, eller ned dersom dette kun vil medføre kostnader for rydding og kasting.

I tabell 5 ser vi hvordan en sammenligningsvurdering av de ulike justeringskategoriene gjort på sammenlignbare salg for Amfi Finnsnes kan se ut og i tabell 6 ser vi hvordan disse slår ut i estimert verdi på senteret.

Sammenligningselementer	Eiendomsobjekt	Sammenlignbar eiendom		Sammenlignbar eiendom		Sammenlignbar eiendom	
		1	2	3	4	5	6
Salgspris		kr	250 000 000	kr	290 000 000	kr	276 000 000
Transaksjonsjusteringer							
Eiendomsrettigheter	Tradisjonell	Samme	Samme	Samme	Samme	Samme	Samme
Finansieringsbetingelser	Tradisjonell	Samme	Samme	Samme	Samme	Samme	Samme
Salgsbetingelser	Tradisjonell	Samme	Samme	Samme	Samme	Tvangssalg	Tvangssalg
Etterkjøpskostnader		Ingen	Ingen	Ingen	Ingen	Montere rulletrapp	Montere rulletrapp
Markedsforhold	Nå	12 måneder siden	18 måneder siden	18 måneder siden	24 måneder siden	24 måneder siden	24 måneder siden
Eiendomsjusteringer							
Beliggenhet	Sentrum	Samme	Eksternt	Eksternt	Samme	Samme	Samme
Fysiske egenskaper							
Areal	m2	11 000 m2	10 000 m2	15 000 m2	15 000 m2	13 000	13 000
Byggeår		2005	1989	1995	1995	2008	2008
Rulletrapp		1	1	2	2	2	2
Parkeringsplasser		400	200	600	600	350	350
Varemottak		1	2	2	2	1	1
Økonomiske egenskaper							
Bruk	Ingen info	Ingen info	Ingen info	Ingen info	Ingen info	Ingen info	Ingen info
Løsøre	Samfunnssenter	Samme	Samme	Samme	Samme	Samme	Samme
Løsøre	Ingen	Ingen	Ingen	Ingen	Ingen	Ingen	Ingen

Tabell 5: Sammenligningsmetoden – Sammenligninger (Oppsett fra Ling & Archer 2010 s. 178)

Sammenligningselementer	Eiendomsobjekt	Sammenlignbar eiendom 1		Sammenlignbar eiendom 2		Sammenlignbar eiendom 3		
		kr		kr		kr		
Salgspris		kr	250 000 000	kr	290 000 000	kr	276 000 000	
Transaksjonsjusteringer								
Justering Eiendomsrettigheter	Tradisjonell	kr	-	kr	-	kr	-	
Justert pris		kr	250 000 000	kr	290 000 000	kr	276 000 000	
Finansieringsbetingelser	Tradisjonell	kr	-	kr	-	kr	-	
Justert pris		kr	250 000 000	kr	290 000 000	kr	276 000 000	
Salgsbetingelser	Tradisjonell	kr	-	kr	-	kr	10 000 000	
Justert pris		kr	250 000 000	kr	290 000 000	kr	286 000 000	
Etterkjøpskostnader		kr	-	kr	-	kr	200 000	
Justert pris		kr	250 000 000	kr	290 000 000	kr	286 200 000	
Markedsforhold	Nå	kr	7 036 547	kr	12 243 592	kr	12 083 159	
Justert pris		kr	257 036 547	kr	302 243 592	kr	298 283 159	
Eiendomsjusteringer								
Beliggenhet	Sentrum	kr	-	-kr	20 000 000	kr	-	
Fysiske egenskaper								
Areal	m2	11 000	kr	5 000 000	-kr	38 000 000	-kr	12 000 000
Byggeår		2005	kr	6 000 000	kr	4 000 000	-kr	1 000 000
Rulletrapp		1	kr	-	-kr	200 000	-kr	200 000
Parkeringsplasser		400	kr	3 000 000	-kr	3 000 000	kr	1 500 000
Varemottak		1	-kr	2 000 000	-kr	2 000 000	kr	-
Økonomiske egenskaper								
Bruk	Samfunnssenter	kr	-	kr	-	kr	-	
Løsøre	Ingen	kr	-	kr	-	kr	-	
Prisestimat		kr	269 036 547	kr	243 043 592	kr	286 583 159	

Tabell 6: Sammenligningsmetoden – Prisjusteringer (Oppsett fra Ling & Archer 2010 s. 179)

Siste steget i Sammenligningsmetoden er å vurdere om man skal vektlegge den justerte verdien fra de sammenlignbare salgene ulikt i forhold til hvilke av de som er mest sammenlignbare med den aktuelle eiendommen. Eksemplet i tabell 7 vektlegger eiendom 1 med 55 %, eiendom 2 med 15 % og eiendom 3 med 30 %. Ved å summere de vektete prisene får man prisestimatet for eiendommen.

Eiendom	Justert salgspris		Vekt (%)		Vektet pris
Sammenlignbart salg 1	kr 269 036 547	X	55 %	=	kr 147 970 101
Sammenlignbart salg 2	kr 243 043 592	X	15 %	=	kr 36 456 539
Sammenlignbart salg 3	kr 286 583 159	X	30 %	=	kr 85 974 948
Estimert pris (ved bruk av sammenligningsmetoden)					kr 270 401 588

Tabell 7: Sammenligningsmetoden - Vekting av sammenlignbare salg (Oppsett fra Ling & Archer 2010 s. 180)

I dette eksemplet, tilpasset kjøpesentre, er det antall kvadratmeter som slår mest ut. Men dersom det hadde vært snakk om et annet type bygg kunne andre sammenligningsgrunnlag vært vel så viktige. Som for eksempel antall enheter i et leilighetsbygg eller antall kubikkmeter i et lager (Brueggeman & Fisher 2011 s. 300).

Kritikk og diskusjon

Gundersen (2009 s. 17) hevder at denne metoden er velegnet dersom sammenlignbare eiendommer omsettes regelmessig. Dette gjelder som oftest leiligheter, hus og mindre bygårder. Men for større næringsbygg er metoden lite egnet, på grunn av få transaksjoner og at faktorer som leienivå, kontraktslengde og teknisk stand i stor grad påvirker salgsværdien. Når det gjelder kjøpesentre støtter dette opp av Sama (2012 s. 3) som skriver at det er som regel få kjøpesentre innenfor et sammenlignbart marked og at de kjøpesentrene som eksisterer kan variere mye i størrelse, leietakermiks, beliggenhet og andre faktorer som kan påvirke verdien. Disse ulikhetene sammen med få sammenlignbare transaksjoner gjør at det i mange tilfeller er vanskelig å få gode vurderinger av kjøpesentre ved hjelp av denne metoden.

3.3.2 Kostnadstilnærming

Kostnadstilnærmingen består også av én metode, og estimerer verdien ut i fra hva det koster å bygge en eiendom tilsvarende den som skal vurderes.

Kostnadsmetoden

Metoden er også kjent som gjenanskaffelsesverdi (Clausen 2002 s. 39) og teknisk verdi (Gundersen 2009 s. 15). Begrunnelsen for bruk av denne metoden til verdivurdering er at en kjøper vil ikke betale mer for en eiendom enn hva det koster å kjøpe tilsvarende tomt og bygge bygningen selv (Brueggeman & Fisher 2011 s. 324).

$$V = K_e - N + VT_e$$

V = Estimert verdi

K_e = Estimert reproduksjonskostnad

N = Nedskrivninger

VT_e = Estimert tomteverdi

Formel 1: Kostnadsmetoden

Markedskrefter gjør at verdien på nybygg tilnærmet tilsvare byggekostnaden. Det kan enkelt beskrives, i tråd med Smith (1776 s. 46) sin tidlige beskrivelse av markedskreftene, som at når det er billigere å bygge enn hva man får i salgspris vil utbyggere øke byggeaktiviteten noe som igjen skaper økt konkurranse, reduserte priser fra entreprenører og redusert markedsverdi. Og når kostnaden ved å bygge er høyere enn salgsprisen vil byggingen stoppe og man får igjen redusert konkurranse og høyere priser.

I denne verdivurderingssammenhengen beskriver Ling og Archer (2010 s. 180 f.) to typer av konstruksjonskostnader som benyttes. Den første er reproduksjonskostnad. Dette er den kostnaden som kreves for å reprodusere en bygning eksakt, til minste detalj. I dette regnestykket blir altså utdaterte funksjoner, som for eksempel dårlig planløsning, utilstrekkelige løsninger etter dagens krav og utdaterte materialer brukt som grunnlag for å beregne verdi. Den andre typen er en erstatningskostnad. Her regnes det på å bygge ett bygg som er av lik verdi for brukerne. Her brukes det moderne løsninger både for konstruksjon og for materialer.

Brueggeman og Fisher (2011 s. 234) presiserer at dersom verdivurderingen gjelder en bygning som ikke er relativt ny må man etter å ha estimert kostnaden for å reprodusere det eksisterende bygget trekke fra det man kaller for samlede nedskrivninger. Dette er forskjellen fra dagens verdi av en bygningsmasse og totalkostnaden for å reprodusere bygningsmassen. Forskjellen kommer av at bygningen, området og markedet har endret seg over tid. Gundersen (2009 s. 15) beskriver det samme med ordene "slit og elde" og forklarer dette som en verdi som gjenspeiler kostnadene ved å oppgradere en eldre eiendom til ny standard. Ling og Archer (2010 s. 181 f.) fordeler nedskrivningene i tre kategorier: fysisk svekkelse, funksjonell foreldelse og eksternt foreldelse.

Fysisk svekkelse

Fysisk svekkelse representerer reduksjonen i verdi på grunn av slitasje av bygningsmasse over tid. Enkelt sagt at eldre installasjoner er verdt mindre enn nye. Dette kan for eksempel være tak, vinduer, trapper og fundament.

Funksjonell foreldelse

Dette er verdireduksjon på grunn av at markedets preferanser har endret seg. Nyere design gjør at gammel design blir utdatert, selv om det ikke påvirker funksjonaliteten av bygget. Andre preferanseendringer kan for eksempel være nye vaner innen planløsning eller andre materialønsker.

Ekstern foreldelse

Ekstern foreldelse er den verdipåvirkningen endringer utenfor eiendomsgrensene har på eiendommen. Nærmere bestemt endringer i nabolaget som forårsaker positive eller negative oppfatninger av området bygget ligger i. Negative eksempler kan være at nye bygg blir ført opp som reduserer utsikt, økt trafikkbilde eller at en ny fabrikk i nærheten resulterer i støy. Positive eksempler er for eksempel kommunal opprusting av veinettet, bedre kollektivtilbud eller etableringer av nye tilbud som butikker og restauranter i området.

Det skal nevnes at disse nedskrivningene er vanskelige å estimere og man behøver i mange tilfeller spesialkompetanse på de enkelte områdene. Spesielt vanskelig er det for industrieiendommer, eiendommer med spesielle bruksområder og bygninger som det er veldig få av (Brueggeman & Fisher 2011 s. 325).

Siste steget i kostnadsmetoden, etter å ha justert bygningsmasseverdien, er å legge til en estimert verdi av tomten bygget står på. I kjøpesentersammenheng kan metoden se ut som i tabell 8.

Estimert reproduksjonskostnad			
Butikkareal	kr	160 000 000	
Fellesareal	kr	50 000 000	
Parkeringsareal	kr	25 000 000	kr 235 000 000
Nedskrivninger			
Fysisk svekkelse	kr	20 000 000	
Funksjonell foreldelse	kr	5 000 000	
Ekstern foreldelse	kr	-	-kr 25 000 000
Nedkrevet verdi av bygingsmasse			kr 210 000 000
Tomteverdi			kr 30 000 000,00
Nedskrevet verdi av tomteforbedringer			kr 5 000 000,00
Estimert verdi			kr 245 000 000

Tabell 8: Kostnadsmetoden (Oppsett fra Ling & Archer 2010 s. 182)

Kritikk og diskusjon

Denne metoden er som regel ingen god indikator på verdi av næringseiendom, men kan være fin å bruke som en kontrollerende metode til bedre egnede metoder. Spesielt i sentrale strøk vil markedsverdien ofte være betydelig høyere enn teknisk verdi (Gundersen 2009 s.17 f.). På grunn av kjøpesentrenes omsetningsbaserte leie og følsomhet for konkurranse vil leien variere med makroøkonomiske faktorer samt tilbud og etterspørselen av handelsareal. Dette gjør at kjøpesentrets verdi også tenderer å svinge en del over tid, noe som resulterer i at kostnadsmetoden ikke vil gjenspeile en presis verdi (Sama 2012 s. 3).

3.3.3 Inntektstilnærming

Investeringsvurdering ved bruk av inntektstilnærmingen baserer seg på at verdien av en eiendom avhenger av evnen eiendommen har til å produsere kontantstrømmer (Brueggeman & Fisher 2011 s. 300). Her tar en altså utgangspunkt i den årlige inntekten en eiendom forventes å generere og konverterer, ved hjelp av et avkastningskrav, denne estimerte eller faktiske inntekten til et verdiestimat (Ling & Archer 2010 s. 194). De fleste modellene under denne tilnærmingen bruker netto leieinntekt som grunnlag for verdivurderingen, men én benytter også brutto leieinntekt. Grunnen til dette kommer vi tilbake til når vi går igjennom de enkelte modellene. Når man benytter denne tilnærmingen for verdivurdering er det viktig å vurdere de markedsfaktorene som kan påvirke eiendommens kontantstrøm (Brueggeman & Fisher 2011 s. 300).

Ling & Archer (2010 s.194) deler modellene innen inntektstilnærming inn i to grupper, direkteavkastningsmodeller og neddiskonterte kontantstrømmodeller:

Direkteavkastningsmodeller er basert på en divisor eller faktor som deles eller ganges med den forventede kontantstrømmen det førstkomende året. Disse forholdstallene mellom verdi og kontantstrøm settes ut i fra salg av sammenlignbare eiendommer (Ling & Archer 2010 s. 194). Sann sett kan man si at disse modellene på mange måter minner om salgssammenligningsmetoden. Men de skiller seg ved at det er eiendommens inntektpotensial som er hovedfokus, og ikke de fysiske og beliggenhetsmessige attributtene. (Brueggeman & Fisher 2011 s. 300).

Neddiskonterte kontantstrømmodeller skiller seg fra direkteavkastningsmodeller på flere måter. Det ene er at en må estimere kontantstrømmen for eiendommen over flere år, og gjerne på tvers av leiekontrakter. Det må også settes et avkastningskrav som gjenspeiler hva man kunne forventet i avkastning på andre investeringer av lik risiko.

Vi skal først gå igjennom direkteavkastningsmodellene før vi til slutt ser på ulike varianter av en modell for neddiskontering av kontantstrømmer.

Nettokapitaliseringsmodellen

Nettokapitaliseringsmodellen er en av de mest praktiserte metodene for vurdering av eiendom, samtidig som den er en av de enkleste. Modellen tar kun utgangspunkt i netto kontantstrøm det første året og deler denne på markedets implisitte avkastningskrav, også kjent som kapitaliseringsrente (Geltner et al. 2007 s. 208) eller yield (Kvello 2014 s. 27). Siden modellen tar utgangspunkt i netto kontantstrøm, og ikke brutto leieinntekt, er den fin å bruke dersom det er mistanke om at de sammenlignbare eiendommene har betydelige forskjeller i eierkostnader (Brueggeman & Fisher 2011 s. 302). Det denne metoden i praksis gjør er å neddiskontere den samme kontantstrømmen til evig tid (Kvello 2014 s. 28). Modellen presenteres i forskjellige varianter, og jeg kommer først til å presentere grunnmodellen før jeg går inn på to mulige utvidelser.

Netto kontantstrøm

Netto kontantstrøm er den totale leieinntekten fratrukket oppgitte eller antatte eierkostnader og er den kontantstrømmen som skal gi avkastning på investert total kapital (Gundersen 2009 s. 19). For Amfi Finnsnes kan netto kontantstrøm se ut som i tabell 9.

Amfi Finnsnes		
Brutto leieinntekt	kr	18 850 000
Eierkostnader	-kr	2 024 000
Netto leieinntekt / kontantstrøm	kr	16 826 000

Tabell 9: Netto kontantstrøm - Amfi Finnsnes

Modell

$$V = \frac{NK_1}{y}$$

V = Verdi
NK₁ = Netto kontantstrøm år 1
y = Yield

Formel 2: Nettokapitaliseringsmodellen (Geltner et al. 2007 s. 208)

Yield / Kapitaliseringsrente

For å kunne bruke denne modellen til verdivurdering må man først finne den riktige kapitaliseringsrenten, populært kalt yield. Dette gjøres ved å rokere om formelen til å vise oss yielden og benytte denne på nylige transaksjoner for sammenlignbare eiendommer (Ling & Archer 2010 s. 202). Vi vil da få følgende formel.

$$y = \frac{NK_1}{V}$$

V = Verdi

NK_1 = Netto kontantstrøm år 1

y = Yield

Formel 3: Yield (Ling & Archer 2010 s. 202)

Ling & Archer (2010 s. 202) kaller dette for direkte markedsutdrag og er en metode som kan benyttes så lenge salgspris og første års kontantstrøm er kjent, eller kan estimeres.

Sammenligningsgrunnlaget her er viktig, i likhet med Salgssammenligningsmetoden, og salgene skal representere transaksjoner på det åpne markedet mellom aktører på armlengdes avstand. Dersom de referansesalgene man benytter i markedsutdraget ikke er direkte sammenlignbare må det foretas justeringer basert på utstrakt bruk av skjønn (Kvello 2014 s. 27). Geltner (2007 s. 208 ff.) nevner at det er viktig å merke seg at selv om to eiendommer tilsynelatende er direkte sammenlignbare må kan kanskje likevel justere yelden på grunn av forskjeller i leieperioder, type leieavtale og eiers bidrag til felleskostnader.

Yelden sier noe om eiendommens risiko og vil derfor variere mye ut fra leiekontraktens lengde og nivå, samt om det er utviklingspotensiale på eiendommen. Yelden påvirkes også i stor grad av konkurransesituasjonen i markedet (Gundersen 2009 s. 19). Dersom det er et marked med mange interesserte aktører og høy transaksjonsaktivitet vil risikoen for bygget være lavere fordi det vil være enklere å selge bygget dersom det skulle være ønskelig. Tabell 10 viser hvordan et markedsutdrag for sammenlignbare sentre for Amfi Finnsnes kan se ut.

Markedsutdrag Yield						
	Netto leieinntekt			Salgspris		Yield
Kjøpesenter 1	kr	21 000 000	/	kr	311 000 000	= 6,75 %
Kjøpesenter 2	kr	19 300 000	/	kr	220 000 000	= 8,77 %
Kjøpesenter 3	kr	13 900 000	/	kr	208 000 000	= 6,68 %
Gjennomsnittlig yield						7,40 %

Tabell 10: Markedsutdrag – Yield (Oppsett fra Ling & Archer 2010 s. 203)

I tillegg til direkte markedsutdrag kan man benytte informasjon om yieldnivåer publisert av konsulterende aktører i markedet som meglere og analyseselskaper (Ling & Archer 2010 s. 203)

Benytter vi den gjennomsnittlige yielden fra markedsutdraget i tabell 10 til å finne verdien til Amfi Finnsnes sin netto kontantstrøm presentert i tabell 9 får vi følgende regnestykke og verdi.

$$MNOK\ 227,0 = \frac{MNOK\ 16,8}{0,074}$$

Gordons vekstformel

En svakhet ved de enklere modellene innen inntektstilnærmingen er at de ikke tar hensyn til eventuelle endringer i kontantstrømmen de kommende årene. For å beskrive svakheten tar vi utgangspunkt i tabell 11, hvor vi ser to eiendommer med lik risiko, yield på 7,4 %. For eiendom A ser vi at det er en leieavtale med fastleie, mens det for eiendom B er en indekisleie hvor leien økes med 2 % per år. Tar man i bruk en direkteavkastningsmetode her vil eiendommene ha lik verdi, fordi metoden kun tar utgangspunkt i første års kontantstrøm. Men det er ikke vanskelig å forstå at eiendom B i realiteten har høyere verdi, når man de neste årene vil ha høyere leie enn eiendom A. Dette er et godt eksempel for å vise hvor disse metodene kommer til kort i forhold til mer avanserte modeller.

År		1	2	3	4	5
A	kr	16 800 000	kr 16 800 000	kr 16 800 000	kr 16 800 000	kr 16 800 000
B	kr	16 800 000	kr 17 136 000	kr 17 478 720	kr 17 828 294	kr 18 184 860

Tabell 11: Gordons vekstformel - Kontantstrømeksempel

Denne utfordringen er forsøkt løst med å dele yielden i to ledd, hvor man trekker den forventede veksten kontantstrømmen fra den opprinnelige yielden (Geltner et al. 2007 s. 209 f.), også kjent som Gordons vekstformel (Boye 2002 s. 66).

$$V = \frac{NK_1}{y - g}$$

V = Eiendomsverdi

NK_1 = Netto kontantstrøm år 1

y = Yield

g = Prosentvis vekst i netto kontantstrøm

Formel 4: Gordons vekstformel (Boye 2002 s. 66)

Dette vil løse utfordringen i tabell 11, hvor vi da får 7,4 % yield for eiendom A og 5,4 % yield for eiendom B, og dermed et riktigere bilde av eiendomsverdiene som da blir NOK 227 millioner for eiendom A og NOK 311 millioner for eiendom B. Likevel kan denne løsningen kun benyttes når det er en konstant prosentvis økning i kontantstrømmen. Dersom leien, i form av leieavtaler med prosentleie, trappetrinnsleie eller ved hyppig utskiftninger av leietakere, er satt til å øke i ujevn takt vil heller ikke denne metoden gi det korrekte bildet av investeringen. Samtidig er det utenkelig at veksten vil være stabil i det uendelige (Boye 2002 s. 72).

I følge Geltner (2007 s. 208 ff.) hevder mange, blant andre Gundersen (2009 s. 16), at man ikke kun skal se på liggende leieavtaler for bygget, men basere verdien på markedsleie. Men de faktiske forholdene ved at det i de fleste tilfeller ligger leiekontrakter med i transaksjonene gjør at dette heller ikke viser det riktige bildet av investeringen. Kvello (2014 s. 28) viser en videre utvidelse av formel 4 som i tillegg til å ta hensyn til en konstant vekst i markedsleien tar hensyn til gjenstående kontraktsleier som ligger over eller under markedsleien. Denne ser vi i formel 5.

$$V = \frac{NK_m}{y - g} + / - \sum_{t=1}^n \frac{NK_m - NK_k}{(1 + y)^t}$$

V = Eiendomsverdi
 CF_m = Netto kontantstrøm ved markedsleie
 CF_k = Netto kontantstrøm kontraktsleie
 y = Yield
 t = Periode
 n = Antall gjenværende år i kontraktsperioden

Formel 5: Nettokapitaliseringsmodellen - vekst og kontraktsleie (Kvelling 2014 s. 28)

Vi ser at formel 5 neddiskonterer den differansen mellom markedsleie og kontraktsleie for den gjenværende kontraktsperioden.

Beregne totalavkastningen

Yield er et mål på den årlige kontantstrømmen i forhold til salgsprisen, altså direkteavkastningen av investeringen. Dersom en ønsker å beregne den totale avkastningen på et gitt tidspunkt, avkastningen inkludert verdiutviklingen på bygget, må en foreta et ekstra regnestykke. Dette er ikke noe som gjennomføres i som en del av Nettokapitaliseringsmetoden ved en verdivurdering, men som er greit å vite for å forstå den totale sammenhengen. Verdiutviklingen kan forsøkes å estimeres ut fra historiske data om verdiutvikling og analyser av faktorer for eksempel innen demografi og finans, men det er en vanskelig øvelse. Men en måte å beregne dette på er å se på prisen eiendommen ble kjøpt for og prisen det kunne blitt solgt for i dag og dividere differansen mellom disse på kjøpsprisen som vist i formel 6 (Ling & Archer 2010 s. 204).

$$g = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

g = Verdiutvikling
 P_0 = Siste salgspris
 P_1 = Dagens verdi

Formel 6: Verdiutvikling (Ling & Archer 2010 s. 204)

Den totale avkastningen er altså satt sammen av to ledd, eiendommens årlige kontantstrøm og verdiutvikling. Ved å legge til verdiutviklingen til den allerede kalkulerede yielden vil en få den totale avkastningen for eiendommen. Regnestykket for den totale avkastningen vil da se ut som i formel 7.

$$r = \frac{NK_1}{V} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

$r = \text{Totalavkastning}$

Formel 7: Totalavkastning (Ling & Archer 2010 s. 204)

Kritikk og diskusjon

I følge Ling & Archer (2010 s. 204) er nettokapitaliseringsmodellen en snarvei innen verddivurderingsfaget fordi den krever langt mindre arbeid innen estimering og risikovurdering enn andre metoder. Kvello (2014 s. 28) påpeker at det er nettopp dette, den enkle bruken av modellen, som er dens styrke. Samtidig skriver hun at modellens svakhet er at den opererer med en del konstante faktorer som gjør at virkeligheten ikke reflekteres på en god måte. Derfor egner modellen seg bedre til å gjøre en rimelighetsvurdering eller et raskt prisoverslag enn å være avgjørende i en investeringsbeslutning. Gundersen (2009 s. 19) påpeker at på grunn av at leieinntektene over tid vil variere i ujevn takt er yield et usikkert mål på den faktiske forventede avkastningen. Boye (2002) nevner enda en svakhet ved modellen, som er at den forutsetter den samme uendelige kontantstrømmen uten at det påløper større rehabiliteringskostnader for eksempel ved utskifting av leietakere. En løsning på dette kan være å benytte erfaringstall og fordele disse kostnadene på hvert år som en prosentsats av leieinntektene, selv om kostnaden i realiteten kommer for eksempel cirka hvert tiende år.

I praksis stoler investorer som benytter denne modellen på markedet, andre investorer, og jobben de gjør i sine investeringsvurderinger. For å estimere en salgspris på en eiendom kan denne metoden i mange tilfeller faktisk være et bedre mål enn DCF-modellen. Nettopp fordi den tar utgangspunkt i hele markedet og ikke den enkelte investors vurderinger. Likevel skal det presiseres at modellen i realiteten ikke viser om den aktuelle eiendommen vil være en god investering, som det kommer frem i DCF-modellen, men kun forsikrer kjøper at det er en

”riktig” pris i forhold til hva andre investorer betaler for lignende eiendommer for øyeblikket (Brueggeman & Fisher 2011 s. 303). For kjøpesenter gjelder mye det samme her som for Salgssammenligningsmetoden, få sammenlignbare transaksjoner gjør det vanskelig å få en god vurdering (Sama 2012 s. 3).

GIM

En annen forenklet verdivurderingsmetode er er GIM, ”Gross Income Multiplier.” Denne metoden er spesielt grei å bruke ved mindre eiendommer hvor man kan estimere bruttoinntekten relativt enkelt basert på observasjoner om nåværende bruttoinntekter på lignende objekter i området og justere for størrelse på leiearealer, men å skaffe informasjon om eiendommens faktiske netto leie og driftskostnader kan være vanskeligere (Geltner et al 2007 s. 208). I denne metoden behøver man altså kun å kartlegge salgspriser og leienivåer. Noe som er mindre arbeid enn å analysere seg ned til netto kontantstrøm som man gjør ved bruk av Nettokapitaliseringsmetoden og DCF-modellen (Ling & Archer 2010 s. 205).

$$V = (GI_1)(GIM)$$

V = Verdi

GI_1 = Brutto leie første år

GIM = Brutto leie faktor

Formel 8: GIM (Geltner et al 2007 s. 208)

Modellen gjøres så enkel som beskrevet ovenfor, men Ling og Archer (2010, s. 205) mener at en i tillegg bør ta hensyn til ledighetsgrad i området. Og at man da trekker fra den ledighetsgraden man må regne med og så bruke faktoren på det de kaller ”faktisk brutto leie”. Det å ta hensyn til ledighetsgraden er spesielt viktig dersom det er store forskjeller i ledighetsgrad mellom de sammenlignbare eiendommene. Samtidig kan dette være et tegn på at eiendommene faktisk ikke er sammenlignbare (Brueggeman & Fisher 2011 s. 301).

Markedsutdrag GIM							
	Salgspris			Brutto leieinntekt			GIM
Kjøpesenter 1	kr	311 000 000	/	kr	23 900 000	=	13,01
Kjøpesenter 2	kr	220 000 000	/	kr	22 000 000	=	10,00
Kjøpesenter 3	kr	208 000 000	/	kr	15 800 000	=	13,16
Gjennomsnittlig GIM							12,06

Tabell 12: Markedsutdrag - GIM

Med en brutto leie på NOK 18,85 millioner og informasjon om at lignende eiendommer har gått for 12,06 ganger brutto leie i det aktuelle området vil verdivurderingen så følgen ut:

$$MNOK 227,3 = MNOK 18,85 \times 12,06$$

I denne modellen legger en til grunn en del antagelser. Først og fremst at eierkostnadene for de sammenlignbare eiendommene er like. I noen tilfeller må man justere for dette, da det kan være at noen eiendommer har kontrakter hvor leien og felleskostnadene er satt til en fast samlet sum, og ikke splittet i en fast leie med variable felleskostnader etter faktisk bruk. Her må en trekke fra en antatt leieverdi for felleskostnader. Modellen legger også til grunn at de sammenlignbare eiendommene har leier på markedsnivå. Er det snakk om eiendommer med lengre kontrakter, og de sammenlignbare eiendommene ligger på, eller over, markedsleie, mens den aktuelle eiendommen ligger under vil man gjøre et dårlig kjøp ved bruk av denne modellen. Nettopp på grunn av dette hevdes det at denne modellen er mer anvendelig på boligeiendommer enn på næringseiendommer. Da kontraktslengdene på boliger sjeldent overgår ett år (Ling & Archer 2006).

Kritikk og diskusjon

Clausen (2002 s. 40) mener at denne modellen kan være grei i et jevnt stigende marked med lav ledighetsgrad, men at den i usikre markeder med store ledige arealer og ujevne ledighetsgrader er mindre anvendelig. Og dette gjør nok at modellen ikke bør brukes for vurdering av kjøpesentre.

DCF-modellen

DCF står for "Discountet cash flow", og modellen er basert på at en investor ikke vil være villig til å betale mer for en eiendom enn nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer.

Modellen refereres også til som Nåverdimodellen og Kontantstrømmetoden (Gundersen 2009 s.16). For å finne nåverdien estimeres eiendommens kontantstrømmer frem i tid og neddiskonteres ved hjelp av en diskonteringsrente, også kalt avkastningskrav (Brueggeman & Fisher 2011 s. 306 f.). Modellen består av to ledd: en prognoseperiode hvor man neddiskonterer netto kontantstrøm per år og deretter et terminalledd som beregnes som nåverdien av en uendelig kontantstrøm fra terminalåret (Kvelling 2014 s. 28).

Geltner et al (2007 s. 206) presenterer DCF som en tretrinnsmodell med følgende steg:

1. Estimere fremtidige netto kontantstrømmer.
2. Fastslå avkastningskrav
3. Neddiskontere kontantstrømmene til nåverdi ut i fra avkastningskravet

Steg 1 – Estimere kontantstrømmer

I følge Ling og Archer (2010 s. 196) er startpunktet for det første steget estimering av kontantstrømmer å estimere den potensielle brutto leieinntekten for eiendommen. Dette er den totale inntekten eiendommen vil kunne produsere dersom den er 100 prosent utleid samtidig som samtlige leietakere betaler for seg til riktig tid. Den som vurderer investeringen må ta stilling til om han skal bruke markedsleie eller kontraktsleie for å estimere leieinntekten. Det mest vanlige er å bruke markedsleie, men dersom det foreligger en eksisterende leiekontrakt med flere års varighet vil det i mange tilfeller være riktigere å benytte denne som grunnlag for den gjenværende leieperioden. Estimert for markedsleie skal være basert på de siste inngåtte leiekontraktene for sammenlignbare eiendommer. Utfordringen er at dette ikke er åpen og tilgjengelig informasjon. Derfor er det vanlig å ta utgangspunkt i rapportene som gis ut per måned eller kvartal av ulike analysebyråer og meglerhus.

Videre beskriver Ling og Archer (2010 s. 198) realiteten av at det er nærmest umulig for utleier å oppnå eiendommens fulle utleiepotensial over tid. Dette på grunn av at det alltid vil være noen som ikke betaler i tide, noen som går konkurs og noen som av ulike grunner flytter ut av lokalene før avtalt tid. Derfor må en i arbeidet med å estimere kontantstrømmene ta høyde for dette ved å trekke fra en andel av de potensielle leieinntekten. Denne andelen skal beregnes ut fra de historiske erfaringene ved eiendommen og andre lignende eiendommer i området, normalt ligger andelen mellom 5 og 15 prosent.

Etter å ha justert for forventet tap av leieinntekt må man trekke fra eierkostnadene utleier har ved å eie bygget. Ling og Archer (2010 s. 199 f.) deler disse kostnadene i to grupper, driftskostnader og investeringer. Driftskostnader er nødvendige i sammenheng med driften av eiendommen. Noen av disse kostnadene er faste, mens andre varierer etter hvor stor del av eiendommen som er utleid og type leietaker. Eksempler på faste kostnader kan være eiendomsskatt og forsikringer, mens eksempler på variable kostnader er forbruksartikler, søppelhåndtering og reparasjoner. Investeringer er oppgraderinger eller endringer av eiendommen og sett på som kostnader som øker byggets verdi eller forlenger byggets levetid. Eksempler er nytt tak, bytte av kjøkken, endring av planløsning og oppgradering av ventilasjonsanlegg. Det vanlige er at leietakere dekker en del av driftskostnadene gjennom å betale felleskostnader, likevel må en del av disse dekkes av eier. I følge Våge (2016) lå felleskostnadene for kontorbygg i 2016 i intervallet NOK 238 til NOK 390.

Kaldestad og Møller (2011 s. 234) skriver at det kan forekomme vedlikeholdsetterslep, at forrige eier har utsatt nødvendig vedlikeholdsarbeid. Disse kostnadene bør trekkes fra kontantstrømmen enten på tidspunkt null, investeringstidspunktet, eller i løpet av de første to til tre årene. Størrelsen på de ulike utgiftspostene vil variere fra bygg til bygg og fra aktør til aktør (Gundersen 2009 s. 17) og dette er en av flere faktorer som gjør at aktørene vil ha ulik investeringsverdi. Gundersen (2009 s. 17) definerer netto kontantstrøm som vist i tabell 13.

Leieinntekter
- Forsikring
- Eiendomsskatt
- Administrasjon/forvaltning
- Festeavgift
- Ytre vedlikehold
- Oppgradering av tekniske installasjoner
- Eiers andel av felleskostnader
= Netto kontantstrøm

Tabell 13: Netto kontantstrøm (Gundersen 2009 s. 17)

For å komplettere kontantstrømestimeringen må en estimere en salgsverdi for eiendommen ved enden av eierperioden. Normalt blir investeringseiendommer eid av samme eier i et begrenset antall år før det på nytt blir en transaksjon. Derfor må salgsverdien av eiendommen

legges til netto leieinntekt det siste året for å komme frem til kontantstrømmen. Det er flere måter å estimere en fremtidig salgspris, men i følge Ling og Archer (2010 s. 208) er det mest vanlige å benytte en av direkteavkastningsmodellene. Nettokapitaliseringsmodellen er den vanligste modellen brukt i forbindelse med estimering av den fremtidige salgsværdien, også kalt terminalverdi eller restverdi. Som vi har vært igjennom tidligere i kapitlet tar også denne modellen utgangspunkt i netto leieinntekt og et avkastningskrav, som kalles yield, for å finne eiendomsverdien. Forskjellen er at den tar kun utgangspunkt i leieinntekten det året transaksjonen skal gjennomføres, eller rettere sagt så forutsetter modellen at fra og med det året terminalverdien settes har kontantstrømmen stabilisert seg og vil være den samme, eller ha en stabil prosentvis økning, i de påfølgende årene (Brueggeman og Fisher 2011 s. 308).

I følge Ling og Archer (2010 s. 208) er det vanlig å sette den fremtidige yielden, også kjent som exit-yield, noe høyere enn det man ville brukt i dag på grunn av at det er vanlig å anta at etter hvert som en eiendom eldes vil den bli mindre attraktiv og derfor oppnå lavere leieinntekter. Likevel argumenterer Brueggeman og Fisher (2011 s. 308 f.) for at yielden kan settes lik dagens, eller lavere, dersom man tror eiendommen også videre vil klare å holde samme eller øke kontantstrømmen også etter terminalåret. Også faktorer som kan påvirke eiendomsprisene fremover må hensyntas når en skal sette den endelige yielden ved terminalåret. Dette kan for eksempel være endringer i bankenes lånerente.

Verdien ved terminalåret finnes altså ved hjelp av nettokapitaliseringsmodellen, og formel 9 viser hvilken informasjon som skal inn i modellen når den brukes som siste ledd i DCF-modellen.

$$V_T = \frac{NK_T}{y_T - g_t}$$

V_T = Terminalverdi

NK_T = Netto leieinntekt terminalår

y_T = Exit-yield

g_t = Kontantstrømvekst fra terminalår

Formel 9: Nettokapitaliseringsmodellen - Terminalverdi DCF

Etter at terminalverdien er estimert trekker man fra eventuelle forventede salgskostnader og man får kontantstrømmen for salget og verdien som skal legges til siste år av eierperioden.

En vurdering som må gjøres i dette steget er hvor langt frem i tid en skal estimere kontantstrømmer. Kvello (2014 s. 27) mener at det ikke finnes en fasit for hvor lang horisont man bør benytte i DCF-modellen, men vektet gjenværende tid på leiekontrakter eller en gitt periode på for eksempel fem eller ti år er aktuelle å bruke. Gundersen (2009 s. 16) mener at kalkyleperioden bør være på minst fem år.

Steg 2 – Fastslå diskonteringsrente

Steg to i DCF-modellen går ut på å fastslå den diskonteringsrenten, eller avkastningskravet, som skal benyttes i steg tre. Gundersen (2009 s. 18) minner om at verdien av eiendommen er svært sensitiv for selv små endringer i avkastningskravet og den må derfor velges med omhu.

Avkastningskravet skal være lik den avkastningen investoren kunne ha fått ved en alternativ investering med lik risiko. Ling og Archer (2010 s. 399) presiserer at dette ikke kun gjelder alternative investeringer i eiendomsmarkedet, men også investeringer som aksjer og obligasjoner. Dette gjør at avkastningskravet blir en subjektiv vurdering for hver enkelt investor etter hvilke alternativer han har til å plassere pengene andre steder (Gundersen 2009 s. 18).

Geltner et al (2007 s. 205) og Ling og Archer (2010 s. 381 f.) forklarer at avkastningskravet, som er brukt som diskonteringsrente i denne modellen, er et tall sammensatt av to hovedfaktorer. Når man estimerer kontantstrømmer fremover i tid må man ta hensyn til både effekten tid har på verdien av penger og risikoen for at de fremtidige kontantstrømmene avviker fra estimatet.

Ling og Archer (2010 s. 382) forklarer at grunnen til at en fremtidig utbetaling av en pengesum er mindre verdt enn å få den samme pengesummen utbetalt i dag med at så fort pengesummen er utbetalt kan den på nytt investeres og generere ny avkastning. Altså er nåverdien av en utbetaling mindre verdt jo lengre frem i tid den ligger.

Det er vanlig å bruke det man kaller risikofri rente som kompensasjon for å motta en pengestrøm frem i tid i stedet for nå. Bredesen (2011) deler den risikofrie renten inn i to komponenter, tapt rente ved risikofri investering og inflasjon. Pengenes tidsverdi går ut på at en vil kompenseres for å utsette en alternativ investering på nåværende tidspunkt. Da vil man

først kompenseres for det man ville fått ved en risikofri investering, som for eksempel bankinnskudd, og i tillegg for inflasjonen som vil skje over perioden investeringen går. Grunnlaget for den risikofrie renten er som oftest tre- til tiårige statsobligasjoner, avhengig av tidshorizonten på den aktuelle investeringen (Ling & Archer 2010 s. 382). Tabell 14 viser norske statsobligasjoner på henholdsvis tre, fem og ti år 1. mars 2017.

Norske statsobligasjoner

	3 år	5 år	10 år
01.03.2017	0,78	1,10	1,76

Tabell 14: Norske statsobligasjoner (Norges Bank 2017).

I tillegg til den risikofrie renten vil en investor kreve en risikopremie, nettopp fordi investeringen aldri vil være risikofri. Størrelsen på risikopremien vil avhenge av hvor stor risiko investeringen har. Bredesen (2011) definerer risiko til å være situasjoner hvor utfallet ikke er kjent med sikkerhet, men hvor vi kan angi sannsynligheter for hvert utfall. Og en investering vil altså da ha større risiko desto høyere sannsynlighet det er for at den faktiske avkastningen kan bli forskjellig fra det som er estimert i steg 1 av DCF-modellen. I følge Kaldestad og Møller (2011 s. 227) er de største risikoelementene innen eiendom tap på krav, ledighet og fornyelsesrisiko. Spesielt er det fornyelsesrisikoen som kan påvirke avkastningskravet, og denne vil variere hovedsakelig på grunn av forskjeller i eiendommenes attraktivitet når det gjelder beliggenhet. Fornyelsesrisiko går ut på hva som skjer når en leiekontrakt går ut. Får man samme leienivå videre? Vil leietakeren fornye, eller flytter han ut? Dette er en risiko som er relativt lav i for eksempel CBD, men vil være høyere i periferien og spesielt høy for spesialbygg. Spesialbygg er bygg spesielt tilpasset ett enkelt bruksområde.

Formel 10 viser hvordan avkastningskravet teoretisk er satt sammen.

$$E(R_j) = R_f + RP_j$$

$E(R_j)$ = Forventet avkastning eller avkastningskrav

R_f = Risikofri rente

RP_j = Risikopremie for aktuell investering

Formel 10: Avkastningskrav

Leddene som kalles risikopremie bygges gjerne opp som vist i tabell 15. Her viser man både risikopremiene for markedet og den aktuelle eiendommen. Vi ser, som vi har vært inne på, at risikofri rente er utgangspunktet. Deretter legges de ulike risikopremiene på for å ende opp i et avkastningskrav (Gundersen 2009 s. 19). Prime yielden i Norge er våren 2017 nede på 3,75 %, disse lokalene finner man i Oslo CBD (Akershus Eiendom 2017 s. 6). Videre legger man til risikopremier for hvilken brukskategori man vurderer, risiko for geografisk plassering og risiko for utvikling dersom det er et utviklingsprosjekt.

	Risikopremie	Rente	Kjente begrep
Risikofri rente	1,8 %	1,8 %	10 års statsobligasjonsrente
- Prisstigning	2,5 %	-0,7 %	Realrente
+ Kredittrisiko	2,5 %	1,8 %	Lang reell lånerente
+ Gen. Eiendomsrisiko	1,5 %	3,3 %	Prime yield
+ Kontraktrisiko	0,5 %	3,8 %	Segment yield
+ Geografisk risiko	1,6 %	5,4 %	Område yield
+ Utviklingsrisiko	0,0 %	5,4 %	Prosjektavkastningskrav
= Avkastningskrav		5,4 %	Realavkastningskrav
+ Prisstigning		2,5 %	Inflasjon
= Kalkylerente		7,9 %	Nominelt avkastningskrav

Tabell 15: Oppbygning av avkastningskrav (Gundersen 2009 s. 19)

Vi har frem til nå sett på totalkapitalens avkastningskrav. Fordi de fleste investorer ikke ønsker å kun benytte egenkapital i finansieringen av investeringer skal vi nå raskt se på hvordan andelen gjeld påvirker avkastningskravet.

I stedet for å sette et avkastningskrav på totalkapitalen kan altså en investor sette et avkastningskrav på egenkapitalen. Investoren vil da kunne benytte WACC til å komme frem til avkastningskravet på totalkapitalen. WACC står for "Weighted Average Cost of Capital."

$$r_T = \left(\frac{G}{V}\right) r_D + \left(\frac{E}{V}\right) r_E$$

r_T = Avkastningskrav på totalkapitalen

r_D = Lånerente

r_E = Avkastningskrav på egenkapitalen

G = Gjeld

E = Egenkapital

V = Verdi / Totalkapital

Formel 11: WACC (Gundersen 2009 s. 20)

Avkastningskravet for hver enkelt investor vil være avhengig av hvor stor del av finansieringen som består av egenkapital og hvor stor del som består av banklån og betingelsene på lånet (Gundersen 2009 s. 20). I tabell 16 ser vi at dersom man setter et avkastningskrav på 18,2 % på egenkapitalen og oppnår en lånerente på 3,5 % vil man ved hjelp av WACC finne at diskonteringsrenten er den samme som vi har brukt tidligere ved en finansiering på 30 % egenkapital.

WACC							
		Egenkapital					
		0 %	15 %	30 %	50 %	80 %	100 %
Gjeld	100 %	3,5 %					
	85 %		5,7 %				
	70 %			7,9 %			
	50 %				10,9 %		
	20 %					15,3 %	
	0 %						18,2 %

Tabell 16: WACC - Ulike finansieringsalternativer

Steg 3 – Neddiskontere kontantstrømmer

Matematisk kan de tre stegende oppsummeres som ligningen i formel 12, hvor V representerer dagens verdi av eiendommen. Modellen består av to ledd: en prognoseperiode hvor en neddiskonterer kontantstrømmene fra drift og neddiskontering av restverdien.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{NK_t}{(1+i)^t} + \frac{R_T}{(1+i)^T}$$

V = Verdi

NK_t = Netto kontantstrøm fra eiendommen i periode t

i = Diskonteringsrente / Avkastningskrav

R_T = Restverdi

T = Terminalår

n = Prognoseperiode (antall år)

Formel 12: DCF-modellen (Kvello 2014 s. 28)

For å eksemplifisere fortsetter vi med Amfi Finnsnes. Vi legger opp en kontantstrømperiode på ti år hvor vi, som tidligere, legger netto leie første år til 16.826.000. Som vi har vært innom kan kjøpesentre på grunn av at leiekontraktene er bygget på prosentleie ha ujevn utvikling i kontantstrømmen, derfor er estimatene i eksemplet lagt opp med med ujevn utvikling per år, men med antakelse om at senteret klarer å holde tritt med inflasjonen over en tiårsperiode. Ved slutten av leiekontrakten estimeres det at eiendommen kan selges til en yield på 8,8 %. Samtidig legger vi til grunn at avkastningskravet for investoren, basert på andre lignende investeringsalternativer, er 7,9 %. Samtidig settes avkastningskravet på restverdien noe høyere fordi man er mer usikker på fremtidig yield enn på den årlige kontantstrømmen. I tabell 17 ser vi hvordan dette oppsettet blir og hvilken verdi vi kommer frem til på senteret.

År	Netto leie	Terminalverdi Yield: 8,80 %	Kontantstrøm	Diskonteringsrente	Divisor	Nåverdi
1	kr 16 826 000		kr 16 826 000	7,9 %	1,08	kr 15 594 069
2	kr 17 100 000		kr 17 100 000	7,9 %	1,16	kr 14 687 681
3	kr 16 950 000		kr 16 950 000	7,9 %	1,26	kr 13 492 902
4	kr 17 700 000		kr 17 700 000	7,9 %	1,36	kr 13 058 325
5	kr 18 100 000		kr 18 100 000	7,9 %	1,46	kr 12 375 745
6	kr 17 910 000		kr 17 910 000	7,9 %	1,58	kr 11 349 244
7	kr 19 200 000		kr 19 200 000	7,9 %	1,70	kr 11 275 897
8	kr 19 000 000		kr 19 000 000	7,9 %	1,84	kr 10 341 464
9	kr 21 300 000		kr 21 300 000	7,9 %	1,98	kr 10 744 510
10	kr 21 860 000		kr 21 860 000	7,9 %	2,14	kr 10 219 643
10		kr 248 409 091	kr 248 409 091	9,0 %	2,37	kr 104 930 685
Total nåverdi =						kr 228 070 164

Tabell 17: DCF-modellen

En langsiktig leiekontrakt er grunnlag for et sikrere estimat enn en kort leiekontrakt. Det er på grunn av at det å estimere nivået på en leiekontrakt som skal skrives en gang i fremtiden er en vanskelig øvelse. Måten nåverdimetoden løser dette på er gjennom en fremtidig nåverdiberegning av den fremtidige leiekontrakten, får så å neddiskontere denne verdien til dagens nåverdi. Metoden er vist i formel 13. Grunnen til at dette blir gjort i to steg er at så snart den fremtidige avtalen er signert vil kontantstrømmene være lav risiko, men at det er høyere usikkerhet til hvilket nivå denne kontrakten blir signert på. Derfor blir det brukt en høyere diskonteringsrente for den fremtidige nåverdien enn for kontantstrømmene den er beregnet ut fra (Geltner et al. 2007 s. 205 f.).

Modellen deler da prognoseperioden inn i to deler, hvor den første perioden er eksisterende kontrakter, og den andre perioden er nye kontrakter og leienivå på det tidspunktet eksisterende kontrakter går ut. For kjøpesentre, med prosentleiebaserte leieavtaler, kan det være vel så aktuelt med denne modellen dersom man vet at noe som skal skje om fem år kommer til å påvirke omsetningen. Dette kan for eksempel være at et konkurrerende senter blir avviklet eller etablert, eller at man utvider senteret. Dersom det er kostnader forbundet med denne omsetningsøkningen må også denne inn i kontantstrømberegningen.

$$V = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{NK_t}{(1+i_1)^t} + \left(\frac{1}{(1+i_2)^t} \right) \left(\sum_{t=1}^{n_2} \frac{NK_t}{(1+i_1)^t} \right) + \frac{R_T}{(1+i_3)^T}$$

V = Verdi

NK_t = Netto kontantstrøm fra eiendommen i periode t

i = Diskonteringsrente / Avkastningskrav

T = Siste estimerte periode

R = Restverdi

n = Prognoseperiode (antall år)

Formel 13: DCF-modellen - To perioder (Geltner et al. 2007 s. 205 f.)

I det følgende eksemplet estimerer vi at Amfi Finnsnes har en den samme leieutviklingen som i tabell 17 de første seks årene, men at det skjer en markant økning i leieinntektene fra og med år syv. Dette er som følge av en forventet endring i konkurransesituasjonen som påvirker omsetningen i positiv retning. Etter at det forventede skiftet har skjedd forventer man igjen at omsetningen og leien vil være stabil, derfor settes diskonteringsrenten lik som på eksisterende

kontrakter. Men på grunn av at man er mer usikker på hva det nye stabile nivået vil bli setter man en høyere diskonteringsrente på den fremtidige nåverdien av disse kontantstrømmene. I tabell 18 ser vi hvordan oppsettet blir og hvilken verdi vi kommer til. Vi ser at selv om man forventer en markant høyere leie enn i tabell 17 så er verdien bare cirka NOK 4 millioner høyere. Det kommer altså av at man er mer usikker på estimatene og at det derfor er en investering med høyere risiko.

	År	Netto leie	Terminalverdi Yield: 8,80 %	Kontantstrøm	Diskonteringsrente	Divisor	Nåverdi
Eksisterende	1	kr 16 826 000		kr 16 826 000	7,9 %	1,079	kr 15 594 069
	2	kr 17 100 000		kr 17 100 000	7,9 %	1,164	kr 14 687 681
	3	kr 16 950 000		kr 16 950 000	7,9 %	1,256	kr 13 492 902
	4	kr 17 700 000		kr 17 700 000	7,9 %	1,355	kr 13 058 325
	5	kr 18 100 000		kr 18 100 000	7,9 %	1,463	kr 12 375 745
	6	kr 17 910 000		kr 17 910 000	7,9 %	1,578	kr 11 349 244
Nåverdi eksisterende kontrakter							kr 80 557 965
Fremtidige	7	kr 25 000 000		kr 25 000 000	7,9 %	1,703	kr 14 682 158
	8	kr 25 000 000		kr 25 000 000	7,9 %	1,837	kr 13 607 190
	9	kr 25 000 000		kr 25 000 000	7,9 %	1,982	kr 12 610 927
	10	kr 25 000 000		kr 25 000 000	7,9 %	2,139	kr 11 687 606
Fremtidig nåverdi (år 6) fremtidige kontrakter							kr 52 587 881
Nåverdi fremtidige kontrakter					9,0 %		kr 31 356 435
Terminalledd (år 10)			kr 284 090 909	kr 284 090 909	9,0 %		kr 120 003 070
Total nåverdi =							kr 231 917 471

Tabell 18: DCF-modellen - To perioder (Egenprodusert)

Selv om modellen med to perioder kanskje gir det mest riktige bildet av risiko og verdi blir ofte en enklere versjon av DCF-modellen brukt, også ved kortere leiekontrakter. Det som er mer vanlig er å bruke et blandet avkastningskrav som gjelder for alle eiendommens estimerte kontantstrømmer, på tvers av kontrakter og også på terminalverdien. En grunn til dette kan være latskap, eller at aktøren har begrenset med tid. Men bruken av en blandet diskonteringsrente kan også forsvares. For eiendommer med flere lokaler/leiekontrakter som går ut på forskjellige tidspunkter kan det være en svært tidkrevende øvelse å estimere fremtidig leienivå for alle disse. Derfor blir det ofte brukt en blandet diskonteringsrente for alle estimerte kontantstrømmer. Ved å ta utgangspunkt i tabell 17 hvor vi har samme diskonteringsrente på de vanlige kontantstrømmene, men høyere for terminalverdien på grunn av usikkerheten rundt denne kan vi finne det blandede avkastningskravet ved å kalkulere internrenten, eller IRR, for kontantstrømmen (Geltner et al. 2007 s. 206). Det blandede avkastningskravet for tabell 17 blir da 8,7 %.

Står valget mellom to eiendommer er det to sammenligningsmetoder som viser hvilken eiendom som er det beste investeringsalternativet (Ling & Archer 2010 s. 402). Det ene er å se hvilket alternativ som gir den høyeste internrenten, den andre er å trekke den faktiske kjøpesummen fra den beregnede nåverdien og velge det alternativet som gir høyeste netto nåverdi.

$$NNV = NV - K$$

NNV = Netto nåverdi

K = Kjøpskostnad

NV = Nåverdi av kontantstrømmer

Formel 14: Netto nåverdi (Ling & Archer 2010 s. 402)

Netto nåverdi er differansen mellom nåverdien av kontantstrømmene og kostnadene ved å kjøpe eiendommen. I tabell 19 ser vi hvordan en sammenligning ved hjelp av denne formelen hjelper en investor å velge mellom alternative investeringer.

	Nåverdi		Kjøpskostnad		Netto nåverdi
Eiendom A	kr 232 000 000	-	kr 211 000 000	=	kr 21 000 000
Eiendom B	kr 240 000 000	-	kr 243 000 000	=	-kr 3 000 000

Tabell 19: Netto nåverdi – Eksempel

Vi ser i tabell 19 at selv om eiendom B gir en høyere nåverdi gjør kjøpesummen på eiendommen at merverdien blir negativ, noe som tilsier at investeringen ikke bør gjennomføres og at man heller bør gå for eiendom A.

Kritikk og diskusjon

Modellens største styrke er at den tar hensyn til faktiske inntekter og kostnader fremfor normalisert kontantstrøm, og gir derfor et langt riktigere bilde av virkeligheten (Kvelling 2014 s. 29). Også i følge Geltner et al (2007 s. 211) blir DCF-modellen sett på som den mest presise metoden, men feilfri er den ikke. Hele konseptet med metoden er at den summerer nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, noe som gjør at verdivurderingen aldri vil være

bedre en estimatene som settes inn i formelen. Søppel inn, søppel ut blir ofte brukt som en beskrivelse av hva man får dersom man ikke tar seg tid til å lage gode estimater. Og siden metoden tar utgangspunkt i kontantstrømmer må man se både på inntekts- og kostnadssiden når man estimerer. Endringer i leienivå, eventuell ledighet, vedlikeholdskostnader og lånekostnader er alle eksempler på faktorer som påvirker eiendommens fremtidige kontantstrøm. Samtidig må også avkastningskravet analyseres. I utgangspunktet skal det være alternativkosten av kapital og tilsvare internrenten en investor kan forvente ved å gå inn i alternative investeringer med lik risiko. Det er klart at det er en omfattende øvelse å analysere alle disse forholdene, noe som gjør at mange bruker dårligere data enn de burde.

3.3.4 Utviklingseiendom

Ved en eiendomstransaksjon kjøpes som oftest ikke bare den eksisterende bygningen, og eventuelt kontantstrøm, men i mange tilfeller er det også et utviklingspotensial på eiendommen. Kostnadene og inntektene utviklingen medfører kan legges inn som en kontantstrøm i DCF-modellen, men Gundersen (2009 s. 18) presenterer to metoder som kan benyttes som støtte til de andre metodene for å vurdere verdien av utviklingspotensialet.

Tomtebelastningsmetoden

Tomtebelastning er et erfaringstall som forteller oss noe om hvor stor verdi tomten har per m^2 gulvareal BTA som tillates i henhold til gjeldende regulering. Dersom denne sier at det på eiendommen kan bygges ytterligere $5.000 m^2$ og det anslås at hver kvadratmeter med ny bebyggelse vil gi en merverdi på NOK 3.000 per m^2 vil det si at tomtens utviklingspotensial er verdt NOK 15.000.000 .

$$V_{up} = UP \times M$$

V_{up} = Verdi utviklingspotensiale
UP = Utviklingspotensial i m^2
M = Merverdi per m^2

Formel 15: Tomtebelastningsmetoden (Gundersen 2009 s. 18)

Differansemetoden

Denne metoden beregner verdien av utviklingspotensialet ut i fra at potensialet allerede var utnyttet med fradrag for kostnader for ferdigstillelse samt gjenstående prosjektrisiko og utbyggers fortjenestemargin. Også her beregner man verdien ut i fra hva gjeldende regulering tillater. Man kan si at dette er en modell som benyttes i stedet for Tomtebelastningsmodellen dersom man ikke har, eller ikke stoler på, erfaringstall og ønsker å gjøre egne beregninger.

$$V_{up} = UP \times (V_f - B - F)$$

V_{up} = Verdi utviklingspotensiale.

UP = Utviklingspotensial i m^2 .

V_f = Verdi ved ferdigstillelse.

B = Byggekostnader.

F = Fradrag for risiko, finansiering, renter og utbyggers fortjeneste.

Formel 16: Differansemetoden (Gundersen 2009 s. 18)

Bærug (2016 s. 7) forklarer at denne metoden er svært følsom for endringer formelleddene, så det er særdeles viktig at tallene bygger på faktiske erfaringstall innen byggekostnader og en realistisk salgsverdi. Derfor bør også metoden bare benyttes dersom utviklingen er nært foreliggende, da kostnadene kan endre seg over tid.

3.3.5 Oppsummering

Jeg innledet dette underkapitlet med at om en transaksjon blir gjennomført eller ikke koker ned til hva kjøperen er villig til å kjøpe for og hva selgeren er villig til å selge for.

Gjennomgangen av metoder viser at forskjellig metodebruk kan gi forskjellige svar på hva som er virkelig verdi. En annen faktor som spiller inn er naturligvis kvaliteten på det som puttes inn i modellene. Estimeringsarbeidet er særdeles viktig. På den ene siden må det være såpass realistisk og beskjedent at en ikke ender opp med en langt dårligere kontantstrøm enn estimert, samtidig kan man ikke være så forsiktig at man alltid ender opp på en lavere investeringsverdi enn konkurrerende kjøpere. I tillegg kan forskjeller i finansielle muskler og

finansieringsbetingelser påvirke hvor mye de forskjellige investorene er villige til å betale for en eiendom.

DCF-modellen krever omfattende arbeid og det må tas en rekke forutsetninger om fremtiden, og dersom en investerer til et lavt avkastningskrav skal en være temmelig sikker på estimatene for ikke å bli brent. I noen tilfeller mener Clausen (2002 s. 40) at det for å forsvare en investering blir diskontering av "fremtidsdrømmer" mer enn av "kontantstrømmer." Det er nettopp på grunn av dette at han mener at Nettokapitaliseringsmodellen for mange aktører fungerer godt nok til vurdering av investeringseiendom.

Kapittel 4 - Funn

4.1 Innledning

Som jeg tidligere har nevnt ble det intervjuet 15 respondenter i forbindelse med denne oppgaven. I dette kapitlet vil jeg først presentere de ni selskapene hvor respondentene har tilhørighet før jeg deretter går igjennom respondentenes svar.

4.2 Intervjuobjekter

GVA CRE Norway

GVA CRE Norway er et selskap som leverer konsulenttenester til aktører innen næringseiendom. Disse tjenestene inkluderer blant annet bistand ved kjøp, salg og utleie, megling, leietakerrådgivning og verdivurdering (GVA Norway u.å. a). Commercial Real Estate Norway (CRE) ble etablert i 1999 og har siden den gang blitt en del av den internasjonale alliansen GVA Worldwide. GVA Worldwide er en samarbeidsorganisasjon for uavhengige konsulentselskaper innen næringseiendom på tvers av fire kontinenter og 25 land (GVA Worldwide u.å. a). I 2017 etablerte også selskapet ett tett samarbeid med ett annet konsulentselskap i samme bransje, Persen Skei AS (GVA Worldwide u.å. b).

På kundelisten finner vi både kommunale kunder som Oslo og Skedsmo kommune, samt kjente private aktører som DNB og Avantor (GVA Norway u.å. b)

Antall respondenter: 1

Newsec AS

Newsec er, i følge selskapets nettside, Nord-Europas ledende rådgiver innen næringseiendom med hele 1.000 ansatte fordelt på 32 kontorer i syv land. Bare i Norge har selskapet ni kontorer rundt om i landets største byer. De har vært i det norske eiendomsmarkedet i 45 år og er i dag Norges største verdivurderer av næringseiendom (Newsec u.å. a).

Virksomheten dekker transaksjoner, utleie, verdivurdering og forvaltning. Selskapet har kunder på alle sider av bordet og hjelper derfor både eiendomsbesittere og investorer, bedrifter og leietakere (Newsec u.å. b).

Antall respondenter: 1

Olav Thon Gruppen AS

Olav Thon Gruppen består av divisjonene Thon Hotels og Thon Eiendom. Selskapets strategi er å erverve, utvikle og eie eiendommer med sentral og attraktiv beliggenhet (Olav Thon Eiendomsselskap 2016). Thon Eiendom er markedsledende i Norge med sin portefølje på 98 kjøpesentre og cirka 500 næringseiendommer. Av de 98 kjøpesentrene i porteføljen er 71 hel- eller deleid av selskapet, mens resterende forvaltes for andre.

Av de totale leieinntektene i Thon Eiendom på cirka 5 milliarder står kjøpesentre og annen handelseiendom for den klart største posten med 66 %, mens for eksempel kontor og hotell ligger på henholdsvis 14 % og 13 %. (Olav Thon Gruppen u.å.). De har også de siste 13 årene satset på kjøpesentre i Sverige, hvor de har rukket å bli en aktør av betydelig størrelse med eierskap i og forvaltningsoppdrag for totalt 13 sentre (Jacobsen 2017).

Antall respondenter: 4

Oslo Pensjonsforsikring AS

Oslo Pensjonsforsikring er et livsforsikringselskap som så dagens lys i 2001. Det var et resultat av at Oslo kommunale pensjonskasse ble omdannet til et aksjeselskap. Da hadde pensjonskassen eksistert i 99 år. Den ble opprettet i 1902 som Kristiania kommunale pensjonskasse. Tidlig på nittitallet ble også Aker kommunale pensjonskasse innlemmet i samme pensjonskasse, som en følge av at de to kommunene Oslo og Aker ble slått sammen til én kommune 44 år tidligere. Selskapet leverer i dag offentlig tjenstepensjon til de fleste ansatte i Oslo kommune (Oslo Pensjonsforsikring u.å. a).

Selskapets totale forvaltningskapital er rundt 80 milliarder kroner, hvorav cirka 15 milliarder er investert i forskjellig typer eiendom. Dette gjør selskapet til en av de større eiendomsinvestorene i Norge. Brorparten av eiendommene er lokalisert i og rundt Oslo,

Stavanger, Bergen og Trondheim. Selskapet investerer i både kontorbygg, lager- og logistikklokaler, industribygg, hotell og kjøpesentre (Oslo Pensjonsforsikring u.å. b).

Per i dag er det kun ett kjøpesenter i porteføljen, Ullevål Senter. I tillegg har de noen andre typer handelsarealer, som for eksempel Stor-Oslo Handelspark i Ås kommune (Oslo Pensjonsforsikring u.å. c).

Antall respondenter: 2

[Pangea Property Partners AS](#)

Pangea Property Partners er et partnereid konsulentselskap som operer i Norge, Sverige, London og Finland. Selskapet er resultat av en sammenslåing mellom Lundberg & Partners og SEB Enskilda i 2009. Siden den gang har selskapet gjennomført over 265 transaksjoner til en samlet verdi på omtrent 201 milliarder kroner (Pangea Property Partners u.å. a). To av flere store kjøpesentertransaksjoner de har vært involvert i på norsk jord de siste årene er Citycons kjøp av Sektor Gruppen og Schage Eiendoms kjøpt av Salto Eiendom (Pangea Property Partners u.å. b). Partnerne som kom fra SEB Enskilda bisto også det franske kjøpesenterselskapet Klépierre da de kjøpte Steen & Strøm for 21,9 milliarder kroner i 2009 (Bast 2009).

I følge selskapets nettside leverer de både tradisjonelle meglertjenester i eiendomsmarkedet og rådgivning i forbindelse med større transaksjoner i kapitalmarkedet. Innen dette ligger for eksempel investeringsrådgivning, kapitalinnhenting, finansieringsrådgivning, kjøp- og salgsrådgivning og rådgivning i forbindelse med oppkjøp, fisjoner og fusjoner (Pangea Property Partners u.å. c)

Antall respondenter: 1

[Salto Eiendom AS](#)

Salto Eiendom er et rendyrket kjøpesenterselskap som startet opp i 2006. Siden den gang har de rukket å bli Norges fjerde største aktør målt i antall kjøpesentre. Selskapets fokus er mellomstore kjøpesentre i det norske markedet og i dag eier og drifter de 17 eiendommer, fra Harstad i nord til Grimstad i sør (Salto Eiendom u.å. a).

Størrelsen på kjøpesentrene i Saltos portefølje spriker fra Storhamarsenteret på Hamar, med sine beskjedne 6.608 m^2 fordelt på syv butikker, og opp til Kuben Senter på Hønefoss, med et areal på 43.925 og 63 butikker (Salto Eiendom u.å. b). Totalt har kjøpesenterporteføljen en eiendomsmasse på over 240.000 m^2 og hadde i 2016 en butikkomsättning på 6,4 milliarder kroner.

Salto Eiendoms siste transaksjoner har vært salg av noen mindre sentre, som PP Senteret i Porsgrunn og Vik Senter i Brumunddal. Disse salgene er blitt gjennomført på grunn av Saltos reviderte strategi hvor de ønsker å rendyrke satsningen mot mellomstore kjøpesentre (Salto Eiendom u.å. c).

Salto Eiendom eies i dag av Schage Eiendom, som i november 2015 kjøpte ut øvrige aksjonærer. Transaksjonen ble gjennomført på en verdsettelse til rundt fem milliarder kroner (Byberg 2015). I tillegg til Salto Eiendom besitter Schage Eiendom flere andre eiendommer innen handel, kontor, bolig og andre bruksområder (Schage u.å.).

Antall respondenter: 1

Scala Retail Property AS

Scala Retail Property er et selskap som ble etablert i 2012 og som fokuserer på utvikling og revitalisering av de kjøpesentrene de går inn i. Selskapet investerer i mellomstore kjøpesentre fra 10.000 m^2 og oppover. I tillegg til minstekravet på 10.000 m^2 skal kjøpesentrene kunne bli markedsledende i sitt nærrområde etter ferdigstilling. Investeringsprofilen krever også at eiendommene må ha et klart og tydelig utviklingspotensial (Scala Retail Property u.å. a).

Eksisterende kjøpesenterportefølje består av ti sentre fra 10.000 m^2 til 18.000 m^2 og har en samlet omsättning på 3,832 milliarder kroner (Scala Retail Property u.å. b). Det største pågående prosjektet de nå jobber med er en revitalisering av Grorud Senter i Oslo, mens selskapets siste betydelige transaksjon var kjøpet av Skedsmo Senter fra ICA i februar 2016 for en sum som seniorrådgiver Erik Ingebrigtsen i DTZ anslo til å ligge i området 240 millioner kroner. Den faktiske kjøpesummen har selskapene blitt enige om å holde hemmelig (Revfem 2016).

I følge proff.no (2017) er selskapet i dag eid 51 % av det Østfoldbaserte eiendomsselskapet Fredriksborg AS og 49 % av dagligvareimperiet NorgesGruppen, som også er blant Norges ti største eiendomsaktører (NorgesGruppen u.å.).

Antall respondenter: 1

Steen & Strøm Norge AS

Steen & Strøm er en Skandinavisk kjøpesentergruppe. Selskapets strategi er å investering i og drift av ledende kjøpesentre lokalisert i attraktive handelsområder i Skandinavia (Steen & Strøm u.å. a). Selskapet ble etablert av Samuel Strøm som vinhandel og krambu i 1797 (Omholt 2005 s. 69). Resten av navnet kommer fra at han i 1856 slo seg sammen med Emil Steen. Etter hvert ekspanderte selskapet til å bli Norges første moderne varehandelsmagasin, som er det vi i dag kjenner som Steen & Strøm-bygget ved Karl Johans gate i Oslo. Selv om de i dag ikke lenger er eiere av dette bygget har de en kjøpesenterportefølje på 18 sentre fordelt på Norge, Sverige og Danmark, hvorav 11 ligger i Norge. Selskapet var ved årtusenskiftet Skandinavias største kjøpesentereier, med 42 kjøpesentre i Skandinavia, samt at de også hadde eiendommer i Polen og Tsjekkia (Steen og Strøm u.å. b).

Størrelsen på sentrene i den norske porteføljen strekker seg fra Nordbyen i Larvik på 12.735 m^2 opp til Metro Senter på 53.344 m^2 . Likevel er det Oslo City som er klart størst i omsetning, med hele 1,8 milliarder kroner fordelt på sine 26.076 m^2 . Totalt har den norske kjøpesenterporteføljen til Steen & Strøm 502.657 m^2 og står for 10,9 milliarder kroner i omsetning (Steen & Strøm u.å. c).

Selskapets største pågående prosjekt er utviklingen av Nye Økernsenteret. Senteret skal inneholde 155 butikker fordelt på 45.000 m^2 , men skal i tillegg ha 6.500 m^2 med spisesteder pluss en kino. Senteret er estimert ferdigstilt i 2022 og er et prosjekt som gjøres i samarbeid med Storebrand (Steen & Strøm u.å. d).

Den franske kjøpesentergiganten Klépierre eier majoriteten av aksjene i Steen & Strøm. Klépierre drifter hele 179 kjøpesentre fordelt på 16 europeiske land, og har verdens største

eiendomsselskap, Simon Property Group, som hovedaksjonær. Resterende av aksjene i Steen & Strøm eies av APG, verdens tredje største pensjonsfond (Steen & Strøm u.å. e)

Antall respondenter: 3

Sørco AS

Sørco AS er et eiendomsselskap basert på Sørlandet, nærmere bestemt i Arendal. Selskapet er involvert i kjøp, utvikling, drift og utleie av egne eiendommer. Brorparten av eiendomsporteføljen består i dag av kjøpesentre (Sørco u.å. a). De har i dag en senterportefølje på fire sentre, hvor Amfi Arendal er heleid av Sørco og de resterende tre er deleid sammen andre. I tillegg til kjøpesentrene har selskapet noen andre handelseiendommer og ett boligprosjekt. Amfi Kragerø er selskapets minste senter på $9.242 m^2$, mens Amfi Arendal er det største i i porteføljen på $40.000 m^2$. Totalt har kjøpesenterporteføljen til Sørco et areal på $114.846 m^2$ og en omsetning på 2,1 milliarder kroner (Sørco u.å. b).

Selskapets siste transaksjon innen kjøpesentereiendom var kjøpet av Amfi Brotorvet på Stathelle i 2014 fra tidligere eier O.G. Ottersland Eiendom AS (Varden 2014).

Antall respondenter: 1

4.3 Gjennomgang av resultater

Jeg skal i dette underkapitlet gå igjennom resultatene fra dybdeintervjuene. Gjennomgangen er delt opp i fire kategorier:

1. Markedsvurdering
2. Vurderingsmetoder
3. Kjøpesentre kontra annen næringseiendom
4. Andre funn

I gjennomgangen vil følgende forkortelser brukes for selskapene som har blitt intervjuet:

GVA CRE Norway – GVA

Newsec AS – Newsec
Olav Thon Gruppen AS – OTG
Oslo Pensjonsforsikring – OPF
Pangea Property Partners - Pangea
Salto Eiendom AS – Salto
Scala Retail Property AS – Scala
Steen & Strøm Norge AS – Steen & Strøm
Søco AS - Søco

4.3.1 Markedsvurdering

Både Steen & Strøm og Scala forteller at deres første steg i beslutningsprosessen er å vurdere om det aktuelle senteret passer inn i selskapets strategi. Steen & Strøms strategi er at de skal eie store og dominerende sentre i befolkningstette områder, mens Scala ser etter mellomstore sentre med gode konkurranseposisjoner i sitt marked. Steen & Strøm gjør på bakgrunn av dette en radaranalyse, som er å analysere hvilke områder strategikriteriene er oppfylte. Et godt eksempel på et senter som passer Steen & Strøms strategi er Oslo City, et senter med særdeles høy fottrafikk og med en beliggenhet midt i Norges mest befolkningstette område.

Neste steg, dersom kriteriene for videre vurdering er til stede, er å gjennomføre overordnede analyser av senteret i form av sammenligninger mot andre sentre i porteføljen. På dette tidspunktet sammenligner Steen & Strøm følgende:

1. Besøk per m^2
2. Leie per m^2
3. OCR (Occupancy cost ratio)

OCR er et mål på hva den totale bokostnaden til en leietaker er i forhold til omsetningen leietakeren har på senteret. I den totale bokostnaden ligger leien, felleskostnader og markedsføringsbidrag. Felleskostnadene for kjøpesentre ligger vanligvis fra NOK 600 til NOK 1.500, mens markedsføringsbidraget som regel ligger på 1 % av omsetningen. Formel 17 viser hvordan OCR beregnes.

$$OCR = \frac{L + F + M}{O}$$

OCR = Occupancy cost ratio

L = Leie

F = Felleskostnader

M = Markedsføringsbidrag

O = Omsetning

Formel 17: Occupancy cost ratio

Det tredje steget i Steen og Strøms markedskartlegging er en makroøkonomisk vurdering. Her vurderes størrelsen på markedsområdet, antall mennesker i primær- og sekundærmarkedet. Videre gjør de en kartlegging av om markedsområdet har befolkningsvekst eller tilbakegang og hvordan områdets utviklingen i konsum av kjøpesentervarer har vært.

Newsec og Scala forteller at faktorer som arbeidsledighet, renteutvikling og PMI er noe man har i bakhodet når man vurderer sentre, men disse brukes ikke direkte i estimeringen av kontantstrømmene.

Steen & Strøm forteller at den siste og viktigste analysen før en starter arbeidet med estimering av kontantstrømmer er en analyse av den fremtidige konkurransesituasjonen. Det største og mest attraktive senteret vil alltid tiltrekke seg de aller fleste kundene. Derfor vil et senter som er på andreplass i sitt marked ikke vokse, men heller bli dårligere og dårligere. Derfor gjelder det å analysere og predikere om konkurrenter har mulighet til å etablere et nytt eller utvide et eksisterende senter til å bli det markedsledende. Dette er den største risikoen ved kjøpesentervesteringer og bør derfor gjennomføres nøye.

Salto forteller at de også før de går inn i estimering av leienivåer, kostnader og beregner avkastningskrav gjør en overordnet vurdering av det aktuelle kjøpesentret. Det viktigste for om senteret er et interessant investeringsobjekt eller ikke er senterets konkurranseposisjon. Gode handelspunkter er vanskelige å flytte og det skal derfor mye til for å klare å flytte et kjøpesenter som er i andre- eller tredjeposisjon i til å bli det ledende senteret i sitt marked. En operasjon for å prøve å bli det ledende senteret vil med all sannsynlighet medføre store kostnader og man er avhengig av en kommune som er villig til å omregulere areal for å tillate

utbygging av senteret. Dersom det vurderes til at dette ikke vil være mulig, eller veldig vanskelig, å få til faller interessen for eiendommen betraktelig. Men det er viktig å merke seg at et nærsenter kan være ledende på sine tjenester i sitt markedsområde selv om det er et større senter som er det store handlepunktet i det samme området.

OTG starter sin markedsanalyse med å se på konkurransesituasjonen. Det som er viktig å se på er om senteret er eller har potensiale til å bli det ledende senteret og om det klarer å beholde denne posisjonen over tid. Dersom disse kriteriene ikke oppfylles er sentret langt mindre interessant å investere i. Videre vurderes demografien i senterets markedsområde sammen med infrastruktur og kjøretider. I tillegg vurderes kommunens handelslekkasje etter statistikk fra SSB. En stor handelslekkasje er en sterk pekepinn på at det er potensial for økt omsetning, på samme måte er et stort handelsoverskudd signal om at det kanskje ikke er mer å gå på.

OTG fortsetter med at det er lavere risiko å investere i et stabilt marked enn å investere i et marked med stor vekst. I marked med stor vekst er det større fare for at nye konkurrenter etablerer seg, noe som gjør det vanskeligere å vite hvordan leieinntekten vil utvikle seg.

4.3.2 Vurderingsmetoder

Jeg går her igjennom svarene de forskjellige respondentene hadde om de forskjellige vurderingsmetodene.

		Markedstilnæring	Kostnadstilnæring	Inntektstilnæring			Utbyggingspotensiale	
		Salgssammenligning	Kostnad	Nettokapitalisering	GIM	DCF-modellen	Tomtebelastning	Differanse
Konsulentet	GVA Norway			X				X
	Newsec AS		X	X		X	X	X
	Pangea Property Partners					X		
Investorer	Oslo Pensjonsforsikring					X		
	Salto AS					X		
	Scala Retail Property AS					X		
	Steen & Strøm		X			X		
	SørCo AS			X				X
	Thon Eiendom			X				

Tabell 20: Oppsummering av metodebruk

Vi ser i tabell 20 at brorparten av selskapene til respondentene benytter DCF-modellen, men at det også er flere som benytter Nettokapitaliseringsmodellen. Newsec har DCF-modellen som sin primære metode, men kan benytte andre modeller for å kvalitetssikre resultatet. GVA

og Sørco benytter tomtebelastningsmetoden differansemetoden for å verdsette utviklingspotensialet på kjøpesentret. Newsec benytter tomtebelastningsmetoden for utviklingspotensial som ikke egner seg å ta med i kontantstrømpstillingen.

Salgssammenligningsmetoden

Newsec forteller at inntektstilnærmingen er mindre egnet til verdsettelse av boligeiendom, og at de derfor da benytter Salgssammenligningsmetoden. Men denne metoden blandes sjeldent inn i verdivurdering av næringseiendom.

Kostnadsmetoden

Både Steen & Strøm og Newsec benytter kostnadsmetoden, nærmere bestemt reproduksjonskostnad, som en kontrollerende metode til DCF-modellen. Newsec nevner likevel at denne metoden er lite anvendelig i dagens marked da den alltid vil gi en lavere verdi enn faktisk verdi.

For kostnader benytter Newsec Norsk Prisbok som estimat for byggekostnaden og trekker deretter fra verdier for slit og elde.

Nettokapitaliseringsmodellen

Respondentene som benytter Nettokapitaliseringsmodellen som sin primære metode var GVA, OTG og Sørco. I tillegg brukes den som kontrollerende metode hos Newsec.

Scala sier at det er denne modellen som tradisjonelt sett har blitt brukt i eiendomsbransjen, og at det varierer om det er kontrahert leie eller markedsleie som brukes i modellen.

OTG sier at estimering langt frem i tid er vanskelig og feilestimeringer vil gi feil verdi. Derfor er det bedre å ta utgangspunkt i eksisterende leie og markedsforhold. DCF-modellen krever vesentlig mer arbeid, men erfaringen er at vurderingene ved bruk av yield kan være vel så riktige.

Etter å ha kommet frem til en verdi ved hjelp av Nettokapitaliseringsmodellen trekker GVA fra kostnader for mangler som avdekkes i en due dilligence og legger til verdi av utviklingspotensial. Manglene det gjøres fratrekk for er nødvendige utbedringer for at fortsatt

drift skal være mulig. Et eksempel er mangler fra brannforskrifter. For å beregne verdi av utviklingspotensial benytter GVA Differansemetoden.

Newsec forteller at Nettokapitaliseringsmodellen tar utgangspunkt i en markedsleie inn i evigheten og at problemet med dette er at dersom det forutsettes feil markedsleie vil det slå veldig mye ut i verdi. For eksempel er det mange som benytter eksisterende kontraktsleie som input i modellen. Newsec benytter derfor en utvidet versjon av modellen hvor det justeres for over- eller underleie i kontraktsperioden pluss at kostnader for leietakertilpasninger trekkes fra i tillegg til de normale eierkostnadene.

Inntekter

GVA benytter markedsleie som grunnlag for inntektene på senteret. For å kartlegge hva som er riktig markedsleie benyttes som oftest sentre med tilnærmet den samme totale omsetningen som det aktuelle senteret som sammenligningsgrunnlag. Sammenligningene gjøres ned på bransje- og butikknivå. Deretter estimeres leien på det aktuelle senteret ut i fra eksisterende og potensiell butikkmiks. Lokaler som er utleide på vurderingstidspunktet settes til 100 % av markedsleienivået. Lokaler som står tomme er sannsynligvis dårligere lokaler enn de utleide. Disse lokalene kan være vanskelige å få leid ut og det settes derfor en lavere markedsleie for disse. Leien for tomme lokaler settes til 60 % av markedsleie.

OTG mener at det er en viss fare for at det ikke er mulig å få leid ut de tomme lokalene og at de derfor ikke har noen verdi. Likevel er det slik at de ofte må betale noe for tomme lokaler. Men her estimeres en langt lavere leie enn hva man ellers har på senteret, og i noen tilfeller bruker man også en høyere yield for de estimerte inntektene fra disse lokalene.

I motsetning til GVA benytter Sørco og OTG kontrahert leie på senteret som grunnlag for inntektene. OTG sier at på grunn av hyppige utskiftninger av leietakere på kjøpesentre er det forsvarlig å si at løpende leienivå er lik markedsleie. Men likevel gjør de en justering for leieavtaler hvor det er en vesentlig avstand fra minimumsleien til prosentleien. OTG går igjennom hver enkelt leietaker og ser på minimumsleien i forhold til prosentleien. Dersom minimumsleien ikke er mer enn 30 % høyere enn prosentleien betrakter de leienivået for butikken som ok, men dersom den er høyere enn 30 % trekkes de prosentene som er høyere enn dette fra leien som en del av estimeringen av kontantstrømmen. På den andre siden legges det kanskje til noe i inntekter dersom man ser at det er en leietaker som har 4 % i prosentleie,

men som man tror kan reforhandles til et høyere nivå innen kort tid. Dersom det på vurderingstidspunktet er gitt leierabatter frem i tid beregnes nåverdien av disse og trekkes fra verdien av senteret.

Kostnader

Sørco trekker fra 12 % av brutto leieinntekt for å estimere eierkostnadene for senterinvesteringen, OTG trekker fra mellom 10 % og 15 % og GVA trekker fra mellom 13 % og 15 %. I eierkostnadene ligger alle kostnader som er ses på som nødvendige for å opprettholde eksisterende leieinntekter. Dette er drift, vedlikehold og forvaltning. I tillegg trekkes i følge OTG eventuelle kostnader for festet tomt, eiendomsskatt og innleide lokaler fra.

Yield

Både GVA, OTG og Sørco finner yielden ved å se på referansesalg. Referansesalg vil si salg av sammenlignbare sentre, altså markedsutdrag. GVA forteller at vanskelighetsgraden på å finne referansesalg varierer mye etter hvilket geografisk område man er i og OPF påpeker at det er viktig å ha et bevisst forhold til dette. GVA forklarer at på Sør- og Østlandet er det sjeldent et problem å finne referansesalg, da det er høy transaksjonsaktivitet. Men tar man for eksempel Nord-Norge er det langt vanskeligere å finne sammenlignbare sentre. Dette gjør at man må utvide søket både geografisk og bakover i tid. Dersom man må gå tilbake i tid er det også mulig at man må justere for økonomiske endringer i markedet, som for eksempel endringer i rentenivå. Dersom det er få sammenlignbare transaksjoner blir yielden i mange tilfeller basert på erfaring om hva yieldpåslaget er for de forskjellige geografiske områdene.

GVA forklarer at man kan si at yield er et mål på hvor sannsynlig det er at kontantstrømmen opprettholdes, noe som for eksempel er langt sikrere på et senter som Storo Storsenter enn på mindre og dårligere sentre.

Sørco påpeker at yielden må ses i sammenheng med rentenivået og bankenes villighet til å låne ut kapital, samt hvor stor risiko man er villig til å ta. Videre forteller de at det er to strategier innen en investering på yield. Det ene er å satse på en yieldendring i markedet for å få en verdiøkning, eller å øke verdien gjennom å jobbe for å øke leieinntektene.

Videre sier Sørco at de tar en gjennomgang av alle senterets leietakere for å se som de har en negativ eller positiv omsetningsutvikling og se på hva de har i omsetning i forhold til hva de burde ha i omsetning sammenlignet med andre sentre. Dersom man finner leietakere som har for høy leie eller som er i en sterk nedadgående kurve vil det si at det kan bli nødvendig med leierabatter eller utskiftninger. Det vil igjen si at investeringen har en høyere risiko og at man bør kreve en høyere yield. Vurderingene angående leienivå og omsetningsutvikling på leietakerne gjøres gjennom sammenligninger med andre sammenlignbare kjøpesentre. Den endelige yielden settes til slutt basert i stor grad på en magefølelse av det fremtidige markedet og inntekspotensialet.

Det er i følge Sørco høyere risiko på mindre sentre enn på store, og man vil derfor kreve en høyere yield på små sentre. Dette kommer hovedsakelig av at på et mindre senter kan tap av én leietaker spille en stor rolle for den totale omsetningen på senteret, spesielt dersom dette er en ankerbutikk.

OTG påpeker at man må ta en teknisk gjennomgang av senteret for å se om det er risiko for at det kan komme større vedlikeholdskostnader. Dersom det er stor risiko for at det kan skje så bør yielden settes noe høyere. Samtidig må man vurdere denne vedlikeholdsinvesteringen er en investering som kan bidra til økt omsetning, dersom det er tilfellet behøver man kanskje ikke å justere opp yielden.

OTG benytter ikke egne metoder for å beregne utviklingspotensialet, men kan justere ned yielden noe dersom det er store muligheter for utvikling.

DCF-modellen

Respondentene som benytter DCF-modellen som sin primære metode er Scala, Pangea, Newsec, Salto, Steen & Strøm og OPF.

Periode

Både Pangea og Steen & Strøm opererer med en ti års prognose på kontantstrømmene, men estimerer også år elleve for å beregne restverdien ved hjelp av Nettokapitaliseringsmodellen. OPF regner vanligvis på veldig lange prognoser på grunn av at eierstrategien i utgangspunktet er "evig eierskap." Lange kontantstrømmer gjør at restverdien på bygget spiller en mindre rolle for regnstykket enn ved kortere estimater, noe som begrenser risikoen av å estimere feil

restverdi. Salto mener at selv om strategien er langsiktig eierskap bør man ikke regne på så lange prognoser. Dette på grunn av at sannsynligheten for å treffe på estimatene så langt frem i tid er lav og man på grunn av dårlige estimater vil få feil nåverdi. Tull inn i modellen blir som kjent tull ut av modellen. Derfor bruker Salto fem til ti år lange prognoser i sine vurderinger. Dette gjør at det er større sannsynlighet for at estimatene er riktige. Det vanligste er ti års estimater, men for investeringsobjekter hvor det skal gjøres grep for å øke omsetningen er det vanskelig å beregne hva omsetningen blir etter at tiltakene er gjennomførte og derfor brukes kortere prognoseperioder i disse tilfellene.

OPF sier at hvor lange kontantstrømmer man bør estimere avhenger av hvilken type eiendom det er og hvor lange leiekontrakter det er på eiendommen. Kjøpesentre har såpas korte leiekontrakter at det benyttes kortere estimatperioder enn for kontor-, produksjons- og lagerlokaler. Newsec forteller at de alltid legger opp prognoser som er lengre enn den lengste kontrakten for eiendommen. På den måten får de estimert effekten av alle reforhandlingene.

Inntekter

Pangea lager en prognose for omsetningen og setter deretter leien i forhold til denne. Tanken er at dersom omsetningen øker med 4 % vil man etter hvert kunne få leien til å øke tilsvarende fordi forholdet mellom omsetning og leie vil være stabilt over tid. Men det vil også si at dersom omsetningen ikke klarer en økning tilsvarende inflasjonen kan man heller ikke regne med at leien vil klare det. Siden inflasjon vil være en del av omsetningsøkningen sier Salto at man ofte legger leieinntektestimatene lik forventede endringer i KPI dersom det ikke er planlagt spesielle tiltak for å øke omsetningen. Newsec nevner at også ledige lokaler og leierabatter kan være elementer som gjør at inntekten ikke klarer å følge KPI. Pangea og Scala påpeker at man i modellering av omsetningen også må vurdere hva som kan gjøres med butikkmix for å heve omsetningen.

Newsec og Scala benytter en litt annen fremgangsmåte for å estimere leieinntekter. De legger minimumsleie etter faktiske kontraktbetingelser for dagens leietakere som indeksleie så langt kontraktene går. OPF benytter 2 % i indeksregulering av leiebeløpene, med mindre kontraktene sier noe annet. Deretter forutsetter de at ny minimumsleie ved reforhandling vil være på dagens markedsleie med pluss inflasjonsforventningen. I tillegg til dette estimeres omsetningen for senteret for å legge på eventuell prosentleie.

Alle respondentene sier at det er nødvendig å sette seg inn i hver enkelt leiekontrakt for å se om man finner noen røde flagg hvor leietakeren betaler mer enn hva aktører i hans bransje tåler å betale. OPF forklarer at dersom leiebelastningen på leietakerne er for høy i forhold til omsetning vil ikke senteret kunne leve på sikt. Derfor vil det, dersom man ikke klarer å øke omsetningen, på et tidspunkt bli nødvendig med en reforhandling av leiekontraktene til et lavere nivå. På samme måte er det et potensiale for økt leie ved en reforhandling dersom leiebelastningen er lavere enn den burde være.

Steen & Strøm påpeker at det ikke er interessant å presse leietakerne til et for høyt leienivå fordi det vil resultere i konkurser og utbytting av leietakere. Salto forklarer at man vurderer OCR ut i fra erfaringstall man har samlet opp i selskapet for ulike bransjer og konsepter. Her har de rendyrkede kjøpesenterselskapene en fordel ved at de har en stor leietakerdatabase og veldig god oversikt over hvilke mål og ønsker de forskjellige butikkjedene har for leiebelastning. Derfor kan de store aktørene som OTG, Citycon, Steen & Strøm og Salto raskt se hvor leiene er for høye eller hvor det er potensiale for økt leie.

Steen & Strøm nevner en alternativ mulighet for estimering av kontantstrømmer. Det er å estimere tre scenarioer og vektlegge sannsynligheten for disse for å komme frem til den kontantstrømmen som benyttes i DCF-modellen, men dette krever enda mer arbeid og tid.

Mange er av den oppfatning at leieinntektene på kjøpesentre svinger mye som følge av den omsetningsbaserte leien. Salto forteller at dette ikke stemmer. Det er fordi at ved enhver reforhandling vil utleier jobbe for å legge minimumsleien opp mot betalingsevnen til butikken. Det vil si at dersom butikken har en omsetning hvor prosentleien har slått inn vil utleier ved neste reforhandling legge minimumsleien opp mot prosentleien. Resultatet av dette er at en vanlig fordeling av leieinntektene på et kjøpesenter er at 95 % av leieinntektene er minimumsleie, mens de resterende 5 % er prosentleie. På bakgrunn av dette er det endringene i leie på reforhandlingstidspunkter som kan gjøre at leien svinger. Derfor er det i følge Steen & Strøm viktig å estimere reforhandlingene for hvert enkelt lokale dersom de ligger i prognoseperioden, noe de aller fleste lokalene gjør. I tillegg til dette er en fare for svingninger i leien dersom butikker har for stort sprik fra prosentleien til minimumsleien, da kan det bli nødvendig med leierabatter eller tidlige reforhandlinger for å holde butikken levende.

Når man estimerer på tvers av kontrakter er det i følge OPF viktig å legge inn en ledighetsperiode etter eksisterende kontrakt. Dette fordi det vil som oftest ta noe tid å få inn ny leietaker, samt at istandsettingen av lokalene vil ta noe tid.

Kostnader

OPF forteller at eierkostnadene for næringsseiendom over tid ligger på mellom 10 % og 15 % av leieinntektene. Salto sier at store sentre har en prosentvis fordel på eierkostnader og kan ligge under 15 %, men at mindre sentre også kan ha over 15 %. Eierkostnadene er en kostnad mange undervurderer. Spesielt er det kostnader i forbindelse med leietakerutskiftninger mange bommer på, det kan ofte være snakk om store kostnader. OPF estimerer disse ut i fra erfaringstall på kostnader per m^2 . Både Salto og OPF sier at aktørene i kjøpesenterbransjen historisk sett har vært heldige fordi leietakerne i stor grad har tatt kostnadene for innredning av butikkene selv, men i følge OPF dreier dette nå mer og mer mot at gårdeier må ta en større del av kostnadene.

Pangea nevner at typiske eierkostnader på kjøpesentre er forvaltning (cirka 3,5 % av omsetningen), forsikring, ytre vedlikehold, utskiftninger av leietakere og eiers andel av felleskostnadene. Eiers andel av felleskostnadene kan komme av flere grunner. En er at eier må dekke andelen for tomme lokaler, en annen er at noen leietakere kan ha spesielle leieavtaler som inkluderer felleskostnader. Det vil si at dersom felleskostnadene øker blir eier nødt til å dekke disse. Dette er typisk for Hennes & Maurits, men kan også forekomme hos andre ankerbutikker som Vinmonopolet og Clas Ohlson.

Pangea påpeker også at man må ta en teknisk vurdering av bygget for å kartlegge om det er behov for noen større investeringer i løpet av prognoseperioden. Dette kan for eksempel være bytte av tak og oppretting i setningsskader .

Steen & Strøm går noe nøyere til verks på estimering av kostnader. De engasjerer byggetekniske spesialister for å estimere vedlikeholdskostnadene på tre, fem og ti års horisont. Denne type kostnader kan være reparasjoner som følge av rust, sprekker og andre lignende skader.

Restverdi

OPF mener at mange benytter samme exit-yield som initial yield. Realiteten er at det å sette riktig exit-yield er en veldig vanskelig øvelse. En av grunnene til dette er at man ikke vet om en leietaker vil leie videre etter endt kontrakt. Dersom det er et spesialbygg eller en spesiell beliggenhet kan det være utfordrende å få inn en ny leietaker i det hele tatt. Noe som gjør at restverdien i verste fall er null. Dette mener Pangea er en grunn til at exit-yielden bør settes vesentlig høyere for denne type bygg. Pangea mener at det kan settes lik exit-yield som initial yield for eiendommer man er helt sikre på at en får leid ut innen kort tid etter en endt leiekontrakt. Dette kan for eksempel gjelde for attraktive kontoreiendommer i CBD.

Pangea forsvarer det å sette exit-yield lik initial yield i prognoser for kjøpesentre. Argumentet er at det er som regel lik vektet gjenværende lengde på leiekontraktene når du kjøper som når du selger. Salto legger til at exit-yielden avhenger av hvor store endringer det er planer om å gjennomføre på senteret. Dersom det ikke er planer om endringer kan exit-yield settes tilnærmet lik initial yield, men dersom man tror planlagte endringer gjør at senteret vil stå sterkere i markedet er det forsvarlig å sette exit-yielden lavere. Dette må også ses i sammenheng med at en krever høyere avkastning når det er et utviklingsprosjekt inne i bildet enn dersom avkastningen kun baserer seg på normal drift. Steen & Strøm benytter også som regel samme exit-yield som initial yield. Eierselskapet, Klépierre, setter exit-yield 0,5 prosentpoeng høyere i sine beregninger, men dette er ikke implementert som praksis i Steen & Strøm enda.

Newsec benytter samme exit-yield som initial yield, men gjør en antakelse om videre utvikling av kontantstrømmen og bruker Gordons vekstformel for å finne restverdi.

Scala justerer exit-yielden i forhold til initial yielden med den endringen markedet allerede har priset inn i endring av den risikofrie renten. Scala definerer ti års swaprente som risikofri rente. Endringen i den risikofrie renten fra dagens til terminalperioden, ved en ti års kontantstrømoppstilling, finnes ved å ta gjennomsnittet av en ti års swaprente og en tjue års swaprente og trekke fra dagens swaprente. Fremgangsmåten er vist i formel 18.

$$Y_2 = Y_1 + \left(\frac{S_1 + S_2}{2} - S_1 \right)$$

Y_1 = Initial yield

Y_2 = Exit-yield

S_1 = 10 års swaprente

S_2 = 20 års swaprente

Formel 18: Exit-yield - Scala

Som markedet er i dag vil exit-yielden ved bruk av denne formelen være høyere enn initial yield. Dette kommer av at vi nå har en rentekurve som peker i den retningen. Vi er for tiden i et lavrenteregime og Scala mener at det er alt for aggressivt å tro at dette kommer til å være situasjonen på lang sikt og at det derfor blir feil å sette exit-yield lik initial yield.

Diskonteringsrente / Avkastningskrav

OPF setter avkastningskravet på totalkapitalen lik det som er selskapets avkastningskrav på eiendomsporteføljen på sikt, denne ligger mellom 6 % og 9 %. Likevel hender det at man aksepterer å gå ned mot femtallet på de aller lengste stabile kontantstrømmene, med begrunnelsen om at desto sikrere man er på en kontantstrøm, desto lavere avkastning kan man akseptere.

Pangea bygger diskonteringsrenten sin opp av markedets yield med tillegg av inflasjonsforventningene. Yielden hentes hovedsakelig fra sammenlignbare transaksjoner og justeres etter hvilket marked det aktuelle senteret ligger i. Utfordringen med kjøpesentre er at det er få sammenlignbare transaksjoner å sammenligne med, derfor baseres justeringen av yielden mye på erfaring og intuisjon. Newsec legger til at de utvider søket for sammenlignbare transaksjoner til andre sammenlignbare byer og går tilbake i tid for å få et tilfredsstillende datagrunnlag.

Den finansielle tilnærmingen for å sette avkastningskravet er risikofri rente pluss påslag for ulike eiendomsrisikoer og for den aktuelle transaksjonene. Men dette er en vanskelig måte å regne på. Både Newsec og Salto er enige i at det er utfordrende å bygge yielden etter den teoretiske fremgangsmåten. Derfor setter de avkastningskravet som regel på samme måte som hos Pangea, med markedets yield pluss inflasjon. Deretter regner de seg tilbake gjennom

forskjellige påslag og ned til risikofri rente og ser om de er komfortable med tallene. Yielden kan settes lavere enn hos sammenlignbare salg dersom man ser at det kan gjennomføres tiltak som øker inntektene eller reduserer kostnadene på sikt. Den viktigste faktoren for forskjeller i yield er likevel senterets posisjon i markedet. Ekstrem forskjell fra å være nummer én i sitt marked til å være nummer tre. Derfor styrer konkurransesituasjonen mye av yielden. Steen & Strøm benytter konsultentselskapene som rådgivende på avkastningskrav, men diskonteringsrenten for deres sentre settes som regel sammen av risikofri rente pluss en risikopremie på rundt tre prosentpoeng. Samtidig ser man på den løpende avkastningen på sammenlignbare kjøpesentre i egen portefølje når man fastsetter diskonteringsrenten.

Beste mål på prime yield i Norge er i følge Salto Oslo sentrum. Her er yieldgapet nesten negativt, noe som kommer av stor konkurranse i markedet. Det forteller oss at eiendom for tiden er et attraktivt investeringsobjekt.

Salto nevner at man tidligere gjerne regnet på 15 % avkastning på egenkapitalen og satte avkastningskravet ved hjelp av WACC. Som følge av økt konkurranse i markedet og at avkastningen på eiendom har ligget for høyt i forhold til andre investeringer som aksjer og rentepapirer er man nå nødt til å akseptere lavere avkastning på egenkapitalen.

Scala setter, som den eneste av selskapene i utvalget, sitt avkastningskrav ut i fra et egenkapitalavkastningskrav satt av styret og regner ut avkastningskravet på total kapitalen ved hjelp av WACC. Egenkapitalavkastningskravet settes hovedsakelig ut i fra faktisk oppnådd avkastning på løpende eller tidligere investeringer, men justeres noe for løpende avkastninger på alternative investeringer, eiendomsaksjer og for den aktuelle investeringen.

OPF mener at dersom man legger inn de kontantstrømmene man tror er riktige i DCF-modellen, altså ederuelle eierkostnader og en høyere exit-yield enn initial yield, så er det ofte vanskelig å få kjøpt noe som helst. Derfor er det også mange som justerer opp estimatene sine for å kunne regne hjem kjøp. Men det er mye riktigere å ta en bevisst avgjørelse på å senke avkastningskravet enn å legge inn for håpefulle tall i estimatene.

Tomtebelastningsmetoden

Newsec benytter tomtebelastningsmetoden der det ikke passer å legge kostnader og inntekter inn i en kontantstrømoppstilling. Denne metoden forutsetter at tomten er byggeklar. Dersom den ikke er det må verdiene justeres for arbeidet som kreves, og da kan differansemetoden benyttes som støttende modell. Det er også viktig å neddiskontere verdiene dersom de ikke er realiserbare før noe frem i tid.

Differansemetoden

GVA og Sørco benytter Differansemetoden for å beregne verdien av utviklingspotensialet på en eiendom. Først finner man differansen mellom mulig salgspris per m^2 og kostnader per m^2 . Deretter er det vanlig å si at tomteeier og utvikler sitter igjen med halvparten av dette hver. Det vil si at dersom differansen er NOK 15.000 per m^2 er det halvparten av dette, NOK 7.500, som er verdien av utviklingspotensialet og som skal legges til salgsprisen.

4.3.3 Kjøpesentervurdering kontra annen næringseiendom

Generelt

GVA bekrefter at vurdering av kjøpesentre definitivt skiller seg fra andre typer eiendom. I følge Steen & Strøm er estimeringsjobben langt enklere for vurdering av kontorbygg enn for kjøpesentre. For det første har for eksempel kontormarkedet langt flere sammenlignbare kontrakter i samme marked man kan sammenligne leienivåer med, og det er flere sammenlignbare transaksjoner. For det andre er ikke kjøpesentre en sammenligning av leienivå per m^2 , men en sammenligning av omsetningsstørrelse. Deretter må man se hvilken leien man kan, eller bør, få ut av omsetningsnivået. Leienivået varierer også ekstremt ut i fra hva hver enkelt bransje tåler i leiebelastning. Nivået kan variere fra NOK 1.000 til NOK 20.000 per m^2 .

En annen viktig forskjell i mengden arbeid på estimeringssiden er at kontorbygg ofte har maksimalt fem til ti leiekontrakter, mens kjøpesentre kan ha over hundre.

Newsec nevner at det for kjøpesentre estimeres med at det til enhver tid vil være en viss ledighet, noe man ikke praktiserer i vurdering av kontorer. I følge Steen & Strøm varierer denne ledighetsgraden fra senter til senter og Newsec sier at denne settes ut i fra løpende

ledighet i markedet og hvor lang tid det historisk sett har tatt å få leid ut på nytt. Steen & Strøm forteller at konsulentbyråene ofte estimerer at denne ledighetsgraden kommer ned på et normalnivå på 2 % i løpet av ett til tre år uansett hva ledighetsgraden er når senteret vurderes. Dette er som regel alt for kort tid å klare dette på i forhold til hvor lang tid det faktisk kommer til å ta.

Leietakere

GVA sier at en viktig forskjell fra annen næringseiendom til kjøpesentre er at selv om man ønsker å leie ut til solide selskaper som betaler leien sin så vurderes ikke betalingsevnen til leietaker like omfattende på for eksempel kontor som på kjøpesentre. På et kjøpesenter avhenger leietakerens betalingsevne av hvor stor omsetning han klarer å generere på det enkelte senteret, derfor bør man gå i dypere analyser på betalingsevnene til hver enkelt leietaker. Bakgrunnen for denne analysen er at man ønsker høyest mulig leie for lokalet, men samtidig er man avhengig av at butikken tåler kostnadsnivået og kan overleve på senteret. Salto støtter opp under at dette er en av de viktigste forskjellene fra vurdering av annen næringseiendom til vurdering av kjøpesentre.

Scala nevner at innen handel kan nye aktører i markedet være villige til å betale en premie på leien for å få tilgang til lokaler fordi de vet at uprøvde konsepter ses på som en høyere risiko for utleierne enn kjente og prøvde konsepter. De ses på som en høyere risiko fordi man ikke vet hvilken trafikk og omsetning de kommer til å bidra med og ikke har noen erfaring på hva de tåler å betale i leie.

Salto nevner at til forskjell fra kontor hvor det totale kontormarkedet styrer vanskelighetsgraden for å få inn nye leietakere så er det omsetningen på det enkelte senter som styrer hvor enkelt eller vanskelig det er å få inn leietaker. Her kan man se på omsetningen på det totale senteret og sammenligne med andre sentre for å se hva de forskjellige kjedebutikkene kan oppnå i omsetning. Dette er en grei måte å se om senteret er attraktivt eller ikke for nye leietakere.

GVA Norway påpeker at de største aktørene i markedet har en fordel når det gjelder disse analysene fordi de har så mange sammenlignbare butikker, fra samme konsepter og på tvers

av konsepter, at de vet hva de forskjellige tåler i leienivå. Disse nøkkeltallene bruker de også i forhandlinger av leiekontrakter.

Leiekontrakten

GVA forklarer at den typiske oppbyggingen av en leiekontrakt på et kjøpesenter er en fastleie eller indeksleie i bunn som minimum må betales og at det i tillegg er en prosentleie som slår inn dersom omsetningen gjør at prosentleien overstiger minimumsbeløpet. Dette skiller seg fra andre næringseiendommer hvor man ikke har omsetningselementet.

OPF påpeker også noe annet som er spesielt for leiekontrakter på kjøpesentre. Man ønsker ikke her å gå inn i veldig lange leieavtaler, noe som er ønskelig for de fleste andre typer næringseiendom. Grunnen til det er at det er viktig for kjøpesenter å ha en fleksibilitet slik at de ikke blir sittende med dårlige leietakere eller en dårlig leietakermiks. Steen & Strøm legger til at i løpet av få år kan hvilke konsepter som fungerer ha endret seg. Eksempler på konsepter som ikke er like aktuelle lengre er post, bank og platebutikker.

De korte leiekontraktene gir sentrene fleksibilitet til å tilpasse seg markedet. På grunn av dette sier Scala at en gjennomsnittlig leiekontrakt for et kjøpesenter skrives på fem år, men at noen større konsepter og spesielle leietakere skriver lengre. Scala fortsetter med at dersom man har planer for senteret i form av utvidelser eller økt markedsføring som kommer til å øke omsetningen er man spesielt interessert i kortere kontrakter før dette er blitt gjennomført, fordi da vil en tidligere få en reforhandlinger på et høyere omsetningsnivå. Men OTG nevner at lengden på kontraktene for kjøpesentre de siste årene har blitt noe lengre på grunn av at utleier har måttet bidra mer på istandsetting av lokalene, og at man behøver mer tid å avskrive kostnadene på.

OPF sier at en første tanke kan være at de korte kontraktene gjør at risikoen for investering i kjøpesentre er større enn for annen næringseiendom, men faktumet at det er mange mindre leiekontrakter med ulik utløpstid gjør at det er liten risiko for å bli sittende med store arealer tomme samtidig. Pangea utdyper at vektet gjenværende leietid for kjøpesentre til ligger på mellom tre til fire år.

Kostnader

Steen & Strøm forteller at i kjøpesentermarkedet går leietakerne inn mesteparten kostnadene for å sette i stand lokalene sine selv. Til forskjell fra kontormarkedet hvor det er langt større kostnader. Dette er noe i følge Scala en kostnad som ofte undervurderes i forbindelse med vurdering av kontorer. Fordi selv om det er bred enighet om at et kontorbygg i Bjørvika i Oslo vil være relativt enkelt å få leid ut igjen kan det likevel medføre store oppussingskostnader for å få markedsleie, da nye leietakere krever istandsatte og moderne lokaler. Og siden eksisterende leietaker vet at en stor oppussing er alternativet til utleier dersom de flytter ut vil de ikke være villige til å betale markedsleie ved en reforhandling.

Restverdi

I forhold til kjøpesentre så må exit-yielden vurderes langt mer nøye for investeringer i annen næringseiendom. Dette er på grunn av at det er en vesentlig større risiko for å bli sittende med et helt tomt lokale. På andre næringslokaler enn kjøpesentre kjøper man langt mer kontantstrømmene i en leiekontrakt, dette gjelder spesielt for logistikk, men også for kontor. Og da må man justere yielden opp etter hvert som kontrakten blir kortere. Dette er ikke situasjonen for kjøpesentre fordi den hyppige utskiftningen av leietakere gjør at den vektede gjenværende leietiden vil være tilnærmet konstant. Den eneste kontraktsmessige grunnen man har til å endre yielden er dersom man får inn eller mister en viktig ankerbutikk.

Spesielt ved spesialbygg nevner Scala at man ved utgangen av en kontrakt ikke vet om det er mulig å få lokalet leid ut på nytt, og at restverdien faktisk kan være null. Dette er en risiko som generelt undervurderes.

Leienivå

Salto forklarer at kontorvurdering er langt enklere enn kjøpesentervurderinger fordi man ofte har fem, ti eller 20 års leiekontrakter hvor man vet hva leien vil ligge på. Derfor er estimeringen av leieinntekten en relativt enkel jobb. Er det kortere kontrakter må en i tillegg estimere kostnadene for å leie ut lokalene på nytt, noe som inkluderer istandsetting, og hva man kan leie ut lokalene for.

Scala og Steen & Strøm forklarer at estimeringen av kjøpesenterleier er krevende. For det første på grunn av at man har prosentleieelementet å forholde seg til, men også at man kan

måtte gi leierabatter og i verste fall erstatte leietakere dersom de ikke klarer den omsetningen man så for seg da de gikk inn i senteret.

Pangea mener det er enklere å se over- eller underleiesituasjoner for kontorlokaler enn for kjøpesentre. I mange tilfeller regner man med at leien er ganske riktig, og ligger på markedsnivå, på kjøpesentrene på grunn av hyppige utskiftninger og Scala sier at kjøpesentermarkedet derfor kan minne om et spotmarked på leienivå. Pangea fortsetter med at på kontor kan man ikke regne med at leien for et ti år gammelt kontorbygg vil være det same som da bygget var nytt. Det gjør at man er langt sikrere på om leien skal opp eller ned ved endt kontrakt for kontorlokaler. Videre mener de at svingningene i markedsleie for kjøpesentre er mindre enn for kontor, fordi leiene er omsetningsavhengige og ikke basert på hvilket nivå de siste kontraktene for sammenlignbare eiendommer var skrevet på.

Risiko

I følge Salto er en forskjell i risiko mellom kjøpesentre og kontor er at et godt senter på et lite eller mellomstort sted har lavere risiko enn et kontorbygg vil ha i samme området. Dette kommer at dersom man er det ledende handelsstedet i tettstedet eller i kommunen vil det alltid være mulig å få inn leietakere, fordi befolkningen alltid vil handle varer. Dette er noe som undervurderes av internasjonale investorer fordi de tenker ekstrem urbanisering. Men i Norge hvor det er ønske om spredt befolkning vil ledende sentre på mindre steder kunne være gode investeringsalternativer.

Scala nevner at den omsetningsavhengige leien gjør at verdien på kjøpesentre ikke er like påvirkelig av endringer i markedsleier.

Sørco og OTG forklarer at en stor risiko for kjøpesentre som ikke gjelder på langt nær like mye for andre næringsbygg er omlegging av veinettet. Alt som kan skade fremkommeligheten til senteret eller forandre den naturlige trafikken forbi trekker omsetningen ned, og da også leiene. Sørco forklarer at denne risikoen selvsagt er lavere i bysentrum, og derfor kreves også som regel høyere yield på eksternsentre enn sentrumssentre. På den andre siden fortsetter Sørco med at utviklingsmulighetene som oftest er vesentlig mindre i bysentrum på grunn av begrenset tilgang på tilgrensende tomter, noe som gjør at man her blir nødt til å fokusere på optimalisering av eksisterende areal.

Marked

OTG forklarer en ting det er viktig være oppmerksom på i handelsmarkeder. Det er at noen nabokommuner eller nabobyer har så rivaliserende forhold at det er uaktuelt for innbyggerne på det ene stedet å handle på det andre. Det samme kan gjelde for mindre tettsteder som har sterkere tilhørighet til en spesiell by, selv om den ligger lengre unna i kjøreavstand. Dette gjør at man kan feilvurdere kundemarkedet. Derfor er det viktig med lokal kunnskap i vurderingene. Dette er et fenomen som er langt sterkere for handel enn for arbeidsplasser.

Investeringsvurdering

De fleste kan i følge Salto gjennomføre en verdivurdering av kontorlokaler, fordi estimeringene er rimelig enkle. For kjøpesentre og hotell bør vurderingene gjøres av personer med spesialkompetanse på området fordi det krever mer spesifikk kunnskap. Derfor har det også kommet bransjefokuserte selskaper innen kjøpesentre og hotell. Scala never at dette kommer også av at disse to eiendomskategoriene trenger langt mer daglig arbeid for å skape leieinntektene.

4.3.4 Andre funn

Avkastningskrav / Risiko

GVA forklarer at det er flere elementer som kan bidra til økt risiko i en kjøpesenterinvestering. Høy andel av nye konsepter, eller konsepter som som er uprøvde i Norge, gjør at det er langt vanskeligere å estimere omsetningen for senteret og derav da også leieinntektene. Man kan ikke en gang vite om butikkene vil slå an i det hele tatt, eller om de klarer å overleve.

Et annet element kan i følge OPF være at det er for mange leietakere som betaler for høy omsetning i forhold til omsetningen. Man vet da at de med all sannsynlighet ikke vil overleve på sikt og at disse må etter hvert må byttes ut eller reforhandles .Og da er det usikkerhet rundt hvilket leienivå en kan oppnå i en reforhandling eller på en ny leietaker for det samme lokalet. På samme måte kan en kontraktsleie som er lavere enn hva den burde være i forhold til omsetningen være en mulig oppside og sånn sett redusere risikoen.

OPF mener at den største risikoen i en kjøpesenterinvestering er faren for omsetningsfall. Omsetningsfall kan komme av at det kommer en ny konkurrent inn i markedet eller at kundene velger å gjennomføre kjøpene sine andre steder av ulike grunner. Grunnen til at dette er den største risikoen er ikke prosentleieavtalene, men at butikker ikke vil tåle minimumsleien og vil få behov for leielette eller at de i verste fall går konkurs eller må flytte ut. Dette fører videre til at det blir vanskeligere å få inn nye leietakere, i hvert fall på samme leienivå som tidligere. Derfor er det særdeles viktig ved en kjøpesenterinvestering å kartlegge handelsområde, eksisterende og potensielle konkurrenter for å kunne vite hva man kan forvente av omsetningsutvikling.

Sørco nevner at en viktig vurdering man må gjøre dersom senteret har lavere leie enn det burde er om det kommer av at det er dårlig drift og at sentret har potensial for å øke omsetningen og leien eller om det er fordi at senteret har en dårlig plassering og er døende.

Eierkostnad

GVA forteller at eierkostnader er årlige driftskostnader som eier ikke får lagt på leietakerne i form av felleskostnader. Dette er typisk utvendig vedlikehold, forsikring og eiendomsskatt. I tillegg til dette er det i eierkostnadene ofte avsatt en sum som skal brukes til å opprettholde omsetningen. Inkludert i dette er for eksempel investeringer som kreves ved bytte av leietakere. Eierkostnadene analyseres ved å se på de faktiske eierkostnadene de siste årene og sette disse opp mot omsetningen på senteret. Den prosentvise eierkostnadene er av omsetningen benyttes da som fratrukk på leietekstematet for å finne netto kontantstrøm. Erfaringsmessig ligger eierkostnadene på 13-15 % av senterets brutto leieinntekt. I tillegg til disse kostnadene kommer kostnadselementet CapEx (Capital Expenditures). Dette er kostnader knyttet til større utskiftninger eller vedlikeholdsoperasjoner som kommer på grunn av vedlikeholdsetterslep.

GVA nevner at eierkostnadene hos de store sentrene, som for eksempel Storo Storsenter og Sandvika Storsenter, er langt lavere i prosent av omsetningen enn eierkostnadene på mindre sentre. Den ene grunnen til dette er at disse sentrene er så attraktive for leietakere at de presser utleier langt mindre på bidrag til istandsetting ved innflytting. Den andre grunnen er at det på de store attraktive sentrene sjeldent er tomme lokaler og eier behøver derfor ikke dekke felleskostnadene for ledig areal.

Eierkostnader er det punktet mange finansielle kjøpere undervurderer. Som videre da fører til at kontantstrømestimatene deres ikke blir riktige og de ikke oppnår den avkastningen de forventet.

Marked

Et nærliggende kjøpesenter behøver i følge OPF ikke nødvendigvis å være en konkurrent. Et motesenter vil for eksempel ikke være en konkurrent til et nærsenter. Dette er forhold man må tenke på når man kartlegger konkurransesituasjonen.

Drift

OPF forteller at gjennom markedsføring av sentre eller endret butikkmix kan en jobbe frem omsetningsøkning på senteret. En ankerbutikk kan for eksempel øke leien totalt på senteret på grunn av den økte trafikken den trekker, selv om den betaler lavere leie for lokalene enn hva en annen butikk ville gjort.

Exitstrategi

Uansett hvilken type eiendom en arbeider med er det viktig å kunne ha en exitstrategi dersom dagens bruk av eiendommen ikke lenger skulle være aktuell. På grunn av dette er det høyere risiko å kjøpe spesialbygg som vanskelig kan benyttes til noe annet enn det formålet de er bygd til. I tilfeller med spesialbygg må man ofte tenke tomteverdi som exitstrategi. Et utdatert kjøpesenter kan for eksempel relativt enkelt konverteres til et lagerbygg.

Senterstørrelse

Pangea forteller at det å investere i de store sentermaskinene som Storo Storsenter eller Oslo City er en helt annen investering enn å investere i de mindre sentrene som ligger rundt om i landet. Storo Storsenter vil kunne tåle en uforutsett kostnad av betydelig størrelse, mens det samme kan velte en investering i et mindre senter. Dette er på grunn av det er vanskeligere å få inn leietakere og man er mer usikker på hvilket leienivå man kan få. Derfor er det også vanlig at mindre sentre analyseres dypere enn disse store maskinene.

Transaksjonsmarkedet

De finansielle kjøperne som fond og livselskaper har i følge Pangea trukket seg litt ut av kjøpesentermarkedet fordi de har skjønt at det er vanskelig med kjøpesentre dersom man ikke har egen driftsorganisasjon. Derfor ser disse aktørene nå mer mot BigBox-eiendommer og handelseiendommer med lange kontrakter, som for eksempel rene dagligvareeiendommer.

Pangea hevder at de fleste aktørene i markedet fokuserer på å gjøre kjøp på markedsmessig korrekte yields, og har mindre fokus på den finansielle tilnærmingen.

Felleskostnader

I følge Salto er felleskostnader et viktig konkurranseparameter. Dette på grunn av at leietakerne er opptatt av den totale bokostnaden, og ikke hva de betaler i leie og hva som betales i felleskostnader. Derfor kan man øke leien dersom en klarer å redusere felleskostnaden. Reduksjon av felleskostnadene er enklere desto flere sentre en har i porteføljen fordi man da får utnyttet skalafordeler gjennom konsernavtaler og større innkjøp.

Tidligere var det i følge Salto vanlig å fordele alle felleskostnader på leietakerne. Men nå må eier som regel ta felleskostnadene for ledige arealer, samt der felleskostnadene overstiger felleskosttaket noen leietakere kan ha i leieavtalene sine. Dette gjør at arbeidet med felleskostnader har blitt enda viktigere de senere årene.

I følge Steen & Strøm ligger felleskostnaden for handelsareal langt høyere enn for kontor.

Snarveier

GVA og Scala sier at netto omsetning, omsetning ekskludert merverdiavgift, ganget med 4,5 % ofte brukes som en snarvei til cirka leieinntekt. Dette kan sammenlignes med sammenlignbare sentre for å raskt gi en pekepinn på om senteret har potensial på leienivå eller ikke. Men GVA sier videre at dette gir ikke et reelt bilde, da noen leietakere kan ha spesielle avtaler på grunn av effekten de har på trafikk og omsetning til senteret.

Vinmonopolet er et eksempel på en aktør av denne typen

Vurderinger

Sørco forteller at de ikke gjennomfører avanserte regnestykker og estimater fordi de er et lite selskap og at man samtidig ikke behøver å forsvare investeringen med tall til et styre eller til eiere. Det gjør dersom regnestykket egentlig sier at investeringen er for dyr så kan man satse litt på magefølelsen.

4.3.5 Oppsummering av funn

Jeg oppsummerer funnene i dybdeintervjuene med å gå raskt igjennom undersøkelsesspørsmålene.

Undersøkelsesspørsmål 1

” Hvilke metoder benytter de ulike aktørene i markedet til å vurdere aktuelle kjøpesenterinvesteringer?”

Det kommer frem i intervjuene at det i stor grad er to modeller som benyttes for vurdering av kjøpesenterinvesteringer, DCF-modellen og Nettokapitaliseringsmodellen. Seks av selskapene har DCF-modellen som sin primære modell, mens de resterende tre selskapene hovedsakelig benytter Nettokapitaliseringsmodellen. Likevel nevner flere av selskapene at de benytter støttende metoder for å kvalitetssikre resultatene fra den primære modellen. Den støttende metoden som oftest ble brukt var kostnadsmetoden, men noen av de selskapene som hadde DCF-modellen som hovedmodell brukte også Nettokapitaliseringsmodellen som støttende modell. I tillegg benyttet to selskaper Differansemetoden for å vurdere verdien av utviklingspotensial, mens ett selskap benyttet Tomtebelastningsmetoden til samme formål.

Undersøkelsesspørsmål 2

” Er det forskjeller i praksis av investeringsvurdering av kjøpesentre mellom aktørene i markedet?”

Som det kommer frem i svaret på undersøkelsesspørsmål 1 er det i hovedsak to modeller som blir brukt som vurdering av investeringer i kjøpesentre. Det som er mer interessant er at det er en hel del forskjeller i hvordan modellene benyttes og hvordan dataen som skal inn i modellen vurderes og beregnes. Det er forskjeller i hvilke makroøkonomiske faktorer som

vurderes fra aktør til aktør og det er forskjell i hvor stor grad de makroøkonomiske faktorene brukes i estimatene for kontantstrømmene. Alle aktørene gjør en vurdering av både senterets markedsområde og senterets tekniske tilstand, men også her er det forskjeller i hvordan disse vurderingene slår ut i estimering av kontantstrømmer.

Undersøkelsesspørsmål 3

”Er det forskjell fra investeringsteori til faktisk praksis innen investeringsvurdering av kjøpesentre?”

Den største forskjellen fra investeringsteorien til faktisk praksis er hvordan aktørene fastsetter avkastningskravet som benyttes i DCF-modellen. Teorien sier man skal bygge opp avkastningskravet fra risikofri rente med påslag for ulike risikopremier og at avkastningskravet skal gjenspeile avkastningen man kunne fått for en alternativ investering med lik risiko uavhengig av investeringsmarked. Men det viser det seg at aktørene i stor grad baserer dette avkastningskravet på yield for sammenlignbare transaksjoner med tillegg for forventingene i inflasjon. Det vil si at det i realiteten kun er andre kjøpesentre som blir vurdert som alternative investeringer.

En annen forskjell er vurderingen av utviklingspotensial ved bruk av Differansemetoden, hvor fradrag for risiko, finansiering og utbyggers fortjeneste i praksis blir beregnet som halvparten av gjenværende verdi etter byggekostnader i stedet for at dette leddet beregnes for seg selv og trekkes fra verdien på samme måte som byggekostnadene.

Undersøkelsesspørsmål 4

”Er det forskjellige prosesser for investeringsvurdering for kjøpesentre i forhold til annen næringseiendom?”

Alle bortsett fra én av respondentene mente at det er vesentlige forskjeller i investeringsvurdering av kjøpesentre og annen næringseiendom. Det ble påpekt at vurderinger av eiendommer med bruksområder som kontor og lager er langt enklere å gjennomføre enn for kjøpesentre. Det kommer hovedsakelig av at leieavtalene er korte og at leien er omsetningsavhengig. Dette gjør at det er andre risikoelementer som gjelder for kjøpesentre enn hos andre typer eiendom.

Kapittel 5 - Drøfting

5.1 Innledning

I dette kapitlet vil jeg drøfte funnene presentert i kapittel fire samt sette de opp mot teori og tidligere arbeid som ble gjennomgått i kapittel tre. På bakgrunn av resultatene fra skrivebordsundersøkelsen og dybdeintervjuene vil drøftingen deles i tre hoveddeler. Først vil jeg drøfte valg av modell for investeringsvurdering av kjøpesentre og videre hvordan de ytre og de indre faktorene for det aktuelle kjøpesentret vurderes for å kunne estimere dataen som skal inn i den valgte modellen.

5.2 Valg av modell

Salgssammenligningsmetoden

Slagssammenligningsmetoden gir svar på hvor mye markedet er villig til å betale per kvadratmeter for den eiendommen som vurderes. Metoden tar hovedsakelig utgangspunkt i eiendommens størrelse og justerer for ulike attributter. Metoden sier lite om eiendommens inntektspotensial, selv om den legger opp til at man skal justere for eiendommens økonomiske egenskaper. For å kunne si noe presist om de økonomiske egenskapene og risikoen for at disse endrer seg over tid må man likevel benytte Nettokapitaliseringsmodellen eller DCF-modellen.

I en investeringsvurdering av kjøpesentre hvor man er ute etter å kartlegge mulig avkastning blir det feil å ha størrelse som utgangspunkt når det er flere andre faktorer som i tillegg påvirker eiendommens inntektspotensial. Dette gjør at det blir mange faktorer å justere for, noe som vil resultere i dårlige verdiestimer. Samtidig er eiendommen avhengig av et stort antall sammenlignbare salg for å gi gode estimer, noe som ikke er tilfellet for kjøpesentre. Og det er nok på bakgrunn av dette at ingen av respondentene snakker om denne metoden i forbindelse med vurdering av kjøpesentre.

Metoden er nok kun å anbefale for eiendom som ikke hovedsakelig er tiltenkt som inntektskilder, men til eget bruk. Som for eksempel bolig til privatpersoner eller bedrifter som er på utkikk etter kontorer til eget bruk. Da vil metoden kunne gi svar på hvor god pris man får i forhold til hvilke attributter man søker etter.

Kostnadsmetoden

Estimatene for å bygge et kjøpesenter tilsvarende det som vurderes er nok en overkommelig oppgave for de som har kompetanse innen dette feltet. Kanskje kan til og med et estimat lages ved hjelp av Norsk Prisbok, som en av respondentene benyttet. Den store utfordringen kommer når en skal vurdere hva man skal sette som tomtepris. Metoden er spesielt vanskelig å bruke i sentrumsnære strøk hvor tomteverdiene vil variere mye. Samtidig vil det også i perifere strøk være utfordrende å finne sammenlignbare tomter når det er snakk om så store arealer som et kjøpesenter har behov for. I hvert fall når man samtidig må finne tomter som skal ha tilnærmet like egenskaper innen tilgjengelighet for potensielle kunder.

Selv om kostnaden for bygget vil påvirke avkastningen på investeringen har ikke kostnaden for oppføring av bygget nødvendigvis noen sammenheng med byggets inntekspotensial. Og da er vi tilbake til at det er tomteverdien som skal gjenspeile de økonomiske egenskapene for eiendommen og at det må store justeringer til for å at modellens estimat skal gjenspeile verdien til bygges som vurderes.

Modellen er derfor ikke å anbefale for kjøpesentre, men kan fungere bra for mindre næringseiendommer hvor det å finne sammenlignbare tomter man kan bebygge er mer reelt, eller boligeiendommer utenfor sentrumsnærestrøk. Likevel er det flere som benytter modellen som en kontrollerende metode til sine primære metoder. For å sitere den ene respondenten fra Steen og Strøm: ”Det kan være greit å sjekke hvor mye murstein en faktisk får for pengene.”

Nettokapitaliseringsmodellen

Nettokapitaliseringsmodellen har flere fordeler. Det ene er at den tar utgangspunkt i den faktiske kontantstrømmen fra eiendommen, noe som gjør at den kan brukes på tvers av eiendommer som har forskjeller i eierkostnader og felleskostnader. En annen fordel ved metoden er at den er enkel å bruke og kan raskt gi et noen lunde godt prisoverslag uten at man gjør for mange analyser. Det skal nevnes at det bør gjennomføres grundige analyser av

forhold som kan påvirke kontantstrømmen før modellen brukes som endelig beslutningsgrunnlag. En tredje fordel er at metoden forholder seg til dagens marked, det vil si eksisterende leienivåer og sammenlignbare investeringer. Noe som gjør at verdien ikke er basert på en forventning om fremtiden, men på noe man vet om dagens markedssituasjon.

Svakheten ved den originale modellen er at den kun tar utgangspunkt i første års leie, uavhengig av hva man vet om de påfølgende års kontantstrømmer. Respondentene løste dette på ulike måter, én benyttet kontraktsleie og justerte yielden opp eller ned ut i fra forventningene om kommende år, mens andre benyttet den utvidede modellen ved å neddiskontere over- og underleier samt eventuelle leierabatter for gjenværende kontraktstid til nåverdien på vurderingstidspunktet for å justere verdien funnet ved hjelp av markedsleie. Samtidig var det noen av respondentene som justerte yielden dersom det var økt risiko for nødvendige oppgraderinger, mens andre trakk disse forventede kostnadene fra den beregnede verdien.

Det å justere yielden på grunn av at man har en oppfatning av at det er interne forhold ved eiendommen som gjør at den har høyere risiko enn de sammenlignbare eiendommene er en fremgangsmåte som delvis kan forsvares. Kvello (2014 s. 27) snakker blant annet om utstrakt bruk av skjønn i denne sammenhengen. Utfordringen er at det er vanskelig å beregne nøyaktig hvor mye yielden bør justeres. Derfor er det nok en bedre løsning å holde yielden lik den man har funnet ved markedsutdrag og heller justere verdien for de inntektene man får over eller under markedsleie på gjenværende kontrakter, samt trekke fra verdien for nødvendige oppgraderinger.

Ved å bruke Gordons vekstformel kan man legge inn en forventet stabil endring inntektene per år, men modellen klarer ikke å vurdere varierende utvikling. Dette gjør at modellen ikke er anvendelig i markeder hvor man forventer en varierende utvikling fra år til år. Samtidig er det usannsynlig at man vil ha den samme stabile utviklingen i all fremtid.

GIM

Skrivebordsundersøkelsen kommer frem til at GIM kan være en grei modell i et jevnt stigende marked med lav ledighetsgrad, men at den i markeder med ujevne ledighetsgrader er mindre anvendelig. Og det er nok mye på grunn av ujevn ledighetsgrad fra senter til senter og at

ledighetsgraden er avhengig av senterets konkurranseposisjon i markedet at ingen av respondentene nevner denne modellen som et alternativ for vurdering av kjøpesentre. Likevel kan den nok benyttes til å gjøre raske prisoverslag, men forskjellen i arbeid mellom å benytte denne og å benytte den enkleste versjonen av Nettokapitaliseringsmodellen er såpass liten at det nok er Nettokapitaliseringsmodellen som blir brukt også til det.

DCF-modellen

Modellens styrke er som jeg forklarte i teorikapitlet at den tar hensyn til de faktiske inntektene og kostnadene i den perioden man estimerer kontantstrømmen. Det at modellen kan justere kontantstrømmer etter forventede markedsendringer i de årene endringene faktisk kommer er en klar fordel i forhold til Nettokapitaliseringsmodellen. Samtidig er modellen svært avhengig av estimatene som legges inn, noe som gjør at den krever langt mer tidsbruk i form av markedsanalyser og prognosearbeid.

Modellen vil aldri være bedre enn informasjonen som legges inn, og dårlige estimater vil derfor føre til en dårlig investeringsvurdering. Dette gjør at modellen er optimal å bruke dersom man er klar over at det kommer markedsendringer og vet hvilken påvirkning disse markedsendringene vil ha på kontantstrømmen. På samme måte vil modellen slå feil ut dersom det er fare for endringer i markedet, men man ikke vet hvordan eller hvor mye de kommer til å påvirke kontantstrømmen. En av respondentene løste dette med å kun estimere kontantstrømmer frem til den forventede markedsendringen, selv om dette kanskje bare var tre eller fem år frem i tid. De fleste estimerte likevel ti års kontantstrømmer eller lengre og mente at dersom markedet var usikkert gjorde de det som var teoretisk riktig, nemlig å øke avkastningskravet. Det skal nevnes at selv om man vet den tilnærmede effekten av en markedsendring kan man aldri være like sikker som man er på kontantstrømmen ved eksisterende markedsforhold. Derfor vil det riktige være å bruke DCF-modellen med to perioder, hvor man setter et individuelt avkastningskrav for hver av periodene, og eventuelt et eget avkastningskrav for terminalverdien dersom man vurderer at er risikoen for å treffe på denne er forskjellig fra øvrige kontantstrømmer.

Dette bringer diskusjonen videre til nettopp fastsettelsen av avkastningskravet. De fleste av respondentene mente at det å bygge avkastningskravet opp på den teoretisk riktige måten er en krevende oppgave. Selv om man vet nivået på den risikofrie renten er det vanskelig å

beregne de ulike påslagene i risikopremie. Derfor er det mest praktiserte å ta utgangspunktet i yielden for sammenlignbare salg og legge til inflasjonsforventningene. Samtidig anbefales det å forsøke å regne seg tilbake til risikofri rente for å se om man er komfortabel med de ulike risikopåslagene som kommer frem. Dette gjør at det i realiteten er sammenlignbare kjøpesenterinvesteringer som blir vurdert som alternative investeringer, noe som ikke følger den teoretiske oppbygningen av modellen hvor alle alternative investeringer med lik risiko skal vurderes for å fastsette avkastningskravet. Alle respondentene brukte et blandet avkastningskrav, dette kan forsvares dersom de sammenlignbare salgene har lik forventet markedsutvikling. Dersom det derimot forventes andre markedsutviklinger som man ikke kan finne direkte sammenligner til for å trekke ut en yield bør man som tidligere nevnt sette ulike avkastningskrav for de ulike periodene.

Skrivebordsundersøkelsen avdekker at exit-yielden bør settes noe høyere enn initial yielden fordi man antar at en eiendoms potensiale til å produsere kontantstrømmer vil reduseres over tid. Dette på grunn av at etter som eiendommen eldes vil den bli mindre attraktiv for leietakere og høyere vedlikeholdskostnader må påberegnes. Likevel kan det forsvares å sette yieldene like dersom det er grunn til å tro at eiendommens kontantstrømmer vil opprettholdes eller øke. Dette er noe av grunnen til at flere av respondentene mener det er riktig å sette lik exit-yield som initial yield for kjøpesentre. Samtidig vektlegges det at til forskjell fra andre næringsbygg så er den vektete gjenværende lengden på leiekontraktene tilnærmet lik når man kjøper som når man selger. Samtidig poengteres det at man kan sette exit-yielden høyere eller lavere dersom man forventer at senterets konkurranseposisjon vil endre seg. For eksempel i positiv forstand dersom senteret har blitt istandsatt eller utvidet eller i negativ forstand dersom det har kommet en ny konkurrent på banen. Likevel vil jeg legge vekt på svaret til en av respondentene, nemlig at yielden også vil variere etter hva den risikofrie renten til enhver tid er. Derfor bør man justere exit-yielden etter hva markedet har priset inn som endring i den risikofrie renten. På bakgrunn av dette vil det være mest riktig å justere yielden ved hjelp av formel 18, samt at man justerer for eventuelle forventede endringer i senterets konkurranseposisjon.

5.3 Ytre faktorer

Ytre faktorer definerer jeg til faktorer som investoren selv ikke kan påvirke før eller etter kjøpet gjennomføres. Dette er hovedsakelig en kartlegging av senterets markedsområde og forventningene til områdets utvikling.

Uavhengig av hvilken modell man velger for vurderingen bør man analysere markedet det aktuelle senteret ligger i. Generelt for næringseiendom handler det om å vurdere markedsleien og den forventede utviklingen av denne. Den vil være avhengig av tilbud og etterspørsel etter kontorareal eller lagerplass alt ettersom hvilket bruksområdet det er en analyserer. Ofte vil det være tilstrekkelig å forholde seg til markedsrapporter som gis ut av analysebyråer eller meglerhus. For kjøpesenterer derimot er det ikke noen gitt markedsleie for et område, men det er en markedsleie i forhold til hva kjøpesenteret omsetter for. Det vil si at det er faktorer som kan påvirke omsetningen på senteret som må analyseres.

I skrivebordsundersøkelsen kommer det frem at det er senterets konkurranseposisjon i markedet og markedsområdets husholdningsinntekt som i størst grad påvirker senterets omsetning. Respondentene i dybdeintervjuet bekrefter at senterets posisjon i markedet er det første som kartlegges, og at det er ekstrem forskjell på å være markedsleder og det å være nummer to. Selv om dagens konkurransesituasjon er viktig for investeringen er ikke det å kartlegge nåsituasjonen tilstrekkelig. I tillegg må man se på hvordan mulighetene er for at konkurrenter kan etablere seg, eller utvikle andre eksisterende sentre til å bli markedsledende.

Dersom senteret ligger i et markedsområde med stor vekst vil risikoen for at nye aktører og potensielle konkurrenter ønsker å etablere seg være større enn i stabile markeder, derfor er det ikke utelukkende positivt å ha et kjøpesenter i et marked i vekst. Det vil altså si at selv om et voksende marked vil bety større total omsetning i markedsområdet må man vurdere om man klarer å sikre denne omsetningen på det senteret som vurderes, eller om det vil komme konkurrenter som tar så store biter av kaken at senteret over tid faktisk vil ha en nedgang i omsetning.

Selv om tidligere arbeid viser at husholdningens inntekt spiller en stor rolle for et kjøpesenters omsetning er det ingen av respondentene som legger stor vekt på å analysere dette. De fleste

har dette med som informasjon i en markedsanalyse, men utviklingen i husholdningsinntektene vil som regel være ganske stabile og derfor ikke behøve utdypende analyser. Unntaket kan kanskje være mindre steder som er bygd opp rundt én hjørnesteinsbedrift, hvor nedleggelse av denne vil føre til store endringer både i antall personer i markedsområdet og den gjennomsnittlige inntekten.

Samtidig vil en kartlegging av husholdningsinntekten i markedsområdet for det aktuelle senteret være et viktig sammenligningsgrunnlag mot andre sentre for å se hvilken omsetning det er mulig å oppnå. Spesielt dersom man ser inntekten i sammenheng med kommunens handelslekkasje eller handelsoverskudd. Én av respondentene nevnte at nettopp dette er et viktig tall for å se om senteret har potensiale for å øke omsetningen eller om man allerede er på det omsetningsnivået som er naturlig for området.

5.4 Indre faktorer

Indre faktorer definerer jeg til faktorer som investoren selv kan jobbe for å forbedre etter investeringen er gjennomført eller fysiske forhold ved senteret som krever utbedring for ikke å påvirke kontantstrømmen negativt på sikt. Enkelt sagt en vurdering av selve kjøpesenteret.

Et tall som brukes til å sammenligne sentrenes drift og effektivitet er antall besøkende i forhold til omsetningen. Dette kan si noe om hvor stort potensial man har for økt omsetning på senteret ved å optimalisere butikk sammensetningen og butikkens drift. Det er derfor noe som bør tas med i en total vurdering av leiepotensialet på senteret.

Alle respondentene fortalte at de bruker mye tid på å analysere hver enkelt leiekontrakt for å se om leien for de forskjellige lokalene lå over eller under det leietakeren vil tåle på sikt dersom man ser på leietakerens bokostnad sammenlignet med omsetning. Hvor stor prosent av omsetningen en leietaker tåler å betale avhenger av bransjen leietakeren er i, derfor krever disse analysene mye kunnskap om kjøpesenterutleie og bør derfor utføres av personer med høy kompetanse innen dette området.

Når man snakker om leietakernes betalingsmulighet i forhold til omsetningen var det flere som nevnte at det ikke holder å se bare på leien. Felleskostnader og markedsføringsbidrag er

også en del av de totale bokostnadene, beskrevet som OCR, for leietakeren. Og det er dette tallet leietakeren er opptatt av. Det vil si at det bør gjennomføres analyser for å se om det er mulig å redusere felleskostnadsnivået, dersom det er mulig vil leien kunne heves noe så lenge OCR holdes konstant.

For å se hvor leien for leietakerne ligger i forhold til hvor den burde eller kunne ligge er det beste å bruke sammenlignbare tall fra andre sentre. Her har de største aktørene helt klart en fordel da de vil ha langt flere sentre å sammenligne med. Derfor vil nok også de større og profesjonelle aktørene se potensial i sentre som mindre aktører ikke gjør. Noe på grunn av mangel på sammenlignbar data, men også på grunn av at de store selskapene oppnår skalafordeler innen felles- og eierkostnader som de mindre ikke gjør.

Eierkostnadene blir også nevnt av aktørene at er noe som bør analyseres grundig og at det er mange som undervurderer disse kostnadene. Noen estimerer disse ut fra sammenlignbare sentre, mens andre ser på hva de faktiske eierkostnadene har vært på sentret de siste årene. En kombinasjon av dette vil nok være det beste, hvor man innledningsvis må anta at de siste års eierkostnader også vil være det man må regne med i i umiddelbar fremtid, men at man ved effektivisering og profesjonalisering av drift vil kunne redusere disse til et nivå man har på sammenlignbare sentre på relativt kort sikt.

En teknisk gjennomgang av senteret for å kartlegge vedlikeholdsetterslep og oppgraderinger som er nødvendige ut over de normale eierkostnadene for å opprettholde dagens omsetning bør gjennomføres. Noen av respondentene gjorde raske vurderinger av dette, mens andre leide inn fagpersonell for å estimere risikoen for denne type kostnader ned på detaljnivå. Dette er kostnader som i verste fall kan være av betydelig størrelse og det er uten tvil noe det er verdt å leie inn fagkompetanse til å vurdere.

Kapittel 6 - Konklusjon

Konklusjonen er at vurdering av kjøpesenterinvesteringer bør gjennomføres på følgende måte:

Markedsvurdering

Først bør det gjennomføres en markedsvurdering som tar for seg følgende punkter:

1. Kartlegging av senterets markedsområde
2. Senterets eksisterende og fremtidige konkurranseposisjon
3. Eksisterende husholdningsinntekter og prognoser for disse
4. Handelslekkasjer og – overskudd.

Sentervurdering

Dersom senteret fremdeles er interessant etter gjennomført markedsvurdering bør interne forhold på senteret vurderes. Vurderingene bør gjøres mot erfaringstall fra sammenlignbare kjøpesentre.

1. Besøk per m^2
2. Omsetning per m^2
3. Leie per m^2
4. OCR
5. Eierkostnader i forhold til omsetning
6. Vurdering av teknisk standard og vedlikeholdsetterslep

Modellvurdering

Modell for verdivurdering av senteret bør velges ut i fra resultatene i markedsvurderingen. Dersom det konkluderes med at senteret ligger i et stabilt marked uten stor fare for endring i konkurransesituasjonen eller andre vesentlige markedsforhold som kan påvirke omsetningen og derav leienivået på senteret vil en nåverdiberegning ved hjelp av DCF-modellen (formel 12) gi den mest presise vurderingen. Det anbefales også å benytte modellen dersom man er klar over hvilke markedsendringer som kommer og tilnærmet hvilken effekt de kommer til å

ha. I disse tilfellene anbefales DCF-modellen med to perioder (formel 13) for å kunne tilpasse avkastningskravet til usikkerheten rundt leienivået etter endringen i markedet.

Dersom resultatet fra markedsvurderingen er at det kommer til å skje betydelige endringer i markedsførhold som gjør at omsetningen vil komme til å utvikle seg i enten positiv eller negativ retning anbefales det å ta utgangspunkt i dagens situasjon og benytte Nettokapitaliseringsmodellen. Bakgrunnen for dette er at større markedsendringer gjør det utfordrende å estimere inntekter for kjøpesentre og feilestimeringer vil DCF-modellen gi en dårlig vurdering av investeringen.

DCF-modellen

Ved bruk av DCF-modellen anbefales følgende fremgangsmåter for beregning av informasjonen som skal inn i modellen.

For et stabilt marked anbefales det å estimere ti år frem i tid. Dersom man er klar over kommende markedsendringer og påvirkningen de vil ha anbefales samme prognosetid, men fordelt på to perioder som i formel 13. Dersom konklusjonen fra markedsvurderingen er at det er et ustabil marked og man ikke vet hva som kommer til å skje, men likevel ønsker å bruke DCF-modellen anbefales en kortere prognosetid. Da bør estimatene ikke gå lengre frem i tid enn man er sikker på at estimatene er tilnærmet riktige.

Inntekter anbefales estimert som minimumsleie pluss prosentleie. Hva som er riktig leienivå for eksisterende og fremtidig leietakersammensetning må vurderes ut i fra punkt 1, 2, 3 og 4 i senter vurderingen. Dette arbeidet bør gjøres for hvert enkelt lokale i senteret. Minimumsleien bør justeres hver gang en eksisterende kontrakt er lagt opp til å reforhandles. Prosentleie legges på i de følgende årene dersom man estimerer at omsetningen vil fortsette å stige etter at minimumsleien er reforhandlet til nytt nivå. På samme måte legges prosentleie på dersom den de første årene, før reforhandling av kontrakten, overstiger minimumsleien.

Eierkostnader bør estimeres som en presentsats av omsetningen i tråd med punkt 5 i senter vurderingen. Erfaringene er at denne ligger mellom 10 % og 15 % av kjøpesenterets omsetning. Om estimatene for eierkostnadene skal ligge i øvre eller nedre sjikt av dette intervallet bør vurderes ut i fra senterets og organisasjonens størrelse da skalafordeler påvirke dette. Samtidig bør denne ses i sammenheng med senterets historiske eierkostnader.

Kostnader for vedlikeholdsetterslep settes ut fra funnene i punkt 6 i sentervurderingen. Det anbefales å legge kostnadene til de årene oppgraderingene faktisk skal gjennomføres, men ikke senere enn tre år fra investeringsdato.

Exit-yielden for kjøpesentre kan settes tilnærmet lik initial yield dersom man ikke forventer endringer i markedet som vil endre senterets konkurranseposisjon. Likevel bør exit-yielden justeres for forventede endringer i risikofri rente ved hjelp av formel 18.

Avkastningskravet anbefales å settes ut fra yield fra markedsutdrag av sammenlignbare sentre med tillegg av inflasjonsforventningene, til tross for at dette ikke er i tråd med modellens teoretiske fremgangsmåte. Dette fordi det er utfordrende å bygge avkastningskravet opp ved hjelp av den teoretiske fremgangsmåten. Likevel anbefales det å forsøke å regne seg tilbake til risikofri rente for å se at man er komfortabel med den risikopremien som er satt.

Nettokapitaliseringsmodellen

Ved bruk av Nettokapitaliseringsmodellen anbefales følgende fremgangsmåter for beregning av informasjonen som skal inn i modellen

For inntekter anbefales det å benytte markedsleie for senteret. Markedsleien bør estimeres ut fra vurderingene i punkt 1,2, 3 og 4 av sentervurderingen. Likevel bør forskjellen mellom markedsleien og den kontraherte leien tas hensyn til. Derfor anbefales den utvidete versjonen av Nettokapitaliseringsmodellen (formel 5). Her bør også avtalte leierabatter på vurderingstidspunktet legges inn.

Eierkostnader estimeres på samme måte som for DCF-modellen

Yielden bør hovedsakelig settes ut i fra markedsutdrag av sammenlignbare kjøpesentre. Deretter justeres den, ved hjelp av Gordons vekstformel, for eventuell forventet endring i kontantstrømmen. En forventet endring i kontantstrømmen vil som regel komme av en forventet endring i markedsleien for senteret. Som videre er avhengig av senterets omsetning. Derfor settes den forventede veksten ut i fra funnene i markedsvurderingen.

Etter at verdien er beregnet ved hjelp av normal kontantstrøm og yield bør kostnadene for vedlikeholdsetterslep trekkes fra den beregnede investeringsverdien.

Utviklingspotensial

For å vurdere eventuelt utviklingspotensial når fokuset er investering i det eksisterende kjøpesentret anbefales bruk av Tomtebelastningsmetoden og erfaringstall. Begrunnelsen for dette er at Differansemetoden er svært sensitiv for endringer i kostnader og inntekter og bør derfor kun brukes dersom utviklingsprosjektet er nært forestående. Dersom utviklingen er planlagt i løpet av estimeringsperioden i DCF-modellen kan kostnadene og inntektene i forbindelse med utvikling legges inn der. Uansett bør verdien for utviklingspotensialet neddiskonteres i forhold til når det vil være mulig å gjennomføre utviklingsprosjektet.

Referanseliste

Akershus Eiendom. (2017). *The Norwegian Commercial Property Market: Spring 2017*. Oslo

Andhøy, Arild. (2000). Statistikk. I: Norsk Senterstatistikk. (eds). *Senterboken 2001*. s. 27-35. Oslo: Norsk Senterstatistikk.

Andhøy, Arild & Per Gunnar Rasmussen. (2001). Statistikk. I: Norsk Senterstatistikk. (eds). *Senterboken 2002*. s. 43-50. Oslo: Norsk Senterstatistikk.

ARAplan. (2017). Tall og trender. Oslo: Andhøy Data AS. Tilgjengelig fra: araplan.no (lest 23.04.2017)

Bast, Ida von Hanno. (2009). *Sjefen stakk av gårde med staben*. Oslo: Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2009/08/11/sjefen-stakk-avgarde-med-staben> (lest 10.04.2017).

Boye, Knut. (2002). Verdivurdering av utleiebygg. *Praktisk Økonomi & Finans*. 19: 65-73.

Boye, Knut & Gunnar A. Dahl. (2002). Verdsettelsesmodeller. *Praktisk Økonomi & Finans*. 19: 83-102.

Brattsberg, Arne & Leif-Ove Olaisen. (2011). *Verdsettelse av næringseiendom*. Masteroppgave. Bergen: Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet.

Bredesen, Ivar. (2011). *Investering og finansiering*. 3. utg. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

Brueggeman, William B. & Jeffrey D. Fisher. (2011). *Real estate finance and investments*. 14. utg. New York: McGraw-Hill/irwin. 760s.

Byberg, Øystein. (2015). *Schage Eiendom kjøper hele Salto Eiendom*. Tilgjengelig fra: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2015/08/Schage-Eiendom-kjoeper-hele-Salto-Eiendom> (lest 10.04.2017).

Bærug, Sølve. (2016). "Selgere av tomter og utviklingseiendommer vil ha høyest mulig pris, kjøpere det motsatte. Hva er så sannsynlig pris?". *Basalerapporten*. 2. halvår 2016: 6-16.

Børrud, Elin og August Røsnes. (2016). *Prosjektbasert byutvikling*. Bergen: Fagbokforlaget.

Carson, David, Audrey Gilmore, Chad Perry & Kjell Gronhaug. (2001). *Qualitative Marketing Research*. London: SAGE Publications Ltd.

Chrzanowska, Joanna. (2002). *Interviewing Groups and Individuals in Qualitative Market Research*. London: SAGE Publications Ltd.

Clausen, Einar. (2002). "Virkelig verdi". *Praktisk Økonomi & Finans*. 19: 38-48.

Cushman & Wakefield. (2015). *Shopping Centre Development Report - United Kingdom*. London: Cushman & Wakefield LLP

- Cushman & Wakefield. (2016). *European Shopping Centre Development Report*. London: Cushman & Wakefield LLP
- Epli, Mark J. & James D. Shilling. (1996). How Critical Is a Good Location to a Regional Shopping Center?. *Journal of Real Estate Research*. 12: 459-468.
- Geltner, David M., Norman G. Miller, Jim Clayton & Piet Eichholtz. (2007). *Commercial Real Estate – Analysis & Investments*. 2. utg. Mason: South-Western.
- Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsen & Ragnhild Silkoset. (2010). *Metode og dataanalyse*. 2.utg. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Guba, Egon & Yvonna Lincoln. (1982). Epistemological and Methodological Bases og Naturalistic Inquiry. *Educational Technology Research and Development*. 30: 233 – 252.
- Gundersen, Nils Arne. (2009). Verdssettelse av næringseiendom. *Praktisk Økonomi & Finans*. 25: 13-21.
- GVA Norway. (u.å. a). *Hjem*. Tilgjengelig fra: <http://www.gvanorway.no/> (lest: 11.04.2017).
- GVA Norway. (u.å. b). Referanser. Tilgjengelig fra: <http://www.gvanorway.no/nb-NO/Referanser.aspx> (lest: 11.04.2017)
- GVA Worldwide. (u.å. a). *International Commercial Real Estate Agents*. Tilgjengelig fra: <http://www.gvaworldwide.com/> (lest: 11.04.2017).
- GVA Worldwide. (u.å. b). *Eskil Skei appointed new CEO of GV ACRE Norway*. Tilgjengelig fra: <http://www.gvaworldwide.com/news/EskilSkeiappointednewCEOofGVACRENorway/> (lest: 11.04.2017)
- Hauge, Herman L. (2013). *Leietakersammensetning på norske kjøpesentre*. Masteroppgave. Ås: Norges miljø- og biovitenskapelige universitet.
- Holme, Idar Magne & Bernt Krohn Solvang. (1996). *Metodevalg og Metodebruk*. 3.utg. Kristiansand(?): TANO AS.
- Holsen, Terje. (2001). Kjøpesenterutvikling etter 1990. I: Norsk Senterstatistikk. (eds). *Senterboken 2002*. s. 51-56. Oslo: Norsk Senterstatistikk.
- Holsen, Terje & Geri Myklebust. (2008). Forskning om konsekvenser av (eksterne) kjøpesenteretableringer. I: IBA. (eds). *Senterboken 2009*. s. 194-197. Oslo: Institutt for bransjeanalyser AS
- IBA. (2015). *Detaljhandelsboken 2016*. Oslo: Institutt for bransjeanalyser.
- Jacobsen, Stian. (2017). *Olav Thon sluker et nytt kjøpesenter*. Tilgjengelig fra: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2017/04/Olav-Thon-sluker-et-nytt-kjoepesenter> (lest: 11.04.2017)

- Johannessen, Asbjørn, Per Arne Tufte & Line Christoffersen. (2016). *Introduksjon til Samfunnsvitenskapelig metode*. 5. utg. Oslo: Abstrakt forlag AS.
- Kaldestad, Yngve & Bjarne Møller. (2011). *Verdivurdering*. Oslo: DnR Kompetanse AS.
- Kommunal- og moderniseringsdepartementet. (2008). *Forskrift om rikspolitisk bestemmelse for kjøpesentre*. Oslo
- Krange, Olve & Åse Strandbu. (1996). *Kjøpesenteret*. Oslo: Pax Forlag A/S. 208s.
- Kvello, Lene. (2014). Verdsettelse av investeringseiendom etter IAS 40. *Praktisk økonomi & finans*. 30: 23-33
- Leikvam, Gunnar & Nils Olsson. (2014). *Eiendomsutvikling*. 1.utg. Oslo: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Levy, Michael, Barton A. Weitz & Dhruv Grewal. (2014). *Retailing Management*. 9. utg. New York: McGraw Hill Education. 670s.
- Ling, David C., & Wayne R. Archer. (2010). *Real Estate Principles – A Value Approach*. 3.utg. New York: McGraw-Hill/Irwin. 676s.
- Lofstad. (2016). Nøkkeltall Eierkostnader. *Basalerapporten*. 1. halvår 2016: 26-30.
- Lyng, Bjørn Victor. (2012). *Suksessfaktorer for kjøpesentre*. Masteroppgave. Trondheim: Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet.
- Meholm, Lasse. (2004). *Investeringsguiden*. Oslo: Hegnar Media AS.
- Miljøverndepartementet. (1999). *Rikspolitisk bestemmelse om midlertidig etableringsstopp for kjøpesentre utenfor sentrale deler av byer og tettsteder*. Oslo
- Myklebust, Geir. (2012). Sentrumshandel og senterhandel. I: IBA. (eds). *Senterboken 2013*. s. 27-32. Oslo: Institutt for Bransjeanalyser AS.
- Newsec. (u.å. a). *Om oss*. Tilgjengelig fra: <http://www.newsec.no/om-oss/> (lest 10.04.2017)
- Newsec. (u.å. b) *Våre kunder*. Tilgjengelig fra: <http://www.newsec.no/kunder/> (lest 10.04.2017)
- Nilsen, Asgeir Aga. (2016). *Olav Thon kjøper Åsane Storsenter for 1,9 mrd*. Oslo: E24. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/boers-og-finans/olav-thon-eiendomsselskap/olav-thon-kjoeper-aasane-storsenter-for-1-9-mrd/23841796> (lest: 30.04.2017)
- Nilsen, Gry. Formues- og eiendomsskatt. *Praktisk Økonomi & Finans*. 28: 75-82.
- Norges Bank. (2017). *Statsobligasjoner Daglige Noteringer*. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/> (lest 02.03.2017).

- NorgesGruppen. (u.å.). *Eiendomsvirksomhet*. Tilgjengelig fra: <http://www.norgesgruppen.no/om-oss/eiendomsmuligheter-/vare-eiendommer/> (lest 23.03.2017).
- Norsk Eiendom. (2016). *Veileder for felleskostnader i næringsbygg*. Majorstuen
- Norsk Takseringsforbund. (2016). *Areal*. Tilgjengelig fra: <http://www.ntf.no/norsk/forbrukerhjelp/areal/> (lest: 09.05.2017)
- Næss, Asbjørg. (2008). Kjøpesenterstoppen – virket den?. *Plan*. 40: 28-33.
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2016). *Årsrapport 2015*. Oslo.
- Olav Thon Gruppen. (u.å.). *Om Olav Thon Gruppen*. Tilgjengelig fra: <http://www.olavthon.no/Om-OTG/> (lest:11.04.2017)
- Omholt, Tore. (2005). *Handel og senterutvikling*. Oslo: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS. 369s.
- Omholt, Tore. (2012). *Senterledelse*. Oslo: Center for Place and Retail Management. 211s.
- Oslo Pensjonsforsikring. (u.å. a). *Om Oslo Pensjonsforsikring AS*. Tilgjengelig fra: <https://www.opf.no/om-oss/om-oslo-pensjonsforsikring/> (lest 10.04.2017).
- Oslo Pensjonsforsikring. (u.å. b). *Eiendom*. Tilgjengelig fra: <https://www.opf.no/om-oss/eiendom/> (lest: 10.04.2017).
- Oslo Pensjonsforsikring. (u.å. c). *Våre eiendommer*. Tilgjengelig fra: <https://www.opf.no/om-oss/eiendom/var-eiendommer/> (lest 10.04.2017)
- Pangea Property Partners. (u.å. a). *Om oss*. Tilgjengelig fra: <http://www.pangeapartners.no/om-oss/> (lest 10.04.2017).
- Pangea Property Partners. (u.å. b). *Utvalgte transaksjoner*. Tilgjengelig fra: <http://www.pangeapartners.no/tjenester/utvalgte-transaksjoner-case/>
- Pangea Property Partners. (u.å. c). *Tjenester*. Tilgjengelig fra: <http://www.pangeapartners.no/tjenester/>
- Proff. (2016). *Amfi Bygg Finnsnes AS – Oversikt*. Tilgjengelig fra: <http://www.proff.no/selskap/amfi-bygg-finnsnes-as/surnadal/eiendomshandel-og-utleie/Z0IC33KI/> (lest 24.04.2017).
- Proff. (2017). *Scala Retail Property AS – Roller og kunngjøringer*. Tilgjengelig fra: <https://www.proff.no/roller/scala-retail-property-as/oslo/-/Z0IGD5I4/> (lest 23.03.2017).
- Rasmussen, Per Gunnar. (2004). Kjøpesentrene 2003. I: Norsk Senterstatistikk. (eds). *Senterboken 2005*. s. 44-49. Oslo: Norsk Senterstatistikk.

- Rasmussen, Per Gunnar. (2005). Kjøpesentrene 2004. I: Norsk Senterstatistikk. (eds). *Senterboken 2006*. s. 37-44. Oslo: Norsk Senterstatistikk.
- Rasmussen, Per Gunnar. (2006). Kjøpesentrene 2005. I: IBA. (eds). *Senterboken 2007*. s. 33-42. Oslo: Institutt for bransjeanalyser AS.
- Rasmussen, Per Gunnar. (2007). Kjøpesentrene 2006. I: IBA. (eds). *Senterboken 2008*. s. 38-48. Oslo: Institutt for bransjeanalyser AS.
- Rasmussen, Per Gunnar. (2008). Kjøpesentrene 2007. I: IBA. (eds). *Senterboken 2009*. s. 48-55. Oslo: Institutt for bransjeanalyser AS.
- Rasmussen, Per Gunnar. (2009). Kjøpesentrene 2008. I: IBA. (eds). *Senterboken 2010*. s. 89-99. Oslo: Institutt for bransjeanalyser AS.
- Rasmussen, Per Gunnar. (2010). Kjøpesentrene 2009. I: IBA. (eds). *Senterboken 2011*. s. 54-66. Oslo: Institutt for bransjeanalyser AS.
- Rasmussen, Per Gunnar. (2011). Kjøpesentrene 2010. I: IBA. (eds). *Senterboken 2012*. s. 54-66. Oslo: Institutt for bransjeanalyser AS.
- Rasmussen, Per Gunnar. (2012). Kjøpesentrene 2011. I: IBA. (eds). *Senterboken 2013*. s. 49-62. Oslo: Institutt for bransjeanalyser AS.
- Rasmussen, Per Gunnar & Beate Stang Midtbust. (2012). Kjøpesenterutviklingen 2001 – 2011. I: IBA. (eds). *Senterboken 2013*. s. 46-48. Oslo: Institutt for bransjeanalyser AS.
- Rasmussen, Per Gunnar og Per Reidarson. (2007). *Handelstrender, kjedeutvikling og service*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS. 378s.
- Rasmussen, Per Gunnar. (2010). Nye kjøpesentres innvirkning på handelsomsetningen. I: IBA. (eds). *Senterboken 2011*. s. 38-43. Oslo: Institutt for Bransjeanalyser AS.
- Revfem, Jan. (2016). *Scala kjøpte Skedsmo senter*. Tilgjengelig fra: <http://www.estatenyheter.no/2016/02/18/scala-kjopte-skedsmo-senter/> (lest 10.04.2017)
- Saltnes, Dag-Jørgen. (2017). *Rekordlav avkastning fra leieinntektene*. Tilgjengelig fra: <http://www.estatenyheter.no/2017/03/07/rekordlav-avkastning-leieinntektene/> (lest: 09.05.2017)
- Salto Eiendom. (u.å. a). *Om oss*. Tilgjengelig fra: <http://www.saltoeiendom.no/om-oss/> (lest 10.04.2017).
- Salto Eiendom. (u.å. b). *Fra Harstad i nord til Grimstad i sør*. Tilgjengelig fra: <http://www.saltoeiendom.no/kjopesentre/> (lest 10.04.2017)
- Salto Eiendom. (u.å. c). *Salto Eiendom selger Vik Senter Brumunddal*. Tilgjengelig fra: <http://www.saltoeiendom.no/nyheter/salto-eiendom-selger-vik-senter-brumunddal/> (lest 10.04.2017)

Sama - Saskatchewan Assessment Management Agency. (2012). *Market Value Assessment in Saskatchewan Handbook: Shopping Center Valuation Guide*. Saskatchewan.

Scala Retail Property. (u.å. a). *Om oss*. Tilgjengelig fra: <http://www.scalaproperty.no/om-oss> (lest 23.03.2017)

Scala Retail Property. (u.å. b). *Kjøpesenter*. Tilgjengelig fra: <http://www.scalaproperty.no/kjopesenter> (lest: 10.04.2017)

Scala Retail Property. (u.å. c). *Presse*. Tilgjengelig fra: <http://www.scalaproperty.no/presse> (lest: 10.04.2017)

SCCA. (u.å.) *Key Facts*. Sydney: Shopping Centre Council of Australia. Tilgjengelig fra: <http://www.scca.org.au/industry-information/key-facts/> (lest: 30.04.2017)

Schage. (u.å.). *Prosjekter*. Tilgjengelig fra: <http://www.schage.no/no/prosjekter/> (lest: 10.04.2017).

Selnes, Fred. (1999). *Markedsundersøkelser*. 4.utg. Oslo: Tano Aschehoug

Senter for eiendomsfag. (u.å.). *Ord og uttrykk*. Tilgjengelig fra: <http://www.eiendomsfag.no/ord-og-uttrykk/naverdi/> (lest: 09.05.2017)

Smith, Adam (ed). (1776). *The Wealth of Nations*. New York: The Barnes & Noble Library of Essential Reading.

SSB. (2017a). *Tabell 07459: Folkemengde, etter kjønn og ettårig alder*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/statistikkbanken/selecttable/hovedtabellHjem.asp?KortNavnWeb=folkemengde&CMSSubjectArea=befolkning&checked=true> (lest 23.04.2017)

SSB. (2017b): *Tabell 07124: Halvårlige befolkningsendringer i Longyearbyen og Ny-Ålesund, etter bostedsland eller del av land*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/statistikkbanken/selecttable/hovedtabellHjem.asp?KortNavnWeb=befsvallbard&CMSSubjectArea=befolkning&checked=true> (lest 23.04.2017)

Stakkeland, Mari-Ann T. (2011). *Kjøpesenterlokalisering*. Masteroppgave. Kristiansand: Universitetet i Agder.

Steen & Strøm. (u.å. a). *Strategi og perspektiv*. Tilgjengelig fra: <http://www.steenstrom.com/no/om-steen-strom/strategi-og-perspektiv/> (lest: 11.04.2017).

Steen & Strøm. (u.å. b). *Historie*. Tilgjengelig fra: <http://www.steenstrom.com/no/om-steen-strom/historie/> (lest: 11.04.2017).

Steen & Strøm. (u.å. c). *Våre kjøpesentre*. Tilgjengelig fra: http://www.steenstrom.com/no/categories_property/norge/ (lest: 11.04.2017).

Steen & Strøm (u.å. d). *Økern Sentrum*. Tilgjengelig fra: <http://www.okernsentrum.no/Projects/OkernSentrum/Nyheter/Nye-Okernsenteret/> (lest: 11.04.2017).

Steen & Strøm. (u.å. e). *Solide Eiere*. Tilgjengelig fra: <http://www.steenstrom.com/no/om-steen-strom/solide-eiere/> (lest: 11.04.2017).

SørCo. (u.å. a). *Om Sørco AS*. Tilgjengelig fra: <http://sorboe.no/nyweb/prosjekter-2/> (lest: 11.04.2017)

SørCo. (u.å. b). *Prosjekter*. Tilgjengelig fra: <http://sorboe.no/nyweb/prosjekter/> (lest: 11.04.2017)

Thon Eiendom. (u.å.). *Våre kjøpesentre*. Tilgjengelig fra: <http://www.thoneiendom.no/Kjopesenter/Vare-Kjopesentre/#alle> (lest 24.04.2017).

Tomkins, Terry. (2011). *Analysis and valuation of Shopping Centers*. Ontario: Institute of Municipal Assesors.

Union. (2016). *M2*. Oslo: UNION Gruppen AS.

Union. (2017). *M2*. Oslo: UNION Gruppen AS.

Varden. (2014). *Brotorvet senter selges*. Tilgjengelig fra: <http://www.varden.no/nyheter/brotorvet-senter-selges-1.1358823> (lest: 11.04.2017)

Våge, Tor Inge. (2016). Nøkkeltall Felleskostnader. *Basalerapporten 2016 1. Halvår 2016*: 22-35.

Warwood, Samuel & Mike Bessell. (2016). *The mall of the future: down the road or in the cloud?*. Bank of America Merrill Lynch Real View. 702: 1-50.

Weisbrod, G., Ben-Akiva, M og Lerman, S. (1978). Tradeoffs in residential location decisions: Transportation versus other factors. *Transportation Policy and Decision-Making*. 1.

Vedlegg

Vedlegg 1 - Definisjoner

Armlengdes avstand

Beskrivelse av en transaksjon mellom uavhengige parter med relativ lik forhandlingsmakt under normale markedsforhold (Ling & Archer 2010 s.172 f).

Avkastningskrav

Kravet til avkastning for en investering. Skal gjenspeile den forventede avkastningen man kan oppnå ved en alternativ investering med samme risiko (Leikvam & Olsson 2014 s. 80).

Brutto leie

Brutto leie er eiendommens totale leieinntekter (Ling & Archer 2010 s. 196).

BTA (Bruttoarealer)

Bruttoarealer er arealet som begrenses av ytterveggers utsider og/eller til midt i skillevegger mot annen bruksenhet eller fellesareal (Norsk Takseringsforbund 2016).

Direkteavkastning

Direkteavkastning er en investeringens løpende kontantstrøm til kapitalen. I prosent av investeringen er yield et mål på direkteavkastning (Ling & Archer s. 194).

Diskonteringsrente

Diskonteringsrente er et risikojustert avkastningskrav som benyttes for å beregne nåverdi av fremtidige kontantstrømmer (Senter for eiendomsfag u.å.).

Fastleie

Fastleie er en leieavtale hvor renten forblir den samme for hele leieperioden. Denne typen leier er det vanlig å finne innen utleie av leiligheter, eller innen noen typer næringseiendom (Brueggeman & Fisher 2011 s.270), spesielt dersom det er korte avtaler eller hyppige utskiftninger av leietakere (Ling & Archer 2010 s. 587)

Felleskostnader

Felleskostnader er kostnader forbundet med den generelle driften av eiendommen og belastes leietakerne i tillegg til husleie. Felleskostnader fordeles vanligvis etter eiendommens fordelingsnøkkel, som oftest er denne leietakerens BTA inkludert påslag for fellesarealer. Felleskostnadene skal dekke kostnader som strøm og renhold i fellesareal, vakthold, vaktmester, service på tekniske anlegg og så videre (Norsk Eiendom 2016).

Indeksleie

Leieavtaler med indeksleier vil si at det tas utgangspunkt i et leiebeløp ved inngåelsen av leiekontrakten og at dette beløp skal justeres etter endringene i en avtalt indeks. Hvor ofte leien reguleres varierer, men eksempler er hver måned, hvert kvartal, hvert år eller hvert tredje år. Konsumprisindeksen er den som er mest vanlig å bruke, men det forekommer også andre eksempler. Avtalene kan inneholde tak eller gulv for hvor mye leien kan reguleres opp eller ned for å minske risikoen i tilfellet man får store avvik i inflasjonstakten i forhold til hva som var forventet (Brueggeman & Fisher 2011 s.270). Dette er en avtaleform som flytter inflasjonsrisikoen over på leietaker, noe som gjør at noen leietakere kan kreve en lavere basisleie for å ta på seg denne (Ling & Archer 2010 s. 588)

Internrente

Internrente er den rentesatsen, eller det avkastningskravet, som resulterer i at nåverdien av en investering og dens fremtidige kontantstrømmer blir lik null. Nøkkeltallet blir populært brukt til å veie investeringer mot hverandre i valg av investering (Ling & Archer 2010 s. 510).

Kontraktsleie

Kontraktsleie, eller kontrahert leie, er den leien som faktisk bli betalt etter en eksisterende avtale mellom utleier og leietaker (Ling & Archer 2010 s. 197).

Ledighetsgrad

Ledighetsgrad er en prosentsats av eiendommens totale utleieareal som tilsvarer eiendommens ledige areal (Lign & Archer s. 198)

Markedsleie

Markedsleie er den leieinntekten eiendommen mest sannsynlig vil oppnå på det åpne markedet dersom den legges ut for leie i dag (Ling & Archer 2010 s. 197).

Markedsverdi

Markedsverdi er den verdien eiendommen forventes å bli omsatt for på vurderingstidspunktet mellom en villig kjøper og en villig selger gitt at eiendommen har vært grundig markedsført i en tilstrekkelig periode og vært tilgjengelig for forhandlinger og budgivning, hvor partene er uavhengige og agerer rasjonelt og uten tvang (Gundersen 2009 s. 14).

Netto leie

Netto leie, også kjent som netto kontantstrøm, finnes ved å trekke alle kostnader forbundet med drift og vedlikehold av eiendommen fra eiendommens totale leieinntekter, eller brutto leie (Ling & Archer 2010 s. 195)

Nåverdi

Nåverdi er verdien av en investering når alle inntekter og utgifter har blitt neddiskontert til dagens verdi (Senter for eiendomsfag u.å.).

Prosentleie

Er en leieavtale hvor leien reguleres i forhold til omsetningen til leietakeren. I disse avtalene er det vanlig å først avtale en fastleie, trappetrinnsleie eller indeksleie som ligger som en minimumsleie, mens omsetningselementet legges på toppen. Dette fungerer på den måten at dersom den avtalte prosenten av leietakerens omsetning overstiger minimumsleien skal prosentleien betales i stedet for minimumsleien (Brueggeman & Fisher 2011 s.270). Det forekommer også avtaler som kun baserer seg på prosentleie, uten minimumsleien i bunn.

Totalavkastning

Totalavkastning er summen av elementene direkteavkastning og kapitalavkastning (Saltnes 2017).

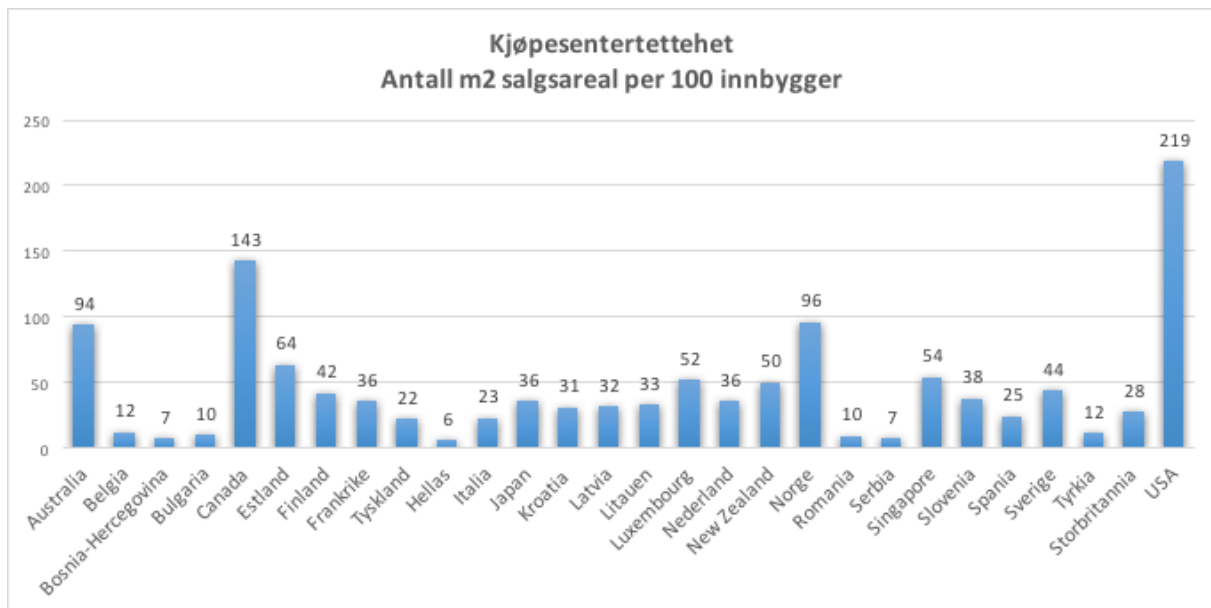
Trappetrinnsleie

Dette er en leieavtale hvor det er avtalt at leien skal øke med bestemte beløp etter bestemte tidsintervall i leieperioden. For eksempel at leien skal øke med 100 kroner per m^2 per år de første fem årene av leieperioden, eller at den totale leien skal øke med 500.000 etter de første tre årene av leieperioden (Brueggeman & Fisher 2011 s.270). Disse økningene refereres ofte til som trappetrinn eller eskaleringer (Ling & Archer 2010 s. 587).

Yield

Yield er et nøkkeltall som beskriver direkteavkastningen på en eiendom. Yielden for en eiendom beregnes som leieinntekter fratrukket eierkostnader dividert med eiendommens verdi (Leikvam & Olsson 2014 s.80). Prime yield relaterer seg til den delen av markedet med lavest risiko, typisk CBD (Kaldestad & Møller 2011 s. 224). I kontantstrømoppstillinger brukes gjerne entry- og exit-yield. Initial yield er yielden ved kjøp av eiendommen, mens exit-yield er yielden ved salg.

Vedlegg 2 – Utvidet statistikk



Vedlegg 3 – Intervjuguide

Intervjuguide

Fase 1: Rammesetting	<ol style="list-style-type: none">1. Løs prat (5 min)<ul style="list-style-type: none">• Uformell prat2. Informasjon (5-10 min)<ul style="list-style-type: none">• Forklare bakgrunnen for valg av tema for masteroppgaven.• Forklare at intervjuet skal brukes til å kartlegge hvilke verdivurderingsmetoder som praktiseres for kjøpesentre i det norske markedet.• Spørre respondenten om han/hun har noen spørsmål får vi setter i gang intervjuet.
Fase 2: Erfaringer	<ol style="list-style-type: none">3. Overgangsspørsmål (15 min)<ul style="list-style-type: none">• Hvilke(n) verdivurderingsmetode(r) benyttes i selskapet?• Kjenner du til, eller har du benyttet, andre metoder?• Tror du det er store variasjoner mellom aktørene hvilke metoder som blir brukt?• Er det forskjell i metoder ved verdivurdering av kjøpesentre og annen næringsseiendom?
Fase 3: Fokusering	<ol style="list-style-type: none">4. Nøkkelspørsmål (30 min)<ul style="list-style-type: none">• Hvorfor benytter selskapet nettopp denne modellen?• Har du et eksempel fra en verdivurdering hvor denne metoden er brukt?• Hvor hentes informasjonen som modellen behøver?• Avhengig av metode, hvordan estimeres kontantstrømmer / kostnader?• Er verdiutviklingen tatt med i regnestykket, eller det kun direkteavkastning som blir vektlagt?• Hvordan settes avkastningskravet og hvilke faktorer vurderes i den sammenhengen?
Fase 4: Tilbakeblikk	<ol style="list-style-type: none">5. Oppsummering (5-10 min)<ul style="list-style-type: none">• Oppsummering av hovedfunn• Avklare usikkerheter og diffuse svar• Er det noe mer respondenten ønsker å legge til?• Takke for at respondenten tok seg tid til intervjuet

Vedlegg 4 – Kjøpesenterliste Respondentselskaper

<u>Kjøpesenter</u>	<u>Kommune</u>	<u>Fylke</u>	<u>Areal (m2)</u>	<u>Omsetning (MNOK)</u>	<u>Butikker</u>
<u>Sørco AS</u>					
Amfi Brotorvet	Bamble	Telemark	35 500	716	73
Amfi Arendal	Arendal	Aust-Agder	22 000	735	60
Amfi Mandal	Mandal	Vest-Agder	19 100	480	39
Amfi Kragerø	Kragerø	Telemark	9 242	172	15
Totalt			85 842	2 103	187
<u>Steen & Strøm AS (Norge)</u>					
Metro Senter	Lørenskog	Akershus	53 344	1 144	100
Farmandstredet	Tønsberg	Vestfold	41 570	1 408	101
Gulskogen Senter	Drammen	Buskerud	38 627	1 552	115
Vinterbro	Vinterbro	Ås	32 847	1 455	85
Oslo City	Oslo	Oslo	26 076	1 800	90
Maxi Storsenter	Hamar	Hedmark	21 563	731	74
Arkaden Torgterrassen	Stavanger	Rogaland	21 431	484	55
Nordbyen	Larvik	Vestfold	15 868	593	50
Amanda	Haugesund	Rogaland	15 171	1 360	70
Nerstranda	Tromsø	Troms	12 735	415	45
Totalt			279 232	10 942	785
<u>Scala Retail Property AS</u>					
Bøsenderet	Bø	Telemark	11 500	255	28
Fagernes kjøpesenter	Nord-Aurdal	Oppland	10 000	217	19
Grorud senter	Oslo	Oslo	10 000	355	31
Gullgruven Senter	Bergen	Hordaland	12 700	450	20
Laksevåg Senter	Bergen	Hordaland	14 700	500	42
Maxi Sandnes	Sandnes	Rogaland	18 000	510	44
Skedsmo Senter	Skedsmo	Akershus	17 334	235	21
Tangen Senter	Nesodden	Akershus	10 000	410	37
Tista senter	Halden	Østfold	15 500	500	43
Rykkinn senter	Bærum	Akershus	13 500	400	30
Totalt			133 234	3 832	315
<u>Salto Eiendom AS</u>					
Bryn Senter	Oslo	Oslo	40 977	783	42
Rortunet Senter	Røyken	Buskerud	11 702	518	36
Kuben Senter	Ringeriket	Buskerud	43 925	684	63
Stortorvet	Kongsberg	Buskerud	32 364	675	62
Berja Senter	Kongsberg	Buskerud	22 874	257	11
Tuven Senteret	Notodden	Telemark	11 655	359	29
Torghjørnet	Hamar	Hedmark	10 502	72	12
Storhamarsenteret	Hamar	Hedmark	6 608	161	7
Stoa Senter	Arendal	Aust-Agder	10 219	138	9
Odden Senteret	Grimstad	Aust-Agder	11 244	296	32
Sjøsidan Senter	Vefsn	Nordland	14 070	287	25
Sortland Storsenter	Sortland	Nordland	12 224	388	37
Salto Bysenteret	Harstad	Troms	11 681	247	22
Totalt			240 045	4 865	387

Oslo Pensjonsforsikring AS

Ullevaal Stadion	Oslo	Oslo	14 600	672	32
Totalt			14 600	672	32

Olav Thon Gruppen (Norge)

Sørlandssenteret	Kristiansand	Vest-Agder	110 500	2 449	161
Sartor Storsenter	Fjell	Hordaland	93 000	2 012	170
Amfi Moa	Ålesund	Møre og Romsdal	69 000	2 850	170
Strømmen Storsenter	Skedsmo	Akershus	68 000	3 169	198
Vestkanten Storsenter	Bergen	Hordaland	67 000	1 632	114
Kvadrat	Sandnes	Rogaland	63 000	2 205	170
Sandvika Storsenter	Bærum	Akershus	58 500	3 295	193
Storo Storsenter	Oslo	Oslo	56 000	2 299	130
Lagunen Storsenter	Bergen	Hordaland	53 500	3 100	143
Åsane Storsenter	Bergen	Hordaland	51 700	1 681	151
Ski Storsenter	Follo	Akershus	45 000	2 070	143
Jessheim Storsenter	Ullensaker	Akershus	43 400	1 787	148
Amfi Roseby	Molde	Møre og Romsdal	42 000	979	71
Amfi Vågen	Sandnes	Rogaland	40 000	678	56
Amfi Brotorvet	Bamble	Telemark	35 500	716	73
Amfi Steinkjer	Steinkjer	Nord-Trøndelag	35 000	1 451	85
Amfi Madla	Stavanger	Rogaland	35 000	1 326	76
Østfoldhallene	Fredrikstad	Østfold	35 000	1 057	68
Amfi Moss	Moss	Østfold	33 000	669	69
Amfi Førde	Førde	Sogn og Fjordane	29 176	528	44
Triaden Lørenskog Storsenter	Lørenskog	Akershus	28 000	1 017	72
Amfi Kanebogen	Harstad	Troms	27 000	232	37
Amfi Orkanger	Orkdal	Sør-Trøndelag	25 421	671	53
Sandens	Kristiansand	Vest-Agder	25 000	347	33
Rygge Storsenter	Rygge	Østfold	25 000	695	40
Molde Storsenter	Molde	Møre og Romsdal	24 000	773	19
Amfi Futura	Kristiansund	Møre og Romsdal	23 999	408	42
Amfi Sunndal	Sunndal	Møre og Romsdal	23 778	413	28
Amfi Borg	Sarpsborg	Østfold	22 000	655	64
Amfi Arendal	Arendal	Aust-Agder	22 000	735	60
Amfi Alta	Alta	Finnmark	21 000	834	65
Amfi Sogningen	Sogndal	Sogn og Fjordane	20 000	560	49
Amfi Elverum	Elverum	Hedmark	20 000	509	34
Amfi Mandal	Mandal	Vest-Agder	19 100	480	39
Amfi Eidsvoll	Eidsvoll	Akershus	19 000	449	46
Oasen Storsenter	Karmøy	Rogaland	18 500	827	70
Amfi Storkaia Brygge	Kristiansund	Møre og Romsdal	18 365	528	46
Mosseporten	Moss	Østfold	18 000	592	51
Amfi Drøbak City	Frogn	Akershus	17 000	531	37
Amfi Os	Os	Hordaland	17 000	568	44
Amfi Nærbø	Hå	Rogaland	17 000	380	24
Bergen Storsenter	Bergen	Hordaland	16 000	1 098	72
Amfi Mo i Rana	Mo i Rana	Nordland	16 000	397	48
Malvik Senter	Malvik	Sør-Trøndelag	15 572	265	2

Namsos Storsenter	Namsos	Nord-Trøndelag	15 500	469	39
Amfi Eikunda	Egersund	Rogaland	15 000	325	27
Ullevaal Stadion	Oslo	Oslo	14 600	672	32
Jærhagen	Klepp	Rogaland	14 200	586	35
Romerikssenteret	Ullensaker	Akershus	14 000	497	30
Åsane Stormarked	Bergen	Hordaland	14 000	281	5
Harebakken	Arendal	Aust-Agder	14 000	527	56
Amfi Larvik	Larvik	Vestfold	14 000	292	32
Amfi Ørsta	Ørsta	Møre og Romsdal	13 977	377	31
Amfi Pyramiden	Tromsø	Troms	13 000	565	40
Amfi Stord	Stord	Hordaland	13 000	413	36
Bømlo Storsenter	Bømlo	Hordaland	13 000	212	14
Amfi Voss	Voss	Hordaland	13 000	390	37
Amfi Raufoss	Vestre Toten	Oppland	13 000	331	30
Amfi Farsund	Farsund	Vest-Agder	13 000	456	21
OTI-sentret	Orkdal	Sør-Trøndelag	12 611	172	23
Amfi Surnadal	Surnadal	Møre og Romsdal	12 226	269	24
Amfi Vågsbygd	Kristiansand	Rogaland	12 000	536	40
Amfi Narvik	Narvik	Nordland	12 000	342	35
Amfi Nordfjord	Eid	Sogn og Fjordane	11 500	199	24
Amfi Tynset	Tynset	Hedmark	11 401	189	19
Senter Syd Mortensrud	Oslo	Oslo	11 000	310	31
Amfi Finnsnes	Finnsnes	Troms	11 000	348	42
Amfi Askøy	Askøy	Hordaland	11 000	264	27
Amfi Ålgård	Gjesdal	Rogaland	11 000	368	27
Amfi Fauske	Fauske	Nordland	11 000	239	29
Amfi Valdres	Valdres	Oppland	11 000	267	17
Amfi Ullsteinvik	Ullstein	Møre og Romsdal	11 000	251	21
Narvik Storsenter	Narvik	Nordland	10 000	418	36
Amfi Verdal	Verdal	Nord-Trøndelag	10 000	343	30
Amfi Havnesenteret	Brønnøy	Nordland	10 000	279	30
Moldetorget	Molde	Møre og Romsdal	10 000	242	33
Amfi Eurosenteret	Nes	Akershus	10 000	230	17
Amfi Bjørkelangen Torg	Aurskog-Høland	Akershus	10 000	191	13
Amfi Skansen	Ålstahaug	Nordland	10 000	320	20
Amfi Svolvær	Vågan	Nordland	9 990	386	29
Gunerius	Oslo	Oslo	9 500	340	35
Østerås Senter	Bærum	Akershus	9 303	389	20
Amfi Kragerø	Kragerø	Telemark	9 242	172	15
Dombås Senter	Dovre	Oppland	8 064	208	15
Amfi Geilo	Hol	Buskerud	8 000	237	20
Amfi Åkrehamn	Karmøy	Rogaland	7 000	288	24
Søndorpunet	Nord-Fron	Oppland	7 000	235	13
Amfi Årnes	Nes	Akershus	7 000	244	18
Amfi Namsos	Namsos	Nord-Trøndelag	6 500	210	17
Bjørneparken Kjøpesentret	Flå	Buskerud	6 462	202	18
Amfi Nesttun	Bergen	Hordaland	6 000	311	25
Amfi Flekkefjord	Flekkefjord	Vest-Agder	6 000	243	17
Amfi Kirkenes	Sør-Varanger	Finnmark	6 000	141	15
Amfi Florø	Flora	Sogn og Fjordane	6 000	197	19

Leie Senteret	Vikna	Nord-Trøndelag	6 000	192	13
Amfi Bertheus	Harstad	Troms	5 000	195	12
Grønland Basar	Oslo	Oslo	3 000	183	21
Lompensenteret	Longyearbye	Svalbard	3 000	79	13
Arkaden	Oslo	Oslo	2 750	183	25
Totalt			2 119 837	66 716	4 895

Kilder: Scala Retail Property. (u.å. b), Salto Eiendom. (u.å. b), Steen & Strøm. (u.å. c), SørCo. (u.å. b), Thon Eiendom. (u.å.), Oslo Pensjonsforsikring. (u.å. c).

* Noen senter er nevnt under to sentergrupperinger. Dette kommer av driftssamarbeid på tvers av eierselskaper.



Norges miljø- og biovitenskapelig universitet
Noregs miljø- og biovitenskapelige universitet
Norwegian University of Life Sciences

Postboks 5003
NO-1432 Ås
Norway