



Norges miljø- og
biovitenskapelige
universitet

Masteroppgave 2019 - 30 stp

Handelshøyskolen

Implementering av risiko ved lønnsomhetsvurderinger av utleieboliger.

Didrik Skinlo

Master i Økonomi og administrasjon – Finansiering og investering

Forord

Denne masteroppgaven er en avsluttende oppgave på en toårlig mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges miljø- og biovitenskapelige universitet. Masteroppgaven representerer 30 studiepoeng og har blitt skrevet i løpet av våren 2019.

Oppgaveskrivingen har vært en lærerik og krevende prosess. Arbeidet har gitt god innsikt i både bolig- og utleiemarkedet, og dette har vært et spennende tema å sette seg inn i. Jeg ønsker å takke alle bedriftene som har bidratt til å gjøre denne oppgaven mulig. Jeg håper at denne oppgaven kan bidra med nyttig informasjon og bevisstgjøring tilbake til dere.

Jeg ønsker også å rette en stor takk til min veileder Dag Einar Sommervoll for klar og tydelig veiledning, og for gode innspill gjennom hele prosessen.

Didrik Skinlo

7. mai 2019

Sammendrag

Denne oppgaven omhandler risiko ved utleieboliger, et tema som er utforsket i svært liten grad både nasjonalt og internasjonalt. Dette er risikofaktorer som kan påvirke lønnsomheten av en investering i utleieboliger. Risikofaktorene utgjør usikkerheten for at enten leieinntektene blir lavere enn forventet, eller at kostnadene blir høyere enn forventet. Utleieboliger er realinvesteringer som vanligvis har store investeringsbeløp og lang tidshorisont. Dermed kan det økonomiske skadeomfanget være betydelig ved dårlige investeringsbeslutninger og svake risikoanalyser.

Oppgaven belyser resultatet av ufullstendige risikovurderinger, hvilke risikofaktorer investeringer i utleieboliger er utsatt for, samt hvordan profesjonelle aktører vurderer og tilnærmer seg denne risikoen. Oppgaven deles inn etter disse tre fokusområdene med hvert sitt tilhørende forskningsspørsmål, der de to første forskningsspørsmålene er teoretiske, mens det tredje forskningsspørsmålet besvares med empiriske analyser av data som er innhentet fra selskaper innen boligutleie.

Første forskningsspørsmål legger frem utregninger som viser at lønnsomhetsvurderinger er meget følsomme på endringer i inntekter, kostnader og boligens risiko. Dette poengterer viktigheten av nøye risikovurderinger og analyser, for å komme frem til troverdige lønnsomhetsestimater, ved å redusere sannsynligheten og skadeomfanget av uønskede utfall. I andre forskningsspørsmål blir risikofaktorer for investeringer i utleieboliger presentert og kategorisert. I tredje forskningsspørsmål blir kvalitativ forskningsmetode benyttet for å innhente informasjon fra aktører innen boligutleie. Formålet med datainnsamlingen er å analysere hvordan profesjonelle aktører vurderer risiko, og hvordan deres tilnærming til denne risikoen er. Personene som er intervjuet er nøkkelpersoner i bedriftene de representerer, og har flere års erfaring innen dette fagområde. Bedriftene som er intervjuet har alle over 100 utleieenheter, og opererer i det norske markedet med hovedvekt på Østlandet, men også med innspill fra Vestlandet. Hovedfunnene fra analysen viser at det er stor forskjell på vurderingsmetoder som benyttes og at strategiske valg og mål er avgjørende for selskapets risikovillighet. Oppgaven trekker også frem likheter mellom bolig-/utleiemarkedet og aksjemarkedet, der markedets effisiens og investeringenes risiko og avkastning blir analysert.

Abstract

This thesis focuses on risk concerning private rental homes, which is a topic with very little research both nationally and internationally. These risk factors can affect the profits from an investment in rental homes. These risk factors represent the total risk that the rental incomes are lower than expected, or that the costs are higher than expected. Investments in rental homes usually have large initial investment costs and large time spans. As a result of this, the potential for poor economic outcomes are substantial, given poorly conducted investment decisions and weak risk analysis.

This thesis attempts to shed light upon the consequences of such poor risk analysis, and to map out which risk factors threat the yield of rental homes, as well as unveil how professional investors approach this risk. The thesis is divided after these three goals, each with its own research issue. The two first research issues are theoretical, and the third research issue is answered by analyzing empirical data, which is gathered from several professional companies in the rental housing market.

The first research issue presents calculations showing that profit margins and valuation models are highly sensitive to changes in income, costs and the risks from the rental home. This highlights the importance of precise risk comprehension and analysis, in order to come up with trustworthy profit estimates, by reducing the possibility and the impact of poor economic outcomes. The second research issue presents and categorizes risk factors that may affect the profitability of a rental home. In the third and final research issue, a qualitative research method is used to gather information and data from professional market participants. The goal is to analyze how these professional investors assess the rental homes inherent risk, and how they approach this risk. I exclusively interviewed key personnel in the companies they represent, all with extensive experience in this particular field. All companies manage more than 100 rental units, and operate primarily in the Norwegian market, with the majority from the eastern Norway, but with contributions from the western Norway. The key findings from the analysis are the differences in the models and methods used to calculate and assess the profitability, and that the strategic decisions and goals are determining the portfolios exposure to risk. The thesis also discusses the similarities between the housing/rental market and the stock market, where the market efficiency, and the investments risk and returns are assessed.

Innholdsfortegnelse

AVGRENSNINGER OG FORUTSETNINGER	9
1 INNLEDNING.....	10
1.1 BAKGRUNN FOR TEMA.....	12
1.2 PROBLEMSTILLING OG FORSKNINGSSPØRSMÅL	12
2 TEORI OG OPPSUMMERING AV TIDLIGERE FORSKNING	14
2.1 TIDLIGERE FORSKNING	14
2.2 INVESTERING	14
2.3 RISIKO.....	14
2.4 KONTANTSTRØMMER.....	15
2.5 AVKASTNING/YIELD	15
2.6 KRAV TIL AVKASTNING/YIELD	18
2.7 MARKEDSEFFISIENS.....	19
2.8 RISIKOFRI RENTE.....	19
2.9 INFLASJON.....	20
2.10 REALRENTE	21
2.11 KAPITALKOSTNAD.....	21
2.12 KAPITALVERDIMODELLEN.....	21
2.13 NETTOKAPITALISERINGSMETODEN	21
2.14 TIDSVERDI AV PENGER.....	22
2.15 NEDDISKONTERING	23
2.16 NETTO NÅVERDI.....	23
2.17 INTERNRENTE	24
2.18 RISIKOJUSTERT FORVENTET FORTJENESTE.....	24
3 VIKTIGHETEN AV RISIKOVURDERINGER	26
3.1 ANVENDELSE AV LØNNSOMHETSESTIMATER	26
3.2 FORSKJELLIGE NEDDISKONTERINGS-/VERDIJUSTERINGSRATER.....	26
3.2.1 Kapitalkostnad.....	26
3.2.2 Alternativkostnad.....	27
3.2.3 Risikofaktor som neddiskonteringsrate.....	28
3.3 VURDERINGSMODELLER	29
3.3.1 Internrente	31
3.3.2 Nettokapitaliseringsmetoden	31
3.4 DELKONKLUSJON	32
4 RISIKOFAKTORER FOR UMLEIEBOLIGER	34
4.1 VERDIVURDERING AV EN RISIKABEL KONTANTSTRØM	34
4.2 RISIKOFAKTORER VED BOLIGUTLEIE	34
4.3 INVESTERINGEN BLE DYRERE ENN BUDSJETTERT.....	35
4.4 UTSATT FERDIGSTILLING AV BOLIGEN.....	35
4.5 ETTERSØRSEL OG TILBUD.....	36
4.6 BOLIGEN STÅR LEDIG.....	39
4.7 KONKURRANSE FRA ANDRE UMLEIERE.....	40
4.8 DRIFTSKOSTNADER AVVIKER FRA FORVENTNINGEN.....	40
4.9 REPARASJON/OPPGRADERINGER	41
4.10 LEIETAKER BETALER IKKE LEIEN	41
4.11 NATURKATASTROFER OG KLIMAENDRINGER.....	42
4.12 INFLASJON.....	43
4.13 PRISVEKST.....	43
4.14 POLITISKE FAKTORER	44
4.15 DELKONKLUSJON	45
5 METODE.....	47
5.1 METODEVALG.....	47
5.2 DATAINNSAMLING OG DATAKILDER	47
5.3 ANALYSEMETODE.....	49

6	ANALYSE	50
6.1	<i>RESULTATER AV ANALYSEN/DRØFTING</i>	<i>56</i>
7	KONKLUSJON.....	59
8	REFERANSER	62

Figurliste

<i>Figur 1 – Månedsnotering av boligpris pr. m² i forskjellige bydeler av Oslo.</i>	16
<i>Figur 2 – Leiepriser for bolig i prosent av leieprisene i Sentrum, Frogner, Ullern og St. Hanshaugen, i 2018.</i>	17
<i>Figur 3 – Statsobligasjoner i Norge, 10-år månedlige noteringer.</i>	20
<i>Figur 4 – Nåverdi av en evig kontantstrøm.</i>	22
<i>Figur 5 – Neddiskontering av fremtidig kontantstrøm.</i>	23
<i>Figur 6 – Netto nåverdi av et prosjekt.</i>	24
<i>Figur 7 – Risikojustert forventet fortjeneste.</i>	25
<i>Figur 8 – Netto nåverdiprofil av et investeringsprosjekt ved ulike neddiskonteringsrater.</i>	30
<i>Figur 9 – Oversikt over leieprisene pr. måned for en 3-roms leilighet i Oslo og Bærum, og Stavanger fra 2012 til 2018.</i>	37
<i>Figur 10 – Dollar pr. fat for Nordsjøolje fra januar 2012 til desember 2018.</i>	38
<i>Figur 11 – Gjennomsnittlig månedlig leie for utleieboliger, med kontrakt inngått det aktuelle året og året før, fra 2006 til 2018.</i>	43

Tabbeliste

<i>Tabell 1 – Lønnsomhetsvurdering ved forskjellige neddiskonteringsrater, nåverdimodeller.</i>	29
<i>Tabell 2 – Lønnsomhetsvurdering ved forskjellige neddiskonteringsrater, nettokapitaliseringsmetoden.</i>	31
<i>Tabell 3 – Lønnsomhetsvurdering ved forskjellige kontantstrømmer, nettokapitaliseringsmetoden.</i>	32
<i>Tabell 4 – Lønnsomhetsvurdering ved forskjellige vekstfaktorer, nettokapitaliseringsmetoden.</i>	32
<i>Tabell 5 – Presentasjon av intervjuobjektene.</i>	48

Avgrensninger og forutsetninger

Det forutsettes at leseren har god økonomisk innsikt, med god forståelse av begreper og grunnleggende økonomisk teori.

Denne oppgaven fokuserer på utleieboliger, der leietaker bruker boligen til å bo i. Oppgaven utelukker dermed utleie av bygg til næringsformål.

Begrepet «aktører» omfatter investorer og utviklere innenfor utleie av boliger, med mindre annet er presisert.

Begrepet «prosjekt» benyttes hovedsakelig for eiendomsprosjekter, med mindre annet er presisert.

Begrepene «eiendomsinvesteringer» og «eiendomsprosjekter» omhandler ervervelsen av en eksisterende bolig eller utviklingen av en bolig.

1 Innledning

Det finnes utdypende forskning på boligmarkedet i helhet både internasjonalt og nasjonalt. For å nevne noen forskningsfelt innen boligmarkedet er det blitt forsket på prisdrivere i eiendomsmarkedet, og blant annet påvirkning av finanskriser og oljepriskrise. Det finnes også forskning på hvordan boligmarkedet bør reguleres for å sikre bærekraftig velferdsordninger for pensjonister, og hvilke verdimodeller som benyttes for verdivurdering av næringsbygg. Det er også blitt utforsket hvilken avkastning boligmarkedet har gitt i sammenligning med andre kapitalallokeringer, og hvilke sosiologiske påvirkninger tilbudet fra boligmarkedet har på samfunnet.

Det kan virke som at boligmarkedet er så godt utforsket fordi det spiller en så viktig rolle i folks liv. Boliger gir trygghet og tilhørighet, og vi tilbringer mesteparten av livene våre innenfor det vi definerer som «hjemmet». Tilfredsheten og komforten boligen bringer verdsettes høyt, og vi ønsker et godt og trygt hjem for å gi barna våre en god oppvekst. I tillegg til dette er boliger veldig kostbare. I Oslo er gjennomsnittlig kvadratmeterpris for blokkleiligheter på over 76 000 kroner (Prisindeks for brukte boliger SSB, 2018). I tillegg til store krav til egenkapital ved kjøp av boligen er årlige gjennomsnittlige løpende kostnader på nesten 100 000 kroner i form av vedlikehold og nedbetaling av lån (Bolig og boforhold – for befolkningen og utsatte grupper, SSB, 2018).

Statistisk Sentralbyrå skriver i rapporten «Hva vet vi om leiemarkedet vi bor i?» (2017), at i Norge er det over en halv million husholdninger som leier boligen de bor i. Videre forklares det at tilbyderne av disse boligene er delt i private aktører og profesjonelle utleiere, hvorav majoriteten er private utleiere som leier ut boliger eller eventuelt deler av egen bolig.

Til tross for den vanlige oppfatningen om at boliginvesteringer alltid er trygge investeringer, foreligger det betydelige usikkerhetsmomenter som investeringer i utleieboliger er utsatt for. Som et resultat av at boliginvesteringer ofte krever store investeringsbeløp og løpende faste utgifter, i form av forsikringer og finansieringskostnader, er potensialet for betydelige tap sterkt til stede ved ufullstendige risiko- og lønnsomhetsvurderinger.

Selv om boligmarkedet i helhet er godt utforsket av vitenskapelige arbeid, virker det som at feltet som omhandler kartlegging av risiko ved utleieboliger er et uberørt felt. Denne oppgaven

har som hensikt å tette dette gapet. Oppgaven vil utforske hvilke risikofaktorer en utleiebolig er utsatt for, hva denne risikoen kan medføre av tap, og hvordan profesjonelle aktører implementerer denne risikoen i sine kalkyler og modeller.

1.1 Bakgrunn for tema

I løpet av studiet på NMBU lærte jeg blant annet om verdivurderinger av næringsseiendom, og hvor følsomme prosjekter med lang levetid er overfor endringer i inntekter og kostnader. Usikkerhet i disse lønnsomhetsestimaterne kan dermed føre til store utslag i lønnsomheten over prosjektets levetid. Sammenlignet med andre aktivaklasser er boliginvesteringer betydelig vanligere enn andre typer kapitalallokeringer for det norske folk, og den eneste aktivaklassen der det er normalt å utvide investeringskapitalen med maksimal belåning. Selv om de fleste kjøper boliger for å dekke eget behov, fastslo Statistisk Sentralbyrå at rundt en halv million husholdninger i Norge leier bolig. Tilbyderne av disse boligene har låst betydelig kapital i disse investeringene, enten de er private eller bedrifter. For disse investorene er det viktig å forstå omfanget av risikoen som tilhører boliginvesteringer og hvilke faktorer som avgjør lønnsomheten fra disse investeringene.

1.2 Problemstilling og forskningsspørsmål

Boligprosjekter skiller seg ut fra andre investeringsprosjekter ved at boligprosjekter vanligvis har svært lang levetid. For en utleiebolig vil denne levetiden føre til årevis med leieinntekter. En investering i en utleiebolig er i praksis et kjøp av rettighetene til å tjene fremtidige leieinntekter. Ofte er investeringskostnadene for kjøp eller utvikling av boligene og inntektene høye, og det fører til at store verdier er knyttet til eiendomsprosjektene. På grunnlag av at investeringens fortjeneste baseres på fremtidige og usikre kontantstrømmer er det viktig å foreta grundige analyser for å anslå hvilket nivå disse inntektene kommer til å ligge på i fremtiden. Det er flere metoder og modeller som kan benyttes ved verdivurdering av fremtidige leieinntekter. Verdien av boligens fremtidige kontantstrømmer, og dermed utleieboligens verdi, vil avhenge av leieinntektene, kostnadene og usikkerheten av disse pengestrømmene.

For å skape en helhetlig oversikt over risikoen ved utleieboliger er det formulert tre forskningsspørsmål. Dermed vil det bli fokusert på tre vinklinger for å vise omfanget av denne risikoen. Disse forskningsspørsmålene er formulert som følgende:

1. *Hvilke konsekvenser kan oppstå som følge av en ufullstendig vurdering av risiko for utleieboliger?*
2. *Hvilke risikofaktorer er lønnsomheten for en utleiebolig utsatt for?*
3. *Hvilke metoder benytter profesjonelle aktører for å kvantifisere og implementere risikomomentene inn i sine lønnsomhetsvurderinger?*

De to første forskningsspørsmålene vil bli besvart ved bruk av en teoretisk tilnærming, og det tredje spørsmålet blir besvart ved analyse av intervjuer fra flere profesjonelle aktører innen boligutleie. Hvert forskningsspørsmål blir avsluttet med en delkonklusjon, før oppgaven avslutter med en helhetlig konklusjon som oppsummerer delkonklusjonene.

En realistisk lønnsomhetsvurdering av utleieboligen er ikke kun viktig for utviklere, men vil i like stor grad være aktuelt for andre eiendomsaktører som kjøper et ferdig utviklet boligprosjekt. Dette kan som eksempel være en utleieleilighet i en by eller en feriebolig for utleie på fjellet. Felles for alle som investerer i boligprosjekter er at de risikerer sin reelle kapital mot fremtidige og usikre leieinntekter. En rasjonell investor vil prøve å minimere prosjektets risiko og maksimere forventet fortjeneste, og denne oppgaven har som hensikt å bidra med økt forståelse av hva dette innebærer og hvordan dette målet kan oppnås.

2 Teori og oppsummering av tidligere forskning

For å gi en fullstendig forståelse av hvordan risiko påvirker alle investeringsbeslutninger, inkludert boliginvesteringer, er det viktig å forstå visse begreper og teorier. De mest nødvendige begrepene og teoriene forklares i dette kapittelet.

2.1 Tidligere forskning

Det er publisert lite forskning av risiko for utleieboliger både fra norske og internasjonale studier. Innledningsvis ble det nevnt at boligmarkedet i helhet er godt utforsket. Utleieboliger har også vært forsket på, deriblant hvilke effekter investeringer i sekundærboliger har hatt på boligprisene i Norge. Hvilke risikofaktorer som påvirker lønnsomheten til utleieboliger og hvilken konsekvens denne risikoen kan ha på lønnsomheten av investeringen, er et tema som mangler forskning. Det er dette gapet i forskningen denne oppgaven har til hensikt å tette. Denne oppgaven står derfor med relativt tynn tilknytning til tidligere studier og forskning, og den nærmeste relaterte forskningen omhandler næringsbygg, som benytter helt forskjellige risikofaktorer og vurderingskriterier. Det er mangelen på tidligere forskning som gjør oppgaven denne betydningsfull.

2.2 Investering

En investering er å plassere penger, eller en annen knapp faktor, i et prosjekt eller i et aktivum, med forventning om at man på et senere tidspunkt vil få dekket inn kostandene og vil oppnå en profitt via kontantstrømmene som prosjektet genererer.

2.3 Risiko

Risiko anses som det samme som usikkerhet. Innen økonomi vurderes risiko kun som sannsynligheten for at en investering får et dårligere utfall enn forventet verdi. Siden det er knyttet usikkerhet med fremtidens økonomiske situasjon og faktorer som påvirker resultatet av investeringer er de aller fleste investeringer utsatt for risiko. Det finnes mange former for risiko som varierer med investeringens natur. Ved investering i en bred aksjeportefølje vil investeringen være utsatt for markedsrisiko, mens ved investering i enkeltaksjer vil investeringen også være utsatt for selskapsspesifikk risiko. Investeringer i obligasjoner vurderes normalt som tryggere plasseringer, men disse plasseringene er utsatt for konkursrisiko for selskapet. Investeringer i bolig er utsatt for svingninger i boligprisene, og dersom man

lånefinansierer investeringen foreligger det også risiko ved at renten stiger dersom man har flytende rente.

Innen økonomisk teori vil en rasjonell investor kreve kompensasjon for sannsynligheten for at investeringen eller prosjektet går dårligere enn forventingen. Dersom det foreligger stor spredning i utfallene, altså risiko for at resultatet av investeringen får et svært dårlig utfall, vil investorene kreve en kompensering for denne risikoen. Dette skjer ofte ved at deres forventede avkastning for prosjektet må øke før en investering blir aktuell. Avkastningen kan øke ved at investoren reduserer det han er villig til å betale for investeringen, helt til investoren opplever forventet avkastning som verdt investeringens risiko.

På grunnlag av at ulike investorer har ulike forhold til risiko finnes det ikke en korrekt måte å avgjøre hva som er riktig tilnærming til risikoen. Derimot er det mulig å vurdere i hvilken grad hvert enkelt prosjekt er utsatt for risikofaktorer på en nøytral måte. Investorens risikovillighet eller risikoaversjon vil deretter avgjøre hvor villig han/hun er til å investere i det aktuelle prosjektet. Med andre ord er prosjektets risiko objektiv, mens risikovilligheten er subjektiv.

2.4 Kontantstrømmer

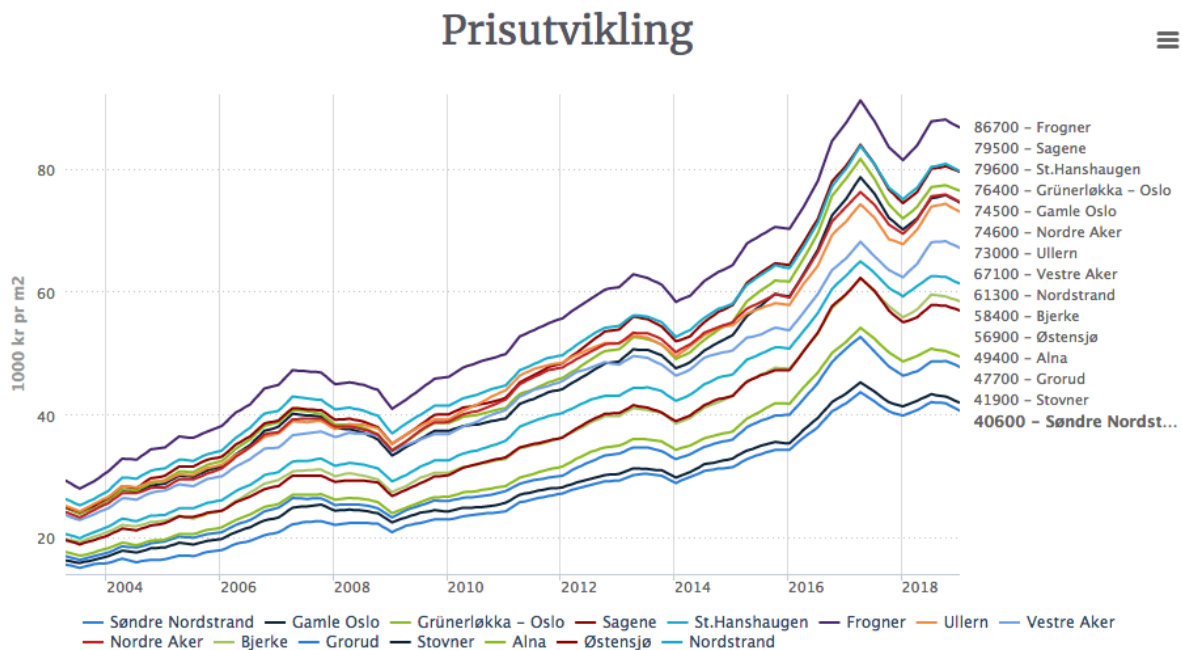
Kontantstrømmer er reelle innbetalinger og utbetalinger av penger i forskjellige perioder. Et normalt prosjekt har vanligvis en negativ kontantstrøm i begynnelsen, som kommer fra investeringskostnaden for å igangsette et prosjekt eller kjøpe et eksisterende prosjekt. Etter at prosjektet er igangsatt leverer det vanligvis inntekt til eier av prosjektet. Det er ikke uvanlig at prosjektet også krever utbetalinger for å drifte og holde prosjektet ved like. Alle disse innbetalingene og utbetalingene er kontantstrømmer. Det er vanlig at netto kontantstrømmer kun omtales som kontantstrømmer. Videre i oppgaven vil begrepet kontantstrømmer ofte brukes for netto kontantstrømmer, altså periodens sum av inn- og utbetalinger, med mindre annet blir spesifisert. For boligutleie vil kontantstrømmene vanligvis starte med en stor utbetaling i begynnelsen av prosjektet, som kommer av utvikling eller kjøp av en utleiebolig, og deretter ha relativt jevne innbetalinger i form av netto leieinntekter.

2.5 Avkastning/Yield

Avkastning viser hvor mye verdi som skapes, sammenlignet med investeringskostnaden. I mange investeringer kan det skilles mellom løpende avkastning, altså hvor store

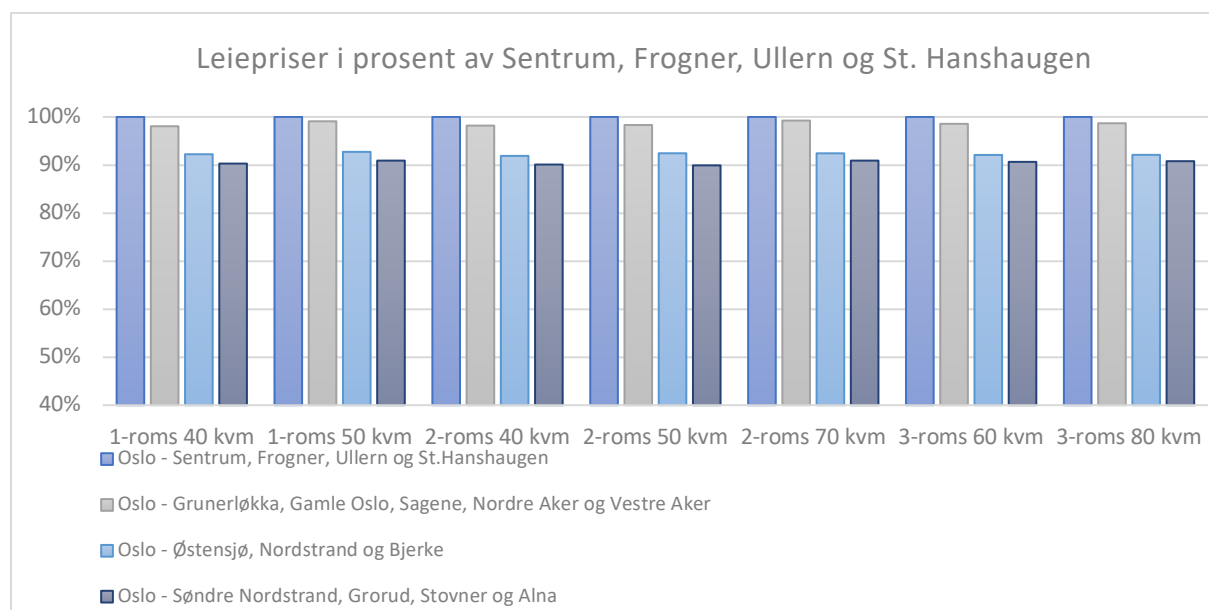
kontantstrømmene er i forhold til investeringskostnaden, og verdiøkning på eiendelen. Den løpende avkastningen og verdiøkningen utgjør totalavkastning. Totalavkastning er et begrep som inkluderer alle former for verdiskaping. Avkastningen kan beregnes hvert år, eller i slutten av prosjektets levetid. Innen eiendom benyttes begrepet yield for løpende avkastning, som også kalles direkteavkastning. Yield brukes til å sammenligne leieinntektene med investeringskostnaden. Yield kan deles i brutto yield eller netto yield. Brutto yield er inntektene fra utleie før kostnadene er trukket fra, og netto yield er netto leieinntektene. Yield er et mål på lønnsomheten til boligen, og kan gjenspeile opplevd risiko på eiendommen. Dette kan sees i lys av at ulike områder og steder har forskjellig yield, altså forholdet mellom kontantstrømmene og investeringskostnaden varierer. Dette belyses av figur 1 og 2.

Figur 1 – Månedsnøtering av boligpris pr. m² i forskjellige bydeler av Oslo.



Kilde: Figur hentet fra Krogsveen.

Figur 2 – Leiepriser for bolig i prosent av leieprisene i Sentrum, Frogner, Ullern og St. Hanshaugen, i 2018.



Kilde: Data hentet fra Statistisk Sentralbyrå, Leiemarkedsundersøkelsen.

Fra figur 1 kan man se at det er store variasjoner på pris pr. m² i de forskjellige bydelene av Oslo. I utgangen av 2018 var prisen pr. m² for en bolig plassert på Frogner, over dobbelt så høy som prisen pr. m² på Søndre Nordstrand. Figur 2 (*Leiepriser for bolig i prosent av leieprisene i Sentrum, Frogner, Ullern og St. Hanshaugen, i 2018*) viser en oversikt over de forskjellige bydelenes leiepriser på ulike type leiligheter. Prisene presenteres etter bydel i prosent av leieprisene i området Sentrum, Frogner, Ullern og St. Hanshaugen. Sammenlignes prisen pr. m², med leieprisene i for de ulike bydelene kommer det frem at det ikke er samme forhold mellom boligprisen og leieprisen. Dette betyr at en investor som investerer i en utleiebolig på Søndre Nordstrand, kan forvente høyere yield enn en tilsvarende bolig på Frogner. «Også innen byer finnes det betydelige geografiske segmenteringer» hevder Geltner et al. (2007), og disse forskjellene vil påvirke etterspørselen i boligmarkedet. Slike segmenteringer fører til at verdiene på eiendommene på attraktive områder har økt mye, mens eiendommer på mindre attraktive områder ikke har økt i like stor grad. Denne verdiøkningen av eiendommen fører til redusert yield. Dette stemmer overens med funnene fra figur 1 og 2.

Innen eiendomsmarkedet benyttes begrepet «Central Business District» (CBD) som sentrum av store byer. I teorien vil yielden fra utleie i bolig- og næringsformål i disse områdene være vesentlig lavere enn mer utkantliggende strøk, og dette stemmer overens med observasjonene

fra figurene ovenfor. Dette kan komme fra oppfatningen av at slike CBD tilbyr et bredt spekter av arbeidsplasser, markeder og handel, som dekker menneskelige behov, og vil dermed være mer attraktive enn steder med større avstand til byens sentrum. Det kan være på grunn av dette at sentrumsnære eiendommer har høyere verdi. Slike områder kan også være mindre utsatt for risiko enn mer perifere boliger. Ved nedgangskonjunkturer vil økonomien i samfunnet gå tregere og utbyggere og bedrifter kan bli skeptiske til å satse på utvikling i utkantstrøk. Siden den økonomiske fremtiden er uvis, er det knyttet usikkerhet til fremtidens nytte av eiendommer som ligger lenger fra sentrum. Dette er trolig en av hovedgrunnene til at eiendommer i periferien har lavere verdi, og dermed lavere pris enn eiendommer i CBD. Yelden i de mest attraktive områdene som CBD kalles Prime Yield, og er normalt de laveste i området og byen.

En annen hake ved risikoen av investeringer av eiendommer i periferien, er at disse boligene er mye mer utsatt for endringer i etterspørsel og tilbud. Etterspørselen etter boliger i periferien kan som nevnt endres som følge av endringer i økonomien. Tilbudet av nye boliger kan også endres raskt i områder som ikke er tett bebygget eller som har ubebygde tomter. Dette er mindre aktuelt i sentrum av byer, der bebyggelsen allerede er tettere og prisen på eksisterende eiendommer er høy.

Det er trolig den reduserte risikoen i attraktive områder som leder til forskjellen i yield i ulike steder. Hadde risikoen blitt oppfattet som lik for alle områder, ville forholdet mellom leiepris og eiendomsverdi trolig vært lik i både CBD og i periferien. Dersom det foreligger en eiendom i sentrale strøk med for uforholdsmessig lav pris, slik at yelden er høyere enn området skulle tilsi, kan vi anta at eiendommen er underpriset. Vi kan forvente at markedet er såpass effisient at budkriger fra ulike investorer hadde økt salgsprisen helt til eiendommen hadde gitt en yield som var lik tilsvarende boliger i nærheten.

2.6 Krav til Avkastning/Yield

Krav til avkastning/yield er den laveste avkastningen en investor vil godta for å gjennomføre et prosjekt eller en investering. Dersom en investor har et avkastningskrav på 10 %, vil han minimum kreve en avkastning på 10 % årlig fra prosjektet. Avkastningskrav blir ofte benyttet som neddiskonteringsrate for verdijustering av fremtidige kontantstrømmer. Ved bruk av nåverdimodellen der investeringen har en positiv nåverdi vil det si at prosjektet har en høyere forventet avkastning enn avkastningskravet. Avkastningskravet kan vurderes på flere måter,

blant annet ved å vektlegge kostnaden for å skaffe kapital, forventet fortjeneste fra alternative prosjekter eller ved å vektlegge prosjektets inneværende risiko. Disse tre metodene blir utdypet i kapittel 3.

2.7 Markedseffisiens

«Det er god grunn til å tro at boligmarkedet burde være mindre effisient enn finansielle markeder. Markedet domineres av individer som handler boliger de selv bor i. (...) Men det er vanskelig å finne akademisk arbeid som bekrefter at det er slik.»

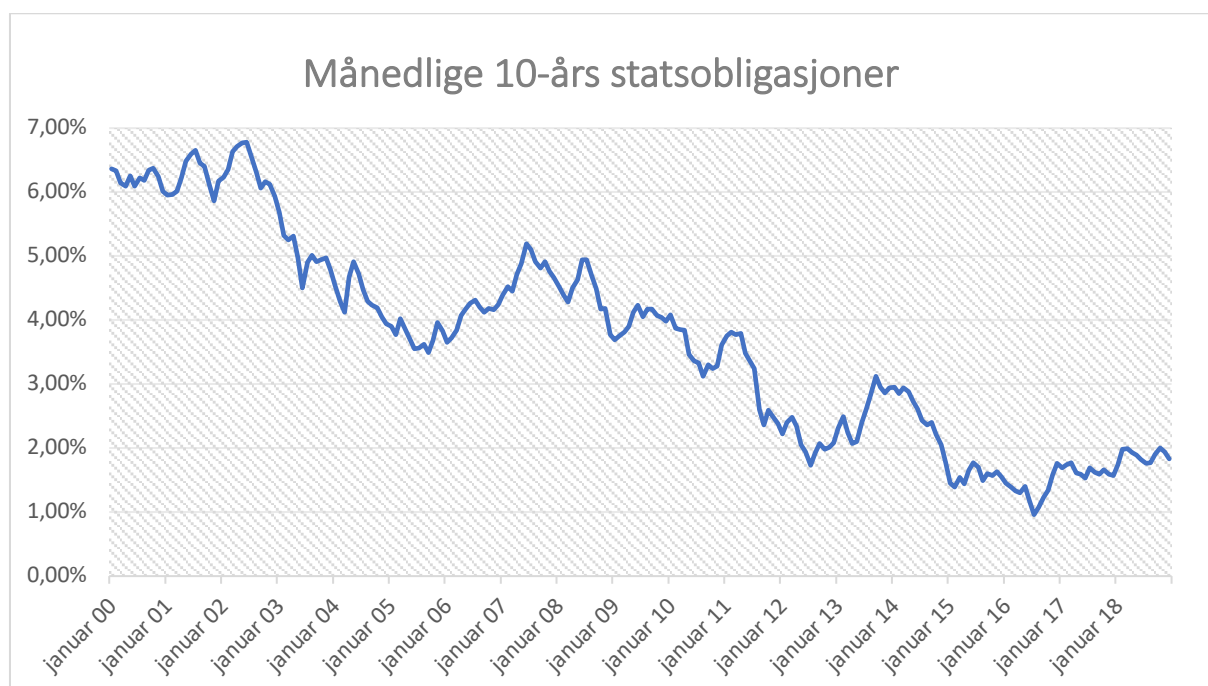
- Case & Shiller (1988) – The efficiency of the Market for Single-Family Homes.

Et effisient marked er et marked der informasjon absorberes umiddelbart inn i markedsprisene slik at det ikke er mulig å oppnå unormalt god avkastning ved å tilegne seg tilgjengelig informasjon. Prisene i et effisient marked er derfor «korrekte» siden all informasjon om den eiendelen eller produktet er absorbert inn i prisen, og det er dermed ikke mulig å gjennomføre kjøp av eiendeler som er underpriset på det åpne markedet. Dette teorien ble utviklet i hovedsak for aksjemarkedet, men det utelukkes ikke at andre markeder og investeringsmuligheter blir vurdert, analysert og investert helt til det ikke foreligger noen investeringsmuligheter som tilbyr høy avkastning til uforholdsmessig lav risiko.

2.8 Risikofri rente

Risikofri rente er den årlige avkastningen man får ved å investere i risikofrie aktiva. I praksis vil dette være avkastningen man får fra bankinnskudd i store banker eller statsobligasjoner fra stabile og trygge land. Alle andre investeringer ansees som risikable, og en rasjonell investor vil dermed kreve høyere avkastning for å risikere sin kapital i slike investeringer. Figur 3 viser en oversikt over risikofri rente i Norge de siste 18 årene.

Figur 3 – Statsobligasjoner i Norge, 10-år månedlige noteringer.



Kilde: Data hentet fra Norges Bank.

Figuren viser norske 10 års statsobligasjoner fra perioden januar 2000 til og med desember 2018, i månedlige noteringer. Over perioden har renten ligget mellom 6 – 7 % de første årene, og har deretter sunket til mellom 1 – 2 % rente for de siste årene. Figuren viser 10 års statsobligasjoner, men det finnes statsobligasjoner med forskjellig levetid. På grunn av den lange levetiden i eiendomsprosjekter finner jeg det mest relevant å presentere statsobligasjoner med lang levetid, og 10 år er den lengste levetiden på statsobligasjoner i Norge.

2.9 Inflasjon

Årlige inflasjonsjusteringer reduserer pengers kjøpekraft. Dette er et estimat for den makroøkonomiske utviklingen i samfunnet. «*Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser*» (Norges Bank, 2018). For høy inflasjon tilsvarer en økonomisk utvikling som ikke er bærekraftig, og som kan føre til et økonomisk krasj. Derfor har Norges Bank satt et inflasjonsmål på nær 2 % årlig vekst, og styringsrenten benyttes til å redusere eller øke økonomisk aktivitet for å nå dette målet. Konsumprisindeksen (KPI) brukes ofte som et estimat på inflasjonen. Norges Banks mål er derfor å få KPI så nært 2 % som mulig i året.

2.10 Realrente

Differansen mellom en nominell rente og inflasjonen utgjør realrenten. Dersom en investering gir 5 % avkastning over et år, men inflasjonen var 3 % vil det tilsi at kjøpekraften på den investerte kapitalen har kun økt med 2 %. Realrenten tilsvarer den reelle økningen i kjøpekraft som avkastningen gir. Realrenten på sparing i bank ved innskuddsrente har de siste par årene hatt en negativ realrente, som vil si at innskudd i norske banker har fått redusert kjøpekraft. Dette skjer kun når avkastningen ligger på et lavere nivå enn inflasjonen.

2.11 Kapitalkostnad

Kapitalkostnad er et estimat for kostnaden ved å skaffe kapital. De fleste selskaper henter kapital fra investorer og kreditorer. Investorene forventer avkastning i samsvar med totalrisikoen selskapet innehar. Dersom forventningen ikke blir innfridd vil det bli vanskeligere å skaffe investorer til kommende prosjekter. Kreditorene krever betalinger for deres lån, i form av renter og avdrag. Kapitalkostnaden er et vektet gjennomsnitt av disse to ratene fra investorer og kreditorer. Kapitalkostnad er det samme som det engelske begrepet WACC – *Weighted Average Cost of Capital*.

2.12 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en modell som avgjør prisen på å hente egenkapital. Den baserer seg på bedriftens volatilitet utover markedsrisikoen, markedets risikopremie og risikofri rente. Den forteller hva en rasjonell investor krever i avkastning for at han skal være villig til å investere i bedriften. Dette er det samme som det engelske begrepet CAPM – *Capital Asset Pricing Model*.

2.13 Nettokapitaliseringsmetoden

Denne modellen benytter evige kontantstrømmer for å beregne verdien av en gjenstand/eiendel. For boliger vil dette være summering av alle kommende leieinntekter, for å bestemme nytteverdien. Summen av en evig kontantstrøm er i teorien uendelig stor, men siden kontantstrømmen ikke er garantert, vil det foreligge risiko til kontantstrømmen, og i tillegg vil tidsverdien av penger redusere kontantstrømmens verdi. På grunn av dette er modellen avhengig av en neddiskonteringsrate for å komme frem til en reell verdi av kontantstrømmen. Som figur 4 på neste side viser, vil nåverdien av kontantstrømmen finnes ved å dividere kontantstrømmen på neddiskonteringsraten. Dersom kontantstrømmen vokser med en fast prosent hver periode kan dette kompenseres med å trekke fra vekstfaktoren fra

neddiskonteringsraten, noe som resulterer i en lavere verdijusteringsrate. r representerer neddiskonteringsraten, og g representerer vekstraten.

$$\text{Nåverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{r - g}$$

Figur 4 – Nåverdi av en evig kontantstrøm.

Figuren viser at kontantstrømmene verdijusteres med summen av neddiskonteringsraten minus kontantstrømmens vekst. Dette gjøres for å finne den effektive verdijusteringsraten for hver periode. Dersom neddiskonteringsraten er 8 %, og kontantstrømmen vokser med 3 % hver periode, vil hver kommende kontantstrøm bli verdijustert med 5 % pr. periode. I tilfeller der kontantstrømmene er konstante settes g til 0 %. Nåverdien av en evig kontantstrøm kan enkelt regnes ut ved å dele kontantstrømmen, i periode null, på verdijusteringsraten. Denne nåverdien viser hva investeringen er verdt, under forutsetningene om neddiskonteringsrate og vekstfaktor, og viser til hvilken pris en investor er indifferent med å investere i objektet.

2.14 Tidsverdi av penger

«Hvordan pengeverdien reduseres over tid, kalles i fagterminologien pengenes tidsverdi», defineres av Bredesen (2006). Teorien handler om at det er mer lønnsomt å motta penger i dag, enn i fremtiden. Dette kommer av at en rasjonell investor foretrekker å få penger tidligere enn senere, på grunn av mulighetene for avkastningen som pengene gir. Teorien baserer seg på at pengene man får i dag kan investeres og dermed øke i verdi, i motsetning til penger man mottar i fremtiden. Investeringsmulighetene er tilnærmet ubegrenset, og jo tidligere man får penger jo større er potensiell avkastning. Som et alternativ kan man plassere pengene risikofritt i banken, eller ta på seg høyere risiko ved å investere i andre aktiva som aksjer eller obligasjoner. For å kunne sammenligne pengestrømmer fra forskjellige perioder må man regne ut kontantstrømmenes verdi for en bestemt periode. Denne perioden settes vanligvis til dagens verdi, for enklere å kunne relatere verdien til dagens priser, og for å få et generelt grunnlag for å sammenligne andre prosjekter. Dette gjøres ved neddiskontering av de fremtidige kontantstrømmene.

2.15 Neddiskontering

For å oppnå en sammenlignbar verdi for kontantstrømmer fra forskjellige perioder, må kontantstrømmene verdijusteres til en felles periode. Hvilken rate som brukes er avhengig av flere faktorer, og det finnes flere metoder på hvordan man kan avgjøre neddiskonteringsraten. Bredeesen (2006) slår fast at det i hovedsak er tre faktorer som avgjør verdijusteringen og dermed neddiskonteringsraten for fremtidige kontantstrømmer. Disse tre er:

1. **Tapt rente:** Man mister muligheten for at pengene kunne generert verdier ved å plassere pengene i banken.
2. **Inflasjon:** Inflasjonen fører til at pengene får redusert kjøpekraft siden prisnivået øker.
3. **Risiko:** Fremtiden er usikker, og det samme er ofte resultatet av investeringer. Det er mange faktorer som kan føre til at kontantstrømmen avviker fra forventningen, blant disse er konkursrisiko, eller økonomiske konjunkturer.

Verdireduksjonen baseres ofte på årlige justeringer og faktoren som benyttes kalles ofte for neddiskonteringsrate, neddiskonteringsfaktor eller avkastningskrav. Den fremtidige kontantstrømmen neddiskonteres for hver periode helt til vi finner dagens verdi. Neddiskontering av en fremtidig kontantstrøm vises i følgende formel:

$$\text{Nåverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{(1 + r)^t}$$

Figur 5 – Neddiskontering av fremtidig kontantstrøm.

Figur 5 viser beregning av dagens verdi av en fremtidig kontantstrøm. I formelen divideres den fremtidige kontantstrømmen på en faktor, der r representerer neddiskonteringsraten. Denne faktoren er opphøyd i t som representerer antall perioder kontantstrømmen neddiskonteres. Dagens verdi av en fremtidig kontantstrøm kalles nåverdi.

2.16 Netto Nåverdi

Netto nåverdi er betegnelsen på forventet inntjening ved gjennomføring av et prosjekt. Netto nåverdi beregnes ved å summere alle neddiskonterte fremtidige kontantstrømmer og deretter å

trekke fra investeringskostnaden. Netto nåverdi viser forventet kroneavkastning, eller underskudd, for prosjektet i dagens verdi. Formelen for nåverdi er som følger:

$$\text{Netto Nåverdi} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Kontantstrøm}}{(1+r)^t} - \text{Investeringskostnad}$$

Figur 6 – Netto nåverdi av et prosjekt.

Slik formelen viser er netto nåverdi resultatet av summeringene av nåverdiene fra kontantstrømmene fratrukket investeringskostnaden. Selv om netto nåverdi brukes til å bedømme om prosjektet er lønnsomt, under forutsetningene om neddiskonteringsfaktoren og de fremtidige kontantstrømmene, forteller formelen lite om selve lønnsomheten i prosjektet. Netto nåverdi er en god indikator for om prosjektet er lønnsomt eller ikke, men beregner kun prosjektets absoluttverdier.

2.17 Internrente

I motsetning til netto nåverdi presenterer internrenten prosjektets lønnsomhet i prosent, og er dermed et relativt lønnsomhetsmål (Bredesen, 2006). Internrenten viser hvilken neddiskonteringsrate de fremtidige kontantstrømmene kunne neddiskonteres med før prosjektet ikke lenger er lønnsomt, og nåverdien er lik null. Internrentens formel er nøyaktig den samme som for netto nåverdi, men her løses formelen for r , og netto nåverdien settes lik null. Svakheten med internrenten er at den nødvendigvis ikke er et realistisk mål på lønnsomhet, fordi den kun viser hvilken verdijustering som kunne vært tilknyttet kontantstrømmene før prosjektet vurderes som ulønnsomt.

2.18 Risikojustert forventet fortjeneste

Figur 7 viser et estimat for risikojustert forventet fortjeneste. Estimaten viser netto nåverdi delt på investeringskostnad. Estimaten kalles risikojustert, med utgangspunkt i at prosjektets risiko avgjør neddiskonteringsraten, men modellen fungerer også for neddiskonteringsrater som er bestemt på andre måter. Modellen viser en prosentvis avkastning, og er et sammenlignbart lønnsomhetsmål. Fordelen med dette estimaten er at det tar hensyn til kontantstrømmenes risiko,

og sammenligner netto nåverdien med investeringskostnaden. Dette muliggjør sammenligning av forskjellige prosjekter med forskjellig levetid, risiko og investeringskostnad.

$$\text{Risikojustert forventet fortjeneste} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{\text{Kontantstrøm}}{(1+r)^t} - \text{Investeringskostnad}}{\text{Investeringskostnad}}$$

Figur 7 – Risikojustert forventet fortjeneste.

3 Viktigheten av risikovurderinger

3.1 Anvendelse av lønnsomhetsestimater

I dette kapitlet benyttes begreper og formler fra kapittel 2 for å svare på det første forskningsspørsmålet:

- *Hvilke konsekvenser kan oppstå som følge av en ufullstendig vurdering av risiko for utleieboliger?*

Svaret vil belyses i praktiske eksempler som viser beregninger fra nåverdi, risikojustert forventet avkastning og nettokapitaliseringsmetoden. Spørsmålet besvares ved å se på lønnsomhetsestimatenes verdier ved å benytte ulike prosjektrisiko, og samtidig holde alle andre verdier likt. Dette gjør det mulig å isolere effekten av risikovurderingen, som presenteres i ulike forutsetninger for lønnsomheten, og deretter analysere resultatene. Lønnsomhetsestimatenes er avgjørende for vurdering av forskjellige investeringsprosjekter, enten de omhandler kostnadsbesparelser eller et nytt boligprosjekt. Nåverdiberegningene krever bruk av en neddiskonteringsrate for å verdijustere de fremtidige kontantstrømmene. Før analysen begynner vil derfor forskjellige fremgangsmåter for å avgjøre neddiskonteringsraten presenteres.

3.2 Forskjellige neddiskonterings-/verdijusteringsrater

Det er flere måter å avgjøre avkastningskravet til et prosjekt. Hver investor står fritt til å bestemme hvordan han vurderer risikoen ved prosjektene og hvilken avkastning han mener bør ligge til grunn før han ønsker å investere. En investor kan ignorere risiko og kun vurdere forventet avkastning dersom han ønsker det. Denne friheten fører til at investorer benytter ulike neddiskonteringsrater, med andre ord stiller ulike avkastningskrav. Videre presenteres tre ulike måter å bestemme neddiskonteringsraten på.

3.2.1 Kapitalkostnad

Kapitalkostnaden er en kjent metode for å bestemme raten for å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. Kapitalkostnaden kan være enkel å beregne for store børsnoterte selskaper, og baserer seg på å finne en årlig rentekostnad som selskapet har for å fremskaffe kapital. En investering med positiv nåverdi fra nåverdiodellen vil forvente en positiv avkastning for eiere, etter at forpliktelser til kreditorene er innfridd.

Dersom prosjektets risiko ikke samsvarer med kapitalkostnaden, vil prosjektene blir vurdert på andre grunnlag enn prosjektets risiko. Som et eksempel vil et prosjekt med lav risiko, som ved sikker kontantstrøm over prosjektets levetid, vurderes galt dersom kapitalkostnaden er høy. Ulempen ved å bruke denne raten er at det er lite realistisk at alle prosjektene som lønnsomhetsvurderes har nøyaktig samme iboende risiko, og da vil prosjektets risiko bli ignorert.

Kapitalkostnaden gjenspeiler selskapets tilhørende risiko. Kostnaden på hentet kapital vil i et effisient marked gjenspeile eksterne investorers og kreditorers inntrykk av selskapets risiko. Dette kommer av at investorer vil kreve kompensasjon i form av høyere krav til forventet avkastning som forklart i kapitalverdimodellen, og kreditorer krever høyere lånerente, for å være villig til å investere i et risikabelt selskap/prosjekt. Dersom selskapet investerer i tryggere prosjekter eller utleieboliger som er forbundet med lavere risiko vil dette redusere selskapets totale risiko for porteføljen. Dette vil føre til at investorene og kreditorene anser kapitalplasseringen som tryggere, og vil dermed redusere risikokompensasjonen for sin bundet kapital, noe som fører til at kravet på egenkapitalavkastning reduseres og gir lavere rentekostnader.

En investor kan også kreve en gitt prosentvis avkastningen fra kapitalen i året, før han anser investeringen som tilstrekkelig lønnsom. I et effisient marked vil dette kravet i realiteten gjenspeile investeringenes risiko. Dette kommer av at vi i et effisient marked kan anta at alle investeringsmulighetene er vurdert av forskjellige investorer og prisene er presset til et punkt der avkastningen utover risikofri rente er kompensert med tilsvarende høyere risiko. Dette fører til at ingen investeringsmuligheter tilbyr god avkastning til uforholdsmessig lav risiko. Dermed vil et krav til forventet avkastning på en gitt prosent være det samme som å kreve at investeringene har en gitt tilhørende risiko.

3.2.2 Alternativkostnad

En annen måte for å avgjøre neddiskonteringsraten er å benytte forventet avkastning fra tilsvarende prosjekter. Denne metoden går ut på å vurdere prosjekter med lik risiko og lik størrelse, for å avgjøre hvilket som er mest lønnsomt. På denne måten kan man enkelt sammenligne tilsvarende prosjekter mot hverandre, og velge den mest lønnsomme.

Svakheten med denne metoden er at det forutsetter at ethvert prosjekt har et tvillingprosjekt med tilsvarende risiko og størrelse. Dette er i realiteten ikke alltid tilfellet, og da har ikke prosjektet et grunnlag for å sette neddiskonteringsraten. Den største svakheten er at denne metoden ikke tillater prosjekter med forskjellig risiko å bli sammenlignet på en god måte. Dersom alternativkostnaden blir benyttet fra investeringer som ikke gjenspeiler det aktuelle prosjektets risiko, vil et prosjekt med lav risiko bli undervurdert, og et risikabelt prosjekt bli overvurdert.

3.2.3 Risikofaktor som neddiskonteringsrate

Fremtidige kontantstrømmer kan også neddiskonteres med en faktor som gjenspeiler usikkerheten til kontantstrømmen. Dersom det ikke foreligger noen usikkerhet i den kommende kontantstrømmen, vil det ikke være nødvendig med et risikotillegg. Da bør det kun tas hensyn til tidsverdien av penger. Kontantstrømmen kan da neddiskonteres med en faktor som tilsvarer en risikofri plassering. Dette er fordi det foreligger sikkerhet i kontantstrømmen og derfor kan vi sammenligne kontantstrømmen med et innskudd i en bank over samme periode. Dersom det er knyttet usikkerhet til kontantstrømmen bør denne usikkerheten kvantifiseres og legges til sammen med risikofri avkastning, og deretter brukes som neddiskonteringsfaktor. Denne usikkerheten kan defineres som risikoen for at utfallet av kontantstrømmen skulle avvike fra forventningen.

Det er mange risikofaktorer som potensielt kan være med å påvirke en fremtidig kontantstrøm. Disse faktorene kan være alt fra reduksjon av fremtidig inntekter, eller økning i inflasjonen som reduserer en gitt kontantstrøms fremtidige kjøpekraft. Risikofaktorene er avhengig av kontantstrømmens natur. Dersom kontantstrømmen kommer fra fremtidig salg i en bedrift vil faktorer som påvirker etterspørsel av bedriftens produkter og priser på disse produktene være typiske risikofaktorer. Også eksterne faktorer som økte avgifter på det spesifikke produktet, eller skatteøkning vil være med å redusere bedriftens resultat, og er derfor risikofaktorer. Kontantstrømmer i form av dividende fra aksjer kan være utsatte for politiske uroligheter som kan påvirke regionale eller globale markeder. Med andre ord er det mange risikofaktorer som kan påvirke fremtidens kontantstrømmer, og deres nåverdi. Utfordringen er å finne et anslag for å vurdere hvordan disse risikoene bør verdijustere den fremtidige kontantstrømmen.

Fordelen med å basere neddiskonteringsraten på risikofaktorer er at det blir mulig å vurdere lønnsomheten fra en forventet kontantstrøm og tilhørende risiko for det aktuelle prosjektet. Ved

å benytte denne metoden er det enkelt å sammenligne forskjellige prosjekter med ulik størrelse, levetid og risiko. Etter lønnsomhetsvurderingen igangsetter man prosjekter som gir høyest forventet risikojustert avkastning.

3.3 Vurderingsmodeller

For å illustrere effekten av verdijusteringer, og dermed viktigheten av å velge riktig neddiskonteringsrate kan vi sammenligne leieinntekter fra en tenkt bolig som leies ut. Dette er en meget forenklet kalkyle, men likevel gir forskjellige neddiskonteringsrater tydelig forskjeller i nåverdiene. Vi forutsetter at leieinntektene kommer årlig over en periode på 40 år, med forventet årlig netto leieinntekter er på 200 000 kroner. Eiendommens terminalverdi i slutten av perioden er satt til 4 millioner kroner. La oss si at en investor opprinnelig vurderer å tilby 2,5 millioner kroner i dag for prosjektet. Investoren kalkulerer med tre forskjellige neddiskonteringsrater i sine kalkyler; 4, 6 og 10 %. La oss si at risiko avgjør raten, og den korrekte raten for prosjektets risiko er 6 %. Lønnsomhetsvurderingene vil da bli som følgende:

Tabell 1 – Lønnsomhetsvurdering ved forskjellige neddiskonteringsrater, nåverdimodeller.

Investeringskostnad	NOK 2 500 000	NOK 2 500 000	NOK 2 500 000
Kontantstrømmer	NOK 200 000	NOK 200 000	NOK 200 000
Neddiskonteringsrate	4 %	6 %	10 %
Antall år	40	40	40
Netto Nåverdi	NOK 2 203 568	NOK 847 310	-NOK 414 373
Risikojustert forventet fortjeneste	88,14 %	33,89 %	-16,57 %

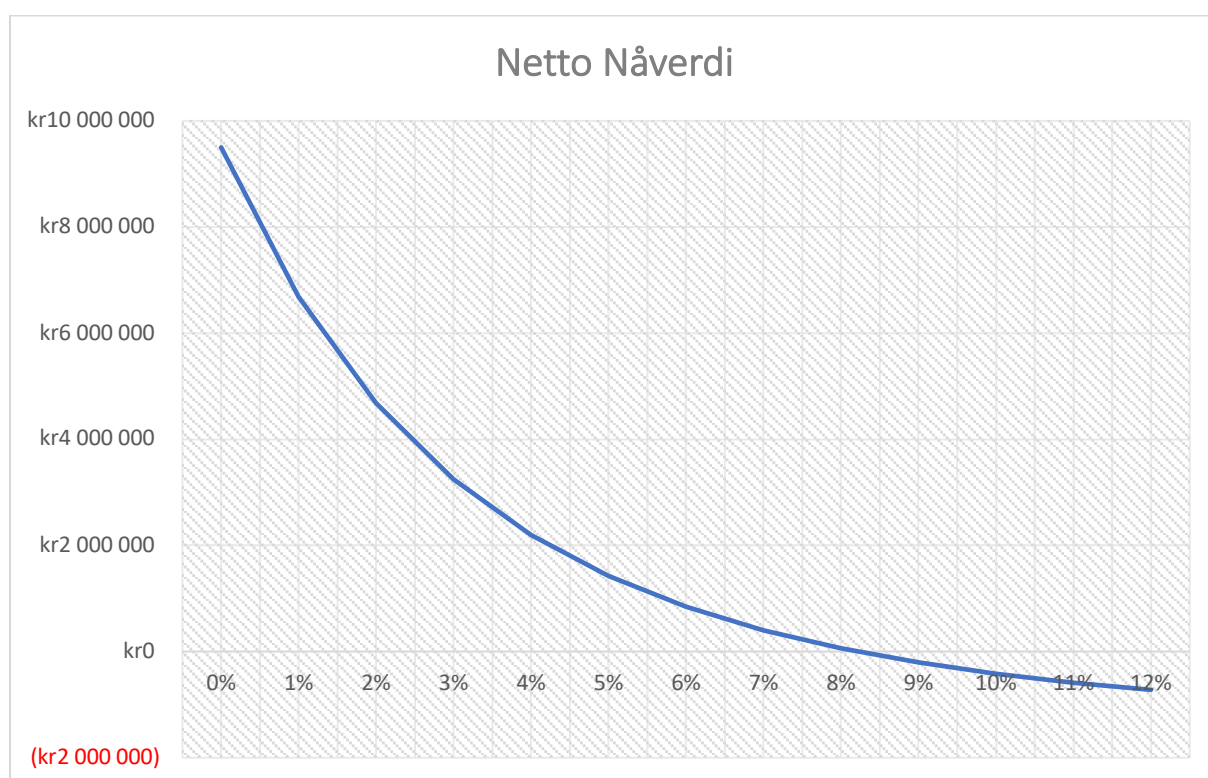
Tabellen viser nåverdiberegning av prosjektet ved forskjellige neddiskonteringsrater. Netto nåverdi reduseres i takt med høyere neddiskonteringsrate. Dersom investoren benytter 4 % i sine kalkyler, ser vi at prosjektet gir en netto nåverdi på 2 203 568 kroner, og en risikojustert forventet fortjeneste på 88 %. Det kan virke som at prosjektet er veldig lønnsomt, men denne lønnsomheten er basert på en urealistisk risikovurdering. For lav risikovurdering kan føre til at investoren blir villig til å betale mer for prosjektet enn det prosjektets korrekte risiko tilsier. Bruk av for lav neddiskonteringsrate undervurderer prosjektets risiko som øker sannsynligheten for at de faktiske kontantstrømmene ikke realiserer investorens forventninger.

Dersom investoren benytter den korrekte raten på 6 % vil det gi investeringen en netto nåverdi på 847 310 kroner, og en risikojustert forventet fortjeneste på 34 %. Denne lønnsomhetsvurderingen er lavere enn med en neddiskonteringsrate på 4 %, men dette er det korrekte anslaget på lønnsomheten for denne investeringen. Nåverdien tilsvare det beløpet investoren kan øke kjøpesummen med, før investeringen ikke lenger forventer fortjeneste.

Den siste kalkylen baserer seg på en neddiskonteringsrate på 10 %. Dette gir netto nåverdi på -414 373 kroner og -17 % i risikojustert forventet fortjeneste. Med en risikovurdering på 10 % blir ikke lenger investeringen vurdert som lønnsom. Dette begrunnes med at verdien på de fremtidige kontantstrømmene anses som så usikre at de vurderes som mindre verdt enn investeringskostnaden prosjektet krever.

I figur 8 vises en netto nåverdiprofil for prosjektet over, og illustrerer forventet fortjeneste ved ulike neddiskonteringsrater.

Figur 8 – Netto nåverdiprofil av et investeringsprosjekt ved ulike neddiskonteringsrater.



3.3.1 Internrente

Av figuren over kan vi se at investeringens internrente ligger på rundt 8,5 %. Internrenten viser at dette er det høyeste avkastningskravet som kan stilles til prosjektet før investeringen ikke lenger vurderes som lønnsom.

3.3.2 Nettokapitaliseringsmetoden

For å videre belyse omfanget av en feilvurdering av et prosjekts risiko kan vi benytte nettokapitaliseringsmetoden. Denne modellen baseres på evige kontantstrømmer, så også her vil en feilvurdering av disse kontantstrømmene ha en direkte effekt på verdivurderingen av prosjektet.

Vi benytter samme talleksempel også i denne analysen. Årlige kontantstrømmer er fremdeles på 200 000 kroner, og neddiskonteringsratene som benyttes i de ulike kalkylene er fremdeles 4, 6 og 10 %, der 6 % er prosjektets korrekte tilhørende risiko. Siden dette anses som en evig kontantstrøm har vi ikke lenger en terminalverdi. I tillegg har vi lagt inn en vekstfaktor for kontantstrømmene. Denne vekstraten er satt til 2 % årlig, og tilsvarer inflasjonsmålet til Norges Bank. Under presenteres tre tabeller der hver av tabellene viser resultatet av en endring i en av faktorene. Dette viser den direkte virkningen av endringen i den enkelte faktoren, når alt annet holdes likt. Den første tabellen viser resultatet av endret neddiskontering og gir følgende nåverdier:

Tabell 2 – Lønnsomhetsvurdering ved forskjellige neddiskonteringsrater, nettokapitaliseringsmetoden.

Kontantstrøm	NOK 200 000	NOK 200 000	NOK 200 000
r - Neddiskonteringsrate	4 %	6 %	10 %
g - Vekstrate	2 %	2 %	2 %
Nåverdi	NOK 10 000 000	NOK 5 000 000	NOK 2 500 000

Tabellen viser store forskjeller på nåverdien fra investeringen. Til tross for små forskjeller i neddiskonteringsraten ser vi at nåverdien går fra 10 millioner med en risikofaktor på 4 %, og ned til 2,5 millioner med en risikofaktor på 10 %. Dette tydeliggjør viktigheten av å benytte riktig neddiskonteringsfaktor ved nettokapitaliseringsmodeller. En annen mulighet kan være at risikobildet blir vurdert korrekt, men at netto kontantstrømmer blir lavere enn forventet, som vises i neste tabell.

Tabell 3 – Lønnsomhetsvurdering ved forskjellige kontantstrømmer, nettokapitaliseringsmetoden.

Kontantstrøm	NOK 160 000	NOK 180 000	NOK 200 000
r - Neddiskonteringsrate	6 %	6 %	6 %
g - Vekstrate	2 %	2 %	2 %
Nåverdi	NOK 4 000 000	NOK 4 500 000	NOK 5 000 000

Denne tabellen viser resultatet av ulike netto leieinntekter som kan komme av dyrere driftskostnader, høyere ledighet eller lavere leieinntekter. Her er neddiskonteringsraten og veksten lik, men kontantstrømmene er redusert med 20 % ved første utfall, 10 % ved neste utfall og det opprinnelige utfallet til slutt. Nåverdien viser at disse reduserte kontantstrømmene reduserer nåverdien med en tilsvarende prosent. Derfor er det viktig å finne et så realistisk estimat for netto leieinntekter som mulig ved lønnsomhetsanalyser.

Tabell 4 – Lønnsomhetsvurdering ved forskjellige vekstfaktorer, nettokapitaliseringsmetoden.

Kontantstrøm	NOK 200 000	NOK 200 000	NOK 200 000
r - Neddiskonteringsrate	6 %	6 %	6 %
g - Vekstrate	0 %	2 %	4 %
Nåverdi	NOK 3 333 333	NOK 5 000 000	NOK 10 000 000

Denne tabellen viser en oversikt over ulike utfall dersom vekstraten for den evige kontantstrømmen varierer. De ulike vekstratene er satt fra 0 %, altså ingen prisstigning, til 4 % prisstigning i året. Dette gir nåverdier mellom 3,33 millioner og 10 millioner, dersom alt annet er likt.

3.4 Delkonklusjon

Som konklusjon på første av tre forskningsspørsmål, og første del av oppgaven ser vi av tabellene og figuren at små endringer i lønnsomhetsfaktorene har store utslag for prosjektets lønnsomhet. På grunn av dette er det viktig for utviklere og investorer å kartlegge prosjektets risiko på en så realistisk måte som mulig, for å forstå betydningen av forskjellige utfall. Vi kan dermed fastslå at en ufullstendig vurdering av risikoen for utleieboliger kan ha store konsekvenser i lønnsomheten av investeringen. Dersom investorer opererer med en neddiskonteringsrate som er satt for høy og med for pessimistiske leieinntekter, vil det føre til for lave leieinntekter som blir neddiskontert for mye, og dermed urettmessig mister sin verdi.

Dette kan føre til at investoren undervurderer lønnsomheten som prosjektet gir, og dermed ikke gjennomfører prosjektet. Dersom investoren opererer med for optimistiske anslag på neddiskonteringsrate og leieinntekter, vil lønnsomheten vurderes som for høy, og det fører til at prosjektet gir urealistisk god lønnsomhet. Dermed kan investor bli lurt til å betale en for høy pris for investeringen og dermed risikere å tape kapital.

Totalavkastningen fra investeringen vil bestemmes av løpende avkastning og verdiøkning/reduksjon på eiendelen. Ved salg av utleieboligen vil realverdien på salgssummen påvirke avkastningen i enten positiv eller negativ retning. Dette skjer ved at boligen selges med en realverdi på henholdsvis høyere eller lavere verdi enn realverdien på investeringskostnaden. Dersom investeringen ikke har et teoretisk utløp, altså at boligen ikke selges, vil ikke svingningene i boligverdien ha effekt på den løpende avkastningen. Dette vil ikke gjelde dersom leieprisen, eller finansieringskostnadene, varierer i takt med boligverdien. Tilfeller for dette vil utdypes senere i oppgaven.

For boliginvesteringer med lang levetid og høye verdier, kan ufullstendig og gal risiko- og lønnsomhetsvurdering lede til gjennomføring av ulønnsomme investeringer, og resultere i tapt kapital på flere millioner kroner.

4 Risikofaktorer for utleieboliger

4.1 Verdivurdering av en risikabel kontantstrøm

For å illustrere hvordan risiko påvirker verdien av en usikker kontantstrøm, vises et praktisk eksempel. En rasjonell investor blir spurt om hvor mye penger han er villig til å betale i dag for et prosjekt med en usikker innbetaling om ett år på opp til 1 000 kroner. Det eneste fornuftige responsen investoren kan gi er å spørre om hvor stor usikkerhet den kommende innbetalingen har. Dersom den fremtidige innbetalingen vil variere mellom 990 og 1 000 kroner, med lik sannsynlighet, vil risikoen være svært lav, og investoren kan neddiskontere innbetalingen med tilsvarende risikofri rente. Dersom innbetalingen har mye høyere risiko, og har utfall på enten 500 eller 1 000 kroner med lik sannsynlighet, vil investoren drastisk redusere det han er villig til å betale for dette prosjektet. For å finne verdien av ethvert risikabelt prosjekt er det nødvendig å tallfeste denne risikoen, og redusere de kommende kontantstrømmene med tilhørende risiko.

4.2 Risikofaktorer ved boligutleie

Viktigheten av riktig risikovurdering av boliginvesteringer ble presentert i kapittel 3, og konklusjonen var at risiko var et avgjørende moment for lønnsomheten ved boliginvesteringer. I dette kapittelet kartlegges de ulike faktorene som er med å avgjøre utleieboligens tilhørende risiko.

Det andre forskningsspørsmålet oppgaven har til hensikt å finne svar på er:

- *Hvilke risikofaktorer er lønnsomheten for en utleiebolig utsatt for?*

Ved å svare på dette spørsmålet kartlegges faktorene som kan påvirke verdien av de usikre fremtidige kontantstrømmene for eiendomsprosjekter. Med andre ord kan risikofaktorene føre til at dagens verdi av de kommende leieinntektene avviker fra forventet verdi. Risikofaktorene vil påvirke kontantstrømmene ved å enten endre inntektene eller kostnadene. Enkelte faktorer er det mulig å sikre seg mot, mens andre faktorer har investoren ingen kontroll over. Det finnes mange risikofaktorer, men ikke alle utleieboliger er utsatt for alle faktorene. Aktørene er derfor avhengig av å finne hvilke risikofaktorer deres investering er utsatt for, og hvordan man skal kvantifisere denne risikoen. I dette kapittelet utdypes de viktigste risikofaktorene som kan være utslagsgivende på kontantstrømmene for utleieboliger. Det er verdt å nevne at dette ikke nødvendigvis er en uttømmende liste.

4.3 Investeringen ble dyrere enn budsjettet

Et moment som har stor påvirkning på lønnsomheten av prosjektet er selve investeringskostnaden. Dette gjelder både for utvikler og for investorer som kjøper ferdige eiendomsprosjekter. Forskjellen mellom disse to type aktørene er at investorer kan velge selv hva de er villig til å betale for prosjektet, mens investeringskostnaden for en utvikler kan være usikker. Ifølge økonomisk teori resulterer dette i at utvikler kompenseres for denne risikoen ved å forvente høyere avkastning for sine prosjekter. En høyere kostnad for utvikling av prosjektet, vil ikke nødvendigvis reflekteres i fremtidig leieinntekter eller markedsverdi av eiendommen. Dette baserer seg på at markedsverdien hovedsakelig reflekterer nytteverdien av eiendommen, og ikke hvor mye penger utvikler brukte på å gjennomføre prosjektet. Dette fører til at utvikler selv har incentiv til å effektivisere og minimere utviklingskostnadene.

I tilfeller der utvikler benytter en totalentreprenør for selve konstruksjonen av boligen, kan utvikleren inngå en kontakt som spesifiserer kostnad på forhånd. Dette kan enten være en kontrakt for hele konstruksjonen, eller for deler av den, som for eksempel sprenging. Det er ikke sikkert at totalentreprenøren godtar en slik kontrakt, men fordelene for utvikleren er at de på denne måten kan forutse kostnadene for utvikling av eiendommen mer presist. Dersom dette gjøres, vil risikoen flyttes fra utvikler til totalentreprenøren, og risikofaktoren minimeres eller elimineres helt. En rasjonell entreprenør vil trolig kreve kompensasjon for denne risikooverdragelsen, men det gjør kalkylene for lønnsomhetsvurderingen mer troverdige. Denne usikkerheten påvirker ikke leieinntektene, men påvirker kostnaden ved prosjektet i år null. I lønnsomhetsmodeller bør dette ikke være et risikopåslag for løpende kontantstrømmer, men bør innlemmes ved høyere forventet investeringskostnad.

4.4 Utsatt ferdigstilling av boligen

Selv om utvikler kan sikre seg mot økning i kostnadene ved konstruksjonen, er det mer utfordrende å sikre seg mot at selve byggeprosessen tar lenger tid enn forventet. Det er mange årsaker til at en tidsplan ikke blir opprettholdt. Blant annet kan tomten ha mer fjell enn forventet som krever flere dager med sprenging, eller at entreprenørfirmaet er preget av sykemeldinger. Underleverandører kan ha forsinkelser eller går konkurs, men også vær og naturlige forhold kan påvirke tiden det tar å konstruere boligen. Det er mange risikofaktorer som kan true tidsplanen, og det er ikke alltid mulig å sikre seg mot alle disse. Det som kan gjøres for å forebygge at tidsplanen sprekker er å sjekke grundige hvor godt rustet entreprenørfirmaet er til

å gjennomføre prosjektet og følge tidsplanen. Dette kan gjøres ved å undersøke soliditeten til selve entreprenørfirmaet og for underleverandører. Tidsplanen bør også sammenlignes med lignende prosjekter, for å bedømme om tidsplanen er realistisk. En grundig sjekk av de geologiske forholdene på stedet kan også gi svar på hvor mye tid som kan forventes å bruke på utgravning og sprengning. Det er også mulig å utvide tidsplanen for å tilrettelegge for uforventede hendelser.

4.5 Etterspørsel og tilbud

Markedskreftene fra tilbud og etterspørsel vil alltid være utslagsgivende for prisnivået i frie markeder. Slik er det også for leieprisene for bolig. Markedsprisen for leie av bolig vil dermed reflektere likevekten mellom tilbud fra utleiery, og etterspørsel fra potensielle leietakere i markedet. Ved å analysere hvor leieprisene er høyest og lavest kan det gi en indikasjon på hvordan forholdet mellom tilbudet fra utleiery og etterspørselen fra leietakere er i dagens marked.

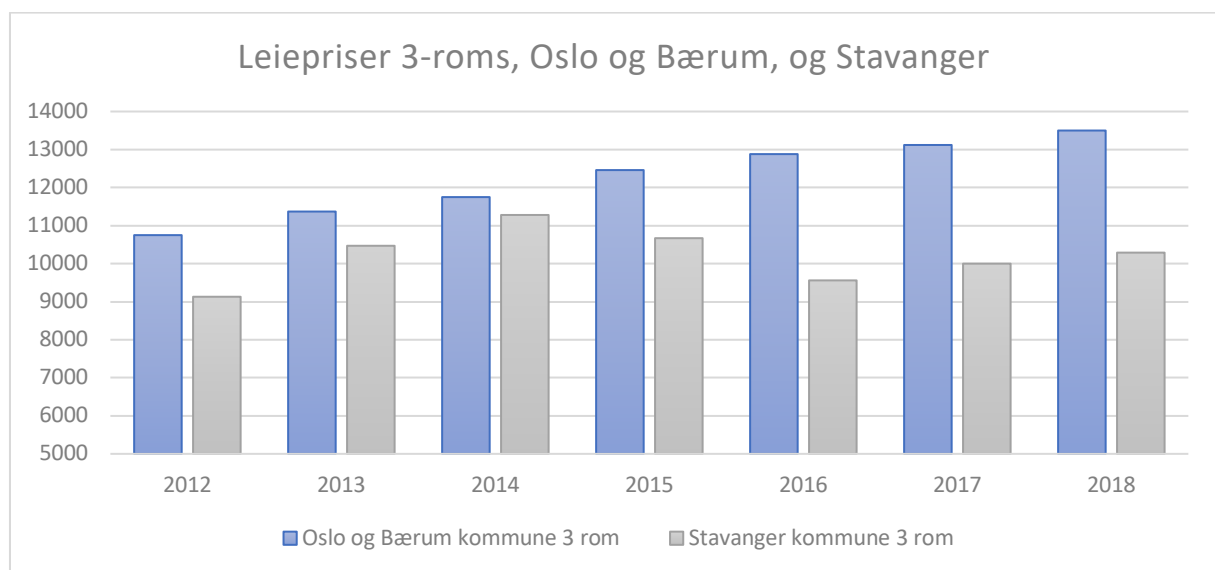
Å sikre seg mot markedskreftene som avgjør leieprisene på lang sikt er trolig ikke mulig. Derimot er det mulig å identifisere drivkreftene bak etterspørsel og tilbud. Tilbudet er ofte ganske enkelt, da det har som hensikt å oppnå profitt ved å tilfredstille etterspørselen. Etterspørselen kan tolkes overfladisk ved at folk trenger et sted å bo, men det er de bakenforliggende faktorene som kan være mest interessant for en utvikler eller investor. For å kartlegge disse faktorene må aktørene stille seg selv spørsmålet; «Hvorfor ønsker folk å leie bolig her?» Ved å kartlegge disse drivkreftene kan aktøren få innsikt i hva som driver etterspørselen. Hensikten med å kartlegge dette er å fastslå om disse faktorene er utsatt for svingninger.

Dersom det utvikles mange nye boliger i et marked kan prisene reduseres som følge av det utvidede tilbudet. Dersom det er tilstrekkelig mange nye boliger vil likevektsprinsippet føre til ny likevekt mellom tilbud og etterspørsel som reduserer prisene, gitt at etterspørselen ikke øker tilsvarende. Denne verdireduksjonen i boligprisen kan både gjenspeiles i leieprisen og verdien av utleieboligen på et eventuelt salgstidspunkt.

Dersom etterspørselen etter bolig i et spesielt område er sterkt preget av en spesiell faktor, er det viktig å analysere om denne faktoren kan endres i fremtiden. Dette er typisk i tettsteder som

er sterkt preget av en hjørnesteinsbedrift eller en spesiell industri. Utleieboliger som er avhengige av slike hjørnesteinsbedrifter kan sterkt påvirkes dersom bedriften relokaliseres til et annet sted. I Rogaland har prisen på bolig økt betraktelig etter årtusenskiftet, i takt med norsk økonomi. Men siden Rogaland og spesielt Stavanger har hatt mange jobber innen oljeindustrien, resulterte dette i at prisene på bolig i Stavanger sank drastisk som følge av oljeprisfallet i 2014 (Morales-Jensen & Quach, 2015). Under fremstilles leieprisene i Stavanger og i Oslo og Bærum kommune mellom 2012 og 2018.

Figur 9 – Oversikt over leieprisene pr. måned for en 3-roms leilighet i Oslo og Bærum, og Stavanger fra 2012 til 2018.¹



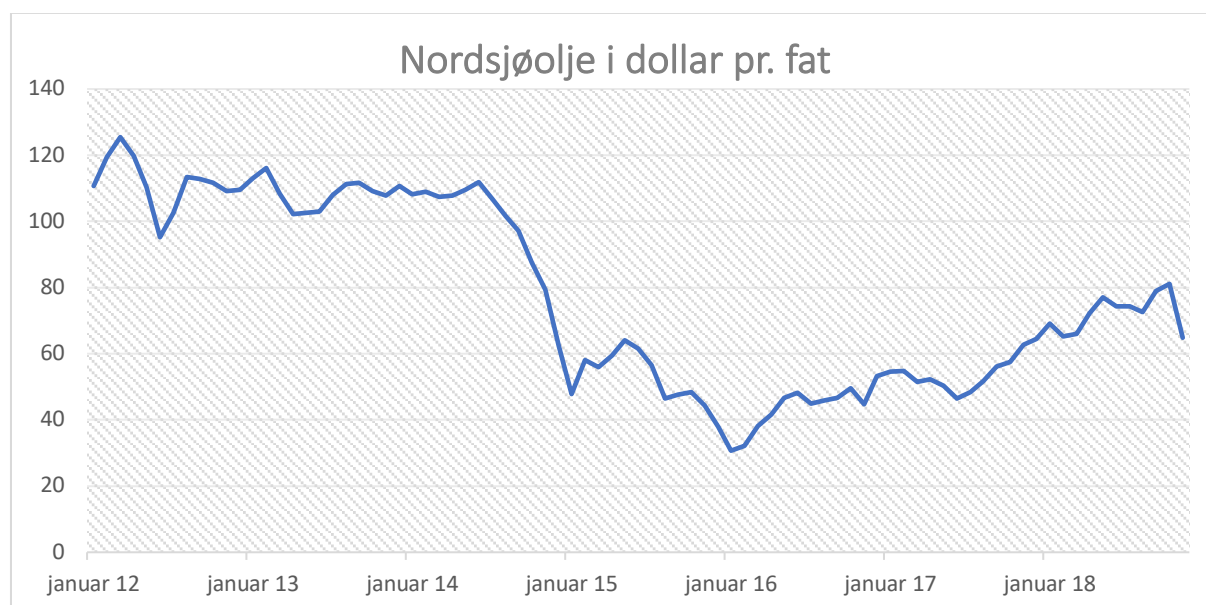
Kilde: Data hentet fra Statistisk Sentralbyrå.

Oversikten presenterer et uavhengig utvalg av boliger til utleie hvert år, og er derfor ikke direkte sammenlignbare. Oversikten er dermed ikke nøyaktig, men indikerer at leieprisene for en 3-roms leilighet i Oslo og Bærum kommune har økt de siste årene, mens leieprisene i Stavanger har gått ned i samme periode. Fra 2014 til 2015 sank leieprisene i Stavanger med 5,7 %, og prisene sank ytterligere 11,6 % fra 2015 til 2016. Den største utslagsgivende faktoren som forårsaket denne prisnedgangen er trolig de mange arbeiderne i Stavanger som jobbet direkte i,

¹ Gjennomsnittslieiene er vektet og kan således ikke summeres opp. Ulikt antall observasjoner ligger til grunn for gjennomsnittslieiene avhengig av stratifisering. Gjennomsnittslieiene er ikke direkte sammenlignbare mellom årganger, da hver årgang bygger på uavhengige utvalg og utleieobjektene derfor kan være ulike med hensyn på variabler som er viktige for fastsettelse av leien. Større metodeendringer i 2012 gjør også tallene mindre egnet for sammenligninger over år.

eller var påvirket av oljenæringen. Fra 2014 sank prisen på Nordsjøolje drastisk, som vist i figur 10.

Figur 10 – Dollar pr. fat for Nordsjøolje fra januar 2012 til desember 2018.



Kilde: Data hentet fra U.S. Energy Information Administration.

Reduksjonen i leieprisene i Stavanger kommune kan sees i lys av den reduserte oljeprisen som førte til store kutt i oljeinvesteringene.

Et annet eksempel på hvordan eksterne faktorer påvirker lønnsomheten for boligutleiere kan skje i Stavern i løpet av 2019. Utleiere av boliger i Stavern kan oppleve et prisfall som følge av fallende etterspørsel som kan inntreffe dersom nedleggelsen av politihøyskolen i Stavern gjennomføres. Politihøyskolen har nå 550 politistudenter, og dersom denne avdelingen blir nedlagt kan det medføre store endringer i lokalsamfunnet. Et mulig utfall som følge av en nedleggelse er redusert økonomisk aktivitet, som kan føre til at andre bedrifter enten relokaliseres eller legges ned. Dermed kan utflyttingen fra Stavern potensielt bli høyere enn de 550 politistudentene. Siden tilbudet av boliger er lite fleksibelt vil tilbudet av boliger forbli stort sett uendret, og redusert etterspørsel kan resultere i reduserte markedspriser for leie, eller at boligene står uten leietaker.

Dette er gode eksempler på hvilke bakenforliggende faktorer som er med på å bestemme leieprisene i et bestemt område. Slike faktorer er derfor avgjørende for utleiere å kartlegge, slik

at de kan få en dypere forståelse av risikoen, og hvilke faktorer som påvirker fremtidige leieinntekter i det individuelle markedet.

4.6 Boligen står ledig

Lønnsomhetsanalysene bør ikke basere seg kun på potensiell leieinntekt, men bør ta hensyn til at boligen kan stå ledig i perioder. Leieinntekten bør derfor ta hensyn til at forventede leieinntekter avviker fra potensielle leieinntekter. Det er viktig å ta hensyn til at boligens egenskaper kan påvirke hvor ofte boligen står ledig. Faren for at utleieboligen står tom vil være preget av lokal etterspørsel. Formålet med utleieboligen er også viktig for hvilke faktorer som bestemmer etterspørselen. Vi kan forvente at en bolig som leies ut i sentrum av en stor by, som Oslo eller Bergen, hvor formålet er å bo fast over en lengre periode, vil være mindre utsatt for endringer i spesielle industrier eller for makroøkonomiske trender. Slike boliger vil stor sett alltid har potensielle leietakere siden sentrumsnære boliger trolig alltid vil være etterspurt, med mindre det oppstår store økonomiske- eller andre kriser.

Boliger som derimot dekker mindre primære behov, kan være sterkere utsatt for økonomiske konjunkturer. Ved lav økonomisk aktivitet, som under finanskrisen, kan man forvente at befolkningen prioriterer grunnleggende behov og økonomisk sikkerhet høyere enn andre behov. I slike perioder, der jobbmarkedet og nasjonal økonomi har en usikker eller mørk fremtid, kan det forventes at betalingsvilligheten for fritidsbolig eller andre mindre prekære behov reduseres. På bakgrunn av dette kan vi forvente at fritidsboliger og boliger som ligger i utkantstrøk, vil være sterkere utsatt for usikkerhet i form av økonomiske konjunkturer.

Naturlig nok bør ikke ledighet i utleieboligen unngås for enhver pris. Geltner et al. (2007) argumenterer for at optimal ledighet ikke alltid er null prosent. Dette begrunnes ut ifra økonomisk likevekt mellom boligens ledighet og leieprisen i et langtidsperspektiv. Dersom utleieboligen aldri er ledig, og fylles med ny leietaker umiddelbart etter den forrige leietakeren flytter inn, kan dette være tegn på at boligen er underpriset og utleieren dermed ikke maksimerer fortjenesten på lang sikt. Optimal leieinntekt ligger i et punkt der prisen er så høy at dersom prisen settes opp vil ledigheten øke og føre til at de totale inntektene går ned. Som et eksempel vil det være økonomisk å øke prisen med 10 % dersom ledigheten kun øker med 5 %.

4.7 Konkurransen fra andre utleiere

Konkurransen fra andre utleiere vil være med på å bestemme likevekten i leiemarkedet. Dersom det er mange utleiere i forhold til potensielle leietakere, vil dette føre til lavere leiepriser. Dermed er det lurt å undersøke om det er planlagt, eller om man kan forvente flere utleieboliger som kan konkurrere om potensielle leietakere for ditt prosjekt. Ved vurdering av lønnsomheten av en fritidsbolig som ligger nære mange andre tomter som også er regulert for fritidsboliger, kan utvikler ikke forvente å ha monopol på leietakerne. Konkurransen fra andre utleiere er også en risikofaktor som må vurderes ved en risikoanalyse.

4.8 Driftskostnader avviker fra forventningen

Løpende driftskostnader vil være med på å redusere lønnsomheten ved utleie av en eiendom. Det kan være utfordrende å prediktere fremtidige driftskostnader, spesielt for en bolig som ikke er konstruert. Det er flere faktorer som er med på å påvirke beregningen av disse kostnadene. Driftskostnadene kan inkludere strøm, vann, internett, felleskostnader, vedlikehold, kostnader til utleiemegler, gartnere og annet. Hvilke driftskostnader som knyttes til det enkelte prosjektet, og størrelsen på disse varierer. Boligens alder kan også være avgjørende for driftskostnadene. Eldre boliger er vanligvis dårligere isolert og vil dermed bruke mer energi til oppvarming enn nye boliger som ofte er mer energieffektive.

Utvikler bør fastslå hvilke kostnader som kommer til å være aktuelle for hvert prosjekt, og beregne forventet størrelse på disse kostnadene, og sammenligne med tilsvarende boliger. Dette vil gi et realistisk anslag på kostnadene. Siden utvikler kan forvente spredning i disse kostnadene, bør driftskostnader anses som en risikofaktor.

En mulighet for å redusere denne risikoen er å la leietaker dekke flere av kostnadene direkte. Ikke alle kostnadene er passende å la leietaker dekke, eller praktisk mulig å beregne fortløpende. Kostnader som strøm og internett er kostnader som ofte leietaker dekker. For fritidsboliger som leies ut til ulike leietakere hver uke, vil det være mer utfordrende å beregne hvor mye strøm hver enkelt leietaker bruker, dersom strømregningen kommer en gang i måneden. Jo større andeler av driftskostnadene leietaker dekker direkte, jo lavere blir risikoen for utleier av boligen. Risikoen flyttes da over fra utleier til leietaker. Dersom strømprisene øker kraftig vil dette ikke påvirke driftskostnadene til utleier dersom leietaker selv dekker disse kostnadene.

Ved å dekke strømkostnadene direkte selv, har leietaker et incentiv til å være mer økonomisk med strømbruken.

4.9 Reparasjon/oppgraderinger

Kostnader fra reparasjoner og oppgraderinger kan også være utfordrende å prediktere langt frem i tid. Risikoen ligger i at disse kostnadene blir dyrere og kommer hyppigere og/eller tidligere enn forventet. Reparasjoner som kommer som følge av skader direkte forårsaket av leietaker, må regnes som en kostnad for leietaker, og skal dekkes av ham. Dette bør spesifiseres i kontrakten, og det er viktig at depositum er betalt før innflytting. Dersom en god kontrakt er underskrevet og et tilstrekkelig depositum er betalt inn, bør ikke kostnader for reparasjoner forårsaket av leietaker være et risikomoment. Det er likevel viktig å vurdere nøye hvilke leietakere som aksepteres, da eventuelle skader som påføres boligen kan resultere i tid brukt til reparasjoner, som kunne vært brukt til utleie. Det er ikke sikkert at denne tapte inntekten erstattes.

Slitasje og skader som følge av normalt bruk, må utleier forvente å dekke selv. Dette kan være at gulvene blir slitte, at hvitevarer slites ut eller liknende. Disse kostnadene krever både kapital og tid. Fra teorien om tidsverdien av penger, ønsker vi innbetalinger så tidlig som mulig, og av samme prinsipp ønsker vi utbetalinger så sent som mulig. Av denne grunn er det mer økonomisk å utsette kostnadene. I tillegg til dette, vil utsettingen av oppgraderinger og reparasjoner mulig føre til færre ganger det er behov for oppgraderinger og reparasjoner over boligens levetid. Derfor vil det lønne seg å bygge slitesterke og langsiktige løsninger. Rent praktisk kan dette inkludere valg av hvitevarer med lang garantitid, eller legge fliser på gulv som på kjøkken og i gang.

Anslag på kostnader fra disse oppgraderingene og reparasjonene er utfordrende å fastslå, derfor kan det være lurt å sammenligne med eksisterende boliger av samme størrelse og materialvalg. Dette vil gi en forventning på hyppigheten og kostnaden for behovet av reparasjoner og oppgraderinger.

4.10 Leietaker betaler ikke leien

Faren for at en leietaker unnlater å betale husleien er alltid tilstedeværende. Selv om det kan være vanskelig å forutse en mangel på innbetaling, er det visse forhåndsregler en utleier bør ta.

Først bør han vurdere hvilke leietakere som aksepteres, og det kan gjøres en kredittsjekk eller sjekk om leietaker har stabilt arbeid. Forhåndsbetalinger er også lurt da dette gir utleier spillerom dersom innbetalingen uteblir. En ubetalt leie kan hentes inn fra depositumet som bør innbetales før leietaker flytter inn. Derfor kan det være lurt at depositumet tilsvarer husleie for minimum et par måneder. Utleier bør være forutseende, og inngå dialog med leietaker dersom det foreligger mistanke om betalingsproblemer eller andre stridigheter som kan føre til at leietaker ikke betaler inn husleien. Disse tiltakene reduserer sannsynligheten for at det oppstår en langtidskrevende og juridisk prosess for å kreve innbetalinger eller tvangsutflytting av leietakeren.

4.11 Naturkatastrofer og klimaendringer

Risiko fra naturlige og værmessige forhold kan være vanskelig å spå og forsikre seg mot. Dette er faktorer som kan være med på å endre fremtidige leieinntekter. Dette kan variere fra nedbørsfylte somre, eller mer dramatiske hendelser som snøskred. Leieinntektene til et sommerhus som leies ut, vil trolig preges av lokale værforhold. En kald og våt sommer kan dermed føre til lavere interesse og etterspørsel etter sommerhus i et bestemt område, og leietakerne kan prioritere andre steder i landet, eller andre land der det forventes bedre vær og klima. Andre utleieboliger kan være utsatt for potensielle naturkatastrofer som jord- eller snøskred. Dette kan skremme leietakere fra å leie boligen, men det kan også føre til skader og ødeleggelse på selve boligen. Disse skadene kan forsikres hos et forsikringsselskap, men det kan være dyrt. Det økonomiske tapet ved at boligen står tom, er ikke like enkelt å forsikre.

Ved utvikling eller investering i en bolig, er det derfor viktig ta i betraktning disse endringene i klima og værforhold som kan komme i fremtiden. Disse endringene kan føre til høyere krav til kvalitet i selve boligen, men også at boligen blir utviklet på et område som er lite utsatt for risikoen fra klimaendringer. Disse utfordringene gjelder ikke kun for ferieboliger eller boliger i daler, men kan også påvirke leiligheter i store byer. Leiligheter i byer kan også være utsatt for risiko fra for eksempel flom som fyller opp kjellere og gjør skader på selve bygningen eller elektriske komponenter. Dersom boligen er utsatt for disse faktorene bør det implementeres i risikoanalysen.

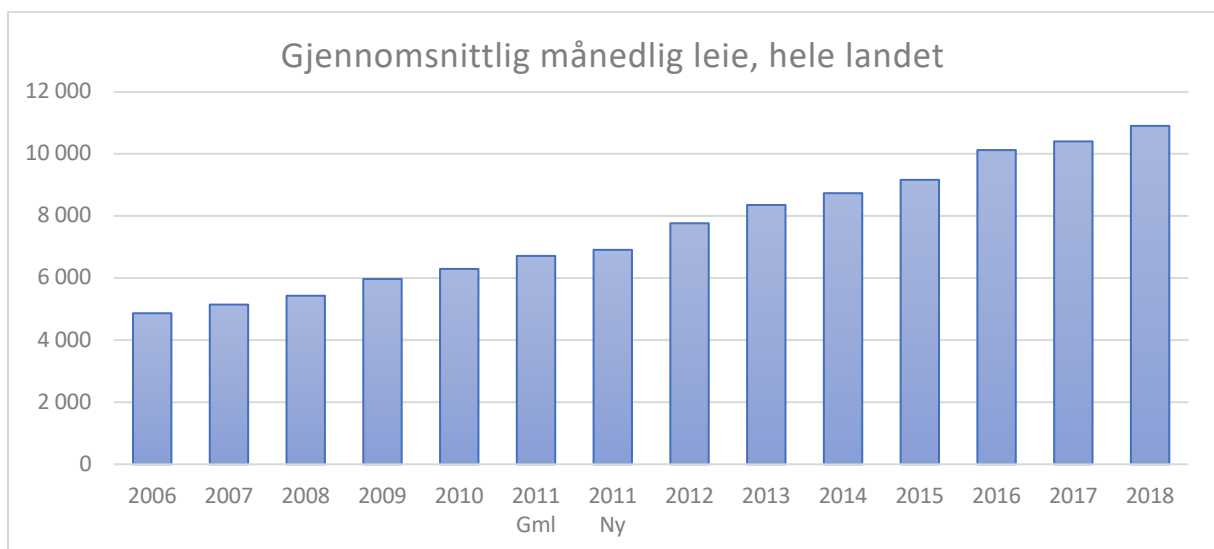
4.12 Inflasjon

Utleiere som ikke tar hensyn til variasjonen i inflasjonen, og benytter faste prisjusteringer kan risikere at verdien av kontantstrømmene blir lavere enn forventet. Med en for lav fast prisjustering kan det føre til lavere realinntekt, og for høy prisjustering kan føre til at leieprisen blir for høy og boligens ledighet øker. En enkel og vanlig måte å kompensere mot denne risikoen er å inflasjonsjustere leieprisene. Det er mulig å gjøre dette på månedlig, halvårs eller årlig basis. Årlig justeringer er vanligst, selv om justeringen blir tatt i effekt i snitt et halvt år etter prisjusteringen fra KPI, som skjer jevnt over året. Dette er derimot en ryddig prosess som krever lite arbeid. En slik justering bør beskrives i kontrakten ved inngåelse av leieavtalen.

4.13 Prisvekst

I likhet med boligprisene har også leieprisene på bolig økt gjennom årene. Prisveksten kan sees i sammenheng med at prisen på varer og tjenester i samfunnet øker som følge av inflasjon, men også befolkningsveksten fører til knapphet på eiendom, som presser opp prisen på eiendommene. Figur 11 viser en oversikt over prisen på forskjellige utvalg av utleieboliger gjennom de siste årene.

Figur 11 – Gjennomsnittlig månedlig leie for utleieboliger, med kontrakt inngått det aktuelle året og året før, fra 2006 til 2018.²



Kilde: Data hentet fra Statistisk Sentralbyrå.

² Ikke basert på registerdata. Gjennomsnittsleiene er ikke direkte sammenlignbare mellom årganger, da hver årgang bygger på uavhengige utvalg og utleieobjektene derfor kan være ulike med hensyn på variabler som er viktige for fastsettelse av leien. Større metodeendringer i 2012 gjør også tallene lite egnet for sammenligninger over år.

Dataene i figuren er et uavhengig utvalg av priser på leieboliger med kontrakt som ble inngått det aktuelle året og året før. På grunn av denne variasjonen i boligene er dette ikke en direkte sammenlignbar utvikling i leieprisene av de samme boligene og dermed kan utleieobjektene ha individuelle forskjeller som påvirker leieprisene. Figuren indikerer likevel at prisene på utleieboligene har vært jevnt stigende.

En realistisk lønnsomhetsanalyse for et boligprosjekt må inkludere et realistisk anslag for prisutvikling i leien over perioden. For en utleier er det derfor viktig å estimere denne forventede utviklingen. Dette anslaget kan ta utgangspunkt i historisk utvikling, men det er ingen forutsetning for at den historiske trenden fortsetter. Derfor bør lokale forhold, typen bolig, økonomiske trender, politiske reguleringer, som for eksempel nye lånebetingelser, og andre faktorer gjenspeile en totalvurdering av den forventede fremtidige prisutviklingen på utleieboligen. Det er ingen garanti for at markedsprisene i leie fortsetter å stige i fremtiden, og risikomomentet foreligger i muligheten for leieinntekter som er lavere enn forventingen. Redusering av usikkerheten i prisutviklingen kan kun gjøres ved å inngå leiekontrakter med lang varighet og forhåndsbestemt prisjustering.

Langvarige kontrakter med forhåndsbestemt prisjustering vil sikre mot lavere leieinntekter, men dette skjer på bekostning av muligheter for høyere leieinntekter, siden prisen låses på et gitt nivå. Dersom leien hadde fulgt markedsprisen og leieinntektene øker, vil trolig også utleieboligens verdi øke. Dette kommer av at utleieboligen nå genererer større kontantstrømmer enn før. Denne økningen i utleieboligens verdi vil videre både øke verdien på bedriftens portefølje, og gi mulighet til reforhandling av eksisterende låneavtaler. Dersom leieprisen beveger seg i negativ retning, vil både inntektene og verdien på boligen reduseres. I tillegg til dette vil denne ugunstige økonomiske situasjonen føre til at bankene øker rentekravet, som følge av en mer risikabel investering. Langvarige kontrakter vil dermed redusere investeringens risiko, og begrense potensialet for både fortjeneste og tap.

4.14 Politiske faktorer

Politiske avgjørelser vil medføre usikkerhet i form av eksterne faktorer som kan påvirke lønnsomheten ved utleieboliger. Slike avgjørelser kan være uforutsigbare og dermed være utfordrende å spå. Dette er avgjørelser som kan bestemmes raskt og medføre store endringer

for utleier. Blant annet kan det komme endringer i skattesatsene for leieinntektene, eller at det innføres eiendomsskatt på steder det ikke har vært tidligere. Eiendomsskatten baseres på markedsverdien av boligen og er en kommunal skatt som hver kommune avgjør om de skal ha og hvor stor den skal være. Politiske avgjørelser kan også innebære mange typer avgifter og investorer har ingen god mulighet til å sikre seg mot slike avgjørelser som kan redusere avkastningen.

4.15 Delkonklusjon

Som svar på andre forskningsspørsmål og konklusjon på andre del av oppgaven er det blitt presentert risikofaktorer som kan være med å påvirke lønnsomheten fra en utleiebolig. Flere av disse faktorene baserer seg på usikkerhet ved utviklingen av bolig, og dette medfører at risikoen ved utvikling av utleieboliger ofte er høyere enn for ferdig utviklet bolig. Dette kommer hovedsakelig fra usikkerheten ved kostnadene for utviklingen og sluttresultatet av boligen. I motsetning vil en ferdig bolig som allerede har faste leietakere ha lavest risiko. Dette er fordi man har et bedre anslag på hvilket nivå leieinntektene og driftskostnadene kommer til å ligge på i fremtiden.

Risikofaktorene som er presentert kan kategoriseres i markedsrisiko eller boligspesifikk risiko. Markedsrisikoen omhandler de risikofaktorene som en utleier ikke har noen innflytelse over. Dette vil være faktorene som omhandler generelt tilbud og etterspørsel, eiendomsverdi, og hvilket nivå i leieprisen dette medfører. Politiske avgjørelser og makroøkonomiske trender er også faktorer som havner inn i denne kategorien. Disse faktorene kan investor ikke påvirke direkte, men de forskjellige segmentene er i ulik grad utsatt for denne markedsrisikoen, og dermed kan investoren selv bestemme hvor eksponert han ønsker å være.

Boligspesifikk risiko er risikofaktorer som avhenger av den spesifikke boligen. Dette kan være at driftskostnadene blir mye høyere enn forventet, eller at taket på boligen må byttes ut. Det inkluderer også risikoen for at en leietaker byr på problemer i form av skader på boligen eller annen mislighold av leiekontrakten, eller at utviklingen av selve boligen blir dyrere enn antatt. Ved å kun basere inntekten på ett enkelt utleieobjekt vil denne typen risiko være veldig utslagsgivende for den totale inntjeningen. Ved å investere i flere utleieobjekter vil eksponeringen for slik risiko bli begrenset, og uheldige utfall vil dermed ha mindre utslag på total inntjening. Det er mulig å redusere sannsynligheten for slike uønskede utfall ved å

gjennomføre grundige sjekker av investeringsobjektet og ta nødvendige forhåndsregler for valg av leietaker.

Det er viktig for en profesjonell aktør å vite hvilke risikofaktorer som tilhører hvert investeringsobjekt før investeringsbeslutningen tas. Investoren bør derfor kartlegge hvilken grad av markedsrisiko utleieboligen er utsatt for, fordi dette vil avgjøre utleieboligens generelle lønnsomhetsnivå. Samtidig er det viktig å være klar over hvilke boligspesifikke risikofaktorer investeringen er utsatt for, siden det er denne risikoen som avgjør om lønnsomheten tilfredsstillende forventningen, eller ikke.

5 Metode

5.1 Metodevalg

De empiriske undersøkelsene i denne masteroppgaven blir gjennomført med hensikt å skaffe grunnlag for å kartlegge hvordan eiendomsaktører tar hensyn til risiko i sine lønnsomhetsvurderinger av eiendomsprosjekter. I denne oppgaven benyttes samfunnsvitenskapelig kvalitativ metode. En kvalitativ datainnsamling har til hensikt å oppnå dypere forståelse av hvorfor handlinger gjøres, og det fastslås vanligvis med intervjuer. Intervjuobjektene får dermed mulighet til å forklare sine handlinger og meninger utdypende, og dette gir viktig dybdekunnskap.

«Det er allment akseptert at, for induktivt og forklarende forskning er kvalitative metoder mest anvendbare, da de kan lede til hypotesebygging og forklaringer».

- Ghauri & Grønhaug (2005 s. 111).

Kvalitativ metode benyttes ofte der spørsmålene av interesse er «hva, hvordan og hvorfor?». Denne metoden ekskluderer vanligvis spørsmålet «hvor ofte/mange?». Ulempene med en kvalitativ forskningsmetode er at intervjuene er tidkrevende og at man ofte ikke oppnår en generalisert oppfatning, siden resultatene i sterkere grad er preget av subjektivitet.

Intervjuspørsmålene skal avdekke på hvilke måter profesjonelle aktører implementerer risiko i sine kalkyler for kontantstrømmer i eiendomsprosjekter. Informasjonen hentes via intervju av forskjellige aktører fra denne næringen. Under intervjuene benyttet jeg veiledende spørsmål til aktøren for å skape dialog. Dette gjøres for å skape en struktur i intervjuet, og for å sikre relevans. Jeg ga aktørene spillerom til å snakke fritt, slik at de kan forklare hva de mener er viktig og hvordan de selv opererer. Derfor er intervjuene preget av åpne spørsmål som leder til diskusjon og utredelse.

5.2 Datainnsamling og datakilder

Objektene som ble intervjuet for denne oppgaven var private bedrifter som i hovedsak kun opererer i Norge. Det var mer utfordrende å finne selskaper for intervju enn jeg hadde forventet. I Norge er det som nevnt relativt liten andel av befolkningen som leier bolig. I tillegg er majoriteten av utleieboligene utleid av private aktører. Det viste seg at mange av selskapene jeg hadde hørt om tidligere, og kunne tenke meg å intervju, kun fungerte som et bindeledd

mellom private utleiery og leietakere. Disse selskapene eier ikke utleieboligene selv, og gjennomfører dermed helt andre lønnsomhetsvurderinger enn selskaper som selv investerer i utleieboligene de forvalter. De virkelig store utleieselskapene jeg kontaktet hadde ikke mulighet til intervju, og det ble begrunnet med at det var for mange personer som var involvert i lønnsomhetsvurderingene, og prosessen dermed ville bli for tidkrevende. Et annet selskap jeg intervjuet forvaltet egne utleieboliger, men hadde ikke gjennomført nye oppkjøp de siste 60 årene, og dermed antok jeg at vurderingen som ble gjort da ikke lenger var av interesse i dagens marked, og avsluttet intervjuet.

Totalt ble det gjennomført intervju med fem bedrifter som benyttes i analysen. Alle bedriftene har store porteføljer bestående av mange utleieenheter, og har mange års erfaring i bransjen. Antall utleieenheter selskapene forvaltet varierte mellom omkring 100 til 500 enheter. Jeg anser derfor disse bedriftene som veldig passende for denne oppgaven og deres innsikt og kunnskap som verdifull og betydningsfull. Det begrensede utvalget av bedrifter gir et svakt grunnlag til å si at disse bedriftene er en god representasjon på bransjen i helhet, men det er likevel flere likhetstrekk som går igjen mellom bedriftene. Bedriftene opererer hovedsakelig på Østlandet, men en bedrift opererer på Vestlandet. Personene jeg intervjuet var utelukkende CEO/daglige ledere, eller CFO/investeringsdirektører for selskapene de representerte. Flere av intervju spørsmålene baserte seg på lønnsomhetsvurderinger og strategiske avgjørelser. For å unngå at konkurrerende bedrifter skal få tilgang på slik sensitiv informasjon, ble det lovet å anonymisere bedriftene for å skjule bedriftens identitet. Dermed kalles bedriftene «Bedrift A, B, C, D og E».

Tabell 5 – Presentasjon av intervjuobjektene.

Bedrift	A	B	C	D	E
Antall boenheter til utleie	520	350	125	100	120
Type boliger	Leiligheter	Eneboliger og leiligheter	Leiligheter	Leiligheter	Leiligheter og fritidsboliger
Segment/belaggenhet	Storby	Mindre byer	Mindre byer	Storby	Storby
Benytter nåverdimodellen	I liten grad	I liten grad	Nei	Nei	Nei
Ledighet	Under 1 %.	Under 1 %.	1 - 2 %.	1 - 2 %.	3 - 5 %.
Viktigste kriteriet	Yield	Yield	Potensiell inntekt	Yield	Yield

I tabell 5 presenteres de fem bedriftene i forskjellige kategorier. Som vi ser av tabellen har alle bedriftene store porteføljer. Dette var et sterkt ønske for å sikre at alle bedriftene hadde gjennomført en rekke lønnsomhetsvurderinger, og dermed hadde lang erfaring med slike

vurderinger. Alle bedriftene leier ut leiligheter, men bedrift C og E leier også ut henholdsvis eneboliger og fritidsboliger. Bedriftene opererer i hovedsak som investorer der bedriftenes hovedmål er økonomisk gevinst for eierne. Investeringsobjektene er nesten utelukket eksisterende utleieenheter. Kun et par investeringer har vært i tomter til utvikling eller boenheter som trenger renovering. Resterende endringer av boligene har kun vært grunnet ønske om annen eller bedre utnyttelse av boenhetene og løpende vedlikehold.

5.3 Analysemetode

Analysedelen er en bearbeiding av dataene som er samlet inn fra aktørene. Dataene er i form av notater fra intervjuene, og analyseres i kapittel 6 for å belyse hvilke forskjeller som gjøres mellom aktørene, og hva disse forskjellene består av. Analysedelen har som formål å svare på det tredje forskningsspørsmålet:

- *Hvilke metoder benytter profesjonelle aktører for å kvantifisere og implementere risikomomentene inn i sine lønnsomhetsvurderinger?*

Analysedelen fokuserer på å belyse forskjellene som gjøres mellom aktørene, og hvordan det aktuelle segmentet og strategiske mål påvirker aktørenes tilnærming til risiko.

Dette gjøres for å se om det er forskjellig oppfatning av risikofaktorene for de ulike segmentene. Segmenteringen baseres på type bolig og lokalisering. Eksempler på dette er leilighet i store byer, kontra enebolig på forsteder. Hensikten er å fastslå om utviklere vurderer risikoen forskjellig mellom segmentene, og hva disse forskjellene stammer fra.

6 Analyse

Har forskjellig type utleieboliger i forskjellige områder forskjellig iboende risiko? I så fall, på hvilke måter tar profesjonelle aktører hensyn til disse variasjonene i risiko? Og hva avgjør hvilket nivå av risiko utleier vil ha i sin portefølje av boliger? Dette kapittelet analyserer dataene som er innsamlet fra intervjuene, og har som hensikt å svare på slike spørsmål.

Analysen starter med å kartlegge de forskjellige metodene aktørene benytter for å vurdere lønnsomheten og risikoen for nye investeringsobjekter. Målet her er å fastslå hva aktørene gjør, og hvorfor de gjør slik. Jeg viser hvilke forskjeller som gjøres mellom de ulike aktørene og i de forskjellige segmentene. Fokuset er på hvilke modeller som blir benyttet og hvordan prosjektets risiko blir implementert i disse modellene. Funnene som er gjort presenteres i dette kapittelet, mens hvilken betydning disse forskjellene utgjør drøftes i kapittel 6.1.

Vurderingsmodeller

Det største funnet jeg har observert er at det er bred forskjell i risikotilnærmingen fra de forskjellige aktørene. Grunnprinsippene for lønnsomhetsvurderingene har i hovedsak vært like. Dette innebar at aktørene fokuserte på forholdet mellom leieinntektene og kostnaden for investeringen. Denne mest grunnleggende vurderingen var likt mellom aktørene, men hvordan dette ble gjennomført varierte. Vurderingene som ble gjort av leieinntektene var også ulike. De fleste tok utgangspunkt i nåværende leieinntekter og vurderte fremtidig prissting, men det ble også gjort vurderinger av leieinntekter som så vekk ifra nåværende inntekter og fokuserte kun på potensielle leieinntekter.

Intervjuene viste at det er variasjon i hvilke lønnsomhetsvurderinger aktørene benytter. Tidligere har jeg blant annet presentert netto nåverdmodellen og ulike metoder for å bestemme neddiskonteringsraten som brukes. Disse metodene baserte seg enten på kapitalkostnad for å skaffe kapital, alternative kapitalplasseringer som gir ulik avkastning, eller en samlet vurdering av risikofaktorer som neddiskonteringsrate. Selv om nåverdmodellen ble benyttet til en viss grad, ble den benyttet i mye mindre grad enn det jeg hadde forventet. Til sammenligning fant Halseth (2012) at nåverdmodellen ble mye brukt for verdiberegning i næringseiendom.

En av grunnene til at nåverdmodellen benyttes i større grad for næringseiendom enn for boliger, kan være grunnet i at næringseiendom vanligvis tilpasses den aktuelle leietaker.

Næringseiendommene pusses ofte opp og bygges om for å møte kravene og ønskene fra leietakere. Denne ombyggingen gjøres for å tilpasse bedriftens behov for arbeidslokaler som kontorlandskap eller for å bygge om til butikklokaler. Slike ombygginger er dyre og har begrenset levetid, og ofte omgjøres eiendommen for hver ny leietaker. Derfor er det viktig å påse at kostnaden tilbakebetales innen kontraktens utløp eller innen ny leietaker flytter inn. Disse omgjøringene kan anses som investeringer med begrenset levetid og relativt kjente leieinntekter. Dermed er nåverdimodellen veldig passende i lønnsomhetsvurderinger av næringsbygg.

Til tross for at nåverdiberegninger er gunstig i lønnsomhetsvurderinger av næringseiendom, benyttet ikke aktørene for boligutleie seg i lik grad av denne metoden, som belyses i et sitat fra intervjuet med bedrift E: *«Vi benytter ikke neddiskonteringsmodeller. Dette er fordi vi skal holde boligene i et evig perspektiv og derfor er det ikke viktig om de inntjenes etter en gitt periode.»* Denne tanken om at nåverdimodeller var uegnet for utleieboliger gikk igjen blant bedriftene.

Det er fundamentale forskjeller i leieforholdene til kundene mellom boligutleie og næringsutleie. En boligutleier trenger ikke på lik måte å tilpasse hver bolig til den bestemte leietakers behov. Derfor kan oppgraderinger gjennomføres mye mer uavhengig av skifte av leietaker. Som et resultat av dette er det ikke like avgjørende at leieinntektene nedbetaler en gitt verdi innen en gitt periode. Det er derimot viktig at utleieboligen genererer kontantstrømmer som gjør det mulig å foreta oppgraderinger og vedlikehold etter behov.

Ingen av intervjuobjektene benyttet nåverdimodellen for å beregne nåverdi for hele levetiden til boligen. Dette ble begrunnet på flere måter. Noen så helt bort ifra nåverdimodellen, mens de som benyttet modellen anså det som lite givende å fastsette en levetid for boligen. Det ble poengtert at det er for vanskelig å spå den økonomiske fremtiden som avgjør leieinntekter, kostnader og verdi på slutten av levetiden. Det er så mange faktorer som påvirker fremtidens fortjeneste at det ikke vil være mulig å komme frem til en lønnsomhetsvurdering som man med trygghet kan stole på. Dermed ville det ikke vært hensiktsmessig å bruke tid på å analysere slike utfall. En annet element som gikk igjen var at bedriftene som forvaltet boligene ikke hadde som formål å selge boligene i overskuelig fremtid. Dermed er det igjen mindre viktig om leieinntektene nedbetaler boligen innen en gitt periode.

Kun bedrift A og B benyttet nåverdmodellen, og nåverdiberegningene som ble gjennomført ble vurdert over relativt korte perioder. Periodene som ble brukt var mellom 5 til 7 år. Disse nåverdiberegningene hadde som hensikt å kartlegge leieinntektene og løpende kostnader og prosjekterte oppgraderinger. Disse analysene var mer brukt som en kontantstrømsanalyse enn en verdivurderingsanalyse. Hensikten var å finne et anslag på kontantstrømmer for noen år, som skulle danne et representativt bilde for kontantstrømmene på lang sikt.

Halseth (2012) fastslår også at nettokapitaliseringsmetoden ble også benyttet mye for nærings eiendommer. I denne modellen kan dagens netto leieinntekter og teoretisk korrekt tilhørende yield brukes for å bedømme investorens opplevde verdi av eiendommen. Denne modellen ble benyttet i større grad av aktørene som ble intervjuet ved denne oppgaven. Metoden baserer seg på forholdet mellom eiendomsprisen, leieinntekten og yelden, og bedrift A, B, D og E benyttet yield til å avgjøre om avkastningen fra boligen er verdt investeringskostnaden. En aktør ga uttrykk for sitt inntrykk om at eiendommene, spesielt i Oslo, er priset etter forventninger om fremtidig vekst i eiendomsverdi, og er dermed priset i mindre grad etter verdi av fremtidig leieinntekter, som utgjør nåverdi- og nettokapitaliseringsmodellene. Dersom dette stemmer vil nåverdmodellen være mindre egnet. Dersom eiendommene er priset etter forventninger om fremtidig vekst vil verdien overskride verdiestimatet fra nåverdmodellen, og prisene vil i stedet være basert på markedspsykologi. Dette vil føre til oppblåste priser og det vil i teorien foreligge en eiendomsboble.

Bedrift C baserte ikke lønnsomhetsvurderingene sine på dagens yield fra boligene. Det var dette selskapet som nevnt baserte lønnsomhetsvurderingene sine på potensielle leieinntekter. «*Vi vurderer ikke slike lønnsomhetskalkyler, men fokuserer mye på muligheter i inntektsvekst*». Strategien til bedrift C har vært å finne utleieboliger med underprisede leiekontrakter, som igjen leder til underpriset boligverdi, og deretter kjøpe disse boligene. Etter kontraktens utløp blir de nye leiekontraktene justert opp til markedspris. Implisitt blir også dette likt som nettokapitaliseringsmetoden. Dette kommer av at de potensielle markedsbaserte leieprisene og et fornuftig yieldnivå gir en ny likevekt for boligverdien. Metoden vil da vise at boligen har høyere verdi med de nye leieprisene, enn kjøpsverdien som bedrift C må opprinnelig betale for utleieboligen.

Tidshorisont

Et tydelig funn som gikk igjen var at aktørene i hovedsak hadde veldig lang tidshorisont for sine investeringer. Dette belyses i et sitat fra bedrift A: *«Rent avkastningskrav er ikke så avgjørende, men det som heller er i fokus er en lønnsom og kontinuerlig drift i et evig perspektiv. Derfor er det ikke avgjørende om en bolig har inntjent kostnaden innen en viss periode.»* I praksis gikk dette ut på at de ikke ønsket å selge utleieboligene de eide, og tidshorisonten er dermed ubegrenset.

Det ble nevnt som eneste scenarioet et salg ville vært aktuelt, var hvis et tilbud oversteg det aktøren mente eiendommen var verdt, med andre ord et overpriset bud. Det gikk igjen at aktørene anså boliginvesteringene som et kjøp av rettighetene på kontantstrømmene i all fremtid. Eiendomsinvesteringene fungerte som kapitalallokering for langtidsinvesteringer. Svingninger i boligprisene blir derfor mindre viktig, siden investorene ikke har formål om å selge boligene på et senere tidspunkt. Svingningene i boligverdien kunne likevel være en utfordring dersom investeringene var finansiert med mye gjeld, og bankene/kreditorene stiller kapitalkrav. Forventningene av eiendomsprisene på lang sikt var i hovedsak entydige med forventninger om realprisvekst. Dette skyldtes i hovedsak fortetting i byer og tettsteder som resultat av voksende befolkning og økende arealknapphet.

Yield

Som følge av den lange tidshorisonten ble det lagt stor vekt på å finne utleieboliger som genererte god lønnsomhet. Hva som lå til grunn for vurderingen av hva «god lønnsomhet» innebar, varierte. Disse kontantstrømmene ble målt i yield av boligverdien, og kravet til yielden var ulikt mellom aktørene. Det virker som det i hovedsak er tilhørende risiko som bedømmer yielden fra utleiebolig i et effisient marked, og intervjuobjektene bekreftet sitt inntrykk av dette under samtalene. Som nevnt vil en rasjonell investor kreve høyere yield av en investering som er forbundet med høyere risiko.

Fra intervjuene med aktørene virket det som at hvilket segment aktøren tilhørte var den mest avgjørende faktoren for hvordan deres forhold til risiko var, og hvilket krav de stilte til yield. Aktører i spesielt Oslo opererte med de laveste kravene til yield for sine investeringer, dette gjenspeiles av at leiligheter i attraktive strøk i storbyer er forbundet med lavest risiko. Den lave yielden i Oslo stammer fra de veldig høye eiendomsprisene, som igjen kan stamme fra at

boligverdien baseres på forventning om fremtidig prisvekst, og dermed i mindre grad av nytteverdien av boligen.

Storbyer som Oslo, Bergen og Trondheim er på grunn av størrelsen mindre utsatt for eksterne faktorer som påvirker etterspørselen etter boliger. Slike eksterne faktorer så vi tidligere hadde store utfall på markedsprisene i Stavanger etter oljepriskrisen, og de kan påvirke prisene på boliger i Stavanger.

Dette er tydelige eksempler på markedsrisikoen som ligger i tettsteder og byer der etterspørselen er sterkt preget av en bestemt faktor, men som aktørene må betale høyere pris for investeringene i storbyer, der denne risikoen er redusert. Investorer som opererer i mindre byer og tettsteder er dermed i større grad avhengige av diversifisering for å redusere markedsrisikoen porteføljen er utsatt for.

Strategi

Trolig det mest avgjørende for risikotilnærmingen for det enkelte selskapet var hvilken strategi selskapet hadde. Strategiene varierte mellom opportunistiske selskaper som lette etter lønnsomme boliger med høy yield og fokus på vekst og ekspandering, og selskaper som ønsket sikre investeringer med solid finansiering. Andre strategier inkluderte som nevnt oppkjøp av boliger med underprisede leiekontrakter, mens andre spesialiserte seg på oppgraderinger og bedre utnyttelse av boligene.

Strategien var helt avgjørende for hvilket krav til yield aktørene stilte ved vurdering av lønnsomheten. Selskap A som hadde trygghet og soliditet som strategiske mål stilte klart lavere krav til yield, enn bedrift D, der lønnsomhet og ekspandering var i større fokus. Dette ga direkte utslag på hvilken risikotilnærming bedriften hadde. Under forutsetningen om at yielden representerer utleieboligens tilhørende risiko, og at markedet for utleieboliger er effisient, kan økt forventet fortjeneste bare oppnås ved å investere i mer risikable utleieboliger. Selskap med stabilitet og trygge investeringer som fokuspunkter siktet mot å redusere risiko og dermed bygge porteføljen av attraktive leiligheter i sentrum av de største byene, der risikoen er lavest.

Risikohåndtering

Hvorvidt det enkelte selskapet var klar over generelle risikofaktorer som kan påvirke lønnsomheten fra utleieboliger varierte. Dette kan komme av at det er store forskjell på hvilke

faktorer forskjellige boliger er utsatt for. Derimot var selskapene veldig klar over hvilke boligspesifikke risikomomenter deres boliger og portefølje var utsatt for.

I et av intervjuene fortalte bedrift A at de ikke vurderte eller benyttet risikofaktorer direkte i noen av sine lønnsomhetsvurderinger. Dette kan høres ut som en bedrift med tilsynelatende dårlig kontroll på investeringenes tilhørende risiko, men selskapet hadde i realiteten veldig god kontroll på investeringene sine. De tilhørte et stabilt segment med fokus på trygge investeringer som deres strategi. Det intervjuobjektet enten overså, eller ikke fortalte, var at avkastningen på investeringene var allerede kompensert for den lave risikoen utleieboligene var utsatt for. Porteføljen besto av flere hundre leiligheter på attraktive områder i en storby. Dermed blir generell risiko som påvirker lokal etterspørsel og tilbud minimert, siden slike boliger er lavest utsatt for dropp i etterspørsel som følge av økonomiske svingninger. Denne lave markedsrisikoen representeres i lav yield.

Etter at markedsrisikoen er trukket fra gjenstår kun boligspesifikke risikofaktorer. Slik risiko kan for eksempel være at det er noe uforutsett med boligen som endrer driftskostnader eller at leietaker ikke betaler leie i tide, eller gjør skade på boligen. Selskapet rettet stor innsats på å redusere slike usikkerhetsmomenter, ved grundige gjennomganger av tekniske standarder på hver enkelt bolig, og gode kontrakter og innbetaling av depositum før innflytting. Dersom noe skulle vært oversett, eller selskapet skulle være uheldige med leietaker, vil størrelsen på porteføljen føre til diversifisering, slik at enkelte dårligere utfall har liten betydning på lønnsomheten i sin helhet.

Et annet risikomoment som ble nevnt flere ganger i intervjuene var finansieringen av investeringene. Det kom uttrykkelig frem at det er viktig å ha god kontroll på finansieringen. Risikoen ved høy gjeldsgrad er at bankene kan kreve at egenkapitalen på investeringen utgjør en viss prosent av boligverdien. Boligenes verdi kan reduseres kraftig ved et fall i markedet, og da vil egenkapitalandelen reduseres betydelig. Dersom boligen finansieres med 75 % gjeld, trenger bare verdien å reduseres med 25 % før hele egenkapitalen er borte. Bankene vil trolig gjennomføre et tvangssalg av boligen så fort egenkapitalandelen reduseres til minimumskravet som blir stilt. Dette kan i verste fall føre til tvangssalg av alle boligene utvikleren har i sin portefølje, og selskapet kan bli slått konkurs.

Dette er risikoen og nedsiden med gjeldsfinansiering, men fordelene er at dette kan brukes for å øke potensiell avkastning fra investeringen i form av giring. Lavere egenkapitalandel gir høyere avkastning dersom investeringer blir vellykket. Dermed kan gjeldsfinansiering medbringe betydelige oppturer og nedturen for en investor, og risikoen for egenkapitalen øker. En endring av rentesatsene kan også bety store endringer i finansieringskostnadene dersom gjeldsandelen er stor, og dette kan fort spise opp marginene som gjør investeringen lønnsom. Dermed er det stor risiko knyttet til finansieringen av boliginvesteringene.

Et annet avgjørende risikomoment ved lønnsomheten for utleieboliger er faren for ledighet i boligene. Det vil være naturlig at det forekommer perioder der boligen står ledig i perioden mellom en leietaker flytter ut og den neste flytter inn. Brutto leieinntekter kommer direkte av leieprisen og hvor mye boligen er utleid. Leieprisen bestemmes i hovedsak av markedskreftene og må tas for gitt, men ledigheten kan minimeres ved tilstrekkelig innsats. Å unngå ledighet i utleieboligene er essensielt for å oppnå en god lønnsomhet. Redusering av ledighet gikk igjen som trolig det største fokuspunktet for utleierne. Som et resultat av dette lå ledigheten for utleieboligene i selskapene som ble intervjuet på et så lavt nivå at ledigheten i praksis ble ubetydelig.

6.1 Resultater av analysen/Drøfting

Denne delen summerer analysen og benyttes til å gi svar på det tredje forskningsspørsmålet. Felles for alle aktører i utleiemarkedet er at de baserer inntjeningen på usikre fremtidige leieinntekter. Jo mer usikkerhet som er knyttet til fremtidige kontantstrømmer, jo lavere er tilhørende verdi. Den eneste måten å begrense verdireduksjonen av disse leieinntektene i nåverdiberegninger, er ved å minimere neddiskonteringsraten. Med andre ord; gjøre disse fremtidige leieinntektene så realistiske, og med så lav spredning som mulig. Dette kan kun gjøres ved å redusere tilhørende risiko. Aktørene må derfor kartlegge risikofaktorer for det enkelte prosjektets fremtidige kontantstrømmer, og minimere disse risikofaktorene.

Aktørene som ble intervjuet benyttet i liten grad nåverdmodellen som lønnsomhetskriterium. Modellen viste seg lite hensiktsmessig som følge av boliginvesteringenes natur med usikre kontantstrømmer og investorenes tidshorisont som i praksis var ubegrenset. Selv om investorer ikke benytter nåverdmodellen ved lønnsomhetsvurderinger er det fremdeles viktig å kartlegge

risikofaktorene som kan påvirke fremtidige kontantstrømmer. Ved å være klar over disse risikofaktorene kan aktøren fokusere på å holde leieinntektene så høye som mulige, og samtidig har god oversikt over kostnadene med fokus på å minimere disse. Kartlegging av risikofaktorer er også viktig for å forstå markedets drivkrefter, som avgjør prisnivået og yielden i de forskjellige segmentene. Det var i helhet en god løpende lønnsomhet som var hovedkriteriet fra aktørene, og dette ble målt i yield.

Gjennom analysen viste det seg at både hvilke lønnsomhetsvurderinger som ble gjennomført og det tilhørende lønnsomhetskravet, var sterk preget av selskapets strategi. Dette avgjorde hvilke lønnsomhetsanalyser som ble utført og hvilke krav til avkastning og risiko som ble stilt. Selskapene som hadde ekspansjon som strategiske mål stilte som regel høyere krav til avkastning fra sine investeringer. Under forutsetning om at utleiemarkedet er effisient vil dette bety at selskapene som har som mål å ekspandere, var i større grad villige til å akseptere risikofylte investeringer.

Dagens marked for utleieboliger er veldig transparent, der boligannonse er tilgjengelige for alle på nettsider som Finn.no og liknende. Dette bidrar til at mange personer og bedrifter på en enkel måte kan vurdere prisene på boligene og hva som er tilgjengelig i markedet. Denne informasjonsflyten kan føre til budkriger på boliger som er underpriset. Dette fører igjen til at svært få boliger i dag blir solgt for en lavere pris enn markedsprisen. I tillegg til dette, har det vært stor aktivitet i boligmarkedet de siste årene, som har blitt drevet av lave renter og sterk kjøpekraft i befolkningen. I samsvar med profesjonaliteten som utleierne har utvist, er dette indikasjoner som kan tyde på at markedet for utleieboliger likner et effisient marked. Dette ga også flere av intervjuobjektene uttrykk for under intervjuene. Dermed kan vi anta at utleieboligens risiko er absorbert inn i prisen på eiendommen. Det vil da ikke foreligge noen «gratis lunsj» i boligmarkedet. Risikoen yielden gjenspeiler kan vi anta kun er den markedsbaserte risikoen. Dette kan begrunnes i at den boligspesifikke risikoen kan reduseres med tilstrekkelig innsats og diversifiseres bort i en bred portefølje av utleieboliger.

Markedet for utleieboliger har dermed sterke fellestrekk med aksjemarkedet, der investorer krever høyere avkastning fra aksjer med høy systematisk risiko. Den systematiske risikoen representerer hvor store aksjens prissvingninger er i forhold til markedets prissvingninger. Dette er den økte risikoen den enkelte aksjen bidrar med til den totale risikoen i en aksjeforfølje. Den usystematiske, altså bedriftsspesifikke risikoen, vil markedet ikke kreve

kompensasjon for, siden denne risikoen kan diversifiseres bort med en tilstrekkelig bred aksjeportefølje ifølge Bodie et al. (2013).

Profesjonelle aktører implementerer risiko i sine lønnsomhetskalkyler ved at de i hovedsak aksepterer markedets vurdering av boligens risiko, som kan måles av boligens yield. Dette kan vi anta kun representerer boligens markedsrisiko, siden boligspesifikk risiko kan begrenses. Boliger med lavere tilhørende risiko, og dermed tryggere investeringer, blir priset høyt av markedet og markedsverdien på boligen øker. Dette reduserer avkastningen i form av yield, som boligen genererer.

7 Konklusjon

Denne oppgaven har som hensikt å dekke gapet i forskningen om risikofaktorer i utleieboliger. Oppgaven utforsker og understreker viktigheten av en grundig risikovurdering av utleieobjekter, som en del av den totale lønnsomhetsvurderingen av boliginvesteringen. Oppgaven vil trolig bidra med utdypende forståelse av utleieboligenes tilhørende risiko, og hvordan denne risikoen bør reduseres, eller kompenseres for. Tre forskningsspørsmål ble formulert for å gi en utdypende utforskning av dette temaet. I dette kapitlet vil funnene fra hvert forskningsspørsmål bli oppsummert.

Det første forskningsspørsmålet var som følgende:

- *Hvilke konsekvenser kan oppstå som følge av en ufullstendig vurdering av risiko for utleieboliger?*

For å gi svar på dette spørsmålet ble det benyttet flere lønnsomhetsestimater for å analysere utfall fra investeringer under ulike forutsetninger. Disse lønnsomhetsestimaterne ble presentert i teorikapitlet. Risikoen ved utleieboligene ble fremstilt som usikkerheten som kan føre til at nettoinntekten fra utleieboligen ble lavere enn forventningene. Ved hjelp av analyse og utregninger viste det seg at små endringer i neddiskonteringsrate i nåverdimodellen, og unøyaktige anslag for netto leieinntekter, hadde drastiske utslag på lønnsomheten av utleieboligen. Dette ble belyst ved både nåverdimodellen og nettokapitaliseringsmetoden.

Dermed vil en ufullstendig vurdering av risiko for utleieboliger kunne ha store økonomiske betydninger for resultatet av investeringen. Derfor er det viktig for investorer å få et så korrekt anslag på inntjeningene som mulig, for å kunne gjennomføre troverdige lønnsomhetsvurderinger. Gitt at investor har god soliditet vil ikke midlertidige prissvingninger i eiendomsverdien ha avgjørende betydning. Derimot vil verdien ved et eventuelt salg av utleieboligen ha en realiserende effekt på investeringen, og bidra i positiv eller negativ retning ved henholdsvis realisert gevinst eller tap på salget av utleieboligen.

Det andre forskningsspørsmålet var:

- *Hvilke risikofaktorer er lønnsomheten for en utleiebolig utsatt for?*

Fra det første forskningsspørsmålet ble det konkludert at lønnsomhetsvurderinger var sterkt avhengige av troverdige anslag netto leieinntekter. I kapittel 4 ble risikofaktorene som kan påvirke lønnsomheten for utleieboliger presentert. Risikofaktorene er faktorer som kan påvirke utleieboligens kostnader og inntekter, og realverdien av disse. Ikke alle utleieboliger er utsatt for alle risikofaktorene. I tillegg er det variasjon i hvor stor grad utleieboliger er utsatt for de ulike risikofaktorene. Det er også viktig å merke seg at risikofaktorene som er presentert ikke nødvendigvis er en uttømmende liste, og det kan foreligge risikofaktorer som ikke er nevnt. Risikofaktorene kunne kategoriseres i markedsrisiko og boligspesifikk risiko.

Markedsrisiko er faktorer som omhandler usikkerhet tilknyttet området, type bolig, leiepriser, politiske reguleringer, og annet som påvirker lønnsomheten til boligen, men som utleier ikke har direkte kontroll over. En investor kan kun begrense eksponeringen for markedsrisiko ved å investere i boliger som er mindre utsatt for slike risikofaktorer.

Boligspesifikk risiko er usikkerhet som er tilknyttet den spesifikke boligen, og som kan påvirke lønnsomheten av investeringen. Slike faktorer kan være at driftskostnader blir høyere enn forventet, det er avdekket behov for reparasjoner, leietaker betaler ikke husleien, og liknende, som er med på å redusere netto leieinntekter fra boligen. Boligspesifikk risiko kan reduseres ved blant annet å gjennomføre grundige sjekker av boligens tekniske stand og nøye vurdere hvilke leietakere som aksepteres.

Det tredje forskningsspørsmålet var:

- *Hvilke metoder benytter profesjonelle aktører for å kvantifisere og implementere risikomomentene inn i sine lønnsomhetsvurderinger?*

Gjennom intervjuer av profesjonelle aktører innen utleiemarkedet er det blitt kartlagt hvilke vurderingsmetoder som benyttes, og på hvilke måter ulike aktører tar hensyn til risiko. Intervjuguiden endret litt form etter det første intervjuet med bedrift A, da jeg innså at nåverdmodellen og neddiskontering ikke var så viktig for aktørene. Intervjuene ble etter dette i større grad preget av åpen dialog for å kartlegge hvilke metoder og vurderinger som benyttes.

Det viser seg at aktørene anser utleieboliger som relativt trygge investeringer og fornuftig kapitalallokering med løpende avkastning. Det benyttes ofte ubegrenset tidshorisont på investeringene. Dette fører til at aktørene anser nåverdmodellen som lite egnet for lønnsomhetsvurderinger, på grunn av utfordringene ved å spå fremtidige nivåer for inntekter og kostnader. Nettokapitaliseringsmetoden, som utgjør likevekt mellom yield, kontantstrømmer og investeringskostnad, ble i større grad brukt.

Det virket som at de fleste aktørene baserte investeringsavgjørelsene på grunnlag av boligens tilhørende risiko, som blir representert av boligens yield. Det er teknologien som muliggjør informasjonsflyt, og det er private- og bedrifters interesse for investeringer som fører til at svært få boliger selges under markedspris på det åpne markedet, og som gjør utleiemarkedet effisient. Alle bedriftene hadde stort fokus på å redusere de boligspesifikke risikofaktorene, for å hindre reduserte leieinntekter. De tydeligste forskjellene mellom intervjuobjektene lå i at bedriftens strategi avgjorde hvilken tilnærming og eksponering av risiko deres investeringer skulle ha. Selskapene med vekst og ekspandering som strategisk mål var i større grad villige til å akseptere høyere risiko ved å investere i utleieboliger med høyere yield, enn selskapene som hadde trygghet og stabilitet som strategiske mål.

Helt konkret tyder det på at bedriftens strategi avgjør hvilket lønnsomhetsmål bedriften skal strekke seg etter, og at bolig- og utleiemarkedet er så effisient at bedriften er nødt til å tilpasse sin risikoeksponering etter dette lønnsomhetsmålet.

8 Referanser

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. (2013). *Essentials of Investments*. 9. utg. s. 11, 149.

Bredesen, I. (2006). *Investering og finansiering*. 3. utg. s. 80, 114, 127..

Case, K. E., & Shiller, R. J. (1988). *The Efficiency of the Market for Single-Family Homes*. The American Economic Review. Publisert februar 1988.

Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2007). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. 3. utg. s. 4, 67, 803.

Ghauri, P., & Grønhaug, K. (2005). *Research Methods in Business Studies. A Practical Guide*. 3. utg. s. 111.

Halseth, H. (2012). *Verdivurdering av næringseiendom – metoder modeller og begrep*. Masteroppgave NMBU: Norges miljø- og biovitenskapelige universitet, institutt for landskapsplanlegging. s. 50-53.

Krogsveen. (2019). *Månednotering av boligpris pr. m² i forskjellige bydeler av Oslo*. Tilgjengelig på: [https://krogsveen.no/Boligprisstatistikk/Boligprisstatistikk-for-Oslo/\(county\)/Oslo/\(child_area\)/Frogner](https://krogsveen.no/Boligprisstatistikk/Boligprisstatistikk-for-Oslo/(county)/Oslo/(child_area)/Frogner) (Lest 12.03.2019).

Morales-Jensen, H., & Quach, J. (2015). *A study of how oil prices influence house prices in the Norwegian market*. Masteroppgave HiOA: Høgskolen i Oslo og Akershus, institutt for økonomi og administrasjon. s. 75.

Norges Bank. (2019). *Om inflasjon*. Tilgjengelig på: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/> (Lest 18.01.2019).

Norges Bank. (2019). *Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt*. Tilgjengelig på: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (Lest 11.01.2019).

Statistisk Sentralbyrå. (2018). *Bolig og boforhold – for befolkningen og utsatte grupper*. s. 27. Tilgjengelig på: https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/artikler-og-publikasjoner/_attachment/346817?_ts=162d8bb3be0 (Lest 15.03.2019).

Statistisk Sentralbyrå. (2018). *Hva vet vi om leiemarkedet vi bor i?* Tilgjengelig på: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/hva-vet-vi-om-leiemarkedet-i-norge> (Lest 19.03.2019).

Statistisk Sentralbyrå. (2018). *Leiemarkedsundersøkelsen*. Tilgjengelig på: <https://www.ssb.no/statbank/table/09897/tableViewLayout1/> (Lest 12.03.2019). (Leiepriser for bolig i prosent av leieprisene i Sentrum, Frogner, Ullern og St. Hanshaugen, i 2018.)

Statistisk Sentralbyrå. (2018). *Leiemarkedsundersøkelsen*. Tilgjengelig på: <https://www.ssb.no/statbank/table/09895/tableViewLayout1/> (Lest 16.01.2019). (Leiepriser Oslo og Bærum, og Stavanger 2012 – 2018.)

Statistisk Sentralbyrå. (2018). *Leiemarkedsundersøkelsen*. Tilgjengelig på: <https://www.ssb.no/statbank/table/06230/tableViewLayout1/> (Lest 21.01.2019). (Gjennomsnittlig månedlig leie, Norge, 2006 – 2018.)

Statistisk Sentralbyrå. (2018). *Prisindeks for brukte boliger*. Tilgjengelig på: <https://www.ssb.no/statbank/table/06035/tableViewLayout1/> (Lest 19.03.2019).

U.S. Energy Information Administration. (2019). Tilgjengelig på: <https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RB RTE&f=M> (Lest 16.01.2019). (Pris nordsjøolje 2012 til 2018).

-Vedlegg 1-

Bedrift A

Spørsmål til aktørene:

Generelt/kategorisering:

- 1. Hva slags type bolig og i hvilken sektor forvalter dere?**
(For eksempel: Leiligheter, eneboliger, ferieboliger, privatpersoner eller bedrifter, sentralt eller i periferien.)
I hovedsak leiligheter til privatpersoner i sentrale strøk.
- 2. Omtrentlig hvor mange boliger forvalter ditt selskap?**
Ca. 400 i norsk storby og rundt 120 i annen storby i Skandinavia.
- 3. Hvor mye av tiden står boligene uten leietaker?**
Ca. 0,5%
- 4. Hvordan setter/spår dere prisvekst? Hva er eventuelle ulemper/fordeler med denne måten?**
*(For eksempel: Fast rate, KPI-basert (eks.: $KPI*1,5$), rapporter?)*
På kort sikt KPI-justeres leiekontraktene. Men er forsiktig med å KPI-justere utover markedspriser. Det er kostbart å bytte leietager. På lenger sikt er hovedsakelig utgangspunkt i dagens leiepriser og utleieprisene på porteføljen med forventet utvikling med forbehold om hvordan parametere i markedet ser ut. Opererer med realistiske og forsiktige kalkyler. Vektlegger ikke kalkyler for lengre enn ca 7 år, fordi det er så lite givende å spå leiepriser på lang sikt. Strategi er å eie boligene i evig tid, og det er derfor ikke like viktig om bygget er tilbakebetalt etter en gitt periode. Fokuserer heller på om boligene gir en løpende positiv kontantstrøm etter at alle driftskostnader er trukket fra.

Lønnsomhets-/risikovurdering:

- 5. Hvilken metode benytter dere for å bestemme neddiskonteringsrater for eiendomsprosjektene?**
(For eksempel: Kapitalkostnad, alternativkostnad eller samlet vurdering av risikofaktorer?)
Analyserer forventede kontantstrømmer fra kostnader og inntekter for vanligvis rundt 7 år frem. Dette kartlegger forventede kostnader til utbedring og inntekter fra leie, men inkluderer også muligheter for oppgraderinger og bedre utnyttelse av boligen. Dette gir en indikator på lønnsomheten fra eiendommen. Vektlegger ikke nåverdiberegninger i noe særlig grad. Finansieringen og kapitalkostnaden er viktige risikofaktorer, og renten er viktig for lønnsomheten av prosjektet. Investerer i eiendommer som gir trygg og stabil avkastning i form av god yield, og passer på å ha gode marginer fra finansieringen. Dette er i tråd med strategien om stabil vekst, som gir trygget på investeringene og porteføljen. Fokuserer på ettertraktede eiendommer på sentrale områder.
- 6. Hvorfor benytter dere denne metoden? Hva anser dere som fordeler/ulemper?**
Fordi det gir en samlet vurdering av alle risiko- og lønnsomhetsfaktorer.
- 7. Benytter dere en fast rate gjennom prosjektets levetid, eventuelt hvorfor varierer den?**
Konkret vurdering av hvert enkelt år fremover i kontantstrømanalysene. Vedlikeholdskostnad varierer og dermed vil det foreligge ulik usikkerhet og ulik netto leieinntekter.

8. Bruker dere lik diskonteringsrate for alle prosjekter eller vurderer dere individuelt?
Vurderer individuelt fordi ulike bygg har ulikt behov for vedlikehold, oppgraderinger og tilbyr ulike potensial for utnyttelse.

9. Dersom man bruker alternativkostnad eller risikojustert avkastningskrav må man identifisere risikofaktorene ved prosjektet. Hvilke risikofaktorer tar dere hensyn til for å bestemme projektrisiko?

For eksempel:

- *Usikkerhet til inntekter:*
 - *Boligen står ledig*
 - *Usikkerhet ved inflasjon*
 - *Usikkerhet ved prisvekst*
 - *Leietaker betaler ikke leien*
- *Usikkerhet til kostnader:*
 - *Utsatt og dyrere ferdigstilling av eiendommen*
 - *Driftskostnader avviker fra forventningen*
 - *Reparasjon/oppgraderinger blir dyrere og skjer oftere*
- *Eksterne usikkerhetsfaktorer:*
 - *Lokale forhold som kan redusere etterspørsel*
 - *Konkurranse fra andre utleiere*
 - *Naturkatastrofer og klimaendringer*
- *Eventuelt hvilke andre faktorer?*

Hovedpunktene for risikoen er usikkerhet ved finansieringen og kostnadene. Derfor legges det stor innsats i å ha god kontroll på disse faktorene, men risikofaktorene legges ikke direkte inn i lønnsomhetsvurderingene.

10. Hvordan kvantifiseres de enkelte risikofaktorene?

Ser på en totalvurdering av risiko for boligen, og legger inn tilstrekkelig margin for kortvarige svingninger i utleieprisene og økonomiske forhold.

11. Kompenseres prosjektets risiko kun i neddiskonteringsraten eller også i netto leieinntekter? Hvordan bestemmes dette?

Leieinntektene bestemmes av markedskreftene, og ren verdijustering av fremtidige kostnader er ikke så givende dersom finansieringen er solid og trygg. Grundige tekniske undersøkelser blir gjort før kjøp, for å kartlegge forventning til kommende kostnader, og hva disse vil ligge på.

12. Risikotillegget legges ofte oppå et minimum avkastningskrav. Hva gjør dere?

Rent avkastningskrav er ikke så avgjørende, men det som heller er i fokus er en lønnsom og kontinuerlig drift i et evig perspektiv. Derfor er det ikke avgjørende om en bolig har inntjent kostnaden innen en viss periode.

13. Hvordan har lønnsomhetskalkylene avviket fra faktisk lønnsomhet?

Dette er blitt vurdert i boligkjøpene i ... («annen skandinavisk by»), og der har vi sett at verdiutviklingen har gått vesentlig bedre enn det som ble kalkulert, mens netto leieinntektene har vært omtrentlig som kalkulert.

14. Er det noe annet du ønsker å fortelle, eller har du en sluttkommentar?

Har god kontroll på finansiering og hvordan dette skjer. For eksempel ved trygghet når det kommer til flytende/fast rente, og god planlegging når forskjellige lån utløper. Dette gjøres ikke for individuelle prosjekter men sees i sammenheng av totalporteføljen. Det er utfordrende å favne kompleksiteten av dette, mens vår strategi er å investere i trygge prosjekter og ha kontroll på finansieringen og vedlikeholdskostnader.

-Vedlegg 2-

Bedrift B

Spørsmål til aktørene:

Generelt/kategorisering:

- 1. Hva slags type bolig og i hvilken sektor forvalter dere?**
*Sentralt i flere mindre byer på Østlandet.
Eneboliger, to- og firemannsboliger, 6- og 12-mannsboliger, og et bygg med 26 boliger.
Jevnt fordelt.*
- 2. Omtrentlig hvor mange boliger forvalter ditt selskap?**
Rundt 350 enheter fordelt på ca 66 bygg
- 3. Hvor mye av tiden står boligene uten leietaker?**
Ca. 0%.
- 4. Hvordan setter/spår dere prisvekst? Hva er eventuelle ulemper/fordeler med denne måten?**
KPI, og 5 % årlig inntektsøkning via bedre utnyttelse og oppussing. Kalkylene strekker seg ca. 5 år frem i tid.

Lønnsomhets-/risikovurdering:

- 5. Hvilke lønnsomhetsvurderinger bruker dere ved kjøp av ny utleiebolig?**
Benytter nåverdmodellen og WACC der CAPM beregner egenkapitalavkastning, for å vurdere om løpende avkastning er tilstrekkelig lønnsom. Vurderer dermed yield og fokuserer på risikofaktorer og krav til egenkapitalavkastning.
- 6. Hvorfor benytter dere denne metoden? Hva anser dere som fordeler/ulemper?**
- 7. Benytter dere en fast rate gjennom prosjektets levetid, eventuelt hvorfor varierer den?**
Ja. Anser risikoen som lik over 5 år.
- 8. Bruker dere lik diskonteringsrate for alle prosjekter eller vurderer dere individuelt?**
Individuelt
- 9. Dersom man bruker alternativkostnad eller risikojustert avkastningskrav må man identifisere risikofaktorene ved prosjektet. Hvilke risikofaktorer tar dere hensyn til for å bestemme projektrisiko? Hvilke risikofaktorer kompenserer dette yieldkravet/hvilke risikofaktorer er dere utsatt for?**
For eksempel:
 - *Usikkerhet til inntekter:*
 - *Boligen står ledig*
 - *Usikkerhet ved inflasjon*
 - *Usikkerhet ved prisvekst*
 - *Leietaker betaler ikke leien*
 - *Usikkerhet til kostnader:*
 - *Utsatt og dyrere ferdigstilling av eiendommen*
 - *Driftskostnader avviker fra forventningen*
 - *Reparasjon/oppgraderinger blir dyrere og skjer oftere*
 - *Eksterne usikkerhetsfaktorer:*
 - *Lokale forhold som kan redusere etterspørsel*
 - *Konkurransen fra andre utleiere*
 - *Naturkatastrofer og klimaendringer*

- **Eventuelt hvilke andre faktorer?**

Vurderer alle disse risikomomentene, og i tillegg ser på byggets levetid og beliggenhet.

10. Hvordan kvantifiseres de enkelte risikofaktorene?

Intuisjonsbasert totalbilde på risikoen den aktuelle boligen er utsatt for. Ikke givende å forsøke å beregne nøyaktige anslag, siden dette er tidkrevende, og ikke nødvendigvis mer realistisk.

11. Kompenseres prosjektets risiko kun i neddiskonteringsraten eller også i netto leieinntekter? Hvordan bestemmes dette?

Hovedsakelig i neddiskonteringsraten.

12. Risikotillegget legges ofte oppå et minimum avkastningskrav. Hva gjør dere?

13. Hvordan har lønnsomhetskalkylene avviket fra faktisk lønnsomhet?

Inntektsbildet er ganske stabilt med god oversikt. Kostnader har inntil nå i hovedsak blitt vurdert totalt i porteføljen. Men totalt sett har kostnadene vært som kalkulert.

14. Er det noe annet du ønsker å fortelle, eller har du en sluttkommentar?

-Vedlegg 3-

Bedrift C

Spørsmål til aktørene:

Generelt/kategorisering:

1. **Hva slags type bolig og i hvilken sektor forvalter dere?**
Sentralt i mindre byer på Østlandet.
2. **Omtrentlig hvor mange boliger forvalter ditt selskap?**
160 enheter, derav 125 utleieboliger, resten er næringslokaler. Majoriteten av inntekten kommer fra utleieboliger.
3. **Hvor mye av tiden står boligene uten leietaker?**
Rundt 2 %.
4. **Hvordan setter/spår dere prisvekst? Hva er eventuelle ulemper/fordeler med denne måten?**
*(For eksempel: Fast rate, KPI-basert (eks.: $KPI*1,5$), rapporter?)*
Ser på boliger der leieprisen er under markedspris, og dermed er verdien på boligen underpriset.

Lønnsomhets-/risikovurdering:

5. **Hvilke lønnsomhetsvurderinger bruker dere ved kjøp av ny utleiebolig?**
Benytter ikke standardiserte modeller eller metoder.
6. **Hvorfor benytter dere denne metoden? Hva anser dere som fordeler/ulemper?**
7. **Benytter dere en fast rate gjennom prosjektets levetid, eventuelt hvorfor varierer den?**
8. **Bruker dere lik diskonteringsrate for alle prosjekter eller vurderer dere individuelt?**
9. **Dersom man bruker alternativkostnad eller risikojustert avkastningskrav må man identifisere risikofaktorene ved prosjektet. Hvilke risikofaktorer tar dere hensyn til for å bestemme projektrisiko?**
For eksempel:
 - *Usikkerhet til inntekter:*
 - *Boligen står ledig*
 - *Usikkerhet ved inflasjon*
 - *Usikkerhet ved prisvekst*
 - *Leietaker betaler ikke leien*
 - *Usikkerhet til kostnader:*
 - *Utsatt og dyrere ferdigstilling av eiendommen*
 - *Driftskostnader avviker fra forventningen*
 - *Reparasjon/oppgraderinger blir dyrere og skjer oftere*
 - *Eksterne usikkerhetsfaktorer:*
 - *Lokale forhold som kan redusere etterspørsel*
 - *Konkurranse fra andre utleiere*
 - *Naturkatastrofer og klimaendringer*
 - *Eventuelt hvilke andre faktorer?*
10. **Hvordan kvantifiseres de enkelte risikofaktorene?**

- 11. Kompenseres prosjektets risiko kun i neddiskonteringsraten eller også i netto leieinntekter? Hvordan bestemmes dette?**
- 12. Risikotillegget legges ofte oppå et minimum avkastningskrav. Hva gjør dere?**
- 13. Hvordan har lønnsomhetskalkylene avviket fra faktisk lønnsomhet?**
- 14. Er det noe annet du ønsker å fortelle, eller har du en sluttkommentar?**

Vurderer ikke så slike lønnsomhetskalkyler, men fokuserer mye på muligheter i inntektsvekst. Fokuserer derfor på å kjøpe eiendommer med boliger som innehar underprisede leiekontrakter. Har kjøpt mye fra uprofesjonelle aktører, og rundt 70 % har vært utenfor markedet. Dermed kan kontraktene endres opp til mer fornuftige leiepriser, som gjenspeiler markedsprisene. Yield på oppkjøpstidspunkt er ikke så avgjørende, men utleieboligens potensial avgjør innkjøpsverdi. Ser også på porteføljen av boliger, og prøver å finne boliger som bygger på porteføljen og er i samsvar med selskapsstrategien. På grunn av disse forholdene og hensynene vurderes eiendommer selv med lav current yield. Verdien av boligene stiger ofte etter at leieinntektene øker, og dermed kan dette brukes til å presentere bankene for reforhandling av låneavtaler.

De fleste risikomomentene er i hovedsak eliminert ved å invester i sentrum av flere byer på Østlandet, og ha fokus på utvikling av lønnsomheten av boligene. Prisene inflasjonsjusteres, og ledigheten er lav. Det er ingen store risikofaktorer som gjør disse boligene mer utsatt for tap en andre boliger. Selv innen næring er leietakere flere små aktører, som gjør at inntjeningen ikke baserer seg på enkelte store leietakere.

-Vedlegg 4-

Bedrift D

Spørsmål til aktørene:

Generelt/kategorisering:

1. **Hva slags type bolig og i hvilken sektor forvalter dere?**
Leiligheter og hybelkomplekser hovedsakelig i stor norsk by.
2. **Omtrentlig hvor mange boliger forvalter ditt selskap?**
Rundt 100 enheter, hvor det er flest hybelleiligheter i leilighetskomplekser.
3. **Hvor mye av tiden står boligene uten leietaker?**
Ca. 1 %
4. **Hvordan setter/spår dere prisvekst? Hva er eventuelle ulemper/fordeler med denne måten?**
*(For eksempel: Fast rate, KPI-basert (eks.: $KPI*1,5$), rapporter?)*
KIP-justeringer på de fleste boligene.

Lønnsomhets-/risikovurdering:

5. **Hvilke lønnsomhetsvurderinger bruker dere ved kjøp av ny utleiebolig?**
Benytter ikke nåverdimodeller. Vurderer lønnsomheten ut ifra yield. Velger boliger som har god lønnsomhet, og gjennomfører grundige vurderinger for å kartlegge usikkerhetsmomenter og potensielle avvik fra forventningen. Sjekker byggenes standart og tilstand.
6. **Hvorfor benytter dere denne metoden? Hva anser dere som fordeler/ulemper?**
Lettere å forholde seg til nåværende yield, enn å spå markedet og prisene i fremtiden. Enkelt å fremlegge analysene for bankene ved eventuelle reforhandlinger.
7. **Benytter dere en fast rate gjennom prosjektets levetid, eventuelt hvorfor varierer den?**
8. **Bruker dere lik diskonteringsrate for alle prosjekter eller vurderer dere individuelt?**
Vurderer hvert prosjekt grundig. Men vurderer ikke diskonteringsrate.
9. **Dersom man bruker alternativkostnad eller risikojustert avkastningskrav må man identifisere risikofaktorene ved prosjektet. Hvilke risikofaktorer tar dere hensyn til for å bestemme projektrisiko?**
For eksempel:
 - *Usikkerhet til inntekter:*
 - *Boligen står ledig*
 - *Usikkerhet ved inflasjon*
 - *Usikkerhet ved prisvekst*
 - *Leietaker betaler ikke leien*
 - *Usikkerhet til kostnader:*
 - *Utsatt og dyrere ferdigstilling av eiendommen*
 - *Driftskostnader avviker fra forventningen*
 - *Reparasjon/oppgraderinger blir dyrere og skjer oftere*
 - *Eksterne usikkerhetsfaktorer:*
 - *Lokale forhold som kan redusere etterspørsel*
 - *Konkurranse fra andre utleiery*
 - *Naturkatastrofer og klimaendringer*
 - *Eventuelt hvilke andre faktorer?*

Investerer i attraktive eiendommer med stort fokus på risikofaktorene og jobber mye med disse for å minimere risikoen. Samtidig som vi opprettholder gode marginer dersom markedet skulle endre seg. En annen risikofaktor vi ser etter er lovlighet, altså at hyblene har godkjente soverom og alt er forskriftsmessig. Formål er å kartlegge nøyaktig hva som kjøpes og at alt gjøres lovlig. En annen viktig risikofaktor er renten. Viktig å ha god fortjeneste slik at ikke lønnsomhetsmarginene blir spist opp av rentekostnader ved renteøkning.

10. Hvordan kvantifiseres de enkelte risikofaktorene?

Totalvurdering, og erfaring fra tidligere boliger.

11. Kompenseres prosjektets risiko kun i neddiskonteringsraten eller også i netto leieinntekter? Hvordan bestemmes dette?

12. Risikotillegget legges ofte oppå et minimum avkastningskrav. Hva gjør dere?

13. Hvordan har lønnsomhetskalkylene avviket fra faktisk lønnsomhet?

Nei, som forventet i veldig stor grad.

14. Er det noe annet du ønsker å fortelle, eller har du en sluttkommentar?

-Vedlegg 5-

Bedrift E

Spørsmål til aktørene:

Generelt/kategorisering:

- 1. Hva slags type bolig og i hvilken sektor forvalter dere?**
Hovedsakelig leiligheter sentralt i stor norsk by, pluss noen ferieleiligheter og hytter i Hafjell.
- 2. Omtrentlig hvor mange boliger forvalter ditt selskap?**
Ca. 100 leiligheter i byen, pluss rundt 20 enheter i Hafjell.
- 3. Hvor mye av tiden står boligene uten leietaker?**
Under 5 %, inkludert tid for oppussing og oppgradering.
- 4. Hvordan setter/spår dere prisvekst? Hva er eventuelle ulemper/fordeler med denne måten?**
Konstante priser i lønnsomhetsvurderingene. Dette er for å være så sikre som mulig for at vi minimum når denne prisen. Vil ikke belage lønnsomhetskalkylene på optimistiske faktorer.

Lønnsomhets-/risikovurdering:

- 5. Hvilke lønnsomhetsvurderinger bruker dere ved kjøp av ny utleiebolig?**
Bruker ikke nåverdmodeller. Men anser investeringene som evige kontantstrømmer med løpende avkastning. Investeringene skal være trygge men lønnsomme. Boligutleie er en mindre del av porteføljen som primært består av næringsbygg. Boligene fungerer i praksis som diversifisering av porteføljen. Har også kjøpt boliger i sammenheng med næringsbygg for å få større innflytelse og stemmer over avgjørelser i bygården. Men de enkelte boliginvesteringene skal være lønnsomme og fornuftige.
- 6. Hvilken metode benytter dere for å bestemme neddiskonteringsrater for eiendomsprosjektene?**
(For eksempel: Kapitalkostnad, alternativkostnad eller samlet vurdering av risikofaktorer?)
Benytter ikke neddiskonteringsmodeller.
- 7. Hvorfor benytter dere denne metoden? Hva anser dere som fordeler/ulemper?**
Dette er fordi vi skal holde boligene i et evig perspektiv og derfor er det ikke viktig om de inntjenes etter en gitt periode.
- 8. Benytter dere en fast rate gjennom prosjektets levetid, eventuelt hvorfor varierer den?**
-
- 9. Bruker dere lik diskonteringsrate for alle prosjekter eller vurderer dere individuelt?**
-
- 10. Dersom man bruker alternativkostnad eller risikojustert avkastningskrav må man identifisere risikofaktorene ved prosjektet. Hvilke risikofaktorer tar dere hensyn til for å bestemme projektrisiko?**
For eksempel:
 - *Usikkerhet til inntekter:*
 - *Boligen står ledig*
 - *Usikkerhet ved inflasjon*
 - *Usikkerhet ved prisvekst*
 - *Leietaker betaler ikke leien*

- *Usikkerhet til kostnader:*
 - *Utsatt og dyrere ferdigstilling av eiendommen*
 - *Driftskostnader avviker fra forventningen*
 - *Reparasjon/oppgraderinger blir dyrere og skjer oftere*
- *Eksterne usikkerhetsfaktorer:*
 - *Lokale forhold som kan redusere etterspørsel*
 - *Konkurransen fra andre utleiere*
 - *Naturkatastrofer og klimaendringer*
- *Eventuelt hvilke andre faktorer?*

11. Hvordan kvantifiseres de enkelte risikofaktorene?

12. Kompenseres prosjektets risiko kun i neddiskonteringsraten eller også i netto leieinntekter? Hvordan bestemmes dette?

13. Risikotillegget legges ofte oppå et minimum avkastningskrav. Hva gjør dere?

14. Hvordan har lønnsomhetskalkylene avviket fra faktisk lønnsomhet?

Ja, kostnadene har vært som forventet. Men leieinntektene har vært høyere, på grunn av de forsiktige kalkylene.

15. Er det noe annet du ønsker å fortelle, eller har du en sluttkommentar?



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

Postboks 5003
NO-1432 Ås
Norway