

NÆRINGSEIENDOM - VERDIDRIVERE OG NØKKELTALL

REAL ESTATE - KEY FIGURES AND ESTIMATES

JOAKIM HERENG

UNIVERSITETET FOR MILJØ- OG BIOVITENSKAP
INSTITUTT FOR LANDSKAPSPLANLEGGING
MASTEROPPGAVE 30 STP. 2011



Forord

Denne oppgaven er basert på studier gjort som en avsluttende del av masterstudiet i eiendomsutvikling ved Universitetet for Miljø og Biovitenskap på Ås.

Eiendomsmarkedet kan systematisk deles i leie-, eier- og eiendomsutviklingsmarkedet som ”henger sammen” og ”preges” av noen få sentrale drivkrefter (drivere). Det er neppe tvil eller uenighet om disse driverne som sådan, men kanskje om viktigheten og vektingen av dem enkeltvis og mot hverandre. Markedets kunnskap om driverne kommer hovedsakelig fra forskjellige aktører som utgir såkalte markedsrapporter. Jeg ville undersøke om noen av de viktigste av disse markedsrapportene ga markedet god og riktig informasjon om disse driverne og om rapportene kunne benyttes som faktagrunnlag for vurderinger om og beslutninger i eiendomsmarkedet. Beslutninger om kjøp, salg, leie eller investeringer.

Arbeidet med oppgaven har vært tidkrevende og interessant og oppgaven er i all hovedsak basert på rene dokumentstudier av alle markedsrapporter fra tre utgivere gjennom mange år. Jeg har diskutert funn, ideer og tanker med flere kommersielle aktører i eiendomsmarkedet uten at jeg har funnet det verken nødvendig eller riktig å angi disse som kilder eller på noen måte referere til disse samtale. De har snarere gitt meg ”grunnlag for egne meninger”, og jeg retter en stor takk til disse som har hjulpet meg med nettopp dette gjennom samtaler og innspill.

Jeg vil også takke min veileder, Sølve Bærug for god hjelp, nødvendig korrektiver og gode råd under arbeidet med denne oppgaven.

Oslo/Ås 13. mai 2011

Joakim Hereng

Abstract

This study is about the real estate market in Oslo, Asker and Bærum, with main focus on the office market. This study is based on an analysis of market reports from three significant publishers in the Norwegian real estate market, two real estate brokers and one investing company, to see what they focus on in the market and how the quality of the figures they present are. This study also contains evaluations and comments on the market reports key figures and estimates.

Emneord på Norsk

Næringseiendom
Markedsrapport
Akershus Eiendom
Union Gruppen
Oslostudiet

Emneord på Engelsk

Real estate
Market reports
Akershus Eiendom
Union Gruppen
Oslostudiet

Sammendrag

I det norske eiendomsmarkedet er det i mangel av offisielle eller kanskje offentlige rapporterings- og karleggingsrutiner i stor grad opp til utgiverne av markedsrapporter å stå for innsamling av og informasjonen om faktiske tall og forhold til eiere, leietakere og utviklere i markedet. I tillegg til at utgiverne av markedsrapportene er de som bør innhente eller ha mest informasjon om eiendomsmarkedet bør de være det som er best til å forutsi utviklingen. I denne oppgaven er det fokus på markedsrapportene til henholdsvis Eiendomsspar, Union Gruppen og Akershus Eiendom. Dette er tre utvalgte aktører blant mange fordi de er store og sentrale i eiermarkedet nettopp i Oslo, Asker og Bærum som er det geografiske området for oppgaven.

Det er vel liten tvil om at man får mye informasjon om eiendomsmarkedet i Oslo, Asker og Bærum og de viktigste drivkreftene (driverne) ved å lese markedsrapportene som finnes. Men ved å sammenligne de ulike rapportene kan det virke som kvaliteten på informasjonen er veldig varierende, og det er tilsynelatende liten enighet om hvilke drivere som er viktigst for å forstå og eventuelt forutse markedsutviklingen.

Utgangspunktet er at eiendomsmarkedet er tredelt i henholdsvis leie-, eier- og eiendomsutviklingsmarkedet. Eiendomsspar fokuserer i all hovedsak på leiemarkedet og eiendomsutviklingsmarkedet i sine årlige rapport, "Oslostudiet". Leiemarkedet består i Eiendomsspars rapporter av utviklingen i den totale mengden kontorareal i Oslo, Asker og Bærum, hvor mye areal som blir absorbert i markedet hvert år, og hvor stor arealledigheten er. Den eneste ikke eiendomsrelaterte faktorene som får fokus er sysselsettingen ettersom den i følge rapportene skal ha vesentlig betydning for leiemarkedet. Eiendomsutviklingsmarkedet får fokus gjennom hvor mye areal som tilføres hvert år. "Oslostudiet" har beholdt stort sett samme struktur siden første gang den ble utgitt. Selv om forventningene til fremtiden ser ut til å stemme dårlig over tid virker det som tallmaterielt generelt er basert på grundige og selvstendige undersøkelser av markedet.

Union Gruppen sine markedsrapporter er for det første vanskelig å sammenligne opp gjennom årene på grunn av veldig varierende utforming. Markedsrapportene rører ved de fleste sidene av markedet, men sammenhengen mellom faktorene er uklare. Det som er spesielt med Union Gruppen er at de ikke gir noe klar oversikt over hvor stort

eiendomsmarkedet er. Tilbudssiden i leiemarkedet er altså uklar. Etterspørselen og arealledigheten i markedet har derimot fått fokus først i de siste års markedsrapporter uttrykt gjennom arealabsorpsjon. Det som utvilsomt får mest konsekvent fokus er leieprisene i markedet. Eiermarkedet har fått økt fokus etter hvert som Union Gruppen har utviklet og utvidet sine markedsrapporter med en rapportering av transaksjonsvolum og yield. Eiendomsutviklingsmarkedet har først fått noe oppmerksomhet i de siste års rapporter gjennom rapportering av arealtilførsel. Ettersom markedsrapportene endrer seg såpass over tid som de har gjort virker tallmaterialet i markedsrapportene i Union Gruppen også å være usystematisk og av varierende kvalitet.

Akershus Eiendom har den markedsrapporten som berører flest områder av (drivere i) eiendomsmarkedet. Leiemarkedet er berørt gjennom rapportering av kontorareal på tilbudssiden, og etterspørselsdrivere på etterspørselssiden. I tillegg rapporteres det alltid om leiepris og arealledighet i markedet. Eiermarkedet rapporteres som hos Union Gruppen gjennom transaksjonsvolum hvert år og yielden i markedet. Eiendomsutviklingsmarkedet får fokus gjennom arealtilførselen. Akershus Eiendom har i stor grad beholdt samme oppbygning på sine markedsrapporter siden 2003. Tallmaterialet virker også som det er basert på grundige og selvstendige undersøkelser. I utgangspunktet får man inntrykk at kvaliteten på materialet som blir presentert er av høy kvalitet. Men man kan vel stille spørsmål ved hvor god kvalitet det er på rapportene fra 2003 til andre halvår 2010 når man finner ut i 2010 at kontorarealet i Oslo er 600 000 kvadratmeter mindre enn tidligere antatt og i all enkelhet endrer dette i rapporten fra og med dette året.

Til tross for all informasjon og alle nøkkeltall, samt noen estimer og prognoser man kan få gjennom å lese markedsrapportene om det norske eiendomsmarkedet er det vanskelig å danne seg et riktig bilde av hvordan markedet egentlig "ser ut". Markedsrapportene inneholder ofte ulik informasjon, og så lenge man ikke har noe offisielle datagrunnlag for eiendomsmarkedet er det vanskelig å vite hvilken informasjon som er mest pålitelig. Utsiktene er mange, og noe av det som rapporteres må åpenbart være feil.

Når det gjelder markedsrapportenes evne til å estimere og prognostisere utviklingen er treffsikkerheten lav, spesielt i tider med store endringer eller korreksjoner i verdensøkonomien eller i overordnede økonomiske forhold. Akershus Eiendom ser ut

som de til en viss grad har brukbare modeller for prognostisering av arealledighet for Oslo, men disse modellene er ikke egnede i tider med ekstraordinær økonomisk vekst eller uro.

Innholdsfortegnelse

Forord	i
Sammendrag	iii
1 Innledning	1
1.1 Bakgrunn	1
1.2 Problemstilling og avgrensing	1
1.3 Metode	2
2 Teori	2
2.1 Begrepsbruk	2
2.2 Markedet for kontoreiendom i Oslo, Asker og Bærum	3
2.3 Sammenhengene i eiendomsmarkedet og 4 kvadrantsmodellen	4
2.4 Markedsrapporter	8
3 Hoveddel	11
3.1 Innhold i markedsrapporter	11
3.1.1 Oslostudiet	11
3.1.2 Union Gruppen	21
3.1.3 Akershus Eiendom	35
3.2 Sammenligning av rapportene	54
3.2.1 Nøkkeltall	54
3.3 Evaluering av markedsrapportenes prognoser og fremtidsutsikter	69
3.3.1 Oslostudiet	69
3.3.2 Union Gruppen	74
3.3.3 Akershus Eiendom	80
4 Oppsummering og konklusjon	88
4.1 Konklusjon	88
4.2 Oppsummering	95
5 Egen evaluering av eiendomsmarkedet	97
5.1 Generelt	97
5.2 Leiemarkedet	97
5.3 Eiermarked	99
5.4 Eiendomsutviklingsmarked	102
6 Litteraturliste	104
Vedlegg til litteraturlisten	108

Figur- og tabelloversikt

FIGUR 1 EIENDOMSMARKEDSSYSTEMET	5
FIGUR 2 4 KVADRANTSMODELLEN	6
FIGUR 3 UTVIKLINGEN I KONTORMASSEN I OSLO, ASKER OG BÆRUM OG ANTALL SYSSLESATTE I OSLO OG AKERSHUS FRA 1985 TIL 1992.....	11
FIGUR 4 EIENDOMSMASSE FOR KONTOR I OSLO, ASKER OG BÆRUM, ANTALL PERSONER I ALDEREN 20-65 ÅR OG ANTALL SYSSLESATTE I OSLO/AKERSHUS I PERIODEN 1985-2011.....	12
FIGUR 5 AREALABSORBSJON I OSLO, ASKER OG BÆRUM I PERIODEN 1986-2010	13
FIGUR 6 AREALLEDIGHETEN OG AREALABSORBSJONEN I OSLO, ASKER OG BÆRUM I PERIODEN 1986-2011)	14
FIGUR 7 FORVENTET ÅRLIG AREALTILFØRSEL OG TOTALT PROSJEKTPOTENSIAL FOR 1992-2011	15
FIGUR 8 PROSJEKTPOTENSIALE FOR OSLO, ASKER OG BÆRUM OG FORDELING I SANNYNLIGE, MULIG OG USIKRE PROSJEKTER DE NESTE 4-5 ÅRENE FOR PERIODEN 1992-2011	16
FIGUR 9 FERDIGSTILTE AREALER OG AREALABSORBSJON I PERIODEN 1987-2008 OG ESTIMERT FERDIGSTILLELSE I 2009	17
FIGUR 10 AREALLEDIGHETEN I OSLO, ASKER OG BÆRUM FORDELT PÅ GEOGRAFISKE OMRÅDER I PERIODE 1992-2011	17
FIGUR 11 AREALMENGDE OG AREALLEDIGHET I OSLO, ASKER OG BÆRUM FORDELT ETTER GEOGRAFISK BELIGGENHET	18
FIGUR 12 UTVIKLINGEN I AREALLEDIGHET FORDELT PÅ GEOGRAFISK BELIGGENHET FRA 1991 TIL 1992.....	19
FIGUR 13 UTVIKLINGEN I AREALLEDIGHET FORDELT PÅ GEOGRAFISK BELIGGENHET FRA MARS 1993 TIL MARS 1994.	19
FIGUR 14 FORVENTET FERDIGSTILLELSE AV KONTORAREAL I KVADRATMETER FORDELT ETTER GEOGRAFISK BELIGGENHET I PERIODE 1996-2011	20
FIGUR 15 FERDIGSTILT KONTORAREAL OG ABSORBERTE KVADRATMETERE FORDELT ETTER GEOGRAFISK BELIGGENHET I 1998	20
FIGUR 16 INNHOOLDSPORTEGNELSEN FRA DEN FØRSTE MARKEDSRAPPORTEN I UNION GRUPPEN	21
FIGUR 17 ØVERSTE FIGUR VISER LEIEPRISENE FRA 1988-2003 FORDELT ETTER REELLE OG NOMINELLE KRONER OG PRISSEGMENT. NEDRE FIGUR VISER LEIEPRISENE FRA 1996-2003 ETTER GEOGRAFISK BELIGGENHET.	25
FIGUR 18 LEIEPRISER FOR FØRSTE KVARTAL 2005 OG UTVIKLINGEN I AREALLEDIGHET DE SISTE TO ÅRENE	26
FIGUR 19 UTVIKLINGEN AREALLEDIGHET I PERIODEN 2003-2009 BASERT PÅ FERDIGSTILLELSE OG ABSORBSJON I PERIODEN.....	27
FIGUR 20 UTVIKLINGEN I LEIEPRISENE FOR BYGG I A-SEGMENTET OG RENTE-RISIKOPROFILIEN I PERIODEN 1990 TIL 2001	29
FIGUR 21 UTVIKLINGEN I YIELDEN PÅ BYGG I A-SEGMENTET I PERIODEN 1990-2001	30
FIGUR 22 UTVIKLINGEN I YIELD FOR EIENDOMMER I PRIME-SEGMENTET OG 10 ÅRS SWAP-RENTE FRA 1998-2011	31
FIGUR 23 ÅRLIG TRANSAKSJONSVOLUM MÅLT I MILLIARDER I PERIODEN 2003-2010 OG ESTIMERT TRANSAKSJONSVOLUM FOR 2011.....	32
FIGUR 24 TALL FOR IGANGSATTE YRKESBYGG MÅLT I 1000 KVM FOR PERIODEN 1989-1995 OG PROGNOSE FOR PERIODEN 1996-1997.....	33
FIGUR 25 ANTALL FERDIGSTILTE KONTORAREALER MÅLT I 1000 KVM INNDELTE I OSLO, OG ASKER OG BÆRUM FOR PERIODEN 2000-2009 OG ESTIMERT FERDIGSTILLELSE FOR 2010-2013	34
FIGUR 26 LEIEPRISENE I OSLO I PERIODEN 1986-2010 FORDELT ETTER BELIGGENHET OG STANDARD.....	36
FIGUR 27 DEN PROSENTVISE ENDRINGEN I LEIEPRISENE I OSLO I PERIODEN 1997-2001, OG ESTIMERT OG VIERKELIG PROSENTVIS ENDRING I 2001-2002.....	37
FIGUR 28 UTVIKLINGEN I ARBEIDSLEDIGHETEN OG LEIEPRISENE FOR KONTORER I OSLO I PERIODEN 1987-2002 OG ESTIMATERT LEIE BASERT PÅ FORVENTET ARBEIDSLEDIGHET I PERIODEN 2003-2010	38
FIGUR 29 UTVIKLINGEN I ARBEIDSLEDIGHETEN OG LEIEPRISENE FOR KONTORER I OSLO I PERIODEN 1999-2004 OG ESTIMATERT LEIE BASERT PÅ ET OPTIMISTISK OG ET PESSIMISTISK SCENARIO FOR ARBEIDSLEDIGHETEN.....	38
FIGUR 30 AREALLEDIGHETEN I OSLO JULI 2010 ETTER GEOGRAFISK BELIGGENHET.....	39
FIGUR 31 PROSENTVIS AREALLEDIGHETEN I OSLO HVERT HALVÅR I PERIODEN 2003-2010	40
FIGUR 32 AREALLEDIGHETEN I OSLO FOR PERIODEN 2002-2006 OG ESTIMATER FOR 2007-2010 BASERT PÅ NYBYGGING OG ENDRING I ETTERSPORSELEN ETTER KONTORER.....	41
FIGUR 33 FLYTTSTRØMMENE MÅLT I KVADRATMETER MELLOM OSLO SENTRUM, ØST OG VEST I 2006.....	41
FIGUR 34 AKERSHUS EIENDOM SINE DRIVERE FOR ETTERSPORSELEN I LEIEMARKEDET OG DERES FORVENTNINGER I 2004	42

FIGUR 35 AKERSHUS EIENDOM SINE DRIVERE FOR ETTERSPOERSELEN I LEIEMARKEDET OG DERES FORVENTNINGER I 2004	42
FIGUR 36 RØD GRAF VISER RENTEN PÅ EN 10-ÅRS STATSBLIGASJON MENS DE GRÅ FIRKANTENE VISER YIELDEN PÅ ET UTVALG AV TRANSAKSJONER GJENNOMFØRT I PERIODEN 2001 TIL FEBRAUR 2003.	43
FIGUR 37 GUL KURVE VISER RENTEN PÅ EN 10-ÅRS STATSBLIGASJON, DEN GRÅ KURVEN VISER 10-ÅRS SWAP-RENTE, DE RØDE TREKANTENE VISER ET UTVALG AV TRANSAKSJONER GJENNOMFØRT I PERIODEN 2002 TIL JULI 2010.	44
FIGUR 38 TRANSKASJONSVOLUMET MÅLT I MILLIONER KRONER I PERIODEN 2002-2004 FORDELT PÅ HOTELL-, HANDEL-, LOGISTIKK-/INDUSTRI- OG KONTOREIENDOM	45
FIGUR 39 OVERSIKT OVER HVILKE AKTØRER SOM ER SELGERE OG KJØPERE I MARKEDET I 2002-2004	46
FIGUR 40 TRASAKSJONSVOLUM MÅLT HALVÅRLIG I MILLIONER KRONER FORDELT PÅ KONTOR-, HANDELS-, LOGISTIKK- OG HOTELEIENDOMMER	47
FIGUR 41 LINJENE VISER GJENNOMSNITTLIGE SAMMENHENGEN I PERIODEN 2004-2007 MELLOM YIELD PÅ GJENNOMFØRTE TRANSAKSJONER OG GJENNØRRENDE TID PÅ LEIEKONTRAKTENE KNYTTET TIL EIENDOMMEN....	48
FIGUR 42 LEIEPRISENE I OSLO FOR PERIODEN 1985-2008 FORDELT PÅ BELIGGENHET OG STANDARD.....	48
FIGUR 43 TRANSAKSJONSVOLUM MÅLT I MILLIONER KRONER FOR PERIODEN 2002-2010 FORDELT PÅ KONTOR-, LOGISTIKK-/INDUSTRI-, HANDELS-, HOTELL- OG BOLIGEIENDOM H2 2010	49
FIGUR 44 AKTØRENE I EIERMARKEDET OG DERES PROSENTVISE ANDEL AV KJØP OG SALG AV EIENDOM I 2009 OG 2010	50
FIGUR 45 RØD SIRKEL VISER EKSISTERENDE AREAL SOM TRENGER REHABILITERING, SVART SIRKEL VISER LANDAREAL SOM ER KLART FOR NYBYGGING, MENS STØRRELSEN PÅ SIRKLENE FORTELLER HVOR STORT AREAL DET ER SNAKK OM	51
FIGUR 46 RØD GRAF VISER FERDIGSTIL AREAL, GRÅ GRAF VISER STARTET BYGGING, SVART GRAF VISER GODKJENT AREAL FOR BYGGING I PERIODEN FRA FJERDE KVARTAL 2000 TIL FJERDE KVARTAL 2005	51
FIGUR 47 RØD RUNDING VISER BYGNINGER SOM FORVENTES FERDIGSTIL I 2006, RØD STRIPETE RUNDING VISER BYGNINGER FORVENTET FERDIGSTILT I 2007-2008, HVITE RUNDINGER VISER TOMTER KLARE FOR BYGGING, MEN STØRRELSEN PÅ SIRKLENE FORTELLER HVOR STORT AREAL DET ER SNAKK OM	52
FIGUR 48 KONTOR-URET VISER HVORDAN LEIEPRISENE I DE STORE BYENE I EUROPA BEVEGER SEG I KLOKKENS RETNING GJENNOM FIRE FASER	53
FIGUR 49 KURVENE VISER ANTALL KVADRATMETER KONTORAREAL I HENHOLD TIL OSLOSTUDIET OG MARKEDSRAPPORTENE TIL AKERSHUS EIENDOM	55
FIGUR 50 AREALLEDIGHETEN FRA MARKEDSRAPPORTENE I PERIODEN 1992-2011	56
FIGUR 51 LEIEPRISENE FOR DET ØVERSTE PRISSEGMENTET I OSLO FRA 1994-2011 FOR UNION GRUPPEN (GRØNN KURVE) OG FRA 1996-2010 FOR AKERSHUS EIENDOM (RØD KURVE)	58
FIGUR 52 LEIEPRISENE FOR EIENDOMMER MED HØY STANDARD OG TOPP BELIGGENHET I OSLO FRA 1994-2011 FOR UNION GRUPPEN (BLÅ) OG FRA 1996-2010 FOR AKERSHUS EIENDOM (RØD KURVE)	59
FIGUR 53 LEIEPRISENE FOR OSLO ØST OG VEST FRA 1995-2011 FOR UNION GRUPPEN (BLÅ KURVE VEST, GRØNN KURVE ØST) OG 1996-2010 FOR AKERSHUS EIENDOM (LILLA KURVE VEST, RØD KURVE ØST)	61
FIGUR 54 UTVIKLINGEN I YIELD FOR EIENDOMMER I PRIME-SEGMENTET OG 10 ÅRS SWAP-RENTE FRA 1998-2011	63
FIGUR 55 YIELD FRA MARKEDSRAPPORTENE TIL UNION GRUPPEN (BLÅ KURVE) OG AKERSHUS EIENDOM (RØD KURVE) I PERIODEN 2002-2010.....	63
FIGUR 56 TRANSAKSJONSVOLUMET FOR 2010 FORDELT ETTER EIENDOMSSEGMENT.....	65
FIGUR 57 RAPPORTERT TRANSAKSJONSVOLUM FRA UNION GRUPPEN (BLÅ KURVE) OG AKERSHUS EIENDOM (RØD KURVE) MÅLT I MILLIARDER KRONER	65
FIGUR 58 FERDIGSTILTE AREALER OG AREALABSORBSJON I PERIODEN 1987-2011 OG ESTIMERT FERDIGSTILLELSE I 2012 OG 2013.....	66
FIGUR 59 RAPPORTERT AREALTILFØRSEL (KVM) I PERIODEN 1992-2011 FRA OSLOSTUDIET (BLÅ KURVE), 2000-2009 FRA UNION GRUPPEN (RØD KURVE), 2002-2010 FRA AKERSHUS EIENDOM.....	68
FIGUR 60 GODKJENTE, STARTEDE OG FERDIGSTILTE PROSJEKTER I STOR-OSLO I PERIODEN 2001 TIL FØRSTE KVARTAL 2010.....	68
FIGUR 61 ANTALL KVADRATMETER FOVENTET FERDIGSTILT ÅRLIG BASERT PÅ PROSJEKTPOTENSIALET (BLÅ KURVE), ANTALL KVADRATMETER FORVENTET FERDIGSTILT ETT ÅR I FORVEIEN (GRØNN KURVE), OG OBSERVERT FERDIGSTILLELSE (RØD KURVE) I PERIODEN 1992-2011	70
FIGUR 62 ANSLÅTT MARKEDSBALANSE I 1995/1996 BASERT PÅ ANSLÅTT BYGGING I PERIODEN 1993-1996 OG FORVENTET AREALABSORBSJON I PERIODEN 1992-1996	72
FIGUR 63 AREALLEDIGHET (GRØNN KURVE), ÅRLIG AREALABSORBSJON (BLÅ KURVE) OG ÅRLIG AREALTILFØRSEL (RØD KURVE) I 1000 KVM	73
FIGUR 64 LEIEPRISENE I PERIODEN 1998 TIL ANDRE KVARTAL 2011 FOR EIENDOMMER I CBD SEGMENTET MED TOPP STANDARD OG BELIGGENHET	75

FIGUR 65	UTVIKLINGEN I BNP (RØD SØYLER), LEIEPRIS (SVART KURVE) OG AREALLEDIGHET (BLÅ KURVE) I PERIODEN 2000-2009, OG PROGNOSE FOR BNP (LILLA SØYLER), LEIEPRIS (STIPILET SVART KURVE) OG AREALLEDIGHET (STIPILET BLÅ KURVE) FOR PERIODEN 2010 TIL FØRSTE HALVÅR 2015.....	76
FIGUR 66	MATRISE MED STYRKER OG SVAKHETER VED TOP-DOWN OG BOTTOM-UP METODE.....	79
FIGUR 67	YIELD (GRÅ KURVE) OG 10 ÅRS STATSOBLIGASJON (BLÅ KURVE) FOR 1999-2006 OG ESTIAMAT FOR 2007-2009	79
FIGUR 68	AREALLEDIGHETEN I OSLO FOR PERIODEN 2002-2006 OG ESTIMATER FOR 2007-2010 BASERT PÅ NYBYGGING OG ENDRING I ETTERSPOERSELEN ETTER KONTORER.....	86
FIGUR 69	AREALLEDIGHETEN I OSLO FOR PERIODEN 2002-2010 OG ESTIMATER FOR 2011-2014 BASERT PÅ NYBYGGING OG ENDRING I ETTERSPOERSELEN ETTER KONTORER.....	86
FIGUR 70	MARKERING AV HVILKE OMRÅDER OSLOSTUDIET BERØRER I EIENDOMSMARKEDSSYSTEMET	89
FIGUR 71	MARKERING AV HVILKE OMRÅDER UNION GRUPPEN BERØRER AV EIENDOMSMARKEDSSYSTEMET I SINE MARKEDSRAPPORTER	91
FIGUR 72	MARKERING AV HVILKE OMRÅDER AKERSHUS EIENDOM BERØRER AV EIENDOMSMARKEDSSYSTEMET I SINE MARKEDSRAPPORTER	92
FIGUR 73	SPREAD MELLOM YIELD RAPPORTER AV UNION GRUPPEN OG AKERSHUS EIENDOM OG NIBOR.....	102
TABELL 1	UNION GRUPPEN SIN INNDELING AV KONTOREIENDOM OG ÅRLIG LEIE PER KVADRATMETER FØRSTE KVARTAL 1994	23
TABELL 2	UNION GRUPPEN SIN INNDELING AV KONTOREIENDOM OG ÅRLIG LEIE PER KVADRATMETER FØRSTE KVARTAL 1995	24
TABELL 3	LEIEPRISENE PER KVADRATMETER FOR OSLO SENTRUM I FJERDE KVARTAL 1997	24
TABELL 4	LEIEPRISER I OSLO, ASKER OG BÆRUM ETTE GEOGRAFISK BELIGGENHET FRA 2008 TIL TREDJE KVARTAL 2009 OG DE PROSENTVISE ENDRINGENE I PERIODEN	26
TABELL 5	EKSEMPLER PÅ PRIS, YIELD, KJØPER OG LEIETARKER PÅ NOEN EIENDOMMER SOM BLE KJØP OG SALG I 2002-2003	32
TABELL 6	TALL FOR BYGG AV BOLIG OG ANDRE BYGG EN BOLIG FOR PERIODEN 1992-1994 I MÅLT 1000 KVM.	33
TABELL 7	LEIEPRISEPROGNOSE FOR RESTEN AV ÅRET I 2005, ANSLÅTT VENDEPUNKT FOR LEIEPRISENE OG OMRÅDENES ANDEL AV MARKEDET	82
TABELL 8	ANSLÅTT VENDEPUNKT FOR LEIEPRISENE OG PROGNOSE FOR LEIEPRISENE ETT ÅR FREM I TID	83
TABELL 9	STATUS PÅ LEIEPRISENE OG PROGNOSE FOR UTVIKLINGEN ETT ÅR FREM I TID	84
TABELL 10	RAPPORT (FETE TALL) OG ESTIMERT (TALL I KURSIV) AREALELDIGHET FRA MARKEDSRAPPORTENE I 2007-2010, OG ENDRING I RAPPORTERING ELLER ESTIMATER FRA FOREGÅENDE MARKEDSRAPPORT (RØDE TALL)	85

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Eiendomsmarkedet har vært i sterk utvikling de siste tiårene. Det har blitt flere profesjonelle og spesialiserte eiendomsaktører og markedet blir stadig mer interessant for private investorer som leter etter steder å plassere kapital. Det har ført til større aktivitet både når det kommer til utvikling og utbygging av eiendom og ikke minst større aktivitet på transaksjonsmarkedet.

Samtidig som markedet for eiendom har blitt mer attraktivt som investeringsalternativ har vi fått flere aktører på leiemarkedet. Sysselsettingen i Norge dreier seg mer og mer mot kontorintensiv næring og mange aktører har fått øynene opp for betydningen av lokalisering når man skal etablere seg. Dette fører til store variasjoner i leieprisene som avhenger av eiendommens beliggenheten.

Ettersom eiendomsmarkedet har vokst og det har blitt mer penger i omløp, og investeringsinteressen har økt har det også blitt flere "eksperter" som mener noe om utviklingen i dette markedet. Disse ekspertene er eksempelvis næringsmeglere eller eiendomsinvestorer. Jeg ønsker i denne oppgaven å gå disse ekspertene "etter i sømmene" og se på hvilke metoder disse bruker som grunnlag for sine meninger og hvor gode disse metodene er. På bakgrunn av dette vil jeg videre prøve å finne hvilke drivere som indikerer retningen, topper og bunner i markedet.

1.2 Problemstilling og avgrensing

I denne oppgaven ønsker jeg å finne svar på følgende problemstillinger:

1. Hvilke drivere og nøkkeltall benyttes i de mest sentrale markedsrapporter for Oslo, Asker og Bærum som en indikator på utviklingen i markedet?
2. Hvilke deler av markedet for næringseiendom fokuserer markedsrapportene på?
3. I hvilken grad inneholder markedsrapportene prognoser for utviklingen i markedet frem i tid?
 - a. Hvilke elementer prognostiseres?
 - b. Hvilke drivere og nøkkeltall fokuserer man på?
 - c. Er det forskjell på treffsikkerheten til de ulike aktørene?

Oppgaven er geografisk avgrenset til hovedsakelig å ta for seg eiendomsmarkedet i Oslo, Asker og Bærum. Ettersom eiendomsmarkedet er såpass segmentert er det vanskelig å gjøre seg opp noen mening om eiendomsmarkedet i et større perspektiv. Det er hovedsakelig eiermarkedet for kontoreiendom som vil bli omtalt. Ettersom verdien av en eiendom i stor grad er knyttet til leieinntektene og arealtilførsel vil leiemarkedet og eiendomsutviklingsmarkedet bli omtalt der dette er viktige og naturlige faktorer.

1.3 Metode

Denne oppgaven vil bli basert på dokumentstudier ved gjennomgang av tilgjengelige markedsrapporter. Nøkkeltall og informasjon som er relevant og betydningsfull fra rapportene vil bli samlet og systematisert for å besvare problemstillingene i denne oppgaven.

Markedsrapportene som trengs for å besvare problemstillingene vil lastes ned fra utgivers nettsider. Alternativt vil jeg forsøke å få disse tilsendt i de tilfeller hvor markedsrapportene ikke er tilgjengelig på aktørenes hjemmesider.

2 Teori

2.1 Begrepsbruk

I denne oppgaven bruker jeg blant annet følgende begreper:

Brutto yield – brutto leieinntekt delt på eiendommens kjøpesum eller markedsverdi.

Netto yield – netto leieinntekt, altså bruttoleieinntekt fratrukket eierkostnader delt på eiendommens kjøpesum eller markedsverdi.

Direkteavkastning – den direkte avkastningen en investering vil gi basert på investeringenes kontantstrømmer.

Avkastningskrav –kravet en investor har til avkastning på sin investering.

Eiendomsmarkedssystemet – markedet for kjøp, salg, leie, utleie og utvikling av eiendom. Dette er en oversettelse av ”The Real Estate System” fra Geltner et al. (2007).

Eiermarkedet – markedet for investering i og eie av fast eiendom. Transaksjonsmarkedet og kjøpsmarkedet brukes også for det samme markedet i en del sammenhenger. Det engelske ordet for eiermarkedet er *the asset market*.

Leiemarkedet – markedet for utleie og leie av fast eiendom. Det engelske ordet for leiemarkedet er *the space market*.

Eiendomsutviklingsmarkedet – markedet for utvikling, bygging og produksjon av fast eiendom. Det engelske ordet for eiendomsutviklingsmarkedet er *the development industry*.

Union Gruppen – Selskapet som i dag utgir markedsrapporter som Union Gruppen har siden 1994 utgitt markedsrapporter som ”Norsk Næringsmegling (NNM)”, ”Norden Gruppen” og ”Glitnir Property Group” (endret navn på selskapet, selskapsform eller lignende). I denne oppgaven vil alle disse selskapene bli omtalt som Union Gruppen.

2.2 Markedet for kontoreiendom i Oslo, Asker og Bærum

Markedet for kontoreiendom har vært i kraftig vekst de siste tiårene. I dag måler eiendomsmassen i Oslo, Asker og Bærum rundt 9,3 millioner kvadratmeter (Eiendomsspar 2011). Dette er en vekst på hele 94% siden 1985. I samme periode er sysselsettingsveksten til sammenligning på kun 36%. Mye av denne forskjellen kan skyldes en vridning mot mer kontorintensive yrker i denne perioden. En annen mulig forklaring kan være at den økonomiske utviklingen i Norge og ”kontoriseringen” generelt har gjort det viktigere å etablere sine virksomheter i de større byene som øker behovet for kontorarealer i Oslo og omegn.

I perioden 1992 til 2011 har arealledigheten i Oslo, Asker og Bærum svingt mellom fire og tretten prosent (Eiendomsspar 1992-2011). I denne perioden har vi naturligvis opplevd både oppgangs- og nedgangstider i verdensøkonomien som er med på å påvirke utviklingen i eiendomsmarkedet. Det som er interessant å observere er at uansett hvordan de makroøkonomiske forholdene er har man kun et år fra 1986 til 2011 med negativ absorpsjon av kontorareal (Eiendomsspar 2011 s. 3) etter Eiendomsspar sin bruk av begrepet. Det vil med andre ord si at man i perioden har hatt en økning i behovet for

kontorareal i 25 av 26 år. Negativ absorpsjon innebærer i dette tilfellet en økning i arealledigheten som er større en tilførselen av nye arealer.

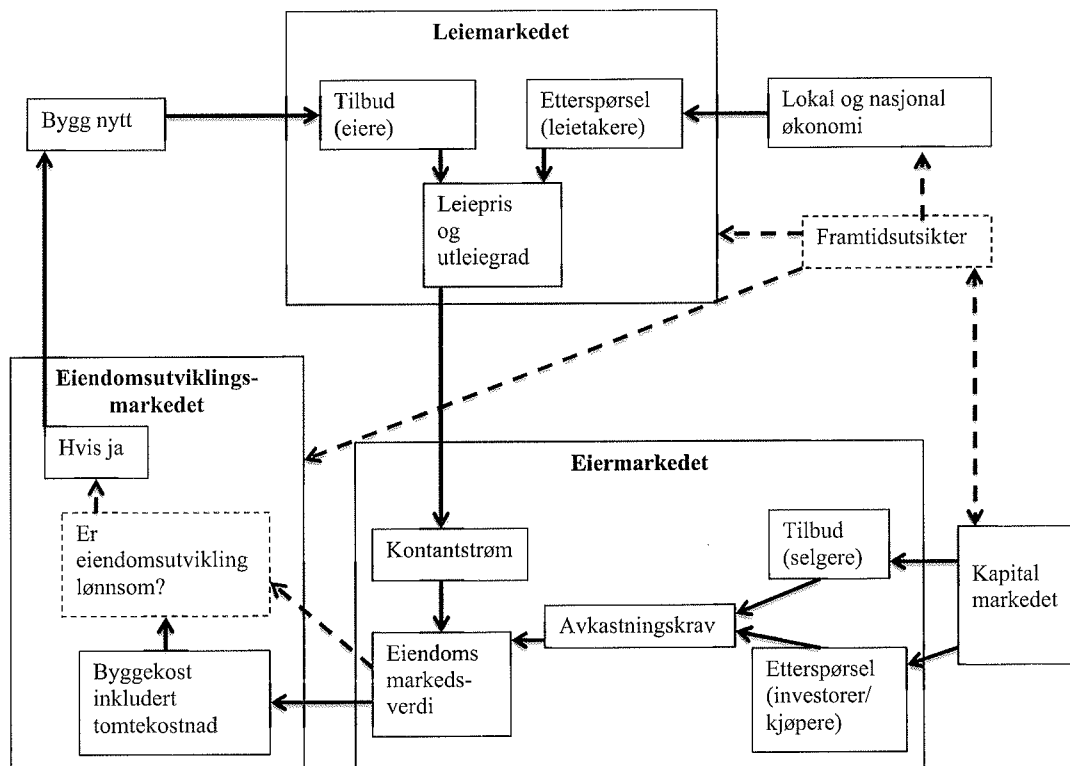
Fra 1986 til 2011 er det ferdigstilt mellom 30 000 og 400 000 kvadratmeter kontorarealer årlig (Eiendomsspar 1992-2011). 2004 var sånn sett et desidert bunnår hva gjelder ferdigstillelse med kun 32 000 kvadratmeter. Dette kan forklares med at det var en periode med veldig lav absorpsjon i markedet to år etter året med negativ absorpsjon. Toppåret 1996 er også ekstraordinært med hele 391 000 kvadratmeter ferdigstilte kontorarealer. I perioden på slutten av 90-tallet ble det bygget mye i Oslo, Asker og Bærum og absorpsjonen var tilsvarende rekordhøy.

Det er viktig å være klar over at kontormarkedet i Oslo, Asker og Bærum ikke er ett homogent marked. Markedet består av et "prime location" marked i sentrum rundt Aker Brygge og Vika. Her er arealledigheten vesentlig lavere enn resten av markedet og leieprisene ligger til dels høyt over snittet. Ledigheten i dagens marked (Eiendomsspar 2011 s. 5) ligger mellom tre og fem prosent i de mest attraktive områdene sentralt i Oslo mens den totale ledigheten i Oslo, Asker og Bærum er på rundt 6,2%. Eiendommer i de ytre sonene i nord, øst og syd samt indre øst har normalt en vesentlig høyere ledighet og større andel av utdaterte eller ukurante eiendommer. I dag ligger ledigheten i disse områdene på mellom ni og elleve prosent.

Det er igangsatt bygging av 149 000 kvadratmeter med kontorareal som skal stå ferdig i 2011 (Eiendomsspar 2011 s. 10). Til sammenligning ble det i 2010 ferdigstilt 124 000 kvadratmeter. Det er igangsatt bygging av 206 000 kvadratmeter med ferdigstillelse i 2012, mens tallet for 2013 er 116 500 kvadratmeter. Tar man med de arealene som ventes ferdigstilt i 2012 og 2013 som ikke er igangsatt er tallene henholdsvis 338 555 og 319 700 kvadratmeter. Historisk er dette forholdsvis høy ferdigstillelse. Det totale prosjektpotensialet for 2011-2015 er på 3,8 millioner kvadratmeter (Eiendomsspar 2011 s. 12).

2.3 Sammenhengene i eiendomsmarkedet og 4 kvadrantsmodellen

I boken Geltner et al. (2007) illustrerer forfatterne hvordan eiendomsmarkedet henger sammen. Det såkalte eiendomsmarkedssystemet (se figur 1 under) består av tre hovedkomponenter: leiemarkedet, eiermarkedet og eiendomsutviklingsmarkedet.



Figur 1 Eiendomsmarkedssystemet

Kilde: Egen fremstilling basert på Geltner, Miller, Clayton og Eicholtz (2007) s. 23

Leiemarkedet (se figur 1 over) består av eierne, altså gårdeiere som representerer tilbudssiden og leietakerne som representerer etterspørselssiden. Tilbud og etterspørsel er faktorene som påvirker leieprisene og utleiegraden i eiendomsmarkedet. Etterspørselen er påvirket av lokal og nasjonal økonomi samt framtidsutsiktene eller framtidsforventningene. Eksempelvis tilsier positive økonomiske utsikter økt kjøpekraft og sysselsetting som igjen vil øke etterspørselen etter kontorareal.

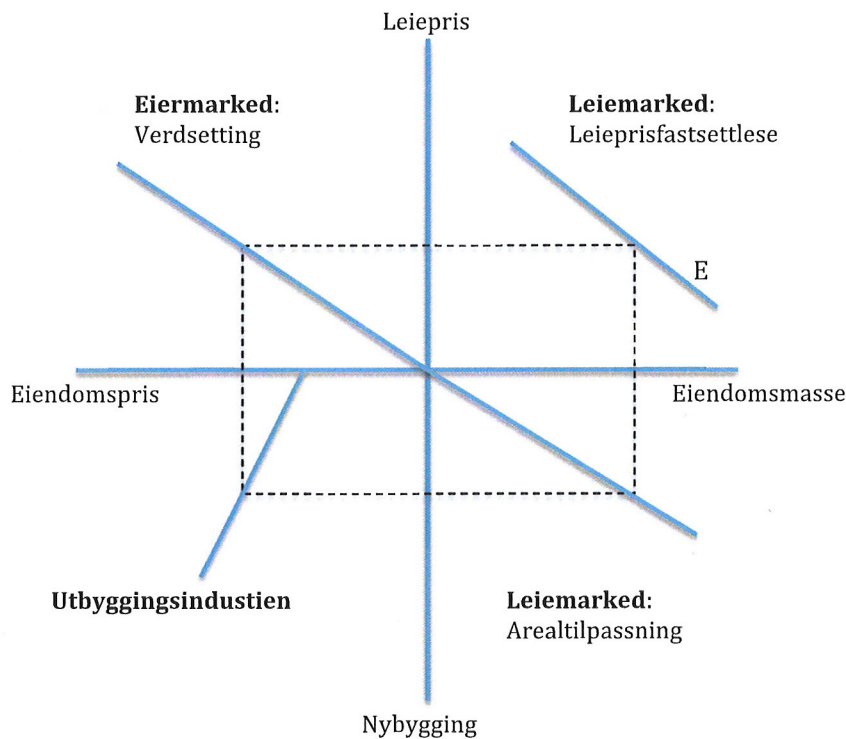
Eiermarkedet består av investorer og deres verdsetting av fast eiendom (se figur 1 over). For å avgjøre markedsverdien på en eiendom er det to faktorer som direkte påvirker: kontantstrømmen fra eiendommen og avkastningskravet til investoren. Kontantstrømmen påvirkes naturligvis av leieprisen og utleiegraden i utleiemarkedet.

Som leiemarkedet har også eiermarkedet en tilbuds- og etterspørselsside. Tilbudet er eierne som er villig til eller ønsker og selge eiendom, mens etterspørselen er investorer som ønsker å investere i eiendom. Tilbud og etterspørsel avgjør hvilket direkteavkastning

eiendommer gir. Selgerne og kjøperne er sannsynligvis i høy grad påvirket av kapitalmarkedet. I eiendomsmarkedet er det ofte et betydelig behov for kapital. Det vil si at eiere og selgere er avhengig av at det er mulig å få finansiert investeringer i eiendom. I tillegg er kostnaden, renten, man må betale for denne finansieringen sentral.

Det sentrale i eiendomsutviklingsmarkedet er om byggekostnader pluss tomtepris er lavere enn eiendomsverdien i eiermarkedet. Er den det vil det normalt lønne seg å bygge og vi vil få mer eiendom. Dette påvirker igjen tilbudssiden i leiemarkedet.

Med dette eiendomsmarkedssystemet i bakhodet beveger vi oss over til 4 kvadrantsmodellen (se figur 2 under). Modellen er utviklet av Di Pasquale og Wheaton. 4 kvadrantsmodellen ser på sammenhengen mellom leie- og eiermarkedet og hvordan faktorene spiller inn på den langsiktige likevekten i eiendomsmarkedet.



Figur 2 4 kvadrantsmodellen

Kilde: Egen fremstilling basert på Geltner, Miller, Clayton og Eicholtz (2007) s. 26

Oppe til høyre har vi fastsettelsen av leieprisen i leiemarkedet. Linje E som er den nedadgående linjen oppe til høyre i figuren representerer etterspørselen i utleiemarkedet. Den horisontale aksens høyre del er det fysiske totale eiendomsmassen målt i for eksempel

kvadratmeter. Dette er altså tilbudssiden i utleiemarkedet. Den vertikale aksens øvre del er leieprisen målt i for eksempel kroner per kvadratmeter. Etterspørselslinjen er fallende ettersom prisen man må betale per kvadratmeter faller jo større tilbud av arealet er. Leieprisen er som beskrevet over påvirket av tilbudet, altså hvor mye areal som er tilgjengelig, og etterspørselen.

Oppe til venstre i figuren ser vi verdisetningen i eiendomsmarkedet. Den vertikale aksens i denne kvadranten er som nevnt leieprisen, mens den horisontale aksens (venstre del) er prisen på eiendommen ved en transaksjon målt i for eksempel kroner per kvadratmeter. Den fallende linjen representerer avkastningskravet eller yielden ved kjøp og salg av eiendom. Faller avkastningskravet i eiendomsmarkedet får vi en slakere linje. Det vil med andre ord si at holder vi leieprisen fast vil en slakere yield-linje bevege oss til venstre på pris-aksen som vil si at kvadratmeterprisen ved kjøp og salg av eiendom vil bli høyere. Prisen er som nevnt tidligere påvirket av avkastningskravet.

Nede til venstre i figuren har vi sammenhengen mellom eiendomsverdien og nyproduksjon av areal. Den horisontale aksens venstre del viser fortsatt prisen for kjøp og salg av eiendom, mens den vertikale aksens nedre del her representerer nybygging målt i for eksempel antall kvadratmeter bygget årlig. Den stigende linjen viser sammenhengen mellom pris og antall kvadratmeter produsert gitt en viss byggekostnad. Som vi ser møter linjen den horisontale aksens til venstre for sentrum. Hvis prisen blir lavere enn dette punktet vil det ikke produseres nye bygg ettersom byggekostnadene er høyere enn prisen ved kjøp og salg i markedet. Linjens helningsgrad avhenger av byggekostnadene.

Nede til høyre ser vi sammenhengen mellom nybygging på den vertikale aksens nedre del og den totale mengden tilgjengelig areal på den horisontale aksens høyre del. Poenget her er at man antar at nye bygg vil erstatte utrangerte eldre bygg som enten vil rives, pusses opp eller bygges om.

Den kvadratiske, stiplede figuren viser et marked i nevnte fullstendige likevekt. Møtes ikke disse linjene har vi et marked ute av balanse. I et marked kan tilbud og etterspørsel endre seg både i eiendomsmarkedet og leiemarkedet. Ettersom det tar forholdsvis lang tid å sette opp et nytt bygg og levetiden på et bygg er mange år vil endringer i tilbud og etterspørsel føre til forskyvninger og skape ubalanse i markedet. I tillegg er det ikke like lett i praksis å

identifisere og tallfeste etterspørselen i leiemarkedet. De fleste markeder er heller ikke så homogene at man har ett avkastningskrav som gjelder alle eiendommer.

2.4 Markedsrapporter

Det har vært utgitt mange markedsrapporter de siste tiårene fra ulike aktører, mer eller mindre regelmessig. Men som nevnt har eiendomsmarkedet utviklet seg voldsomt i denne perioden og markedsrapportene blir stadig flere. Tendensen tyder også på at næringsmeglerne står for en stadig større andel av disse markedsrapportene og de distribueres i store opplag ofte som en form for markedsføring.

Innenfor eiendomssektoren er det mange utgivere av markedsrapporter. Utformingen og vinklingen av rapporten variere i stor grad avhengig av utgivers virksomhet og situasjon. Tekniske rådgivere som OPAK utgir eksempelvis markedsrapporter med en annen vinkling DnB NOR som blant annet er en av markedets mest betydelige næringsmeglere. Gjennom rapporter fra SSB kan man også finne mye informasjon knyttet til eiendom. SSB som er en statistisk informasjonskilde vil naturligvis igjen ha en helt annen vinkling enn det de kommersielle eiendomsaktørene har, for eksempel Eiendomsspar.

Markedsrapporter er gjerne en statusrapport om markedet, i dette tilfellet markedet for eiendom. Dette er som regel gjengitt ved en del nøkkeltall og forklaringer for hvorfor markedet har utviklet seg som det har. Hvilke deler av markedet aktørene fokuserer på avhenger naturligvis i stor grad av hvilken rolle aktørene har i markedet.

Jeg har valgt å fokusere på de markedsaktørene som driver hovedsakelig innenfor kjøp og salg av næringseiendom. ”Oslostudiet” er en av de eldste markedsrapportene og blir utgitt en gang i året av Eiendomsspar som er et rent kommersielt eiendomsselskap og skiller seg sånn sett ut blant de fleste utgiverne av markedsrapportene.

Oslostudiet er en markedsrapport som er utarbeidet av Eiendomsspar siden 1992. Eiendomsspar er et eiendomsselskap som ble dannet som I/S Eiendomsspar AS i 1982. Eiendomsspar har utviklet seg fra et eiendomsselskap med brutto leieinntekter på 40 millioner til i dag over 2,2 milliarder. Eiendomsmassen eid og forvaltet av Eiendomsspar er på rundt 1,9 millioner kvadratmeter. Eiendomsspars forretningsidé går på å eie, utvikle

og foredle kontor-, butikk- og hotelleiendommer for utleie. Administrerende direktør i Eiendomsspar er den profilerte eiendomsinvestoren Christian Ringnes.

Oslostudiet har siden 1992 hatt en nesten slavisk tilnærming til markedet og har endret seg minimalt gjennom 19 år. Oslostudiet har sterk fokus på leiemarkedet. Gjennom telling og observasjon, samtaler med eiendomsaktører og gjennomgang av annonser lager de estimater for den totale tilbudssiden i eiendomsmarkedet i Oslo, Asker og Bærum.

For å få flere sider av eiermarkedet belyst er det naturlig også å fokusere på rapporter utgitt av næringsmeglere. Da finnes det relativt mange alternativer. De to aktørene jeg valgte var Union Gruppen og Akershus Eiendom. Union Gruppen er en stor aktør som driver innenfor et stort felt av eiendomsmarkedet. I tillegg er de en av de selskapene som var først ute med næringsmegling i Norge, den gangen som Norsk Næringsmegling.

Union Gruppen er en total leverandør av tjenester innen megling og investeringsprodukter i næringseiendom. Union gruppen består av Union Norsk Næringsmegling, Union Eiendomskapital, Union Corporate, Union Capital, Union Management, og Union Investorservice.

Union Norsk Næringsmegling driver naturligvis med næringsmegling og har omsatt eiendommer for rundt 40 milliarder siden 2002. Union Eiendomskapitals hovedvirksomhet er strukturerte eiendomsinvesteringer. Dette omhandler blant annet eiendomssyndikeringer og forvaltning av eiendomsfond som for eksempel forvaltning av Storebrand Eiendomsfond. Union Corporate tilbyr tjenester innen M&A (merger and acquisitions) og finansiell rådgivning mens Union Capital virksomhet dreier seg om egenkapitaldistribusjon i Norge og utlandet. Union Management og Union Investorservice er mer støttefunksjoner for Union Gruppen og deres kunder.

Union Gruppens første tilgjengelige markedsrapport er fra 1994, da under navnet Norsk Næringsmegling (NNM). Rapportene er blitt utgitt hvert kvartal siden. Fjerde kvartal 2004 ble første rapport utgitt under Union Gruppen. Union Gruppen var i perioden 2007 til og med tredje kvartal 2008 en del av det Islandske finansforetaket Glitnir. Som følge av finanskrisen ble Union Gruppen kjøpt tilbake av blant annet tidligere eiere i slutten av 2008.

En gjennomgang av Akershus Eiendom sine markedsrapporter ble også naturlig ettersom dette er en aktør som ofte blir trukket frem i media og markedsrapportene deres er kjent for å være av høy kvalitet. Akershus Eiendom ble etablert i 1992 med virksomhet innen næringsmegling. Selv om selskapet har drevet både med transaksjoner og utleie har Akershus Eiendom bevist fokusert på utleie siden 1997 og har nå en markedsandel på rundt 50 prosent. I 2001 ble analyseteamet etablert og i 2003 ble første markedsrapport utgitt. Markedsrapportene blir utgitt to ganger i året.

DnB NOR næringsmegling utgir en omfattende markedsrapport som i utgangspunktet hadde vært interessant å relevant å ha med. Grunnen til at denne markedsrapporten ikke blir omhandlet er at antallet rett og slett må begrenset med hensyn på tidsbruk. Det samme gjelder rapporten fra meglerforetaket DTZ.

Etter en rask gjennomgang av OPAK sin siste markedsrapport vurderte jeg den som av mindre interesse i denne oppgaven, både fordi den er lite omfattende og behandler lite av eiermarkedet.

Jeg skal i pkt. 3 nedenfor gå nærmere inn på markedsrapportene til Eiendomsspar, Union Gruppen og Akershus Eiendom. Først gir jeg en oversikt over rapportenes innhold og endringene i rapporteringen gjennom de årene de har vært utgitt i markedet for å vise hvilke drivere og parametere disse tre viktige aktørene i eiendomsmarkedet har vektlagt (pkt. 3.1). Deretter vil jeg sammenligne rapportenes innhold og form (pkt. 3.2) og gi min vurdering av om rapportene er nyttige og viktige i vurderingen av eiendomsmarkedet og markedsutsiktene (pkt. 3.3).

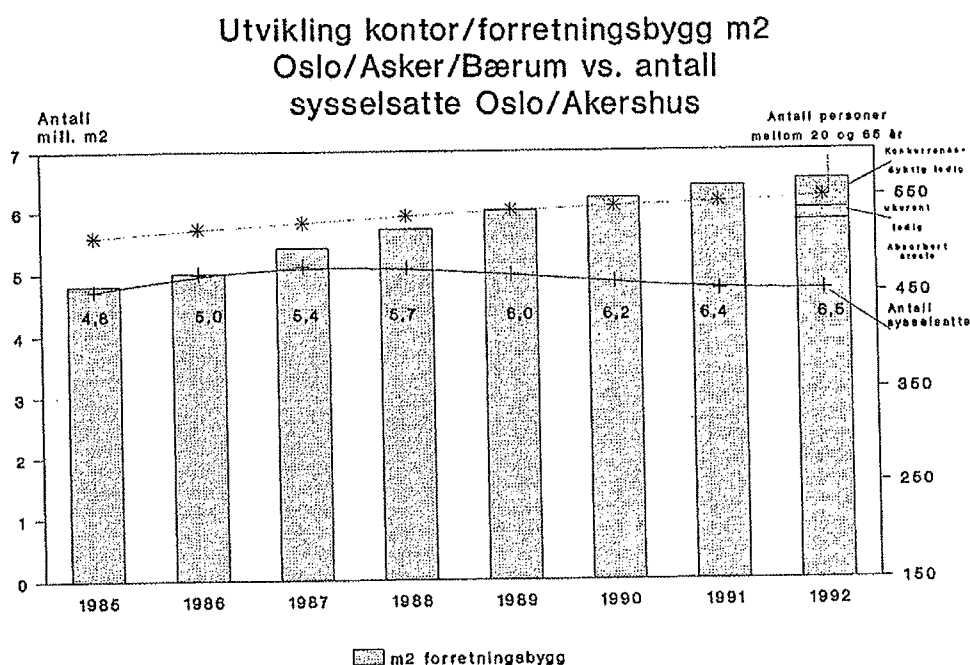
3 Hoveddel

3.1 Innhold i markedsrapporter

3.1.1 Oslostudiet

Leiemarkedet: Kontormasse, sysselsetting og arealledighet

At Oslostudiets visuelle fremstilling har utviklet seg siden den ble utgitt for første gang i 1992 (Eiendomsspar 1992) er det liten tvil om. Figur 3 under er hentet fra første markedsrapporten. Figuren viser sammenhengen mellom antall sysselsatte, antall personer i alderen 20 til 65 år og den totale eiendomsmassen i Oslo området. Som man ser av grafen og som Oslostudiet gjentar i hver rapport fra 1992 frem til 2011 har eiendomsmassen økt vesentlig mer enn det sysselsettingen skulle tilsi.



Figur 3 Utviklingen i kontormassen i Oslo, Asker og Bærum og antall sysselsatte i Oslo og Akershus fra 1985 til 1992

Kilde: Eiendomsspar (1992) s.2

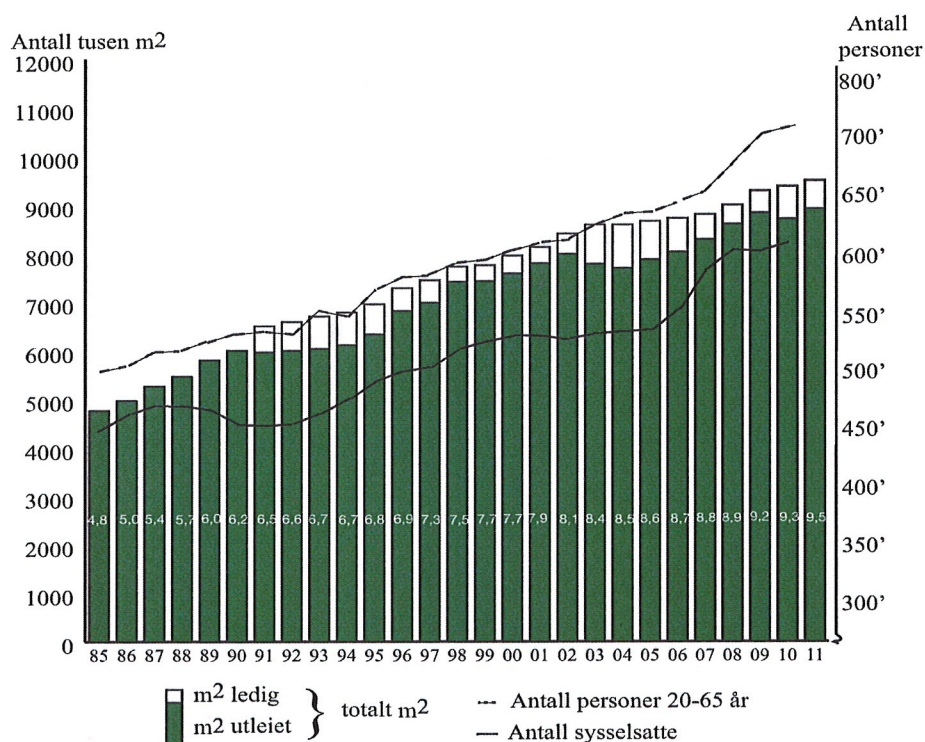
Mens eiendomsmassen i en seks-års periode vokste med 35 prosent har sysselsettingen mot slutten av samme periode falt tilbake til nivået fra starten av perioden (Eiendomsspar 1992). I rapporten poengteres det at under forutsetningen om at markedet var i balanse i 1986 skulle dette tilsi en arealledighet på 1,7 millioner kvadratmeter. Det faktiske tallet

Oslo studiet har beregnet ligger på 700 000 kvadratmeter, og 500 000 av disse er i utleibar stand.

At markedet har absorbert en million flere kvadratmeter enn det sysselsettingsveksten skulle tilsi begrunnes med en vridning mot mer kontorintensiv næring og en økt arealbruk per ansatt. Sistnevnte er i følge Oslostudiet av mindre betydning.

Oslostudiet har med jevne mellomrom gått tilbake og revidert tallet for kontormasse i forhold til tidligere rapporter uten at dette er kommentert i rapportene. Dette kan kanskje virke noe merkelig ettersom kontormassen ett og to år tilbake "er historie" og sånn sett ikke endrer seg.

I figur 4 under viser tilsvarende figur fra Oslostudiet 2011 som figur 3 over fra 1992. Den eneste endringen på denne figuren i forhold til 1992 versjonen, for uten utseende vel og merke, er at figur 4 også viser arealledigheten. Dette gjøres riktignok uten tall og er kun vist med de hvite feltene på søylene.



Figur 4 Eiendomsmasse for kontor i Oslo, Asker og Bærum, antall personer i alderen 20-65 år og antall sysselsatte i Oslo/Akershus i perioden 1985-2011

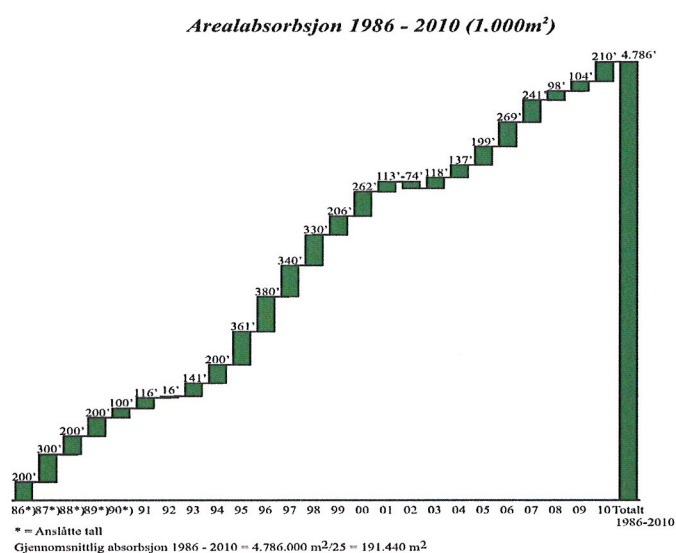
Kilde: Eiendomsspar (2011) s. 2

Oslostudiet poengterer også i rapporten i 2011 at markedet har absorbert mer kontorareal i løpet av de siste 26 årene enn det sysselsettingen skulle tilsi. Mens kontormassen har økt med 94 prosent fra 4,8 til 9,5 millioner kvadratmeter i denne perioden har sysselsettingen kun økt med 36 prosent. Dette skal tilsi en arealledighet på 2,8 millioner kvadratmeter forutsatt at markedet var i balanse i 1986, mens de faktiske tallene viser en arealledighet på 600 000 kvadratmeter.

Leiemarkedet: Absorpsjon og ledighet

Oslostudiet har hatt sterk fokus på arealabsorpsjon helt siden den første rapporten ble utgitt i 1992. Rapporten gir ikke noe informasjon om hvordan absorpsjonen beregnes, men det kan se ut som dette helt enkelt fremkommer av differansen mellom den observerte endringen i ledige lokaler og tilførselen av nye lokaler. Jeg har forespurt Eiendomsspar hvordan de kommer frem til arealabsorpsjonen og de bekrefter at dette er beregnet på denne måten.

Figur 5 under er hentet fra Oslostudiet fra 2011 og viser årlig absorpsjon fra 1986 til 2010. I tillegg viser den en summert total absorpsjon for hele perioden. Det er verdt å merke seg at den rapporterte totale absorpsjonen på 4,786 millioner kvadratmeter ikke stemmer med den årlige absorpsjonen. Disse tallene gir en total absorpsjon på 4,767 millioner kvadratmeter. Det er vanskelig å se at det er noen god grunn til denne differansen.

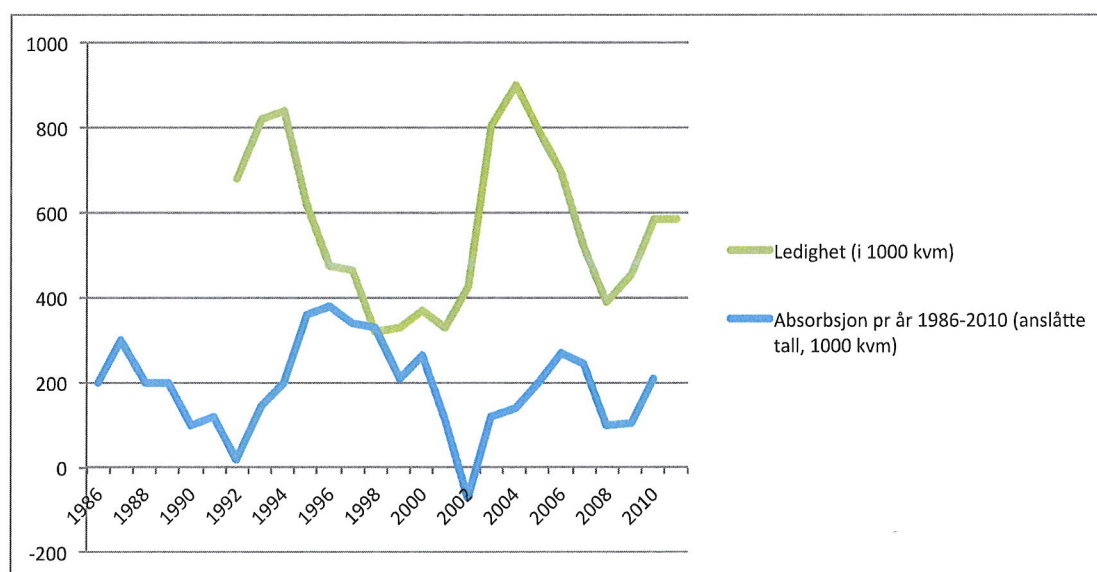


Figur 5 Arealabsorpsjon i Oslo, Asker og Bærum i perioden 1986-2010

Kilde: Eiendomsspar (2011) s. 3

Figur 5 over gir også tall på den gjennomsnittlige årlige absorpsjonen over hele perioden. I Oslostudiet fra 2006 (Eiendomsspar 2006 s.3) og 2008 (Eiendomsspar 2008 s.3) kan man registrere noen små feil der gjennomsnittet er beregnet med grunnlag i en periode på ett år mer enn figuren viser.

Figur 6 under viser den årlige absorpsjonen i perioden 1986 til 2010 sammen med arealledigheten i antall kvadratmeter samme år. Grafene viser tydelig sammenhengen og i perioder med lav absorpsjon øker ledigheten og motsatt. Samtidig er ikke topp-, og bunnpunktene og vendingspunktene helt de samme. Dette skyldes at dette ikke gir et totalt bilde på eiendomsmarkedet ettersom blant annet nybygging og tilførsel av kontorareal ikke er tatt med i betraktningen her.



Figur 6 Arealledigheten og arealabsorpsjonen i Oslo, Asker og Bærum i perioden 1986-2011)

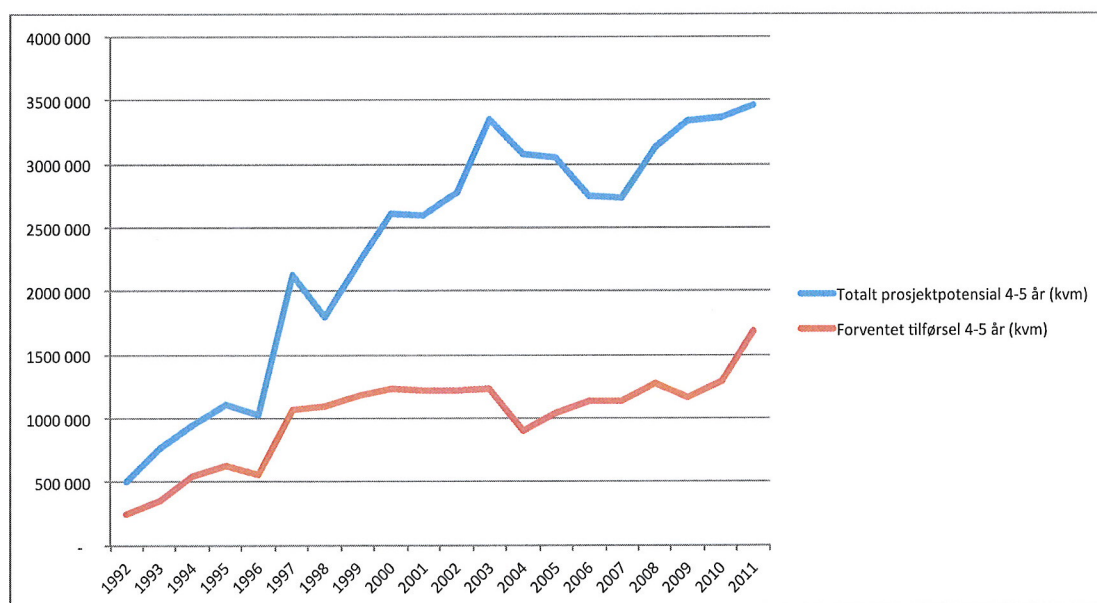
Kilde: Egen fremstilling basert på Eiendomsspar (1992-2011)

I Oslostudiet fra 1992 (Eiendomsspar 1992 s.8) står det: ”I perioden 1985-92, må 1986 og 1987 sies å ha vært særlig stramme år, og årene 1988, 1989, 1990, 1991, 1992 middels til slakke år på efterspørselssiden. Selv i slakke år synes det å finne sted en netto absorpsjon på vel 100 000 m² pr. år.” Dette kan virke noe rart da de anslåtte tallene for 1986 og 1987 er henholdsvis 200 og 300 tusen absorberte kvadratmeter og den årlige absorpsjonen er 170 000 kvadratmeter. Ut fra den blå grafen i figur 9 over ser det ut til at arealabsorpsjonen i 1986 og 1987 ser ut til å være forholdsvis høy sammenlignet med de andre årene.

Vi kan se av den blå grafen (se figur 6 over) at vi kun har ett år i en 20-års periode med negativ absorpsjon. Rekordåret hva gjelder absorpsjon var i 1996 hvor hele 380 000 kvadratmeter ble absorbert. Perioden 1995 til 1998 kan vel også kalles en rekordperiode. Disse årene er de med høyest absorpsjon i hele 20-års perioden.

Eiendomsutviklingsmarkedet: Tilførsel av areal

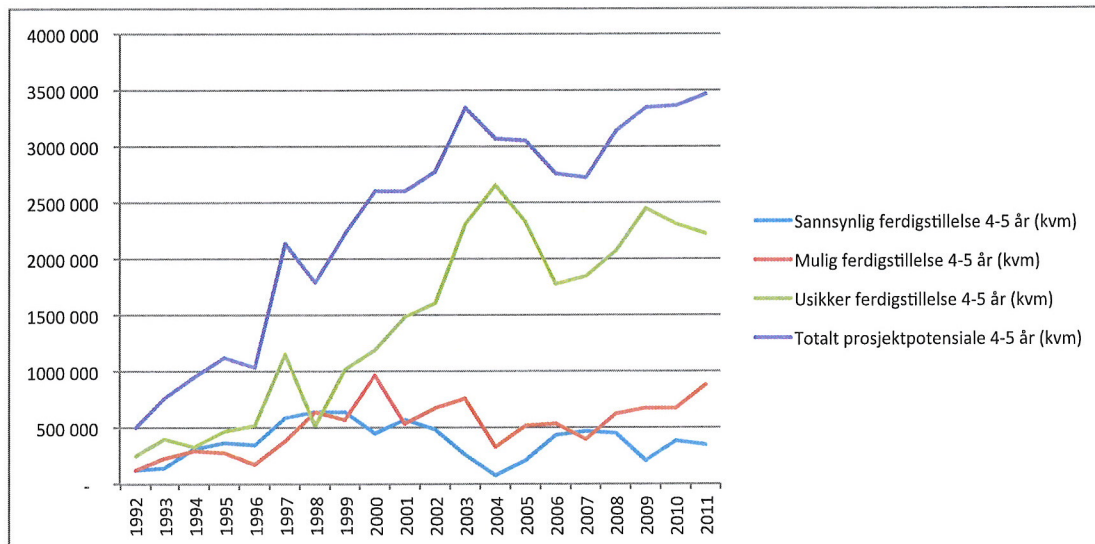
Oslostudiet har helt siden første rapport i 1992 estimert det totale prosjektpotensialet for Oslo, Asker og Bærum de neste årene. Det totale prosjektpotensialet er basert på prosjekter det er sannsynlig, mulig og mindre sannsynlig at blir realisert. I rapportene frem til 2006 baserer estimatene seg på de neste fire årene. Fra og med 2006 er disse estimatene for de påfølgende fem årene. Som estimat på hvor mye som vil blir tilført de neste årene benyttes en formel for at alle de sannsynlige prosjektene, halvparten av de mulige og en av fire mindre sannsynlige prosjekter vil bli realisert (se figur 7 under).



Figur 7 Forventet årlig arealtilførsel og totalt prosjektpotensial for 1992-2011

Kilde: Egen fremstilling basert på Eiendomsspar (1992-2011)

Figur 7 over viser en kraftig vekst i prosjektpotensialet. Ettersom tallene for 2006 gjelder for fem år istedenfor fire vil grafen gi et noe feil bilde akkurat i overgangen her. Det som er interessant med denne grafen er at utviklingen i forventet tilførsel av areal ikke følger denne samme utviklingen som det totale potensialet. Figur 8 under kan belyse dette ytterligere.



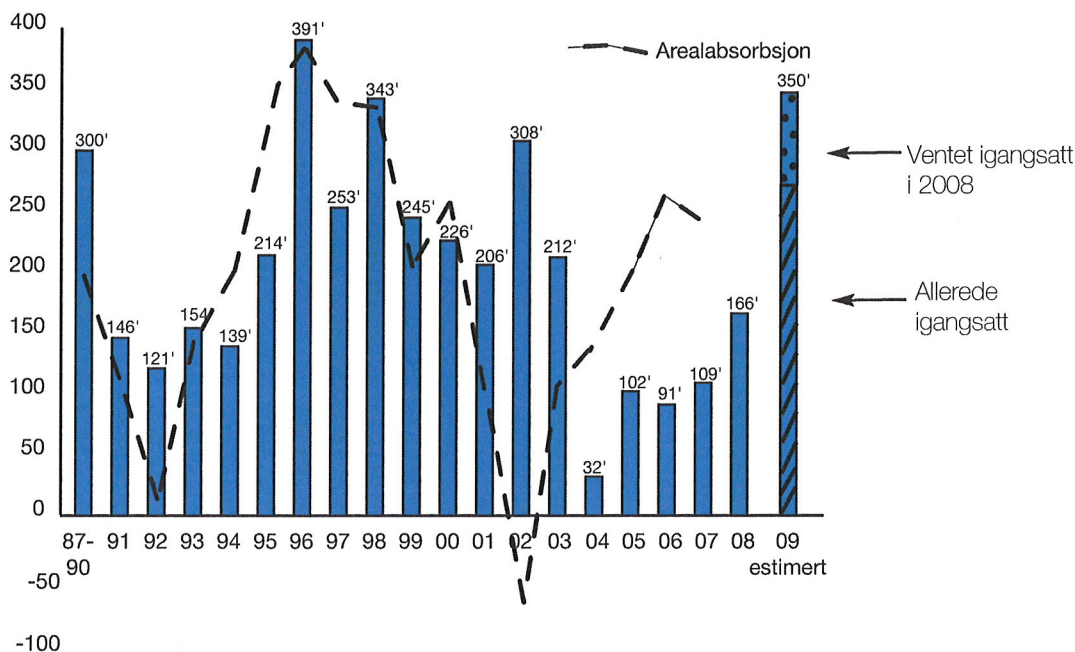
Figur 8 Prosjektpotensiale for Oslo, Asker og Bærum og fordeling i sannsynlige, mulig og usikre prosjekter de neste 4-5 årene for perioden 1992-2011

Kilde: Egen fremstilling basert på Eiendomsspar (1992-2011)

Figur 8 viser tall fra Oslostudiet fordelt på sannsynligheten for at prosjektet blir gjennomført. Som vi ser av grafen er det de usikre prosjektene som øker mest, mens sannsynlige og mulige prosjekter naturlig nok har en langt flatere utvikling.

Oslostudiet 2008 inneholdt for første gang figuren 9 under som viser ferdigstilt areal og arealabsorpsjon i perioden 1987 til 2008 samt estimert ferdigstillelse for 2009. Inntil Oslostudiet 2011 ga rapporten kun estimat ett år frem i tid, mens denne rapporten estimerte for to år, 2012 og 2013. I tillegg til estimatene for det neste året kan vi lese historisk ferdigstillelse og arealabsorpsjonen siden 1987. Det må legges til at informasjonen i denne figuren har vært gitt også i tidligere rapporter, bare ikke i form av denne figuren. Estimater for neste års ferdigstillelse er som nevnt tidligere rapportert siden 2001, mens resten av informasjonen i denne figuren har vært en del av Oslostudiet siden begynnelsen i 1992.

Ferdigstilte arealer og absorpsjon 1987-2008 (1.000 m²)

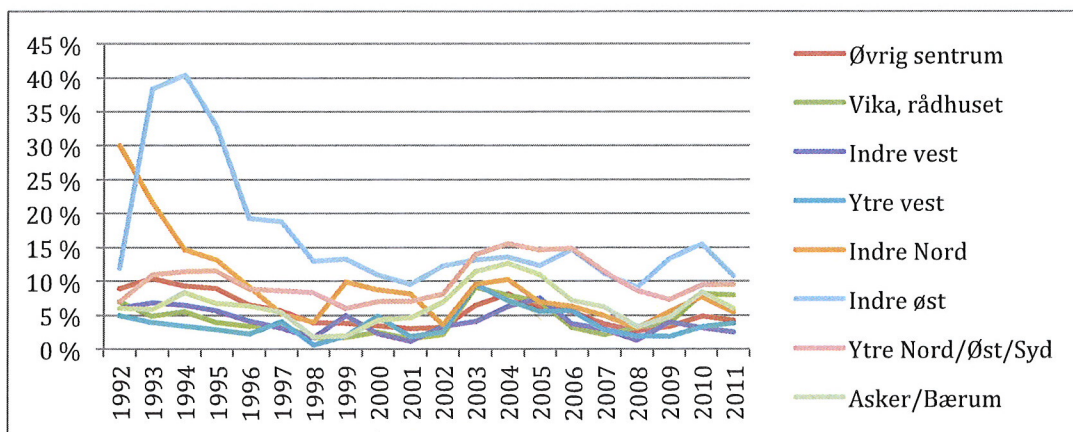


Figur 9 Ferdigstilte arealer og arealabsorpsjon i perioden 1987-2008 og estimert ferdigstilling i 2009

Kilde: Eiendomsspar (2008) s. 10

Geografisk inndeling

Oslostudiet deler kontormarkedet inn i åtte geografiske områder; Øvrig sentrum, Vika/Rådhuset, indre vest, ytre vest, indre nord, indre øst, ytre nord/øst/syd, Asker/Bærum. Rapportene oppgir arealledigheten for Oslo fordelt på disse åtte geografiske områdene i samtlige rapporter fra 1992 til 2011. Figur 10 under viser den prosentvise arealledigheten i perioden fordelt på de geografiske områdene.

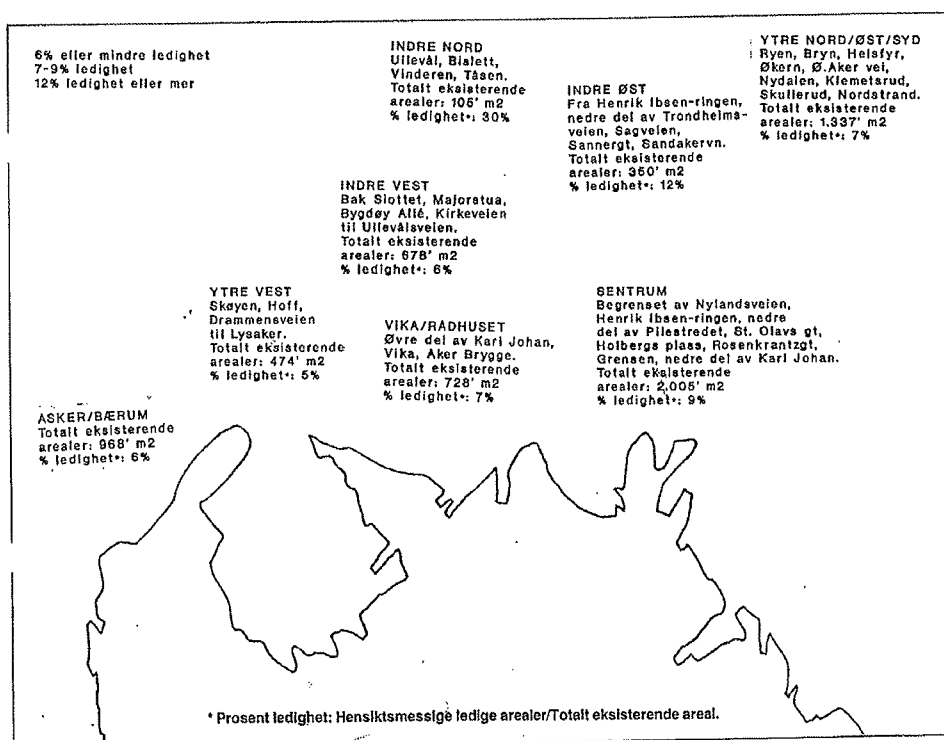


Figur 10 Arealledigheten i Oslo, Asker og Bærum fordelt på geografiske områder i periode 1992-2011

Kilde: Egen fremstilling basert på Eiendomsspar (1992-2011)

I den første utgaven av Oslostudiet i 1992 illustreres ledigheten på et kart (se figur 11 under). I tillegg til å forklare hvilke områder som hører inn under de ulike inndelingene står det også hvor mye areal som eksisterer i hvert område. Summerer man dette får man et totalt areal for Oslo, Asker og Bærum på 6,65 millioner kvadratmeter. Det vil altså si 150 000 kvadratmeter mer enn det som oppgis innledningsvis i rapporten (se figur 3 over). Det må legges til at arealmengden kun er fordelt geografisk i denne en rapporten. Det er kun i denne utgaven av Oslostudiet at arealmengden fordeles geografisk.

Oversikt over ledighet Oslo/Asker/Bærum

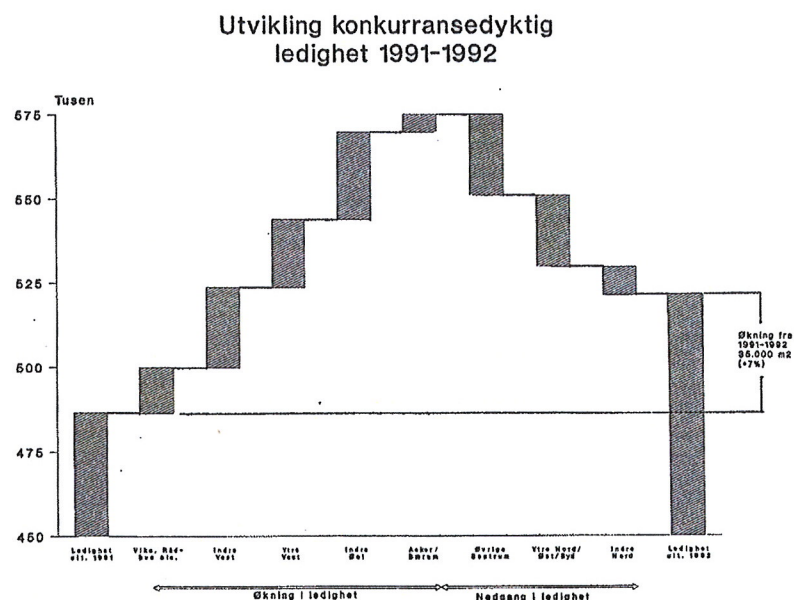


Figur 11 Arealmengde og arealledighet i Oslo, Asker og Bærum fordelt etter geografisk beliggenhet

Kilde: Eiendomsspar (1992) s. 4

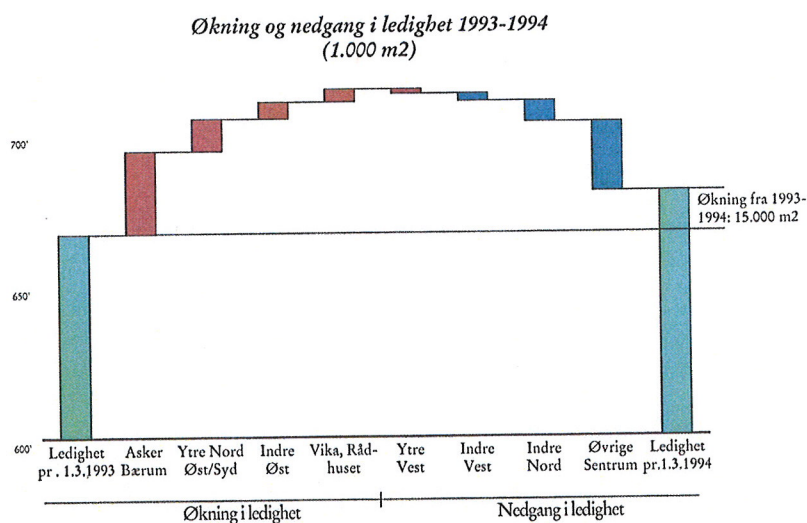
I utgavene av Oslostudiet i 1992 (Eiendomsspar 1992 s. 5) og 1993 (Eiendomsspar 1993 s. 6) oppgis det også tall på hvert område sin andel av den konkurransedyktige ledigheten. Det vil si for eksempel at syv prosent ledighet i område Vika og Rådhuset utgjør 10 prosent av den konkurransedyktige ledigheten, mens Oslo nord med 30 prosent ledighet kun utgjør seks prosent av den konkurransedyktige ledigheten. Grunnen til dette er at området Vika og Rådhuset er mellom seks og syv ganger så stort som Oslo nord.

Figur 12 og 13 under er fra Oslostudiet fra 1992 og 1994 og viser utviklingen i ledigheten fordelt på de geografiske områdene. Vi kan se at omtrent halvparten av områdene har en økning i ledighet mens den andre halvparten har en nedgang i arealledigheten. Nettoeffekten av dette ser vi på søylen til høyre i figurene som viser at den totale ledigheten stiger i Oslo, Asker og Bærum.



Figur 12 Utviklingen i arealledighet fordelt på geografisk beliggenhet fra 1991 til 1992

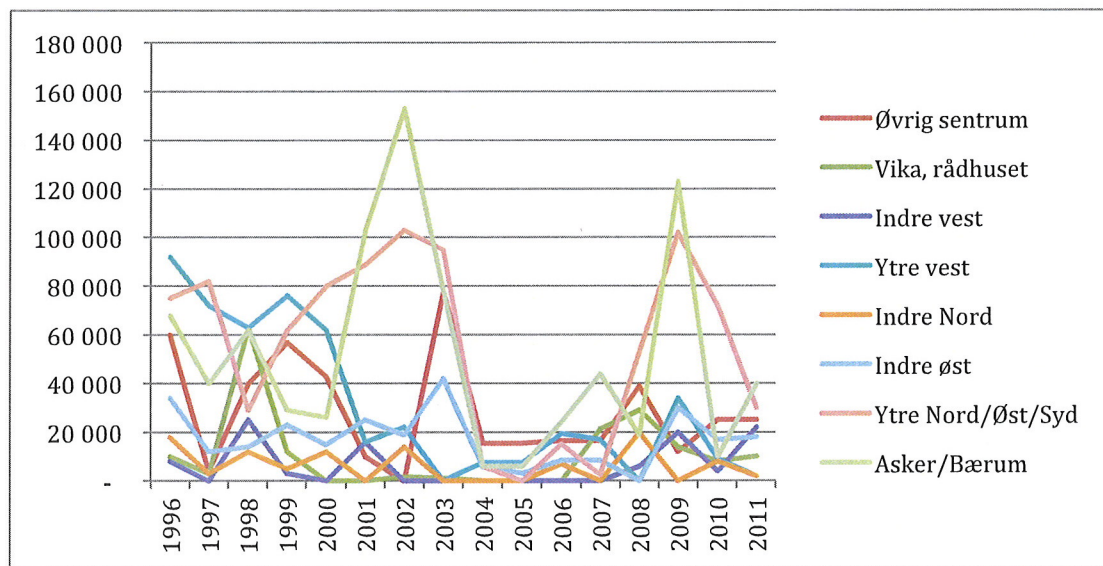
Kilde: Eiendomsspar (1992) s. 6



Figur 13 Utviklingen i arealledighet fordelt på geografisk beliggenhet fra mars 1993 til mars 1994

Kilde: Eiendomsspar (1994) s. 6

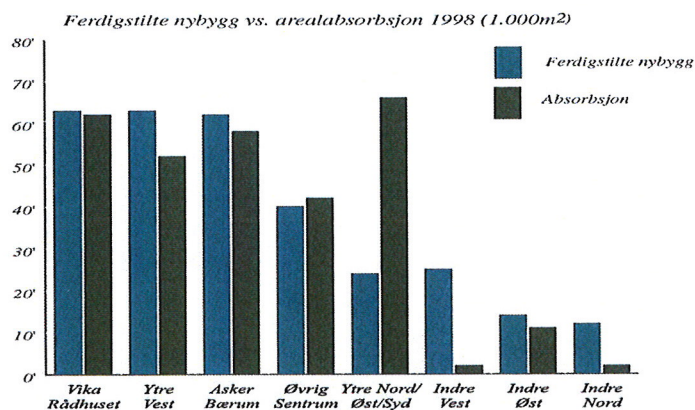
Fra og med 1996 begynner Oslostudiet og fordele nybyggingen etter geografisk beliggenhet. Tallene er basert på hva man forventer eller estimerer at skal bli fullført inneværende år. Som vi kan se av figur 14 under ser det ut til å være minimal sammenheng mellom byggeaktiviteten i de forskjellige områdene.



Figur 14 Forventet ferdigstillelse av kontorareal i kvadratmeter fordelt etter geografisk beliggenhet i periode 1996-2011

Kilde: Egen fremstilling basert på Eiendomsspar (1996-2011)

Figur 15 under er for første gang del av Oslostudiet i 1999. Den blå kolonnen viser ferdigstilte bygg i hvert enkelt område i 1998, mens den grønne kolonnen viser hvor mye areal som ble absorbert i samme periode. Ut fra figuren kan vi for eksempel lese at ledigheten i indre vest økte betraktelig i fra 1998 til 1999.



Figur 15 Ferdigstilt kontorareal og absorberte kvadratmeter fordelt etter geografisk beliggenhet i 1998

Kilde: Eiendomsspar (1999) s. 7

3.1.2 Union Gruppen

Innledning og begrepsbruk

I april 1994 ble den første rapporten til nåværende Union Gruppen utgitt. Markedsrapportene til Union er utvilsomt en av de eldre i det Norske markedet og er blitt utgitt hvert kvartal siden 1994.

Figur 16 viser innholdsfortegnelsen fra den første markedsrapporten som ble utgitt av Union Gruppen. Denne oppbyggingen av markedsrapportene holder seg forholdsvis lik helt frem til 2001 der vi ser noen små endringer.

INNHOLDSFORTEGNELSE	
1. ØKONOMISKE RAMMEBETINGELSER	1
1.1. Forbrukervekst - inflasjon	1
1.2. Rentesituasjonen	2
1.3. Oljepris	3
1.4. Industriutvikling	3
1.5. Bank/Finans	3
1.6. Arbeidsledigheten	3
2. EIENDOMSMARKEDET	4
2.1. Generelt	4
2.2. Leiemarkedet - kontor	4
2.3. Leiemarkedet - lager	6
2.4. Leiemarkedet - butikk	7
2.5. Salgsmarkedet	7
2.6. Nybyggmarkedet - tomter	7
2.7. Boligmarkedet	8
3. DE STORE AKTØRENE - FORANDRINGER I PORTEFØLJEN	9
4. OPPSUMMERING	11

Figur 16 Innholdsfortegnelsen fra den første markedsrapporten i Union Gruppen

Kilde: NNM (1994-1) s. 1

I Union Gruppen sin markedsrapport i tredje kvartal 2001 introduseres kapitlet *Investering i næringsseiendom* (NNM 2001-3 s. 11). Fra da har Union Gruppen viet mer

plass til salgsmarkedet. Samtidig blir makroøkonomiske nøkkeltall til dels nedprioritert og mindre oversiktlig fremstilt i de første rapportene i 2002.

Markedsrapportene til Union Gruppen fokuserer først og fremst på markedet i Oslo, Asker og Bærum. Men i rapportene i 2000 vedlegges det også rapporter fra Trondheim, Møre og Romsdal og Sørlandet. Markedsrapportene inneholdt ikke andre norske markeder enn Oslo-området igjen før tredje kvartal 2008. Fra da har rapportene også et lite fokus på eiendomsmarkedet i Trondheim, Bergen og Stavanger.

Første gang det europeiske eiendomsmarkedet blir omtalt i rapportene er i første kvartal 2004 (Norden Gruppen 2004-1 s. 19). I 2004 endrer også rapportene helt utseende og blir mer oversiktlig. I forhold til eiendomsmarkedssystemet (se pkt. 2.3 over) blir inndelingen i kapitler også mer oversiktlig med en makrodel, en del for eiermarkedet eller investeringsmarkedet, en del for leiemarkedet, og en temadel.

Det eksisterer ikke noen kvartalsrapport fra tredje kvartal 2004, men i fjerde kvartal er markedsrapportene tilbake utarbeidet for første gang under Union Gruppen som er dagens selskapsnavn. Sånn har det vært siden med unntak av de tre siste kvartalene i 2006 og tre første kvartalene i 2007 da Union var en del av finanskonsernet Glitnir og het Glitnir Property Group.

Økonomiske rammebetingelser

I motsetning til Oslostudiet har alltid markedsrapportene i til Union Gruppen inneholdt en del om de makroøkonomiske forholdene i Norge. På 90-tallet dreide denne delen seg mest om noen enkle nøkkeltall og en kort status på hvordan økonomien ser ut og hvordan den har utviklet seg den siste tiden.

Fra og med 2004 har makrodelene i rapportene blitt mer oversiktlig. Rapportene inneholder en mer skjematisk fremstilling av siste års nøkkeltall som blant annet vekst i BNP og inflasjon i tillegg til prognoser for de neste årene. Det må legges til at disse nøkkeltallene er tatt fra SSB sine rapporter og ikke utarbeidet av Union Gruppen selv. Videre gir rapportene kommentarer til de nøkkeltallene som er mest interessant for utviklingen i eiendomsmarkedet.

Eiendomsmarkedet

Rapportene til Union Gruppen har hovedfokus på markedet for kontoreiendom i Oslo, Asker og Bærum. Men rapportene omhandler også andre segmenter som hotell, handel, lager og som nevnt andre geografiske områder i Norge og Europa. Ettersom dette ikke er relevant for oppgaven er det videre fokusert på delene fra rapportene som omhandler kontormarkedet i Oslo, Asker og Bærum.

Leiemarkedet

Markedsrapportenes fokus på leiemarkedet er fra starten mest rette mot selve leieprisene som oppnås i markedet. Tabell 1 under er fra den første rapporten til Union Gruppen i 1994. Vi kan se at Union Gruppen fra starten av ikke deler inne markedet etter geografisk beliggenhet, men etter beliggenhetens attraktivitet og lokalenes standard.

NNM's anslag av leienivå pr. 1. kv. 1994

Kontorlokaler i Oslo området

	1988	2. kv. -93	1. kv.-94	Endring siden: 1988	2. kv.-93
A: Prestige lokaler, beste beliggenhet:	2.500	1.600	1.600 →	-36%	0%
B: Meget sentrale lokaler, god standard:	2.100	1.300	1.350 →	-36%	+4%
C: Sentrale lokaler, tidsmessige:	1.800	950	1.000 →	-44%	+5%
D: Ordinære, tidsmessige lokaler:	1.400	700	700 →	-50%	0%
E: Eldre, sentrale, men utidsmessige:	1.300	450	450 ↘	-65%	0%
F: Eldre, urasjonelle lokaler:	900	350	350 ↘	-61%	0%

NNM's anslag av leienivået på kontorlokaler i Oslo området pr. 1.kv. 1994 ammenlignet med 1988 og pr. 2. kv. 1993. Beløpene er oppgitt pr. kvm/år og eksklusiv andel felleskostnader. Pilene indikerer tendenser.

Tabell 1 Union Gruppen sin inndeling av kontoreiendom og årlig leie per kvadratmeter første kvartal 1994

Kilde: NNM (1994) s. 6

Det er verdt å merke seg at Union Gruppen i løpet av 18 år med markedsrapporter har endret inndeling og profil på fremstillingen av leiepriser mange ganger. Allerede i 1995 ble første endring gjort og man fikk fire nye inndelinger (se tabell 2 under). De seks første kategoriene er mer eller mindre de samme som i rapportene fra 1994. De fire nye kategoriene dreier seg mer om den kontorenes geografiske beliggenheten.

I tillegg til å endre noe på inndelingen får vi også oppgitt minimums-, maksimums-, og gjennomsnittsleie, samt andelen til de ulike delene av det totale kontormarkedet.

NNM's anslag av leienivå 1. kvartal 1995

Kontorlokaler i Oslo området

	Minimum:	Maximum:	Gj.snitt:	Andel: (*)
A: Prestisje lokaler:	1 350	1 700	1 600	1 %
B: Høy standard, mest attraktiv beliggenhet	1 100	1 400	1 300	4 %
C: Høy standard, indre sone forøvrig:	850	1 200	1 000	15 %
D: Ordinære lokaler	600	850	750	15 %
E: Umoderne, mangelfulle lokaler	450	600	450	20 %
F: Eldre, urasjonelle lokaler:	100	450	350	15 %
G: Skøyen - Lysaker, god standard:	900	1 250	1 050	10 %
H: Oslo nord (Nydaleen), god standard:	800	1 150	950	10 %
I: Oslo indre øst (Helsfyr, Bryn), god standard:	900	1 100	1 000	5 %
J: Oslo ytre øst/syd, god standard:	700	1 000	800	5 %

Vi får et «Oslo-gjennomsnitt» på kr 763,- pr kvm/år for vårt utvalg av markedet.

Tabell 2 Union Gruppen sin inndeling av kontoreiendom og årlig leie per kvadratmeter første kvartal 1995

Kilde: NNM (1995-1) s. 12

I tredje kvartalsrapport 1997 får vi ytterligere en kategori når Oslo indre vest med Majorstuen blir introdusert uten at dette er så veldig interessant. Det som derimot er en interessant endring er at Union Gruppen begynner og rapportere status og aktiviteten innenfor de ulike geografiske områdene. Det fremkommer likevel ikke noen estimater for utviklingen og er kun egnet til å kunne si noe om tendensene og stemningen i markedet.

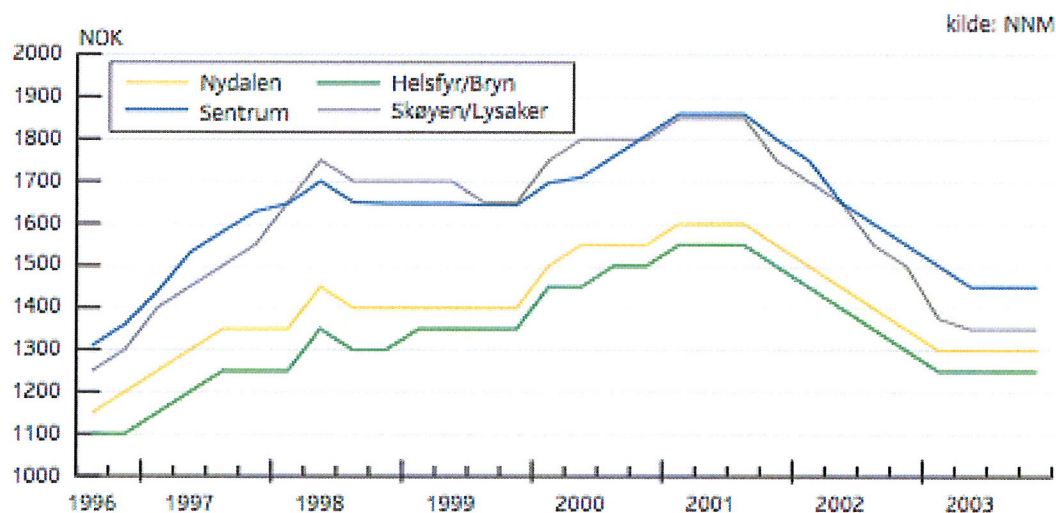
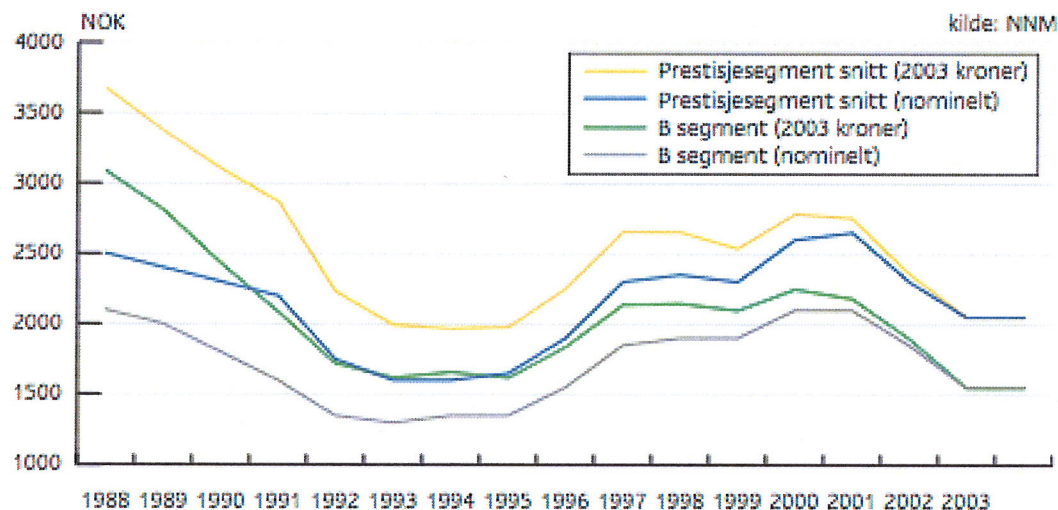
I fjerde kvartal i 1997 endres fremstillingsmetoden i rapportene i forhold til de tabellene som fremkommer over. I denne rapporten og samtlige rapporter frem til og med 2003 er leieprisene rapportert under omtalen eller rapporten for hvert geografiske område (se tabell 3 under som eksempel). I tillegg fremkommer det en tabell tilsvarende i tidligere rapporter, men kun med de seks første kategoriene (se tabell 1 over).

Oslo sentrum, kontorer				
	3 kv. -97	4 kvartal - 1997		
	Snitt	Min	Maks	Snitt
A. Prestisje	2.250	2.000	2.800	2.300
B. Attr. bel.	1.800	1.650	2.150	1.850
C. God. std.	1.400	1.250	1.650	1.450

Tabell 3 Leieprisene per kvadratmeter for Oslo sentrum i fjerde kvartal 1997

Kilde: NNM (1997-4) s. 4

Rapportene for 2004 har en helt annen profil når det kommer til rapportering av leieprisene enn de foregående rapportene. I de tre rapportene (tredje kvartal ble det ikke utgitt markedsrapport) er leieprisene først og fremst illustrert ved grafer for de viktigste segmentene (se figur 17 under). I andre kvartal får vi riktignok oppgitt en tabell, men da kun med de fire første segmentene fra tidligere rapporter (se tabell 1 over).

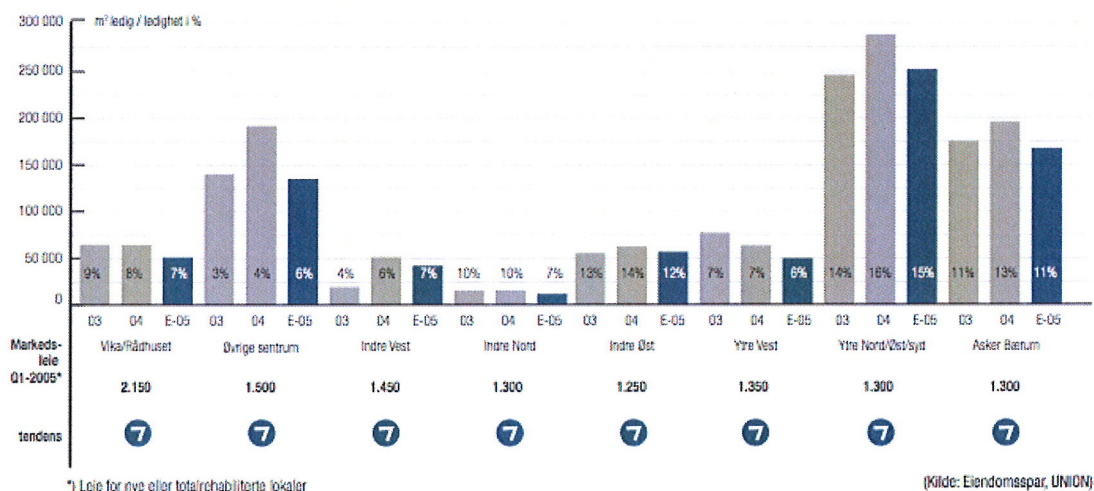


Figur 17 Øverste figur viser leieprisene fra 1988-2003 fordelt etter reelle og nominelle kroner og prissegment. Nedre figur viser leieprisene fra 1996-2003 etter geografisk beliggenhet.

Kilde: Norden Gruppen (2004-1) s. 17

Fra 2005 er vi igjen over til en mer lesbar fremstilling av leieprisene i Oslo (se figur 18 under). Her kan vi lese den gjennomsnittlige leien og tendensen i leiemarkedet, og arealledigheten fordelt på de geografiske områdene. I tillegg til figur 18 gir rapportene en

tabell med minimums-, maksimums- og gjennomsnittsleien for tilsvarende de fem øverste segmentene i tabell 1 over.



Figur 18 Leiepriser for første kvartal 2005 og utviklingen i arealledighet de siste to årene

Kilde: Union Gruppen (2005-1) s. 10

Fra og med andre kvartal 2009 har rapportene inneholdt leieprisene for lokaler med topp standard og snittet for området fordelt geografisk (se eksempel i tabell 4 under). I tillegg til å gi leieprisene for gjeldene kvartal viser tabellen også leieprisen de foregående kvartalene samt et estimat for det kommende kvartalet.

Leiepriser i kr. pr. m ² /år	2008				2009			Endring fra Q1 2008 til Q2 2009	Endring fra Q1 2008 til Q3 2009	Endring fra Q2 2009 til Q3 2009
	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009			
Vika / Aker Brygge - topp	4 700	4 500	4 100	3 750	3 500	3 250	3 050	-31%	-35%	-6%
Snitt	3 100	3 200	3 100	2 800	2 700	2 600	2 550	-16%	-18%	-2%
Øvrige sentrum - topp	3 300	3 400	3 200	2 900	2 800	2 600	2 450	-21%	-26%	-6%
Snitt	1 800	1 900	1 950	1 800	1 750	1 700	1 650	-6%	-8%	-3%
Oslo Vest - topp	2 400	2 450	2 400	2 300	2 100	2 000	1 950	-17%	-19%	-3%
Snitt	1 800	1 850	1 900	1 800	1 750	1 700	1 650	-6%	-8%	-3%
Indre Nord - topp	1 750	1 800	1 800	1 700	1 650	1 600	1 575	-9%	-10%	-2%
Snitt	1 450	1 475	1 500	1 450	1 425	1 400	1 375	-3%	-5%	-2%
Gamlebyen - topp	1 550	1 650	1 650	1 600	1 525	1 475	1 450	-5%	-6%	-2%
Snitt	1 350	1 375	1 400	1 350	1 325	1 300	1 275	-4%	-6%	-2%
Skøyen - topp	3 300	3 300	3 000	2 850	2 500	2 400	2 350	-27%	-29%	-2%
Snitt	1 850	1 875	1 900	1 850	1 825	1 800	1 775	-3%	-4%	-1%
Lysaker - topp	2 400	2 450	2 400	2 250	2 100	2 000	1 950	-17%	-19%	-3%
Snitt	1 700	1 725	1 750	1 725	1 650	1 625	1 600	-4%	-6%	-2%
Nydalen - topp	2 100	2 250	2 250	2 100	2 000	1 950	1 900	-7%	-10%	-3%
Snitt	1 650	1 700	1 750	1 700	1 650	1 625	1 600	-2%	-3%	-2%
Bryn / Helsfyr - topp	1 900	1 950	1 900	1 850	1 800	1 700	1 650	-11%	-13%	-3%
Snitt	1 350	1 375	1 400	1 375	1 350	1 350	1 325	0%	-2%	-2%
Ytre Vest - topp	2 000	2 200	2 000	1 950	1 900	1 800	1 750	-10%	-13%	-3%
Snitt	1 600	1 625	1 650	1 600	1 550	1 525	1 500	-5%	-6%	-2%
Ytre Nord og øst - topp	1 780	1 800	1 750	1 650	1 550	1 500	1 450	-16%	-19%	-3%
Snitt	1 210	1 230	1 250	1 240	1 200	1 180	1 175	-2%	-3%	0%
Ytre Syd - topp	1 700	1 725	1 675	1 575	1 525	1 475	1 450	-13%	-15%	-2%
Snitt	1 200	1 225	1 250	1 230	1 200	1 175	1 150	-2%	-4%	-2%
Asker / Bærum - topp	1 900	2 000	1 950	1 900	1 750	1 700	1 650	-11%	-13%	-3%
Snitt	1 500	1 525	1 550	1 525	1 500	1 475	1 450	-2%	-3%	-2%

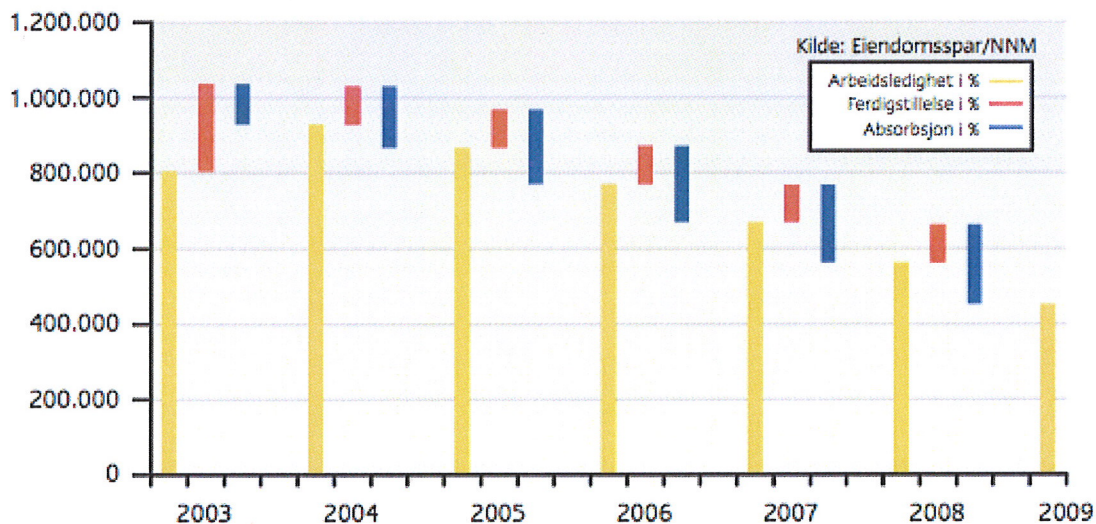
Tabell 4 Leiepriser i Oslo, Asker og Bærum etter geografisk beliggenhet fra 2008 til tredje kvartal 2009 og de prosentvise endringene i perioden

Kilde: Union Gruppen (2009-2) s. 16

Arealledigheten i leiemarkedet er bare sporadisk omhandlet i rapportene til Union Gruppen frem til 2002. Hvorfor er ikke godt å si, men som nevnt ser det ut til at leieprisene var hovedfokuset til Union Gruppen i de første rapportene. I 2002 begynte derimot igjen arealledigheten å få mer fokus. I samtlige kvartalsrapporter i 2002 viser Union Gruppen en graf med utviklingen i arealledigheten de siste årene i antall kvadratmeter. Kilden til disse tallene er riktignok Eiendomsspars Oslostudiet.

I den første kvartalsrapporten i 2003 fremstiller Union Gruppen en ny figur (se figur 19 under) i markedsrapporten. Denne viser prognose for arealledigheten frem mot 2009 basert på tilførsel av nye arealer og absorpsjon. Riktignok ser det ut til å være en feil i figuren hvor det står at den gule søylen er arbeidsledighet. Det skal antakelig være arealledighet. Det står også at tallene er i prosent, noe som ikke virker helt riktig. Denne grafen er også utarbeidet med Eiendomsspar som kilde.

Fig. 6: Utvikling arealledighet



Figur 19 Utviklingen arealledighet i perioden 2003-2009 basert på ferdigstillelse og absorpsjon i perioden

Kilde: NNM (2003-1) s. 5

Eiermarkedet

Eiermarkedet er i de første markedsrapportene omtalt under overskriften salgsmarkedet (se figur 16 over). Eiermarkedet har fått veldig lite oppmerksomhet inntil tredje kvartal 2001 da det fikk et eget kapittel i markedsrapportene. Inntil da begrenset markedsrapportene seg til å omtale noen sentrale transaksjoner det siste kvartalet, og den generelle aktiviteten i markedet. Selv om rapportene består av lite tall knyttet til transaksjoner, og tilbud og

etterspørsel i eiermarkedet inneholder de med jevne mellomrom ”synginger” om utviklingen og tendensen i markedet.

Selv om markedsrapportene får mer fokus på eiermarkedet fra 2001 er det i starten ikke mer omfattende enn at rapporten bruker mest plass på å beskrive hvordan markedet har vært det siste kvartalet og til hvilken yield overdragelser av attraktive eiendommer med god beliggenhet er gjennomført til.

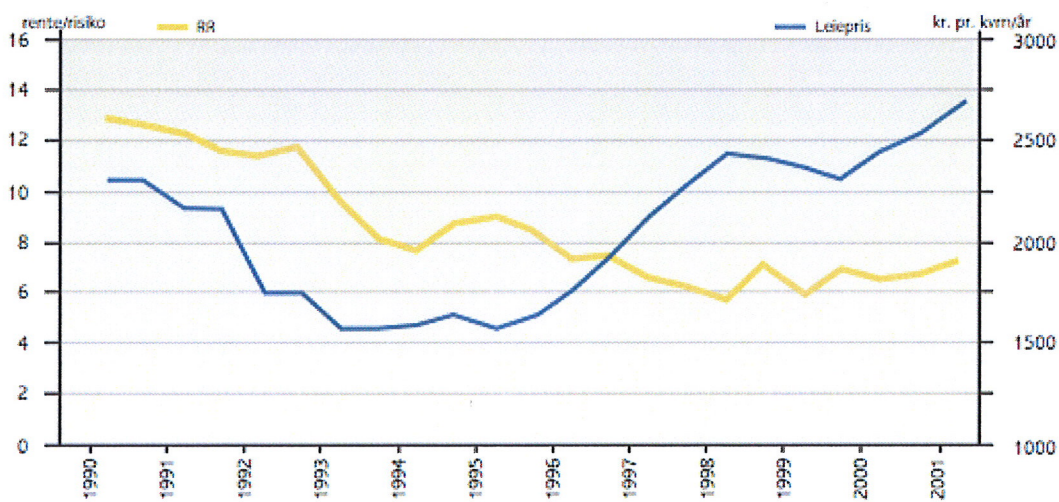
Fra markedsrapportene i 2003 begynner Union Gruppen så smått å driste seg til noen forklaringer på hvorfor aktiviteten i eiermarkedet er som den er basert på tilbud og etterspørsel. Det er naturligvis vanskelig, for ikke å si umulig å sette noe tall på tilbud og etterspørsel i eiermarkedet, men som næringsmeglere bruker Union Gruppen sin posisjon til å mene noe om tendensen i markedet og om det er mange kjøpere eller selgere. Er det ubalanse mellom kjøpere og selgere vil konsekvensen i utgangspunktet enten være at yelden beveger seg i en eller annen retning eller at aktiviteten faller. Sistnevnte vil naturligvis føre til utfordringer med å skape balanse mellom tilbud og etterspørsel, mens en bevegelse i yelden i markedet på sikt vil føre til at man oppnår denne balansen.

Union Gruppen er også i posisjon til å mene noe om hvilke type investorer som er aktive i eiermarkedet. I første kvartal 1998 rapporterer Union Gruppen at det er kommet en del kjøpere på banen som ”ønsker å plasser penger i eiendom i 20 til 25 millioners klassen” (NNM 1998-1 s. 12). Union Gruppen mener dette er investorer som ønsker å flytte penger fra børs til eiendom. Realrenten er også på samme tidspunkt lav, noe som gjør eiendom til et godt investerings- eller pengeplasseringsalternativ med relativt lav risiko.

I tredje kvartal 1999 rapporter Union Gruppen om et bra syndikeringsmarked, mens eiendomsmarkedet for øvrig preges av en konsolideringsfase (NNM (1999-3) s. 4). Dette er første gang aktiviteten i syndikeringsmarkedet får noe fokus i markedsrapportene. Tredje kvartal 2003 rapporteres det også økt aktivitet av syndikater. I tillegg har livselskapene ”kommet på banen” og disse to utgjør en stor del av kjøpersiden i eiermarkedet. Påfølgende kvartal rapporteres det om så å si utelukkende syndikater på kjøpersiden. Livselskaper og syndikeringer preger kjøpersiden i de første to rapportene i 2004. I fjerde kvartal 2004 kommer også pensjonskasser inn på kjøpersiden for første gang.

I 2005 rapportene meldes det om høy etterspørsel og stor aktivitet i eiermarkedet og i tredje kvartal melder Union Gruppen for første gang at også internasjonale investorer er i markedet. Med aktiviteten i 2005 venter Union Gruppen at markedet ”kan gå tomt for eiendommer” (Union Gruppen 2005-3 s. 16), det vil med andre ord si at etterspørselen er vesentlig høyere enn tilbudet.

En sentral faktor i eiermarkedet er yielden eller direkteavkastningen på eiendomsinvestering. I den tredje kvartalsrapporten til Union Gruppen i 2001 står det at salgsmarkedet som i denne oppgaven er omtalt som eiermarkedet vil få mer fokus i kvartalsrapportene (NNM 2001-3 s. 11). Figur 20 under er hentet fra denne rapporten og viser utviklingen i henholdsvis rente-risikoprofilen (gul graf) og leieprisen på bygg i A-segmentet (blå graf) fra 1990 til år 2001. A-segmentet, også omtalt som prime-segmentet i eiendomsmarkedet er eiendommene med best beliggenhet og høyest standard. Rente-risikokurven er summen av den lange renten og det antatte risikopåslaget i markedet. Dette skal i følge rapporten være viktige faktorer for verdiene eller transaksjonssummen i markedet.



Utvikling i rente-risikoprofil og leiepriser på bygg i A-segmentet

Figur 20 Utviklingen i leieprisene for bygg i A-segmentet og rente-risikoprofilen i perioden 1990 til 2001

Kilde: NNM (2001-3) s. 11)

Figur 21 under viser utviklingen i yielden på bygg i A-segmentet i samme tidsperiode. Resonnementet til Union Gruppen er at en lav rente-risikoprofil og en høy leiepris vil føre til en høy markedspris. Med en lav rente-risikoprofil har investoren et lavere avkastningskrav enn ved høy rente risikoprofil. Økt leieinntekt gir naturligvis høyere kontantstrøm som gir økt verdi på eiendommen. Vi ser av figur 20 over at det fra leieprisbunnen i 1993 og 1994 er en kraftig stigning frem til 2001. I tillegg ser vi en fallende kurve på rente-risikokurven som tilsier at avkastningskravet til investoren faller. Dette skal altså tilsi en fallende yield og dermed en økt markedspris på eiendom. Vi kan se av figur 21 under at yielden har et vesentlig fall over periode med en liten stigning mot slutten av periodene som følger en liten stigning i rente-risikokurven.



Utvikling i yield på bygg i A-segmentet

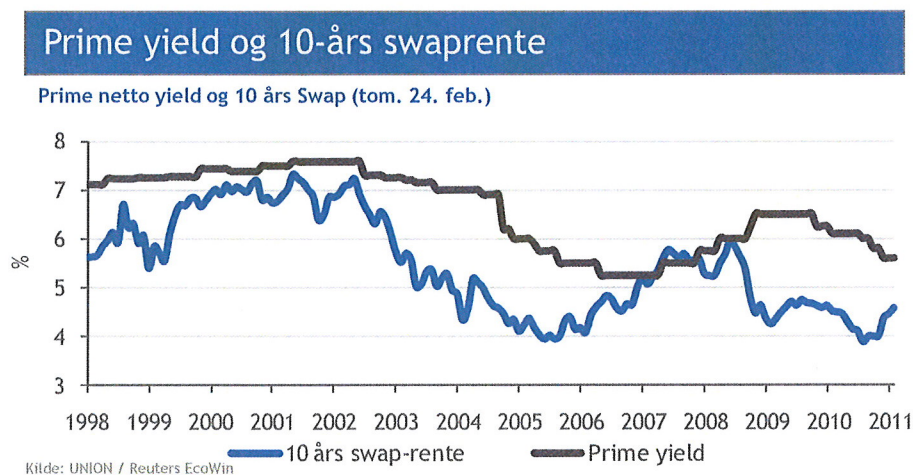
Figur 21 Utviklingen i yielden på bygg i A-segmentet i perioden 1990-2001

Kilde: NNM (2001-3) s. 11)

Som nevnt er yielden viktig for prisingen av næringseiendom. Yielden er omtalt i kvartalsrapportene med jevne mellomrom, men det er først fra 2004 at yielden omtales i hver rapport. Det må legges til at det er umulig å si hva yielden er i markedet fordi den naturligvis vil variere fra transaksjon til transaksjon. Alt avhenger av standard på bygget, beliggenhet, leiekontraktenes varighet og sikkerhet, forventninger osv. Rapportenes utgangspunkt er den yielden eiendommer er omsatt til i prime segmentet jevnt over det siste kvartalet. Figur 22 under er en graf fra den siste utgitte rapporten av Union Gruppen i første kvartal 2011. Den viser utviklingen i prime-yield fra 1998 til i dag. I tillegg viser

den blå grafen 10 års swap-rente. Vi kan se av grafen at prime-yielden ikke følger swap-renten slavisk, men at tendensen stort sett er den samme, men yielden har et lite etterslep.

Det er trolig flere grunner til at yielden har et lite etterslep. For det første må det sies at noe av grunne kan være at rapporteringen skjer kvartalsvis og at man vanskelig kan registrere et skifte i yielden ”på dagen”. I tillegg er det ofte litt tøffere økonomiske tider som fører til fall i renten noe som kan gjøre det vanskelig å finansiere kjøp i denne perioden. Når renten stiger betyr det ofte at økonomien er veldig god og stemningen i eiendomsmarkedet tilsvarende og man vil dermed fortsatt oppleve en lav yield når renten stiger.



Figur 22 Utviklingen i yield for eiendommer i prime-segmentet og 10 års swap-rente fra 1998-2011

Kilde: Union Gruppen (2011-1) s. 9

For å se hva som danner grunnlaget for prime-yielden i figur 22 over kan vi se på tabell 5 under som viser pris og yield for noen av transaksjonene som ble gjennomført i 2003. Vi kan se at yielden varierer fra rundt 6,6 prosent til 9,9 prosent. Men transaksjonene av eiendommer i prime-segmentet viser at eiendommene stort sett handles til en yield rundt eller rett i overkant av syv prosent som vi også ser stemmer med figuren 22 over.

Fig 12: Pris- og yieldeksempler for transaksjoner i Oslo markedet 2002 - 2003

Kontor eiendom	Pris (mNOK)	Yield	Kjøper	Leietaker
Forskningsveien 2	Ca. 500	6,6-6,8%	Pareto Privat Equity(KS)	GlaxoSmithKline/Rikshospitalet
Dronning Mauds Gt 1-3	440	7,2 %	Pecunia	Diverse
Gullhaugveien 1-3	163,1	7,3 %	Fearnley (KS)	Hjemmet Mortensen
Oslo Atrium	812	7,3 %	Anders Wilhelmsen	SAS , E&Y
Hoffsveien 65 B	114	7,4 %	Oslo Pensjonsforsikring	Elkern
Vahls gt. 1-3	301	7,5 %	Pareto (KS)	Plan & Bygningsetaten
Nydalen Portefølje	689	7,5 %	Nydalen Invest KS	Diverse
Wergelandsveien 1-3*	367	7,6 %	Slottsparken Eiendom KS	Luftfartsverket
Pilestredet 33*	400	7,7 %	Nordea (KS)	Oslo Kemnerkontor
St. Olavs plass 5*	299	7,8 %	St. Olavs Plass 5 KS	Universitetet i Oslo
Lille Grensen 5	77,5	8,4 %	Lille Grensen 5 KS	Diverse
Stålfjæra 10*	64	8,9 %	Stålfjæra 10 KS	Lindab AS
Bergerveien 12, Asker	445	9,9 %	DNB (KS)	ABB

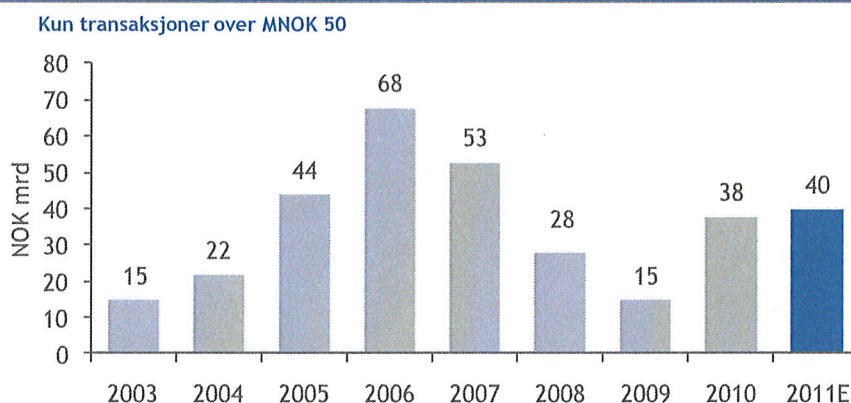
* Dokumentavgift kommer i tillegg

Tabell 5 Eksempler på pris, yield, kjøper og leietaker på noen eiendommer som ble kjøpt og solgt i 2002-2003

Kilde: NNM (2003-3) s. 13

Vi kan se av figuren 23 under for transaksjonsvolumet at det nå er på vei opp igjen fra bunnen i 2009. Det er over doubling fra 2009 til 2010, og estimatene til Union Gruppen og DnB NOR Næringsmegling tilsier en liten oppgang også i 2011. Tilsvarende ser vi av figur 22 over at yielden har sunket jevnt den siste tiden, mens swap-renten er på vei opp. Historisk kan det se ut som vi vil bygge oss opp mot en ny topp to til tre år frem i tid basert på kombinasjonen av utviklingen i disse tre faktorene.

Årlig transaksjonsvolum i NOK mrd.



Kilde: UNION / DnB NOR Næringsmegling

Figur 23 Årlig transaksjonsvolum målt i milliarder i perioden 2003-2010 og estimert transaksjonsvolum for 2011

Kilde: Union Gruppen (2011-1) s. 9

Nybyggingsmarkedet

Som vist i den første innholdsfortegnelsen fra den første markedsrapporten utgitt av Union Gruppen (se figur 16 over) har markedet for nybygging fått et eget delkapittel. Men Union Gruppen gjør lite egen analyse i forhold til byggeaktiviteten i Oslo, Asker og Bærum og referere isteden til Eiendomsspars Oslostudiet. Tabell 6 under er fra første kvartal 1995 og viser byggeaktiviteten i Oslo og Akershus målt i antall tusen kvadratmetere igangsatt. Som vi kan se av kilden under er dette tall fra ECON, med andre ord er heller ikke dette egne tall fra Union Gruppen.

<i>Igangsatte bygg - alle tall i 1000 kvm.</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>
Andre bygg enn bolig Oslo og Akershus	459	291	600
Bolig i Oslo og Akershus	321	323	595

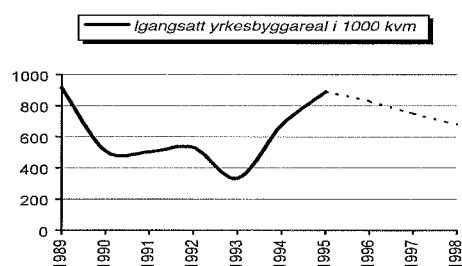
Kilde: ECON

Tabell 6 Tall for bygg av bolig og andre bygg enn bolig for perioden 1992-1994 i målt 1000 kvm.

Kilde: NNM (1995-1) s. 7

Oppsummeringene i markedsrapportene til Union Gruppen inneholder en telling av antall byggekraner i Oslo. Dette ser ut til å være deres egne tall og en slag indikator på hvordan stemningen er i eiendomsmarkedet.

Figur 24 under er hentet fra tredje kvartalsrapport i 1996. Grafen viser LBA sine tall for antallet igangsatte yrkesbygg fra 1989. I tillegg viser den prognoser for perioden 1996 til 1998. Prognosene viser et forventet fall i antallet igangsatte yrkesbygg de kommende årene etter tre år med kraftig vekst.



Tallene for 1996-1998 er prognoser.

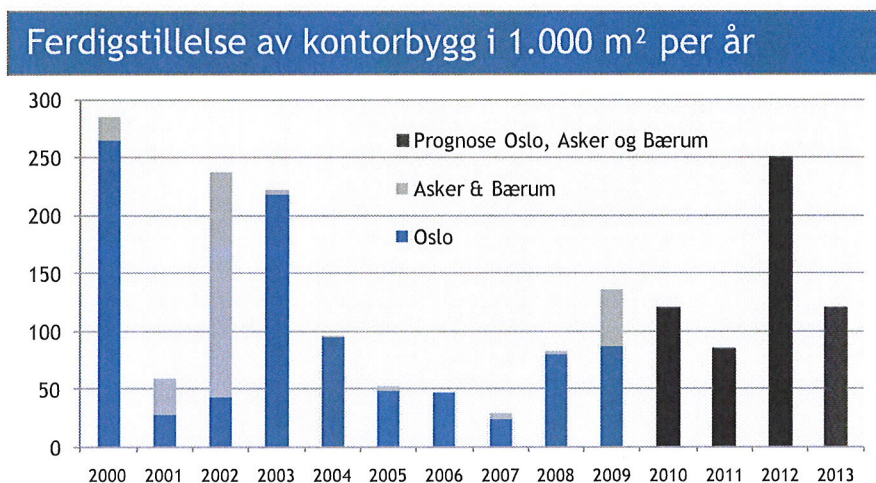
Kilde.: LBA

Figur 24 Tall for igangsatte yrkesbygg målt i 1000 kvm for perioden 1989-1995 og prognoser for perioden 1996-1997

Kilde: NNM (1996-3) s. 10

Union Gruppen rapportere også sporadisk i sine rapporter tall for byggekostnader. Å fastsette nøyaktige tall på byggekostnadene er vanskelig ettersom det er vanskelig å vite hva som pakkes inn i kostnadene, hvilken standard som bygges osv.

Fra første kvartal 2009 begynner Union Gruppen i sine markedsrapporter med en grafisk fremstilling av antall ferdigstilte kontorkvadratmeter. Figur 25 under er hentet fra første kvartal 2011 som er den siste markedsrapporten til Union Gruppen. De blå søylene viser ferdigstillelsen i Oslo, mens de grå delene viser ferdigstillelsen i Asker og Bærum. De fire søylene til høyre er mørke og er prognoser for ferdigstillelsen i perioden 2010 til 2011. Figuren har ingen kilde så vi må anta at dette er Union Gruppen sine egne prognoser for ferdigstillelse.



Figur 25 Antall ferdigstilte kontorarealer målt i 1000 kvm inndelt i Oslo, og Asker og Bærum for perioden 2000-2009 og estimert ferdigstillelse for 2010-2013

Kilde: Union Gruppen (2011-1) s. 13

De største eiendomsaktørene og børsnoterte selskapene

I markedsrapportene til Union Gruppen er det alltid en del om de sentrale og store aktørene i eiendomsmarkedet. Dette ser vi i den første innholdsfortegnelsen (se figur 16 over) fra første kvartal 1994. Ettersom dette ikke er relevant for oppgaven vil det ikke få stort fokus videre, men nevnes her som en del av beskrivelsen av markedsrapportenes innhold.

I delene om aktørene i eiendomsmarkedet vises det en oversikt over de største aktørene og deres leieinntekt, utleieareal, leiekontraktens lengde og vesentlige endringer i noen av forholdene. Ved å gå gjennom rapportene er det interessant å se hvordan de aktørene vi

kjenner som store i dag har utviklet seg fra midten av 90-tallet hvor for eksempel Olav Thon Gruppen hadde en brutto leieinntekt på rundt 650 millioner mot 1,75 milliarder i 2005 (nesten en tredobling på ca. 10 år).

Union Gruppen skriver også om de børsnoterte eiendomsselskapene og hvordan de utvikler seg i forhold til utviklingen på Oslo børs. Dette er av mindre betydning for denne oppgaven.

3.1.3 Akershus Eiendom

Innledning og begrepsbruk

Akershus Eiendom utgir sine markedsrapporter hvert halvår og ble første gang utgitt i 2003. Rapportene utgis på engelsk og byr dermed på noen utfordringer knyttet til begrepsbruk. Akershus Eiendom sine markedsrapporter er veldig anerkjente og ofte referert til i media. Utformingen av rapportene har fulgt stort sett samme struktur fra 2003 frem til i dag.

Innledningsvis gir rapportene et innblikk i makroøkonomiske forhold og framtidsutsikter. Disse tallene og estimatene er naturligvis ikke Akershus Eiendom sine egne tall, men baserer seg på tall fra SSB, Norges Bank, Aetat osv.

Videre gir rapporten en oversikt og en del estimater for eiendomsmarkedet i Oslo. Blant annet gir rapporten en grundig gjennomgang av leieprisene både utviklingen og estimater for fremtiden. I tillegg omhandler rapporten arealledigheten i Oslo, eiendomsutviklingen og nybyggingen, aktivitet i markedet og yield nivået.

Rapporten tar videre for seg regionale og internasjonale eiendomsmarkeder. De regionale markedene Akershus Eiendom tar for seg er Bergen, Stavanger og Trondheim. De internasjonale markedene er stort sett basert på rapporter fra deres utenlandske samarbeidspartnere. Disse to områdene er ikke relevant for oppgaven og vil ikke bli omtalt videre i oppgaven.

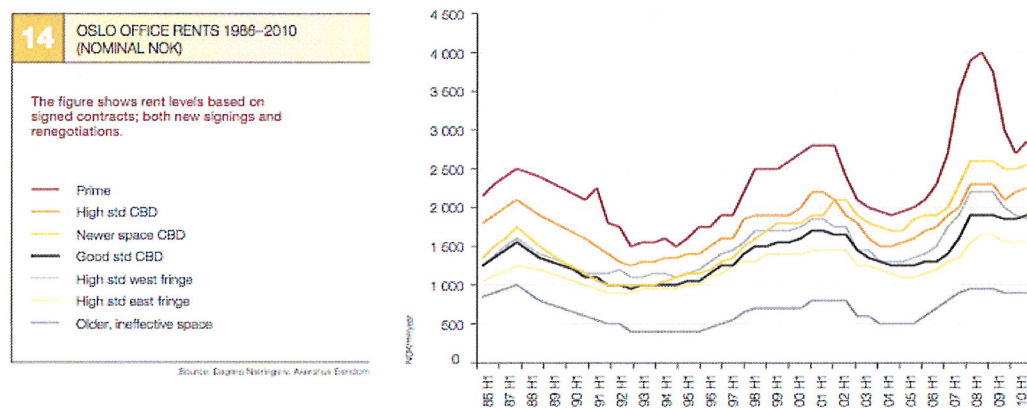
Til slutt i markedsrapportene er det tre deler om henholdsvis hotell-, handels- og boligmarkedet. Dette vil heller ikke bli omhandlet videre i oppgaven ettersom det ikke er relevant.

Leiemarkedet

Når det gjelder leiemarkedet inneholder markedsrapportene til Akershus Eiendom en del interessante punkter. Fokuset er først og fremst på leieprisene, arealledigheten, arealstørrelse i Oslo og drivere for etterspørselen. Drivere for etterspørselen etter areal blir første gang vektlagt i rapporten for første halvår i 2004 (Akershus Eiendom 2004-1 s. 17).

Leiemarkedet blir delt inn i syv kategorier. Denne inndelingen baserer seg delvis på geografisk beliggenhet, men først og fremst på standard. De syv kategoriene er; prime, high standard CBD, newer space CBD, good standard CBD (ordinary standard CBD frem til høsten 2004), high standard west fringe, high standard east fringe, older ineffective space. Det som i rapportene defineres som prime er området rundt Aker Brygge og Vika. CBD som står for "central business district" kan vel best plasseres innenfor det som i andre rapporter kalles sentrum for øvrig. West fringe er området Skøyen, Lysaker og Oslo vest. East fringe er områdene øst for Oslo. Older ineffective kategorien ligner et samlebegrep under en antakelse at disse byggene er like lite attraktive uansett hvor de ligger. I tillegg kan vi trolig anta at det er veldig lite bygg som faller inn under denne kategorien i de attraktive områdene.

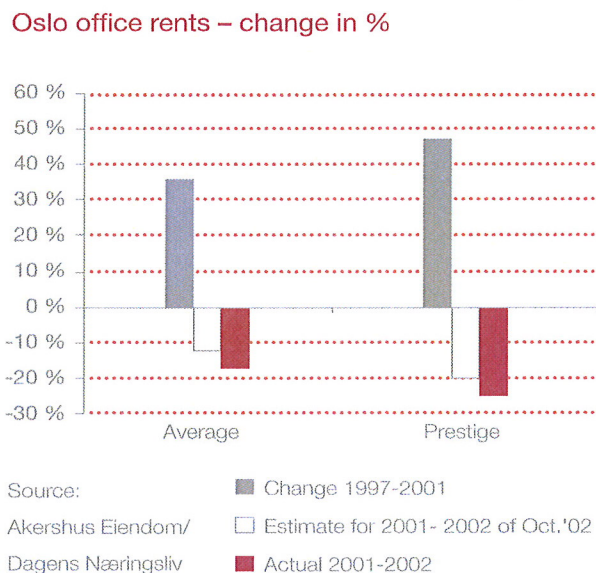
Leieprisene i Oslo blir illustrert i tabellform for hvert halvår siden 1997 og de historiske leieprisene i graf tilbake til 1986. Tallene som blir presentert er basert på inngåtte og observerte leiekontrakter. Riktignok står det ikke om dette er de høyest, laveste eller gjennomsnittlige leieprisene. Figur 26 under viser grafen for leieprisene fra den andre markedsrapporten til Akershus Eiendom i 2010. Den viser svingningene som har vært i leieprisene innenfor hver av de nevnte kategoriene.



Figur 26 Leieprisene i Oslo i perioden 1986-2010 fordelt etter beliggenhet og standard

Kilde: Akershus Eiendom (2010-2) s. 16

Figur 27 under er hentet fra den første rapportene Akershus Eiendom utga i 2003. Den grå søylen viser endring i leieprisene i perioden 1997 til 2001 i Oslo. Den hvite søylen viser estimatene til Akershus Eiendom og Dagens Næringsliv for utviklingen i leieprisene i Oslo i perioden 2001 og 2002. Den rød søylen viser den virkelige endringen i leieprisen og viser at estimatene bommer med vel fem prosent og at utviklingen har vært dårligere enn estimert og forventet.

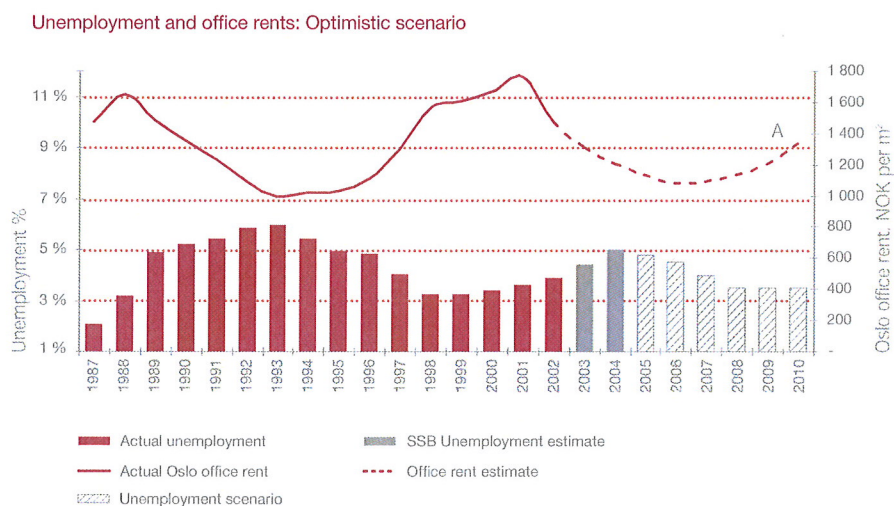


Figur 27 Den prosentvise endringen i leieprisene i Oslo i perioden 1997-2001, og estimert og virkelig prosentvis endring i 2001-2002

Kilde: Akershus Eiendom (2003-1) s. 12

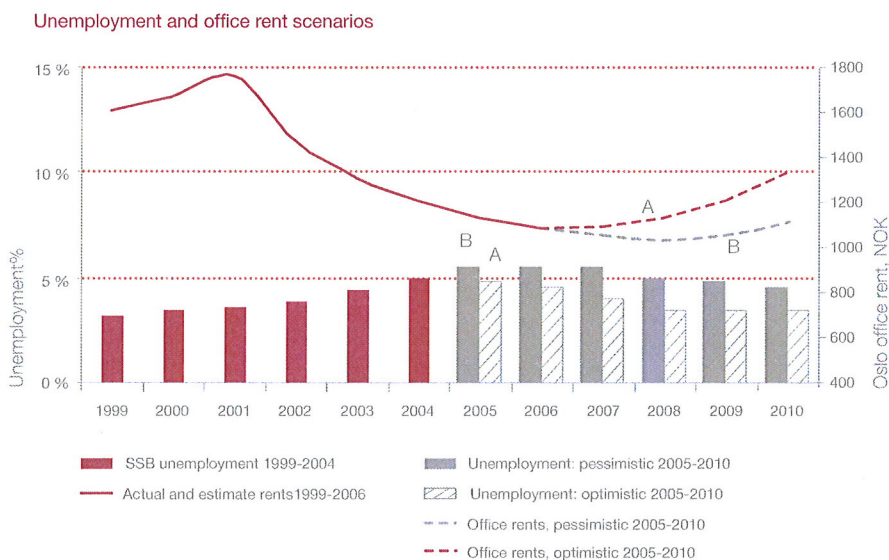
I markedsrapporten for første halvår 2003 skriver Akershus Eiendom det som trolig er basisen for deres estimater for leieprisutvikling, nemlig at arbeidsledigheten og leiepriser reagerer på de samme markedsforholdene (Akershus Eiendom 2003-1 s. 15). I følge Akershus Eiendom har leieprisene i Oslo økt og falt med omtrent samme prosent, men med motsatt fortegn av den nasjonale arbeidsledigheten to år tidligere. Grunnet dette etterslepet er at kostnadseffektivisering i dårlige tider normalt henger litt igjen fordi bedrifter ofte har tilgjengelige arealer etter nedbemanning.

Med utgangspunkt i denne påstanden presenterer Akershus Eiendom figur 28 og 29 under som viser utviklingen i leieprisene basert på ulike scenarioer i arbeidsmarkedet.



Figur 28 Utviklingen i arbeidsledigheten og leieprisene for kontorer i Oslo i perioden 1987-2002 og estimatert leie basert på forventet arbeidsledighet i perioden 2003-2010

Kilde: Akershus Eiendom (2003-1) s. 14

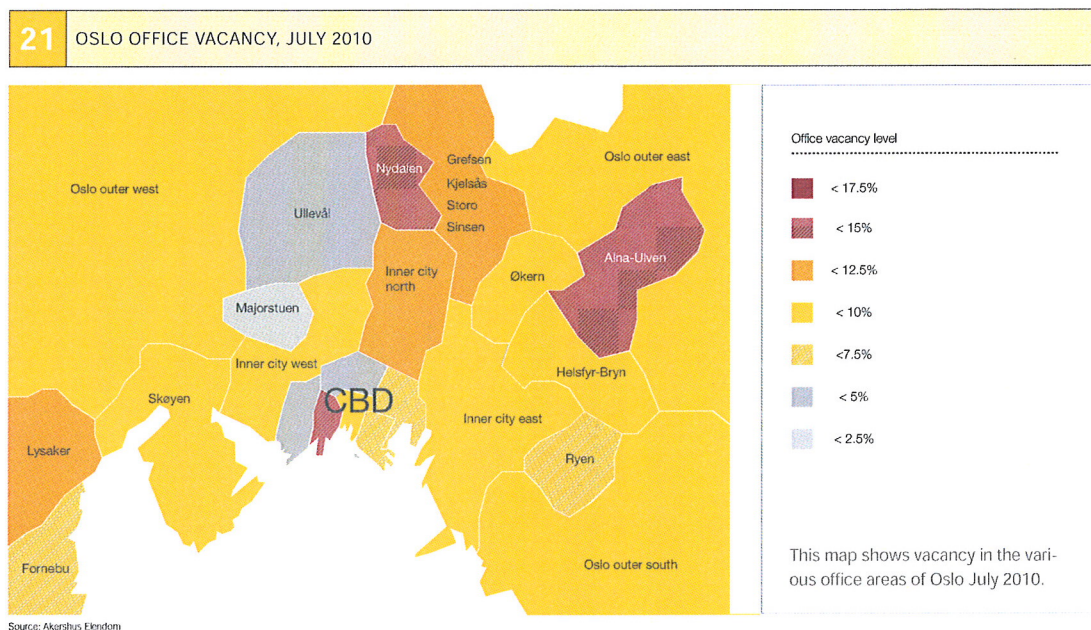


Figur 29 Utviklingen i arbeidsledigheten og leieprisene for kontorer i Oslo i perioden 1999-2004 og estimatert leie basert på et optimistisk og et pessimistisk scenario for arbeidsledigheten

Kilde: Akershus Eiendom (2003-1) s. 14

Figur 30 under er hentet fra andre markedsrapport i 2010 og viser arealledigheten i prosent i de ulike områdene i Oslo. Vi kan se at kartet har en litt mer omfattende inndeling enn det inndelingen for leieprisene er. Kartet er oversiktlig og viser enkelt hvordan leiemarkedet er i ulike deler av Oslo. Riktignok ser vi at ledigheten er delt opp med 2,5 prosent

intervaller som gjør det litt mindre nøyaktig, men dette har trolig lite å si ettersom det uansett er vanskelig å si eksakt hvor mye areal som står ledig.



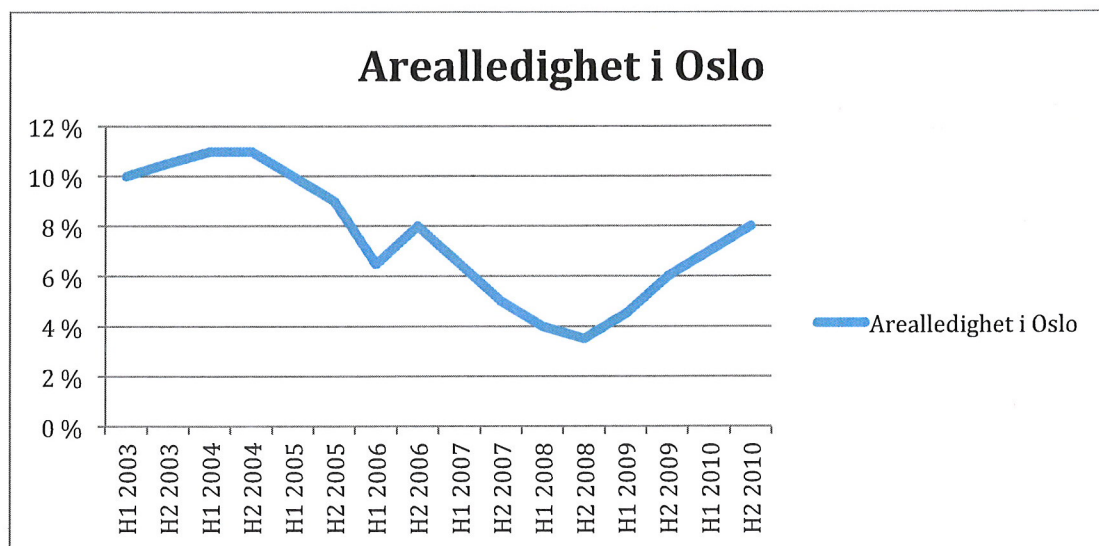
Figur 30 Arealledigheten i Oslo juli 2010 etter geografisk beliggenhet

Kilde: Akershus Eiendom (2010-2) s. 18

Akershus Eiendom rapportere om en total arealmengde på 8,4 millioner kvadratmeter i 2003 (Akershus Eiendom 2003-1 s. 16). I 2004 rapporteres at denne er økt til 8,6 millioner kvadratmeter (Akershus Eiendom 2004-1 s. 14), mens det i 2006 er ned til 8,5 millioner kvadratmeter (Akershus Eiendom 2006-1 s. 12). Den totale kontormassen holder seg stabil på dette nivået frem til andre kvartalsrapport 2010 hvor det rapporteres om en total kontormasse på 7,9 millioner kvadratmeter (Akershus Eiendom 2010-2 s. 13). Grunnen til denne nedjusteringen på rundt 600 000 kvadratmeter skyldes en bedre oversikt over lager og butikklokaler i kontorlokalene og en mindre reduksjon i volumet som følge av konvertering og riving av kontorbygg.

Figur 31 under viser utviklingen i den totale arealledigheten for Oslo i perioden fra første markedsrapporten ble utgitt i 2003 frem til andre rapporten i 2010. Vi ser at arealledigheten øker fra syv til åtte prosent fra første til andre halvår av 2010. Dette er riktig nok basert på en kontormasse på 600 000 færre kvadratmeter. Men likevel tilsier dette en økning i antall ledige kvadratmeter. Det må også legges til at Akershus Eiendom skriver i din rapport for andre halvår 2010 at arealledigheten er uendret på åtte prosent fra

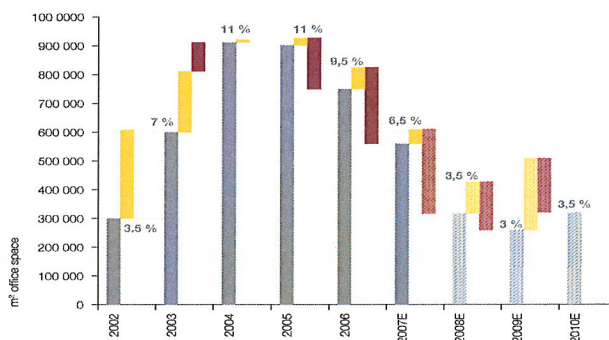
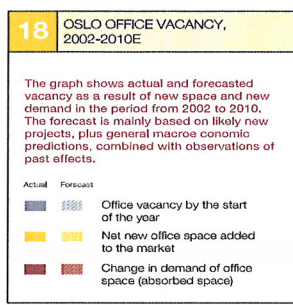
forrige halvår (Akershus Eiendom 2010-2 s. 18). Men rapporten for første halvår viser en arealledighet på syv prosent (Akershus Eiendom 2010-1 s. 18).



Figur 31 Prosentvis arealledigheten i Oslo hvert halvår i perioden 2003-2010

Kilde: Egen fremstilling basert på Akershus Eiendom (2003-2011)

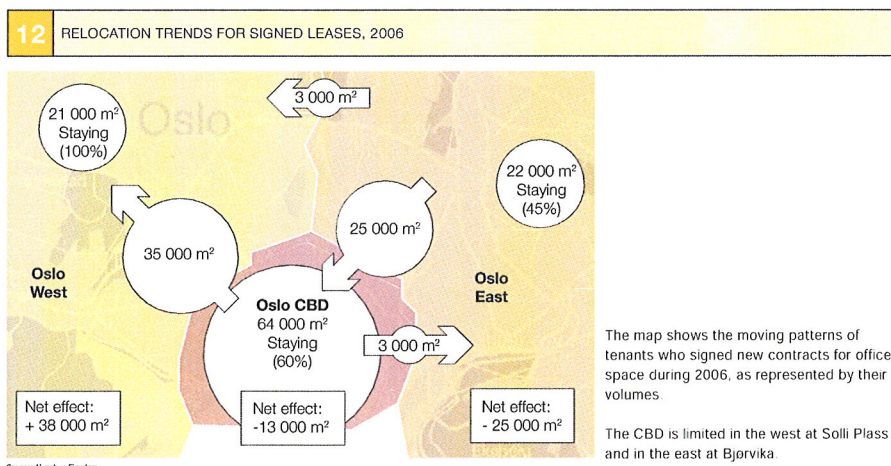
Figur 32 under er for første gang en del av Akershus Eiendom sine markedsrapporter i første halvår i 2007. Denne figuren viser utviklingen i arealledigheten de siste årene og estimater for de kommende tre årene. De grå søylene viser antall kvadratmeter som står ledig, mens de gule søylene viser tilførsel av nye arealer. De røde søylene viser arealabsorpsjonen eller etterspørselen i markedet. Figuren viser at hvis de røde søylene er større enn de gule søylene synker arealledighete, mens det motsattes skjer hvis de gule søylene er større enn de rød. Grunnen for dette er så enkel som at hvis det absorberes mer areal i markedet enn det tilføres går arealledigheten ned og vice versa. Denne delen av Akershus Eiendoms markedsrapporter vil bli videre behandlet under pkt. 3.3.3 under om estimater i markedsrapportene.



Figur 32 Arealledigheten i Oslo for perioden 2002-2006 og estimater for 2007-2010 basert på nybygging og endring i etterspørselen etter kontorer

Kilde: Akershus Eiendom (2007-1) s. 21

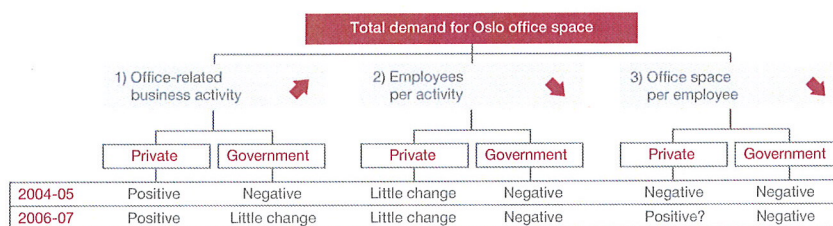
I den første markedsrapporten i 2005 gir Akershus Eiendom for første gang utfyllende fokus på flyttestrømmene i kontormarkedet. Figur 33 under viser til- og fraflytting i kvadratmeter mellom Oslo øst, vest og sentrum i 2006 og er hentet fra den første rapporten i 2007. Vi ser her at kartet kun er delt opp i tre kategorier i motsetning til under andre punkter. Dette kan trolig begrunnes med at en mer omfattende inndeling ville vært ekstremt resurskrevende og vanskelig å gjøre så nøyaktig at det gir noen økt verdi for leseren. Figuren er relativt enkel å lese og forstå. Vi ser av eksempelet under at fraflyttingen fra sentrum totalt er på 38 000 kvadratmeter fordelt på 35 000 til Oslo vest og 3 000 til Oslo øst. Innflyttingen til sentrum er på 25 000 kvadratmeter og skjer kun fra Oslo øst, mens det flytter 3 000 kvadratmeter fra øst til vest. Netto effekten av dette er 38 000 flere kvadratmeter utleid i Oslo vest, mens det er 13 000 mindre i sentrum og 25 000 mindre i Oslo øst.



Figur 33 Flyttestrømmene målt i kvadratmeter mellom Oslo sentrum, øst og vest i 2006

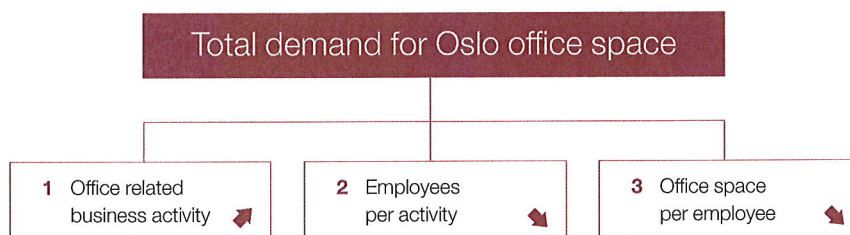
Kilde: Akershus Eiendom (2007-1) s. 15

I 2004 begynner markedsrapportene og inneholde det vi vel må kalle resonnementer eller antakelser om utviklingen i etterspørselen etter kontorareal i Oslo. Akershus Eiendom definerer tre hoveddrivere for etterspørselen av kontorareal som de bruker som utgangspunkt for sine meninger om utviklingen. Disse driverne er kontorrelatert aktivitet, ansatte per aktivitet og kontorareal per ansatt. Figur 34 under er hentet fra første halvår 2004 og viser hvordan de forventer utviklingen i etterspørsel vil være de neste årene. Dette er riktignok ikke tallfestet, men heller et standpunkt de tar i forhold til tendensen. Figur 35 under er hentet fra andre halvår i 2004 og viser hvordan Akershus Eiendom har utarbeidet en mer grundig figur som beskriver hvorfor de venter den tendensen de gjør.



Figur 34 Akershus Eiendom sine drivere for etterspørselen i leiemarkedet og deres forventninger i 2004

Kilde: Akershus Eiendom (2004-1) s. 17



Implications from the Akershus Eiendom office demand survey

A majority of the private companies surveyed were adding employees, especially in the IT or business services sectors. Non-governmental organizations also reported increased hiring.

A number of government or city agencies surveyed reported a «merger» with another unit. The office size effects were thus difficult to measure, but such changes usually are part of an efficiency process.

Graph 5 of the tenant survey (page 17) clearly shows an ongoing trend of employee office space reduction. Of 32 respondents, 19 were planning for less space per employee, and only one expected employees to have more individual space in the new location.

Figur 35 Akershus Eiendom sine drivere for etterspørselen i leiemarkedet og deres forventninger i 2004

Kilde: Akershus Eiendom (2004-2) s. 19

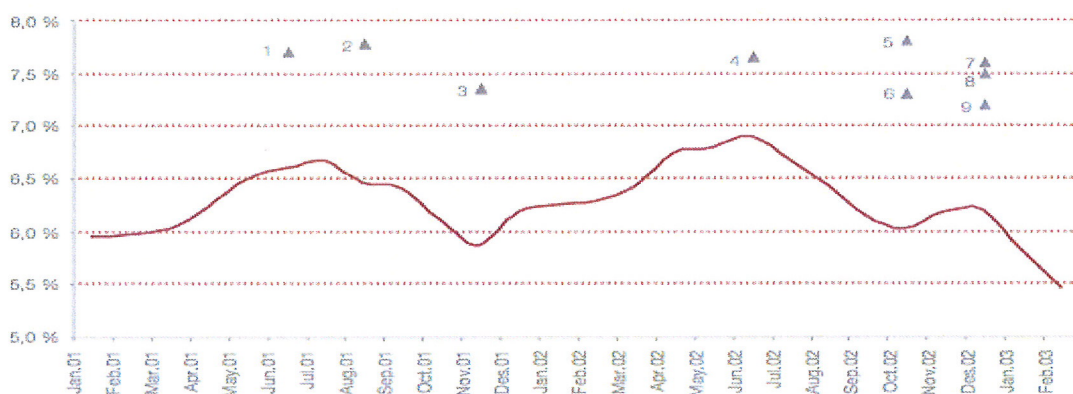
Eiermarkedet

Hvis vi ser litt tilbake til eiendomsmarkedssystemet (se pkt. 2.3 over) vet vi at verdien på eiendom i markedet påvirkes av leieprisene i leiemarkedet og avkastningskravet til

investorene i eiermarkedet. Avkastningskravet er igjen påvirket av tilbud og etterspørsel eller kjøpere og selgere. Parameter som stort sett brukes som mål på avkastningen i markedet er yield.

Akershus Eiendom skriver om yielden i samtlige av sine markedsrapporter. Figur 36 under er hentet fra den første markedsrapporten som blir utgitt i 2003. Den røde kurven viser avkastningen eller renten på en ti-års statsobligasjon mens de grå trekantene viser yielden på spesifikke transaksjoner gjennomført i markedet fra 2001 til starten av 2003. Tallet ved siden av trekantene henviser til hvilke eiendommer som er kjøpt og solgt i en tabell under, eiendommens adresse, område, transaksjonsdato, yield og kjøpesum. Grafen og tabellen sier ingenting om det er snakk om brutto- eller nettoyield, men ettersom bruttoleien er enklere å få vite enn nettoleien er det naturlig å anta at det er snakk om en bruttoyield.

Interest rates and yields



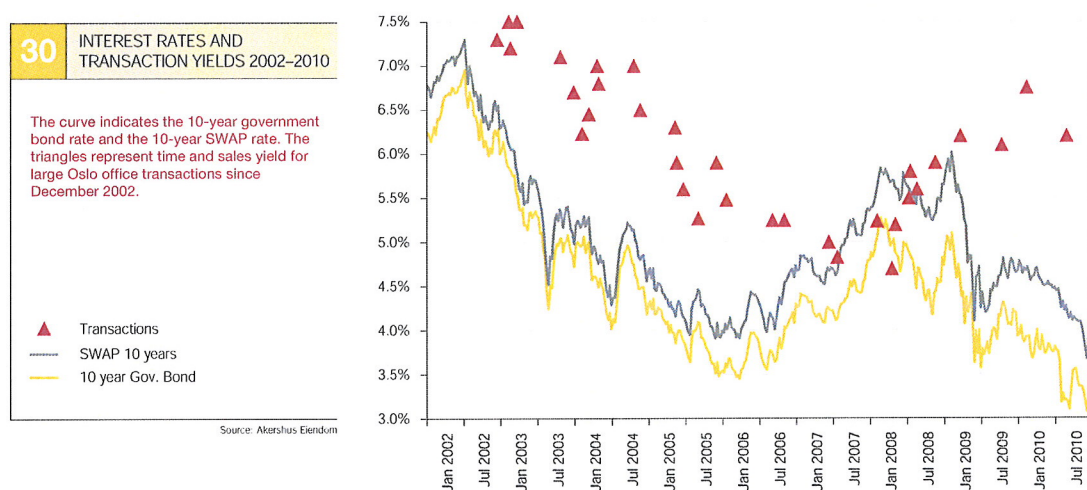
Source: Norges Bank, Akershus Eiendom / Various other sources

No.(as in graph above)	Adress	Area	Transaction date	Yield	Volume in NOK million
1	Lysaker Torv D	Lysaker	jun.01	7,70%	432
2	Roald Amundsens gt 6	CBD	aug.01	7,75%	175
3	Stortingsgt 6	CBD	nov.01	7,35%	259
4	Pilestredet 33A	CBD	jun.02	7,65%	400
5	St. Olavs plass 5	CBD	okt.02	7,80%	299
6	Oslo Atrium	CBD east	okt.02	7,30%	812
7	Wergelandsveien 1-3	CBD west	des.02	7,60%	367
8	Vahlsgt 1-3	CBD east	des.02	7,50%	302
9	Dronning Mauds gt 1-3	Prestige CBD	des.02	7,20%	440

Figur 36 Rød graf viser renten på en 10-års statsobligasjon mens de grå firkantene viser yielden på et utvalg av transaksjoner gjennomført i perioden 2001 til februar 2003.

Kilde: Akershus Eiendom (2003-1) s. 20

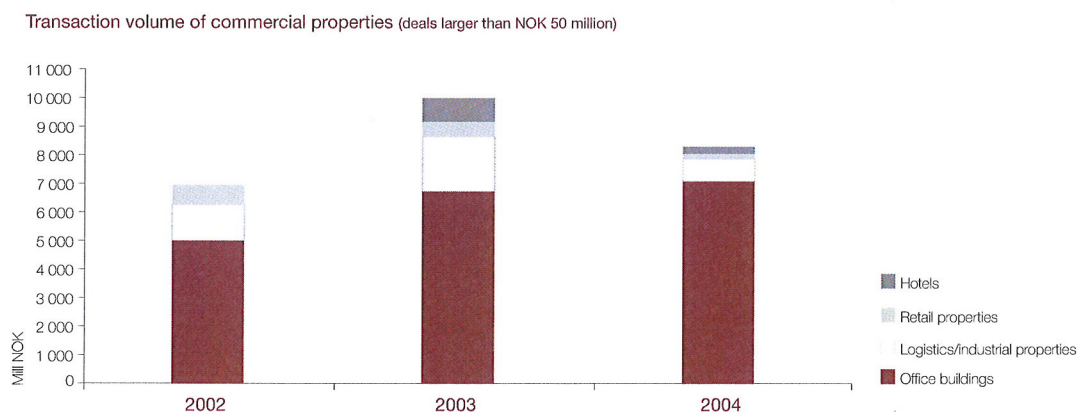
Det som er greit med måten Akershus Eiendom presenterer yield på er at man får et bilde på hvor yielden ligger på gjennomførte transaksjoner i løpet av perioden. På denne måten viser figuren at yielden kan variere fra transaksjon til transaksjon. I figur 37 under ser vi tilsvarende figur som 36 over med noen små endringer. Figuren er hentet fra siste markedsrapporten i 2010. Den gule kurven viser avkastningen eller renten på en ti-års statsobligasjon tilsvarende kurven i figur 36 over. Den grå grafen viser ti-års swap rente, mens de røde trekantene viser yielden på et utvalg av transaksjonene gjort i perioden mellom 2002 og 2010. I motsetning til figuren fra 2003 henviser 2010 figuren ikke til hvilke transaksjoner det er snakk om. Dette gjør det vanskelig å sammenligne de ulike transaksjonene ettersom man ikke vet hvilke beliggenhet det er på eiendommene.



Figur 37 Gul kurve viser renten på en 10-års statsobligasjon, den grå kurven viser 10-års swap-rente, de røde trekantene viser et utvalg av transaksjoner gjennomført i perioden 2002 til juli 2010

Kilde: Akershus Eiendom (2010-2) s. 24

Fra andre halvårsrapport fra 2004 illustrer Akershus Eiendom transaksjonsvolumet for næringseiendom i Norge de siste årene samt inneværende år. Det er kun medregnet transaksjoner på over 50 millioner. Den røde delen av søylen i figur 38 under viser transaksjonsvolumet på kontoreiendommer. Vi ser at kontoreiendommer står for den klart største delen av transaksjonsvolumet. Den hvite delen av søylen viser volumet for logistikk- og industrieiendommer. Den lyse grå delen av søylen viser transaksjonsvolumet for handelseiendommer, mens den mørkere grå delen viser volumet for hotelleiendommer.



Figur 38 Transaksjonsvolumet målt i millioner kroner i perioden 2002-2004 fordelt på hotell-, handel-, logistikk-/industri- og kontoreiendom

Kilde: Akershus Eiendom (2004-2) s. 25

Det er vanskelig, om ikke umulig å sette eksakte tall på tilbud og etterspørsel eiermarkedet. Transaksjonsvolumet er kanskje det beste målet på "temperaturen" i markedet for kjøp og salg av eiendom. Tilbudet kan man kanskje til en viss grad måle ved å se på antallet av eiendommer som er ute for salg og prisantydningen selger har. Etterspørselen har man ikke samme mål på siden man ikke kan telle hvor mange som ønsker å kjøpe eiendom. Men man kan muligens måle tilbudet som et resultat av antallet eiendommer for salg, prisantydningen på eiendommene og transaksjonsvolumet. Dette blir da mer en rapportering av hvordan etterspørselen har vært i perioden og ikke et estimat på hvordan etterspørselen er og kommer til å være i fremtiden.

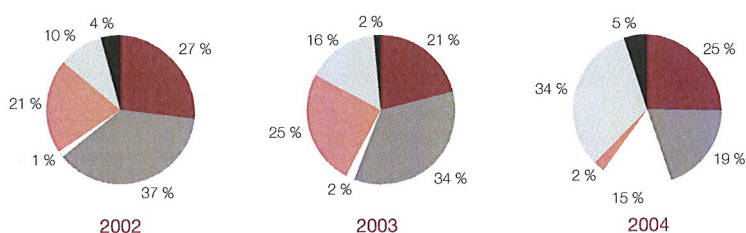
Figur 39 under er hentet fra andre halvår 2004 og viser hvem som er kjøpere og selgere av eiendom i henholdsvis 2002, 2003 og 2004. Denne figuren gir noen interessante bilder. Vi kan se at selger siden i 2002 er dominert av industri- og handelsselskaper. Vi ser at andelen deres av antallet salg faller i prosent. Dette kan for eksempel være en følge av at selskaper som driver med industri og handel velger å selge sine eiendommer for å fokusere på sine kjernevirksomheter og overlate eiendomsdrift og -forvaltning til eiendomsaktørene.

Vi kan se at private investorer har en motsatt utvikling hvor deres andel av salg stiger. Dette kan være vanskelig å forklare, men kan muligens skyldes et ønske om sikring av gevinster. Forsikringsselskaper har en vesentlig lavere andel av de gjennomførte transaksjonene i 2004 enn i 2002 og 2003. Dette kan muligens forklares med at forsikringsselskapene ønsker en jevn, sikker avkastning og dermed ønsker å vekte seg opp

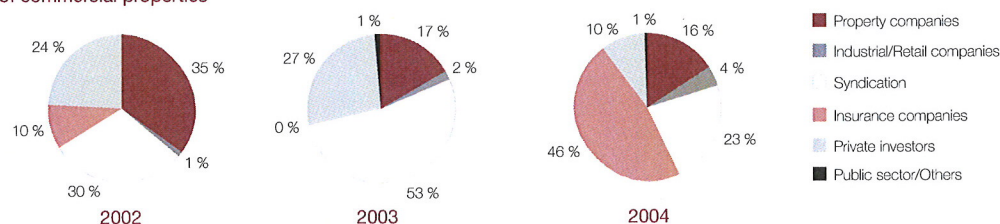
i eiendom i etterkant av en ganske vanskelig økonomisk periode. Hvis vi ser på kjøpersiden kan dette resonnetet stemme. Vi kan se at forsikringselskapene har en sterk økning i andelen av transaksjoner som er gjennomført.

Vi ser at eiendomsselskapene som har hatt en jevn andel av transaksjonsvolumet på selgersiden har hatt en nedgang i andelen på kjøpersiden. Dette kan også være vanskelig å forklare, men det er en mulighet at eiendomsselskapene har et høyere avkastningskrav enn for eksempel forsikringselskapene og ikke har villet konkurrere om eiendomsinvesteringer på samme betingelser. Private investorer kan se ut til å ha vært i samme situasjon som eiendomsselskapene.

Sellers of commercial properties



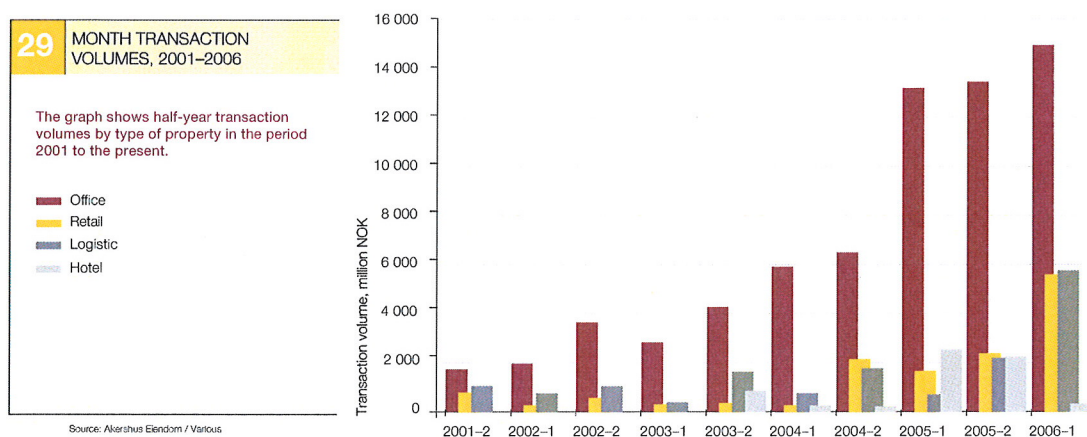
Buyers of commercial properties



Figur 39 Oversikt over hvilke aktører som er selgere og kjøpere i markedet i 2002-2004

Kilde: Akershus Eiendom (2004-2) s. 25

Figur 40 under er hentet fra den andre halvårsrapporten til Akershus Eiendom i 2006. Figuren viser i stor grad det samme som figuren som viste transaksjonsvolumet i 2003 (se figur 38 over). Forskjellen er at kontor, handel, logistikk og hotell har fått hver sin søyle noe som gjør det lettere å lese transaksjonsvolumet for hvert enkelt segment. Den andre forskjellen er at transaksjonsvolumet er vist halvårlig. Dette gir egentlig ikke noen vesentlig eller ny informasjon, men det er verdt å merke seg at transaksjonsvolumet i 2002 til 2005 er høyere i andre enn i første halvår i samtlige av årene.



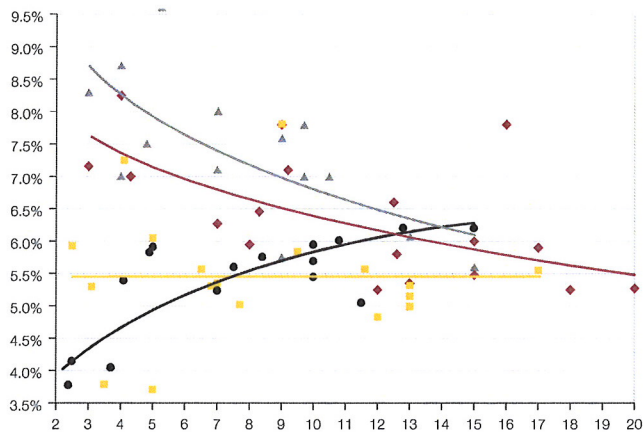
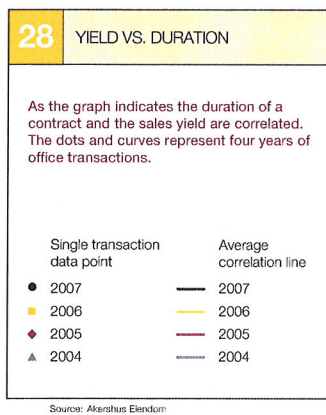
Figur 40 Transaksjonsvolum målt halvårlig i millioner kroner fordelt på kontor-, handels-, logistikk- og hotelleiendommer

Kilde: Akershus Eiendom (2006-2) s. 27

Figur 41 under er hentet fra den første markedsrapporten i 2008. Denne figuren er unik i Akershus Eiendoms markedsrapport fra 2008 og finnes ikke i deres andre rapporter. Denne figuren er svært interessant og illustrerer noe rapporteringen av yielden i markedet ikke sier noe om. I figuren kan vi se sammenhengen mellom yielden på transaksjoner og gjenværende levetid på kontraktene på eiendommen for perioden 2004 til 2007.

Punktene i grafen viser transaksjoner som er gjennomført. Formen og fargen viser hvilket år de er gjennomført. Den vertikale aksene viser yielden på transaksjonen, mens den horisontale aksene viser vektet levetid på leiekontraktene knyttet til eiendommen. Linjene i grafen viser gjennomsnittet av de transaksjonene som er gjennomført, og fargen viser hvilket år det er snakk om.

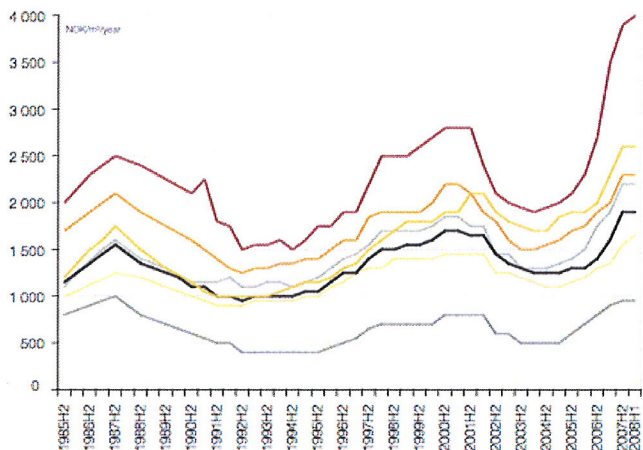
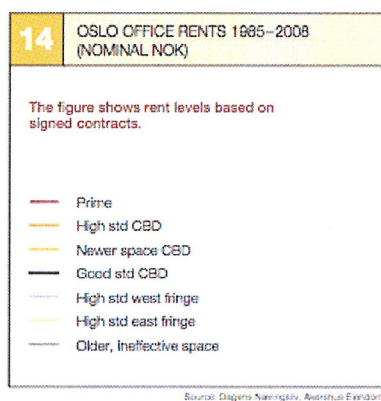
Det som er interessant og observere her er at man verdsetter levetiden på kontraktene veldig forskjellig i 2007 i forhold til 2004 og 2005. Den grå og røde linjen som er 2004 og 2005 er fallende og viser at investorene er villige til å betale en lavere yield jo lenger levetiden er på kontraktene knyttet til bygget. Den svarte linjen som viser gjennomsnittet i 2007 er stigende og viser at man i 2007 er villige til å kjøpe eiendommer med en lavere yield jo kortere levetiden på kontraktene er. Man er altså villig til å betale mer for eiendommer med korte leiekontrakter en omvendt.



Figur 41 Linjene viser gjennomsnittlige sammenhengen i perioden 2004-2007 mellom yield på gjennomførte transaksjoner og gjennværende tid på leiekontraktene knyttet til eiendommen

Kilde: Akershus Eiendom (2008-1) s. 25

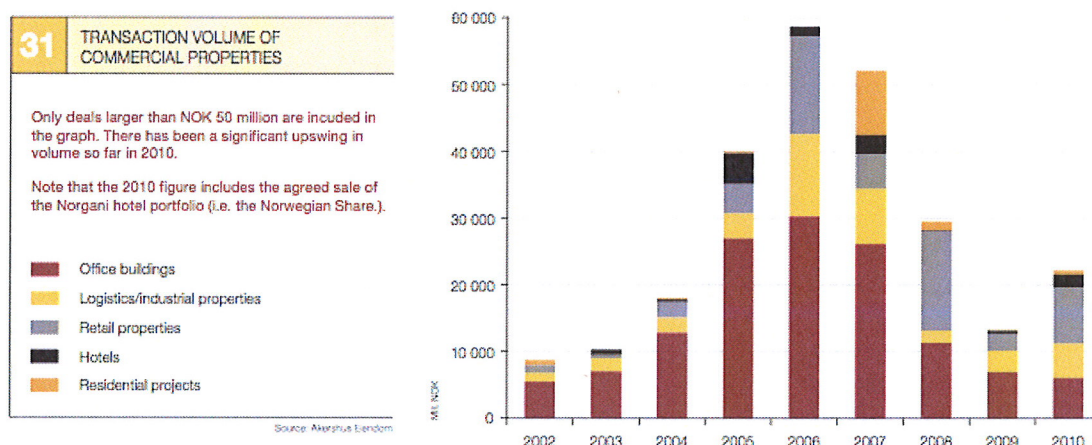
Ser vi det overnevnte i sammenheng med utviklingen i leieprisene (se figur 42 under) ser vi at leieprisene falt kraftig fra 2001 og flatet ut mot slutten av 2003. I 2006 og 2007 ser vi en kraftig stigning i leieprisene. Dette viser trolig at investorene i 2004 og 2005 er mindre risikovillige og ønsker lange leiekontrakter for å kjøpe eiendom. I 2007 ønsker man korte leiekontrakter fordi man tror leieprisene skal fortsette å stige og dermed at man kan reforhandle eller fornye leiekontrakter på vesentlig høyere nivåer enn da transaksjonen ble gjennomført, og man er dermed villig til å betale mer for eiendommer med korte enn lange leiekontrakter. Rapporteringen av yield er veldig sjelden satt i sammenheng med leiekontraktens lengde og leiepris eller investorenes forventninger til utvikling. Dette utgjør dermed en betydelig feilkilde, og viser at yelden i markedet slik den normalt rapporteres ikke bør brukes ukritisk, men må sees i et større bilde.



Figur 42 Leieprisene i Oslo for perioden 1985-2008 fordelt på beliggenhet og standard

Kilde: Akershus Eiendom (2008-2) s. 15

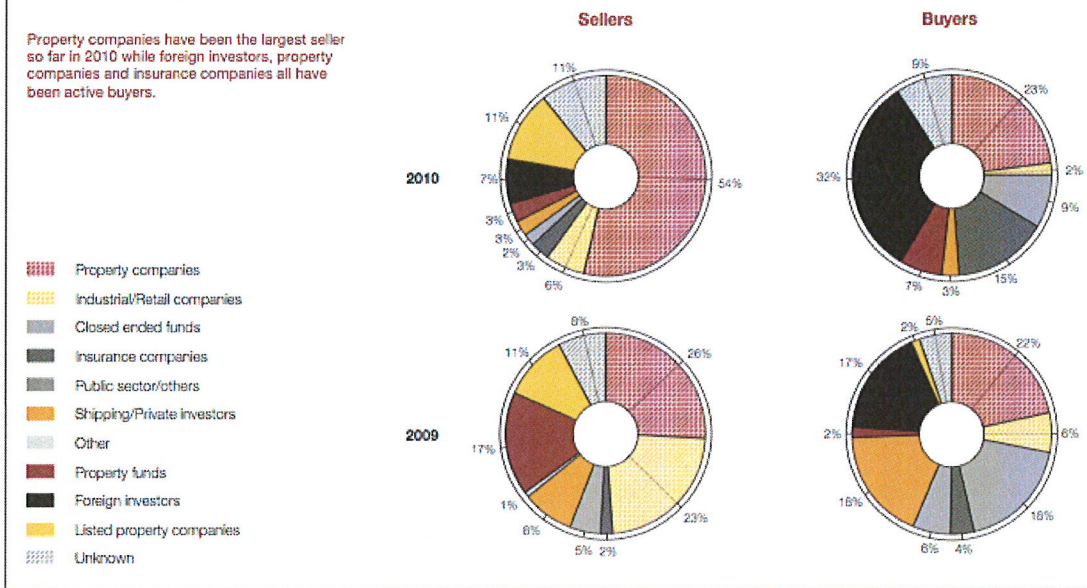
Som vi har sett tidligere har kontoreiendommer stått for den dominerende andelen av transaksjoner. I figur 43 under ser vi at handelseiendommer har stått for den største andelen av transaksjonsvolumet i 2008 og 2010. Mens det totale volumet steg i 2010 kan vi se av figuren at transaksjonsvolumet for kontoreiendom falt videre. Dette kan kanskje forklares med at leieprisene for kontoreiendom er mer sensitivt for svingninger i økonomien fordi veksten i kontorsensitive virksomheter stopper opp eller faller. Dette kan føre til lavere transaksjonsvolum når usikkerheten er stor. Handelseiendommer er ofte basert helt eller delvis på omsetningsleie. Selv om makroøkonomiske forhold ikke er veldig sterke har Norge fortsatt lav arbeidsledighet og nordmenn stort sett solid økonomi som gjør at leieinntektene for handelseiendommer ikke påvirkes like mye.



Figur 43 Transaksjonsvolum målt i millioner kroner for perioden 2002-2010 fordelt på kontor-, logistikk-/industri-, handels-, hotell- og boligeiendom H2 2010

Kilde: Akershus Eiendom (2010-2) s. 26

Figur 44 under viser i følge Akershus Eiendom hvem som er kjøpere og selgere i markedet i 2009 og 2010. Det mest interessante å se her er at utenlandske investorer står for en stor andel av kjøpene og at andelen er økende fra 2009 til 2010. Det er også verdt å merke seg at eiendomsselskapene har en stabil andel av kjøpene i 2009 og 2010, mens de står bak over halvparten av salgene i 2010. Dette kan kanskje skyldes at mange eiendomsselskaper har vært svært presset økonomisk som følge av finanskrisen og føler at prisene i 2010 endelig ”er verdt å selge på”.



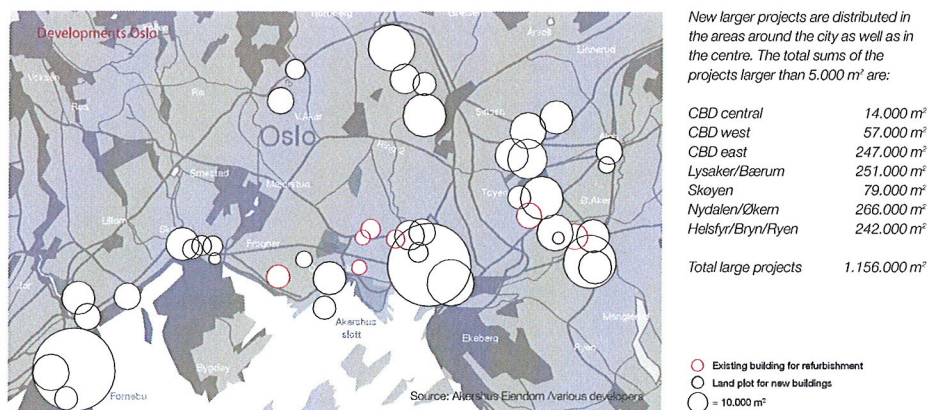
Figur 44 Aktørene i eiemarkedet og deres prosentvise andel av kjøp og salg av eiendom i 2009 og 2010

Kilde: Akershus Eiendom (2010-2) s. 27

Eiendomsutviklingsmarkedet

Akershus Eiendom har en ganske omfattende kartlegging av prosjekt- eller eiendomsutviklingen i Oslo. Selv om markedsrapportene gir et ganske klart bilde på hvordan prosjektpotensialet er vil det være vanskelig å si noe om når prosjektene kommer til å bli realisert.

Figur 45 under er hentet fra første markedsrapporten i 2004. De sorte sirklene viser hvor det er tomter tilgjengelig for utbygging. Størrelsen på disse sirklene forteller hvor stort utbyggingspotensialet er. Jo større sirkelen er jo større er naturligvis utbyggingspotensialet. Det er riktignok vanskelig å lese ut av kartet eksakt hvor stort potensialet er. De røde sirklene forteller hvor det er eksisterende bygninger klare for oppussing eller rehabilitering. Størrelsen på sirkelen sier også her hvor stor bygningsmasse det er snakk om. Denne typen figurer går igjen i samtlige av Akershus Eiendom sine markedsrapporter.

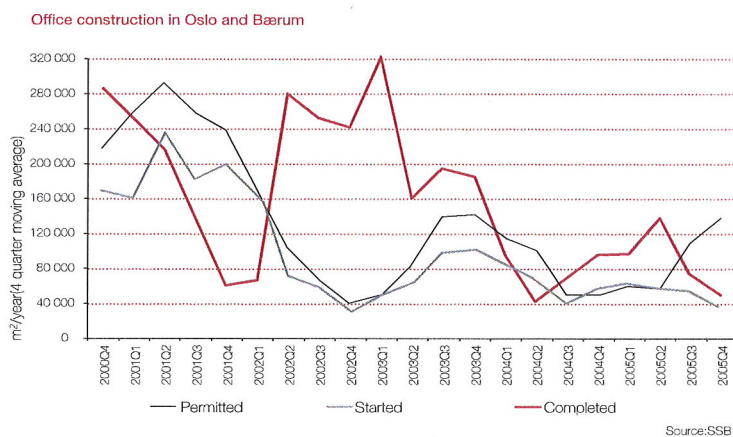


Figur 45 Rød sirkel viser eksisterende areal som trenger rehabilitering, svart sirkel viser landareal som er klart for nybygging, mens størrelsen på sirklene forteller hvor stort areal det er snakk om

Kilde: Akershus Eiendom (2004-1) s. 15

Akershus Eiendom skriver i sine rapporter noe om hva de forventer at skal realiseres de nærmeste årene. Men dette er stort sett kun basert på resonnementer knyttet til ”temperaturen i markedet” både for eiendom og økonomi mer generelt.

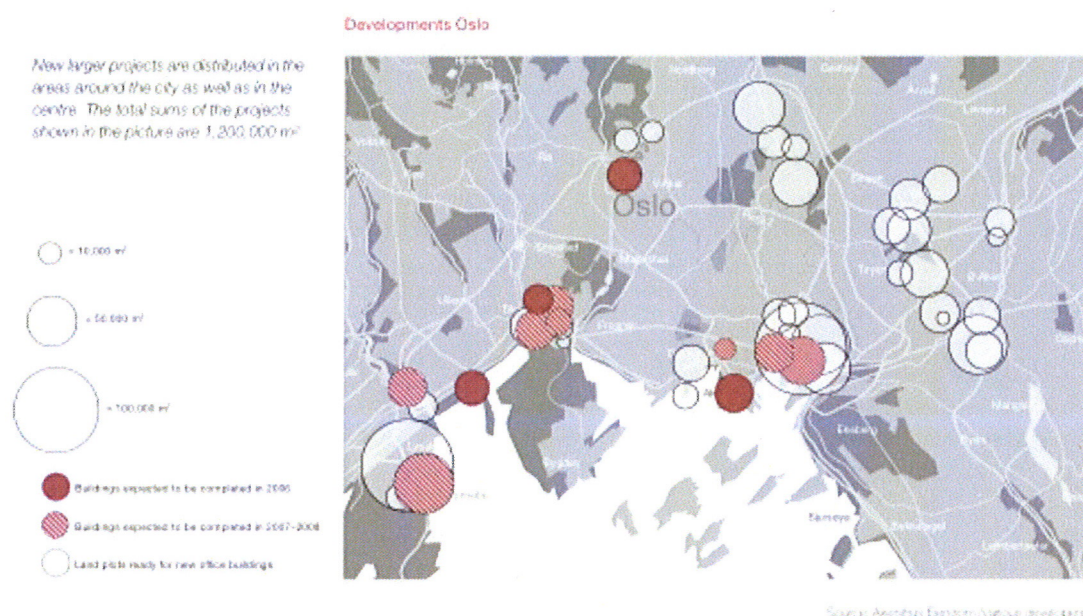
Figur 46 under er hentet fra første rapporten i 2006. Den mørke grå grafen viser antallet antall kvadratmeter som er godkjent for bygging hvert kvartal. Den lysere grå grafen viser antall påbegynte kvadratmeter nybygg. Vi ser at disse to grafene stort sett har fulgt hverandre fra 2000 frem til midten av 2005. Selv om kurvene ikke følger hverandre slavisk har de stort sett samme tendens. Men i midten av 2005 skiller disse to kurvene lag. Mens det blir godkjent flere prosjekter blir færre satt i gang. Den røde kurven viser antall kvadratmeter ferdigstilt hvert kvartal innenfor samme periode. Det er vanskelig å se noen sammenheng mellom denne og de to andre kurvene.



Figur 46 Rød graf viser ferdigstil areal, grå graf viser startet bygging, svart graf viser godkjent areal for bygging i perioden fra fjerde kvartal 2000 til fjerde kvartal 2005

Kilde: Akershus Eiendom (2006-1) s. 20

Figur 47 under er også fra den første markedsrapporten i 2006 og ligner i stor grad figur 45 over fra 2004. I denne figuren er det satt inn en form for målestokk som gjør det litt lettere å skjønne betydningen av størrelsene på sirklene. Det mest interessant med denne figuren er at den gir estimater eller forventninger for ferdigstillelsen de kommende årene. De helrøde sirklene viser bygg forventet ferdigstilt i 2006. De rød skraverte sirklene viser bygg forventet ferdigstilt i 2007 eller 2008. De hvite gjennomsiktige sirklene er tomter eller landareal klare for nybygg. Denne figuren gir en god oversikt over byggeaktiviteten. Det er både lett å se omfanget og hvor det bygges.



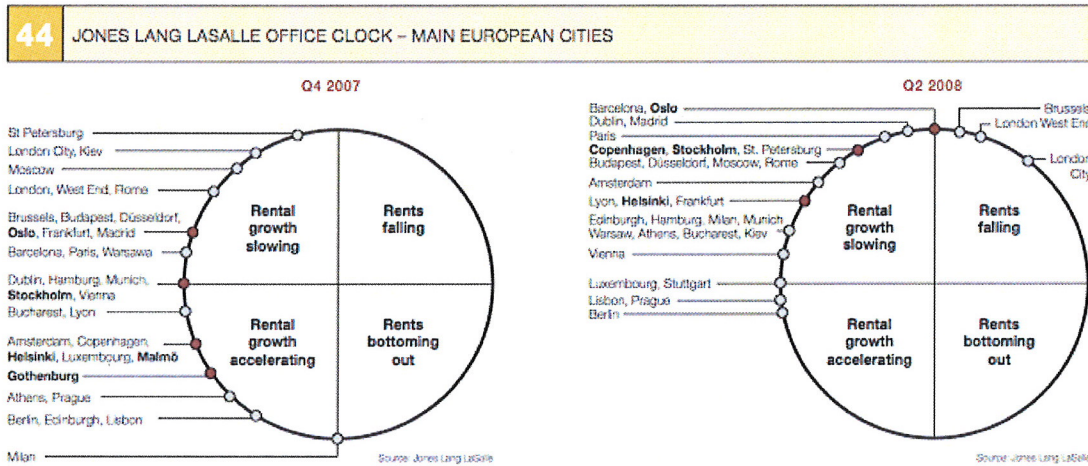
Figur 47 Rød runding viser bygninger som forventes ferdigstilt i 2006, rød stripete runding viser bygninger forventet ferdigstilt i 2007-2008, hvite rundinger viser tomter klare for bygging, men størrelsen på sirklene forteller hvor stort areal det er snakk om

Kilde: Akershus Eiendom (2006-1) s. 20

Internasjonale markeder

Som nevnt tidligere er ikke regionale eller internasjonale eiendomsmarkeder relevant for denne oppgaven. Likevel ønsker jeg å ta med en figur fra markedsrapportene til Akershus Eiendom. Figur 48 under er hentet fra deres internasjonale samarbeidspartner Jones Lang LaSalle. Figuren viser deres "kontor ur" for de største byene i Europa. Denne figuren går igjen i alle Akershus Eiendom sine rapporter og går man gjennom alle og følger med på Oslo ser man at den beveger seg relativt jevnt i klokkenes retning. I andre kvartal 2008 ser vi at Oslo er på klokken tolv og står foran en periode med fallende leiepriser. Vi vet jo

følgene av finanskrisen i 2008 og ser at dette stemmer relativt godt. Dette "uret" er et interessant bilde fordi den tydelig viser hvilke svingninger det er i eiendomsmarkedet.



Figur 48 Kontor-uret viser hvordan leieprisene i de store byene i Europa beveger seg i klokkenes retning gjennom fire faser

Kilde: Akershus Eiendom (2008-2) s. 32

3.2 Sammenligning av rapportene

3.2.1 Nøkkeltall

Leiemarked

En vesentlig del av markedsrapportene til Oslostudiet er arealmengde for kontoreiendommer. Oslostudiet rapporterer totalt areal i Oslo, Asker og Bærum. Figur 49 under viser den totale mengden av kontorareal målt i millioner kvadratmeter. Som vi ser har kontormarkedet i Oslo, Asker og Bærum vokst fra i underkant av fem millioner kvadratmeter i 1985 til opp mot 10 millioner kvadratmeter i 2011.

Union Gruppen har ikke noe systematisk rapportering for kontorarealet i Oslo, Asker eller Bærum. I den grad de skriver noe om det i sine markedsrapporter er det er det stort sett med Eiendomsspars Oslostudiet som kilde.

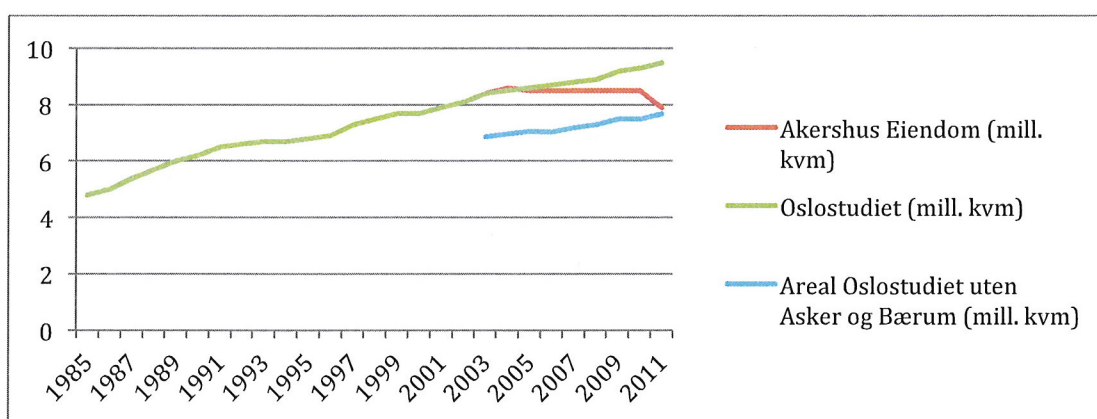
Akershus Eiendom har sine egne tellinger av kontormarkedet i Oslo. Vi kan se i figur 49 under at Akershus Eiendom og Oslostudiet rapporterer omtrent samme arealmengde i sine 2003 rapporter. Den grønne grafen viser Oslostudiet, mens den røde grafen viser Akershus Eiendom sine tall. Figuren viser at mens Oslostudiet rapporterer en jevn stigning i kontorareal fra 2003 til 2011 flater Akershus Eiendom sin graf ut.

Akershus Eiendom har i sin første markedsrapport i 2003 med tall for Asker og Bærum, mens de fra andre halvårsrapport i 2003 først og fremst konsentrerer seg om Oslomarkedet. Dette kan være noe av grunnen til at grafene skiller lag etter 2003.

Den blå grafen viser arealet for Oslo uten Asker og Bærum basert på tall fra Oslostudiet. Oslostudiet oppgir ikke disse tallene i sine rapporter så tallene er basert på egen utregning av den totale kontormassen i Asker og Bærum basert på Oslostudiet sine tall for prosentvis og antall kvadratmeter arealledighet i Asker og Bærum. Utregningen er gjort for å se om Akershus Eiendom og Oslostudiet opererer med samme arealmengde for Oslo i sine markedsrapporter.

Vi kan se av den blå og røde grafen at Akershus Eiendom opererer med relativt mye større areal for Oslo enn det Oslostudiet gjør frem til 2011. Da foretar Akershus Eiendom en

ganske kraftig justering på antall kvadratmeter og rapporterer om 600 000 færre kvadratmeter i Oslo enn tidligere antatt. Egne utregninger for Oslostudiet tilsier at de rapporterer om en arealmengde i Oslo på i underkant av 7,7 millioner kvadratmeter i 2011, mens Akershus Eiendom melder om en masse på 7,9 millioner kvadratmeter. Et slingringsmonn på 200 000 kvadratmeter må man nesten kunne regne med når mye er basert på fysisk telling. I tillegg kan det også skyldes avrunding og unøyaktigheter ved egen utregning av arealet i Oslo fra Oslostudiet. Forskjellen fra 2003 kan muligens skyldes at Akershus Eiendom opererer med feil tall som først blir revidert i 2010.



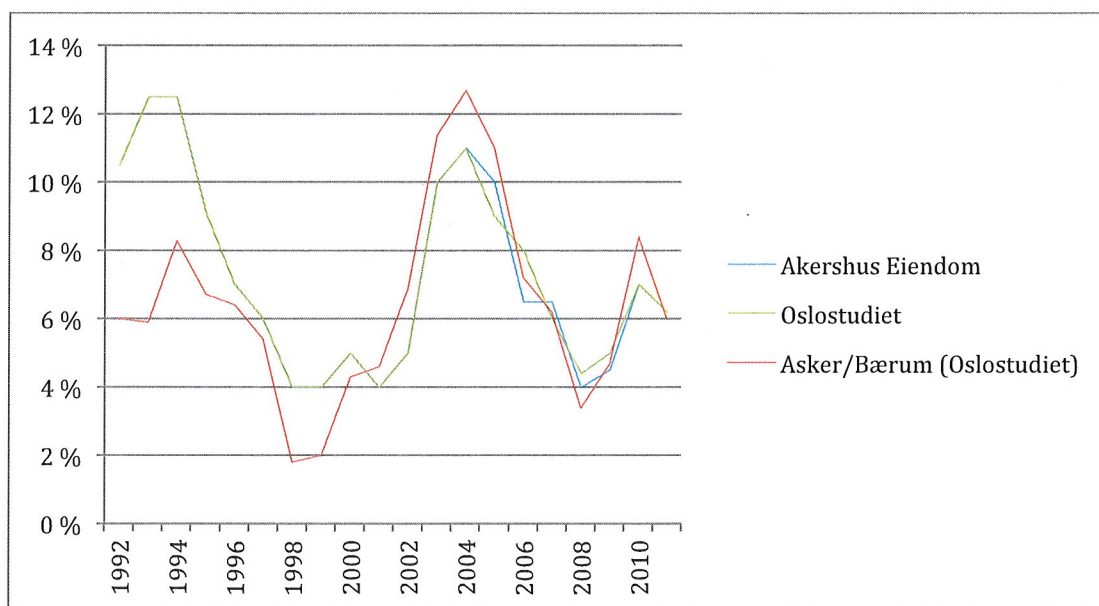
Figur 49 Kurvene viser antall kvadratmeter kontorareal i henhold til Oslostudiet og markedsrapportene til Akershus Eiendom

Kilde: Egen fremstilling basert på Eiendomsspar (1992-2011), Union Gruppen (1994-2011-1), og Akershus Eiendom (2003-2010)

Ser vi på markedsrapportenes fokus på arealledigheten i prosent er det interessant å se at tallene fra Akershus Eiendom og Oslostudiet er såpass like med tanke på at Oslostudiet har med Asker og Bærum, mens Akershus Eiendom hovedsakelig rapporterer for Oslo (se figur 50 under). Den røde grafen viser arealledigheten for Asker og Bærum. Vi kan se at arealledigheten for Asker og Bærum svinger mer enn snittet for Oslo, Asker og Bærum som Oslostudiet rapporterer. Vi har sett over at beregninger gjort basert på tall fra Oslostudiet viser at Asker og Bærum består av rundt 1,8 millioner kvadratmeter kontor eller rundt 19 prosent av den totale kontormassen i Oslo, Asker og Bærum. Dette skulle tilsa en større svingning i arealledigheten som Oslostudiet melder enn det Akershus Eiendom melder.

Et annet punkt som gjør det litt merkelig at ledighetstallene fra de to markedsrapportene er såpass like er at Akershus Eiendom nedjusterte sitt anslag for arealmengde med

rundt 600 000 kvadratmeter i 2010. Dette skulle tilsi at de fra 2003 til 2010 har regnet ut arealledigheten basert på feil areal.



Figur 50 Arealledigheten fra markedsrapportene i perioden 1992-2011

Kilde: Egen fremstilling basert på Eiendomsspar (1992-2011) og Akershus Eiendom (2003-2010)

Union Gruppen har ingen systematisk rapportering av arealledigheten i sine markedsrapporter. De gangene Union Gruppen skriver om arealledigheten er dette stort sett med en henvisning til andres tall, blant annet Eiendomsspar og Oslostudiet. I 2009 og 2011 er første gang vi kan lese Union Gruppen sine egne tall på arealledigheten. Union Gruppen rapporterer om en arealledighet i første kvartal 2009 på 5,9 prosent (Union Gruppen 2009-1 s. 16) mot Oslostudiets 5 prosent (Eiendomsspar 2009 s. 1) og Akershus Eiendom sine 4,5 prosent (Akershus Eiendom 2009-1 s. 18). I første kvartal 2011 melder Union Gruppen om en arealledighet på 7,1 prosent (Union Gruppen 2011-1 s. 14) mot Oslostudiets 6,2 prosent (Eiendomsspar 2011 s. 1). Mens det ser ut til å variere hvem som rapporterer den høyeste arealledigheten av Oslostudiet og Akershus Eiendom, ligger Union Gruppen på den høyeste ledigheten de to årene de selv har beregnet ledigheten.

Det kan være vanskelig å sammenligne leieprisene de ulike aktørene rapporterer i sine markedsrapporter. Union Gruppen har skrevet om leieprisene i sine kvartalsrapporter helt siden begynnelsen i 1994. Likevel er det et par av rapportene hvor det ikke fremkommer noen eksakte tall for leieprisene. Den største utfordringen med å bruke markedsrapportene

til Union Gruppen for å sammenligne med andre aktører er at de har endret inndelingen på segmenter og geografi flere ganger.

Akershus Eiendom har kun byttet ut et segment en gang og det er derfor relativt enkelt å se utviklingen over tid. Oslostudiet fokuserer ikke på leieprisene i Oslo så det er naturligvis ingen tall å sammenligne med. For å sammenligne rapportene til Akershus Eiendom og Union Gruppen har jeg tatt utgangspunkt i fire av inndelingene til Akershus Eiendom og funnet fire kategorier fra Union Gruppen som tilsvarer dette.

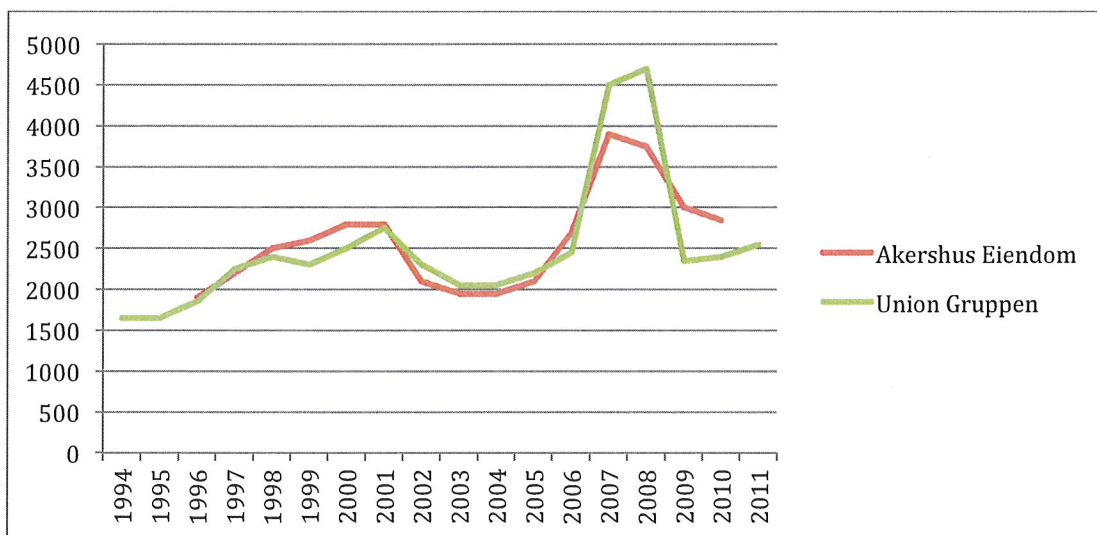
Det første segmentet er Akershus Eiendom sitt Prime segment som tilsvarer Union Gruppen sitt Prestisjelokaler. Figur 51 under viser de rapporterte leieprisene for dette segmentet. Den røde grafen viser utviklingen i henhold til Akershus Eiendom sin markedsrapport, mens den grønne grafen viser utviklingen i henhold Union Gruppen sine kvartalstall. Før jeg kommenterer tallene er det et par viktige ting det er viktig å være klar over før man begynner å sammenligne tallene ukritisk. For det første inngås det flere kontrakter på ulike nivåer selv om det er innenfor et og samme segment. Mens Union Gruppen for det meste rapporterer maks- og minsteleie og gjennomsnittlig leie i sine rapporter oppgir Akershus Eiendom stort sett kun ett tall per segment. Tallene under er basert på Union Gruppen sine gjennomsnittstall og ettersom de stemmer forholdsvis godt med tallene til Akershus Eiendom kan man kanskje anta at Akershus Eiendom også opererer med gjennomsnittlig leiepris.

Det andre man må være klar over er i hvilken periode av året tallene er fra. Tallene til Akershus Eiendom er basert på leiekontrakter inngått siste halvdel av året. For å få mest mulig sammenlignbare tall er Union Gruppens tall hentet fra tredje kvartalsrapport hvert år der disse tallene er tilgjengelig.

For prestisjesegmentet kan vi se at Akershus Eiendom og Union Gruppen rapporterer forholdsvis like tall frem til 2006-2007. I perioden i forkant av finanskrisen kan vi se at Union Gruppen melder om en brattere stigning i leieprisene enn det Akershus Eiendom gjør. Vi kan også se at Union Gruppen har stigning i leien ett år lenger enn det Akershus Eiendom har. Det vil si at leiepristoppen til Akershus Eiendom er i år 2007 med en leie på rundt 3900 kroner per kvadratmeter, mens toppen til Union Gruppen blir meldt i 2008 og er på 4700 kroner per kvadratmeter. Det er umulig å si hvem som opererer med de rette

tallene ettersom leiepriser er individuelle. Hvis disse to aktørene baserer dette på tall fra sin egen virksomhet som næringsmegler kan begge ha rett. I så fall vil det si at Union NNM har gjort den beste jobben for sine kunder og fått den høyeste leieprisen.

Som sagt melder Union Gruppen om en leiepristopp langt over det Akershus Eiendom gjør. Men det som er interessant er at Union Gruppen også melder om et fall i leieprisene fra 2008 til 2009 som er vesentlig større enn Akershus Eiendom sitt. Union Gruppen melder om et fall fra 4700 kroner per kvadratmeter i 2008 til 2350 kroner per kvadratmeter i 2009. Dette er deres foreløpige bunn og de melder om en utflating med en svak stigning i leieprisene etter dette. For Akershus Eiendom sin del melder de om en foreløpig bunn over det Union Gruppen gjør, og med tanke på at toppen deres også var lavere er fallet i leieprisene også nominelt selvsagt mye mindre.



Figur 51 Leieprisene for det øverste prissegmentet i Oslo fra 1994-2011 for Union Gruppen (grønn kurve) og fra 1996-2010 for Akershus Eiendom (rød kurve)

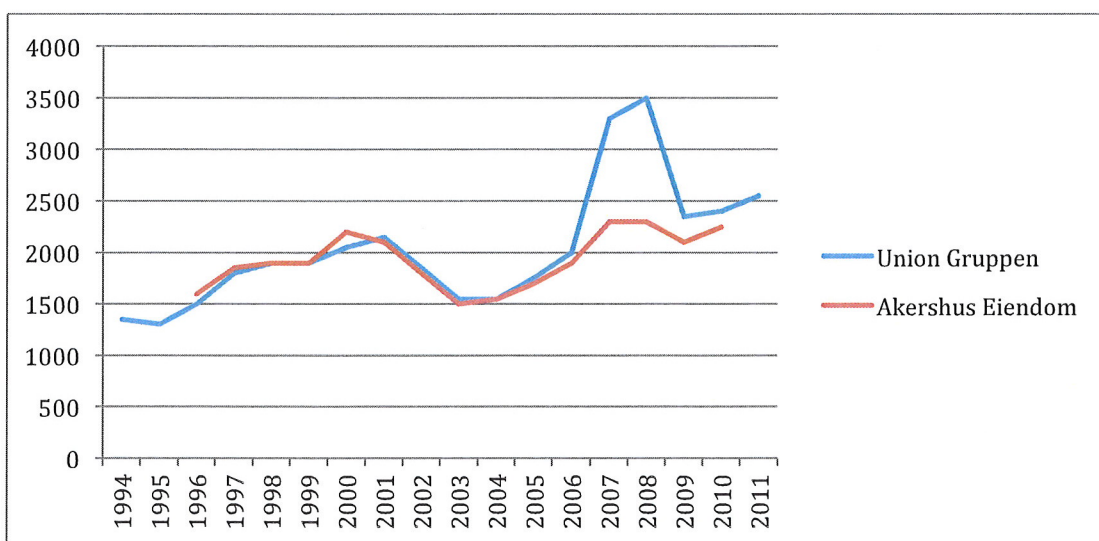
Kilde: Egen fremstilling basert på Union Gruppen (1994-2011-1) og Akershus Eiendom (2003-2010)

Det andre segmentet jeg ønsker å sammenligne er det Akershus Eiendom kaller high standard CBD. Tilsvarende segment hos Union Gruppen er det de kaller høy standard, mest attraktiv beliggenhet. Betrachninger knyttet til tallenes pålitelighet gjelder her tilsvarende som over. Tallene er hentet fra de samme rapportene.

Figur 52 under som viser utviklingen i leieprisene for segmentet med høy standard og topp beliggenhet er kanskje ikke så veldig overraskende lik figuren til primesegmentet kun med

litt lavere leiepris. Vi kan se at Union Gruppen og Akershus Eiendom rapporterer om mer eller mindre samme leieprisnivåer frem til 2006. I 2007 og 2008 melder Union Gruppen om to år med stigning som er vesentlig høyere enn Akershus Eiendom som melder om en topp i markedet i 2007 og flat utvikling i 2008 før leieprisene faller. Forskjellen på de to aktørenes leiepriser er større for dette segmentet enn for primesegmentet rundt finanskrisen. Forskjellen her er bemerkelsesverdig stor, og hadde det ikke vært for at tallene stemte godt over ens frem til 2006 ville man antatt at de to aktørene melder om to forskjellige markeder eller segmenter. Dette viser vel først og fremst at man må være forsiktig med å bruke markedsrapportene ukritisk å tro at det som står i dem nødvendigvis er slik ”markedet ser ut”. I så fall vil jo de som leser Akershus Eiendom sine markedsrapporter og de som leser markedsrapportene til Union Gruppen har veldig ulikt syn på eiendomsmarkedet.

Det er riktignok et par elementer her som utgjør noen feilkilder. Union Gruppen har ikke med dette segmentet i sine siste markedsrapporter. Det vil si at tallene til Union Gruppen fra 2008 er hentet fra andre kvartal 2008 istedenfor tredje kvartal. Som vi vet hadde finanskrisen stor betydning for leieprisene i andre halvdel av 2008 så dette forklarer nok noe av hvorfor den blå grafen som viser leieprisene til Union Gruppen stiger fra 2007 til 2008. Tallene for 2009 til 2011 er de gjennomsnittlige leieprisene for Akershus og Vika fra Union Gruppen sine kvartalsrapporter.



Figur 52 Leieprisene for eiendommer med høy standard og topp beliggenhet i Oslo fra 1994-2011 for Union Gruppen (blå) og fra 1996-2010 for Akershus Eiendom (rød kurve)

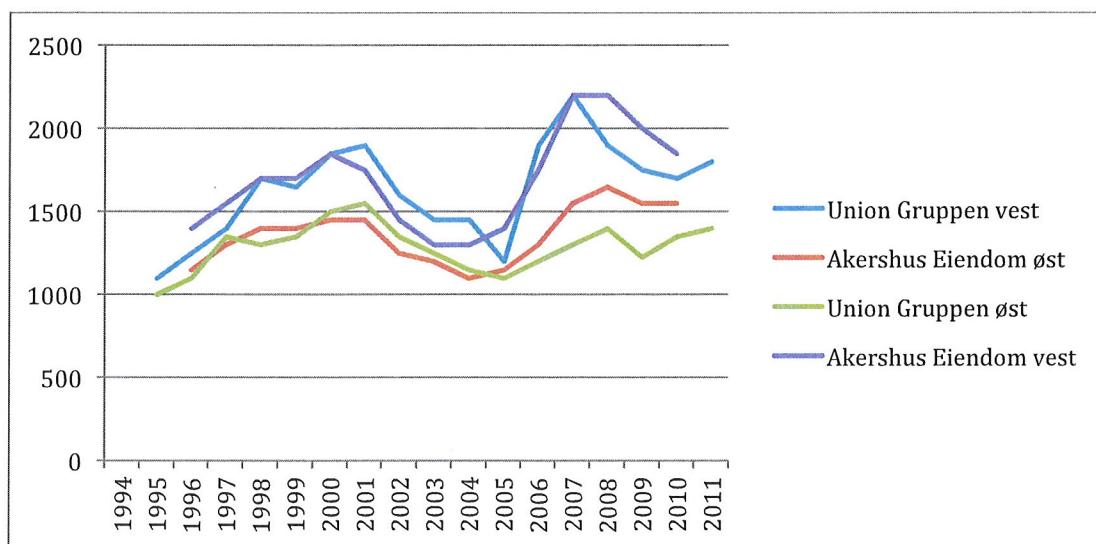
Kilde: Egen fremstilling basert på Union Gruppen (1994-2011-1) Akershus Eiendom (2003-2010)

De siste segmentene jeg ønsker å kommentere er leieprisene for Oslo vest og Oslo øst. Oslo vest er i markedsrapportene til Akershus Eiendom omtalt som west fringe og omfatter områdene Skøyen, Lysaker og Fornebu. Som sammenligning har jeg tatt tallene for Skøyen fra Union Gruppen sine rapporter. Union Gruppen har som nevnt endret sine kategorier flere ganger og denne kategorien startet som Skøyen og Lysaker sammen, mens både Lysaker og Fornebu etter hvert fikk sine egne kategorier. Jeg føler likevel kategorien Skøyen er best å sammenligne med. Oslo øst er i Akershus Eiendom sine rapporter omtalt som east fringe og omfatter Bryn, Helsfyr og Nydalen. Bryn og Helsfyr har i Union Gruppen sine markedsrapporter stort sett vært Oslo indre øst, mens Nydalen har vært Oslo nord. Selv om topplokalene i Nydalen har hatt en sterk utvikling de siste årene har gjennomsnittsleien i Nydalen ikke vært så veldig forskjellig fra Bryn og Helsfyr. Siden Union Gruppens rapporter gir mer kontinuerlig leie for Bryn og Helsfyr har jeg valgt å bruke dette som sammenligning med Akershus Eiendom sine leiepriser for Oslo øst.

Figur 53 under viser utviklingen i leieprisene i henhold til rapportene fra Akershus Eiendom og Union Gruppen for Oslo øst og vest. Vi kan se at leieprisene stemmer ganske godt overens med hverandre for begge segmentene frem til rundt 2006.

Ser vi på grafene fra 2006 for Oslo øst først kan vi se noe så unormalt som at Akershus Eiendom operer med de høyeste leieprisene (rød graf= Akershus Eiendom, grønn graf=Union Gruppen). Forskjellene er riktignok små, og vi kan se at utviklingen er jevnere enn de to tidligere nevnte segmentene. Grunnen til at leieprisene i Oslo øst ikke ser ut til å svinge like mye som i Oslo sentrum kan være at de mer nøkterne virksomhetene som ikke er så påvirket av konjunktursvingninger og finansmarkedene etablerer seg i dette området. Dette gjør det også muligens lettere for næringsmeglerne å si i hvilke sjikt leieprisene er. Den lille forskjellen vi kan se på leieprisene Akershus Eiendom og Union Gruppen rapporterer kan enkelt og greit skyldes at Nydalen er med å trekke snittleien litt opp.

Ser vi på den blå og lilla kurven i figur 53 under ser vi utviklingen i leieprisene i vest i henhold til markedsrapportene til Akershus Eiendom og Union Gruppen. Disse kurvene følger hverandre brukbart, og det er kun ved store svingninger at det er noe særlig avvik å snakke om.



Figur 53 Leieprisene for Oslo øst og vest fra 1995-2011 for Union Gruppen (blå kurve vest, grønn kurve øst) og 1996-2010 for Akershus Eiendom (lilla kurve vest, rød kurve øst)

Kilde: Egen fremstilling basert på Union Gruppen (1994—2011-1) og Akershus Eiendom (2003-2010)

Det er interessant å se at de to aktørene operer med mer eller mindre like tall på de to sist segmentene, mens man på de to øverste segmentene nevnt og vist i figur 51 og 52 over rapporterer om ganske forskjellige leiepriser. Mye av grunnen til dette kan nok være at de dyreste kontorsegmentene er mer volatile både når man ser på leiepriser og markedspris på eiendommen. Dette gjør det vanskeligere å til en hvert tid observere hva leienivåene er i disse segmentene.

Arealabsorpsjon er en viktig del av leiemarkedet og har fått sterkt fokus i Oslostudiet. Men de andre aktørene fokuserer bare sporadisk på dette og sammenligningsgrunnlaget blir veldig tynt. Men temaet har fått mer fokus de siste årene enn i de tidlige rapportene, og har i sammenheng med at forventet utvikling i leiemarkedet knyttet til arealledighet har fått mer betydning. Arealabsorpsjon vil derfor få mer omtale senere i oppgaven under estimater og prognoser (se pkt. 3.3 under).

Eiermarked

I eiermarkedet er det først og fremst to nøkkeltall som blir trukket frem for å beskrive hvordan dette markedet ser ut, nemlig transaksjonsvolum og yield. Tilbud og etterspørsel er først og fremst beskrevet ved transaksjonsvolum. Selv om det bør være mulig å bruke antall kontorlokaler som ligger ute for salg som et nøkkeltall for tilbudssiden i eiermarkedet er det ingen av aktørene som bruker dette.

Som et resultat av tilbud og etterspørsel kombinert med forventet kontantstrøm fra eiendommene og kontantstrømmens sikkerhet kan vi observere markedsyielden.

Oslostudiet har ikke fokus på noen sider ved eiermarkedet. Union Gruppen har ikke noe systematisk rapportering fra eiermarkedet før i tredje kvartal 2001. I denne rapporten annonserer Union Gruppen at de skal ha mer fokus på det de omtaler som salgsmarkedet som i denne oppgaven omtales som eiermarkedet (Union Gruppen 2001-3 s. 11). Akershus Eiendom har den rapporten som har en mest systematisk rapportering av yield og transaksjonsvolum.

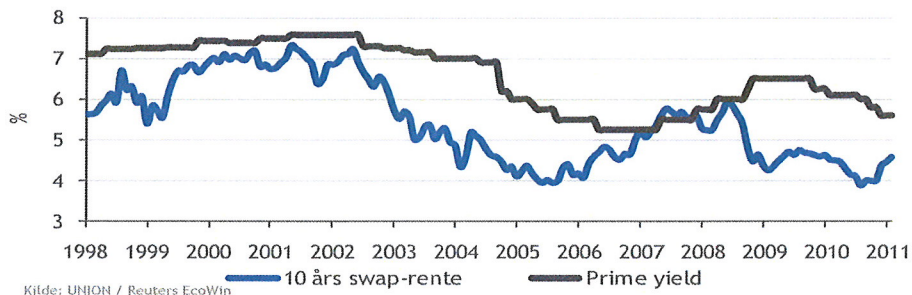
Vi kan se av figur 37 (se Eiermarkedet under pkt. 3.1.3) at yielden Akershus Eiendom har observert i markedet har steget markant siden bunnen i begynnelsen av 2008. Akershus Eiendom skriver i sin markedsrapport fra andre halvår 2010 at transaksjoner gjennomført i dette halvåret bekrefter at yielden er på vei ned fra toppen som ble registrert i 2009. Det skal sies at det ikke er noe videre i teksten eller i grafen som viser at yielden er lavere i 2010 enn den var i 2009. Samtidig kan Akershus Eiendom sitt standpunkt være basert på observasjon og sammenligning av de transaksjonene som ble gjennomført i 2009 og 2010. Var eksempelvis transaksjonene som ble gjennomført i 2009 eiendommer i prime-segmentet, mens transaksjonene gjennomført i 2010 i et annet segment kan man muligens anta at yielden er lavere i 2010. Akershus Eiendom skriver også at konsensus i markedet tilsier at primeeiendommer med lange leiekontrakter og solide leietakere vil handles til en yield nær 5,75 prosent (Akershus Eiendom 2010-2 s. 24).

Som nevnt fikk eiermarkedet større fokus i Union Gruppen sine markedsrapporter fra tredje kvartal 2001. Figur 54 under viser en grå kurve for prime yield og en blå kurve for 10 års swap-rente. Swap-renten er ikke noe Union Gruppen selv bestemmer så den er lik for markedsrapportene til både Akershus Eiendom og Union Gruppen.

Den grå kurven som viser yielden på prime-eiendom fra Union Gruppen sin rapporter viser en sterkt fallende yield fra toppen i 2009 til 2011. Union Gruppen skriver at de har registrert 144 transaksjoner i Norge i 2010 og at de sitter med informasjon om yielden knyttet til 103 av disse. Det står ingenting om hvordan den grå yieldkurven i figur 54 under fremkommer, men det er naturlig å anta at denne er basert på tall knyttet til de laveste registrerte yieldene siden de rapporterer prime yield.

Prime yield og 10-års swaprente

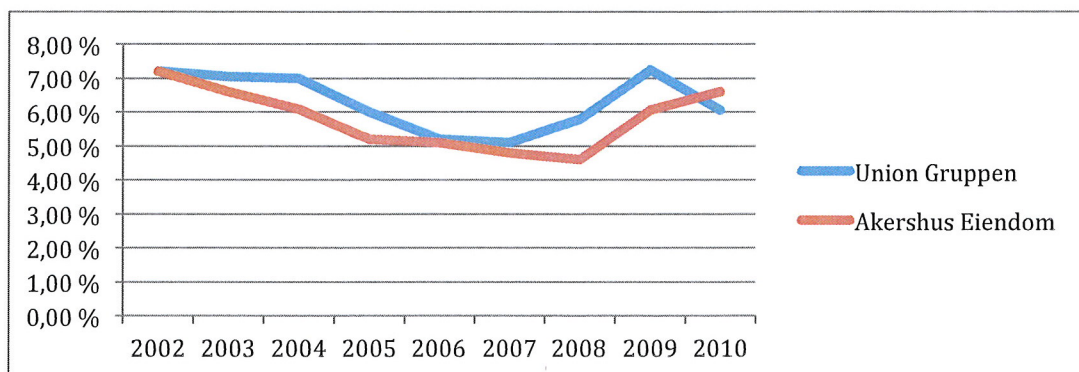
Prime netto yield og 10 års Swap (tom. 24. feb.)



Figur 54 Utviklingen i yield for eiendommer i prime-segmentet og 10 års swap-rente fra 1998-2011

Kilde: Union Gruppen (2011-1) s. 9

I figur 55 under har jeg forsøkt å vise en sammenstilling av figurene over fra Akershus Eiendom og Union Gruppen. Den blå kurven viser yielden til Union Gruppen, mens den røde kurven er basert på den laveste yielden illustrert i figur 54 over innenfor hvert enkelt år. Begge rapporteringene skal i utgangspunktet være basert på registrerte transaksjoner, men likevel gir en sammenstilling her ulikt resultat. Vi ser at Union Gruppen på det meste rapporterer om en yield som ligger rundt en prosent høyere enn det Akershus Eiendom rapporterer. I utgangspunktet høres ikke en prosent til eller fra veldig mye ut. Men i eiendom hvor man ofte har relativt stor andel lånefinansiering kan en prosent på yielden ha stor innvirkning på egenkapitalen. Kjøper du for eksempel en eiendom med 10 millioner i leieinntekt for en yield på 6,5 prosent og finansierer det med 20 prosent egenkapital har du nesten doblet egenkapitalen hvis du selger eiendommen med samme leie og en prosent lavere yield.



Figur 55 Yield fra markedsrapportene til Union Gruppen (blå kurve) og Akershus Eiendom (rød kurve) i perioden 2002-2010

Kilde: Egen fremstilling basert på Union Gruppen (1994-2011-1) og Akershus Eiendom (2003-2010)

I låne markedet er bankene stadig mer opptatt av loan to value eller eiendommens verdi i forhold til lånets størrelse, knyttet til såkalte covenance-krav. Det innebærer at bankene kan kreve lånet innfridd hvis eiendommens markedsverdi faller under et visst nivå. Endringer på en prosent i yield kan dermed få store konsekvenser for investorene.

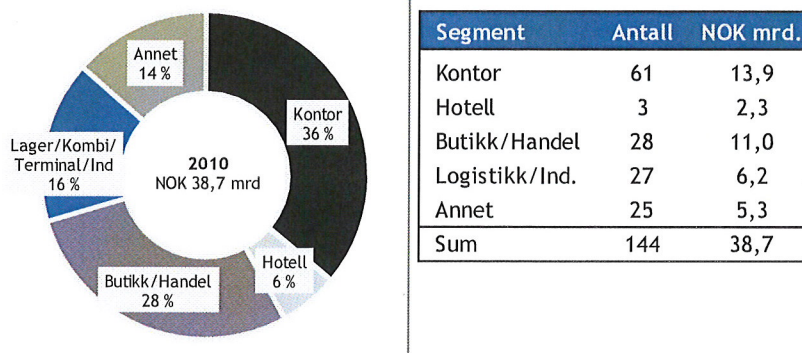
Illustrasjonen av yielden til henholdsvis Union Gruppen og Akershus Eiendom viser hvor viktig det er å ha et bevist forhold til betydningen av yield. Selv om det ikke kommer frem av de to aktørenes markedsrapporter er det naturlig å anta at deres yield-rapportering er basert på det samme materialet og på de samme transaksjonene. Likevel er forskjellene ved denne forenklete figuren relativt stor. Dette viser bare at måten man fremstiller materialet på er av stor betydning.

Som nevnt har tilbud og etterspørsel i eiermarkedet betydning for yielden i markedet. Selv om det er vanskelig å konkludere med noe i forhold til yielden på bakgrunn av transaksjonsvolumet er kanskje dette det beste utgangspunktet for å mene noe om ”temperaturen i eiermarkedet”.

Jeg har tidligere vist til figur 43 fra Akershus Eiendoms andre halvårsrapport i 2010 (se pkt. 3.1.3) og 23 fra Union Gruppen sin første kvartalsrapport i 2011 (se pkt. 3.1.2) som viser transaksjonsvolumet tilbake til henholdsvis 2002 og 2003. Akershus Eiendom sin figur har delt søylene sine inn i farger etter eiendomssegment. Eksempelvis er kontoreiendomsdelen av transaksjonsvolumsøylen rød.

Union Gruppen har ikke delt inn sine søyler tilsvarende, men har i de siste rapportene illustrert transaksjonsvolumene fordelt på segment som i figur 56 under. Dataene er riktignok for få og for ”tynne” til å brukes i særlig grad. Ideelt skulle vi sett på transaksjonsvolumet for kontoreiendom som er det mest relevante for denne oppgaven. Likevel kan vi anta at det totale transaksjonsvolumet for nærings eiendom reflekterer ”temperaturen” i eiendoms markedet uavhengig av om det er kontor, handel eller annet. Selv om aktører i eiendoms markedet ofte kan sies å spesialisere seg innen ulike segmenter og geografiske områder er det sjelden at eiendomsinvestorer utelukkende investerer i kontor, handel eller ”annet”.

Transaksjonsvolum totalt i 2010 fordelt på segmenter

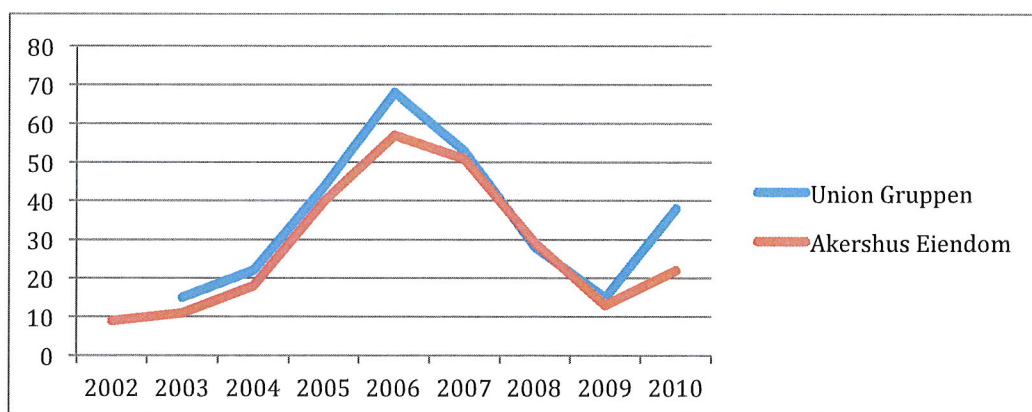


Figur 56 Transaksjonsvolumet for 2010 fordelt etter eiendomssegment

Kilde: Union Gruppen (2011-1) s. 9

Figur 57 under er en sammenstilling av transaksjonsvolumet fra 2002 til 2010 basert på figurene 23 (se pkt. 3.1.2) og 43 (se pkt. 3.1.3). Den blå kurven viser transaksjonsvolumet ifølge Union Gruppen, mens den røde kurven viser Akershus Eiendom sine tall for transaksjonsvolum. Vi ser et stort avvik i 2010, men dette kan i stor grad forklares med at Akershus Eiendom sine tall er hentet fra siste halvårsrapport, altså tall fra midten av september 2010, mens Union Gruppen sine tall er hentet fra første kvartalsrapport i 2011.

Vi kan se på figur 57 under at Union Gruppen rapportere et høyere transaksjonsvolum første halvdel av 2000-tallet enn Akershus Eiendom. Men det virkelig store avviket ser vi i toppåret 2006 hvor Union Gruppen rapporterer et transaksjonsvolum på om lag 11 milliarder mer enn Akershus Eiendom.



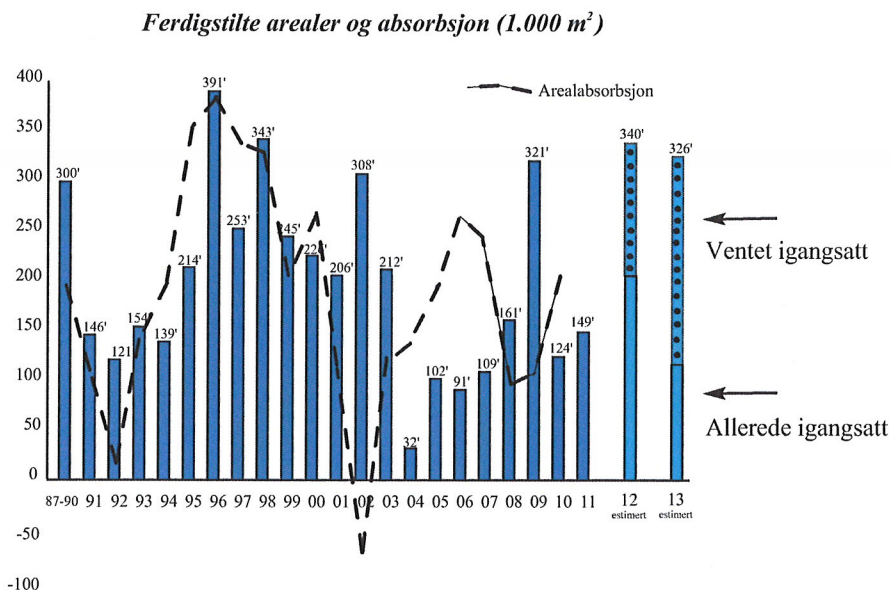
Figur 57 Rapportert transaksjonsvolum fra Union Gruppen (blå kurve) og Akershus Eiendom (rød kurve) målt i milliarder kroner

Kilde: Egen fremstilling basert på Union Gruppen (1992-2011-1) og Akershus Eiendom (2003-2010)

Eiendomsutviklingsmarked

En sammenligning av ferdigstillelse av nyoppførte arealer byr på en del utfordringer. For det første er rapporteringen veldig varierende. For det andre viser det seg at tallene kan identifiseres på forskjellige måter hos aktørene, men da er tallene også ofte forskjellige. Eksempelvis kan tall for ferdigstillelse hentes ut av figur 60 og 70 for Akershus Eiendom, men tallene man da finner vil altså være forskjellige.

Figur 58 under viser ferdigstillelse og arealabsorpsjon fra Oslostudiets 2011 utgave. Den er enkel å lese og gir en god oversikt over hvor mange kvadratmeter kontorareal som er ferdigstilt hvert år siden 1987. Oslostudiet har fremstilt en tilsvarende oversikt over ferdigstillelsen hvert år siden første rapporten i 1992.



Figur 58 Ferdigstilte arealer og arealabsorpsjon i perioden 1987-2011 og estimert ferdigstillelse i 2012 og 2013

Kilde: Eiendomsspar (2011) s. 10

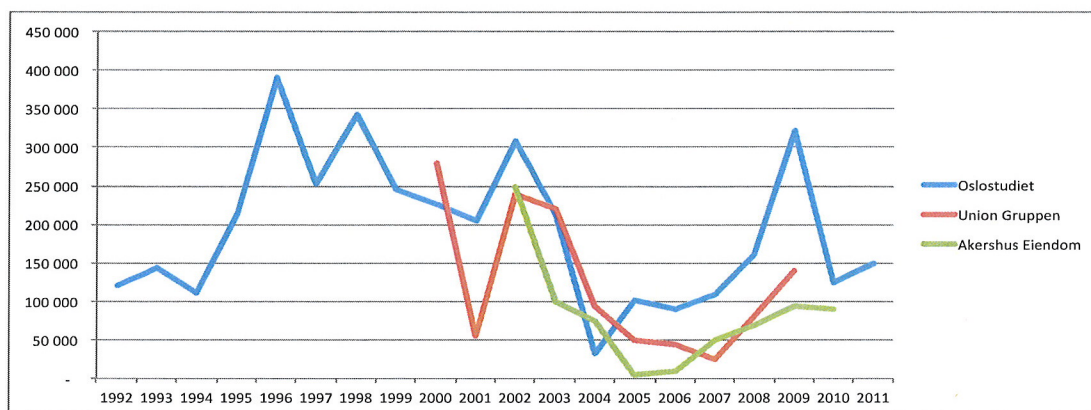
Union Gruppen er ikke like konsekvent i fremstillingen av nybyggingsmarkedet. Tidligere viste figur 25 (se pkt. 3.1.2) er fra markedsrapportene deres fra første kvartal 2011 og viser hvor mange kvadratmeter kontor som er ferdigstilt hvert år siden 2000. Av figuren kan vi se at det er fordelt mellom Oslo, og Asker og Bærum. Tallene som er brukt til å sammenligne med Akershus Eiendom og Oslostudiet er hentet fra denne figuren. Siden de er lest ut av figuren kan det være noen små unøyaktigheter. Tall fra før 2000 er ikke tatt med fordi Union Gruppen ikke gir disse tallene i alle markedsrapportene og fordi det ofte kun er henvisning til tall fra Eiendomsspars Oslostudiet.

Akershus Eiendom sine markedsrapporter er de desidert mest utfordrende når det gjelder å finne gode tall for ferdigstillingen av kontorbygg. Det er flere grunner til dette. For det første varierer det om Akershus Eiendom gir tall for kun Oslo/Oslo, Asker og Bærum/eller stor-Oslo. I tillegg viser det seg at tallene Akershus Eiendom skriver i sine markedsrapporter kan endre seg fra år til år. Det vil for eksempel si at ferdigstillingen for 2006 kan være forskjellig i markedsrapportene fra 2008 og 2010.

Ettersom tallene fra Oslostudiet og Union Gruppen er hentet fra deres siste markedsrapporter har jeg valgt å ta utgangspunkt i tall fra den andre markedsrapporten til Akershus Eiendom i 2010. Tallene som var greiest å lese og som gikk lengst tilbake i tid er hentet fra figur 70 under (se pkt. 3.3.3). De røde søylene viser tilført areal i kvadratmeter hvert år siden 2002. At tallene er lest av i en figur gjør selvfølgelig at tallene kan være noe unøyaktige. Et annet poeng her er at hvis man bruker tilsvarende figur fra eldre markedsrapporter får man helt andre tall. Dette vil bli videre kommentert og behandlet senere i oppgaven under estimer og evaluering av markedsrapportene (se pkt. 3.3.3 under).

Figur 59 under viser en sammenstilling av de tre aktørenes rapporterte ferdigstilling fra deres sist utgitte markedsrapporter. Vi kan se av den blå kurven at Oslostudiet jevnt over ligger litt høyere enn Union Gruppen og Akershus Eiendom. Den grønne kurven til Akershus Eiendom viser at de stort sett ligger litt lavere enn de to andre. Dette kan enkelt forklares ved at Akershus Eiendom sine tall kun er for Oslo, mens tallene fra Oslostudiet og Union Gruppen gjelder Oslo, Asker og Bærum.

Vi kan generelt se at tendensen ofte er den samme, men tallene er vidt forskjellige. For eksempel viser Union Gruppen sine tall en ferdigstilling på rundt 50 000 kvadratmeter, mens tallene fra Oslostudiet viser i overkant av 200 000 ferdigstilte kontorkvadratmeter i 2001. Etter som dette er historiske og langt på vei verifiserbare tall, er det merkelig at disse er så forskjellige. Hvem som er mest pålitelige er vanskelig å si.

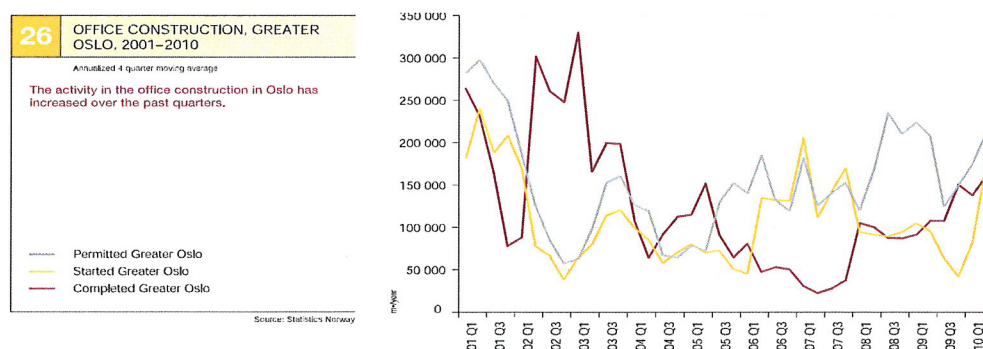


Figur 59 Rapportert arealtilførsel (kvm) i perioden 1992-2011 fra Oslostudiet (blå kurve), 2000-2009 fra Union Gruppen (rød kurve), 2002-2010 fra Akershus Eiendom

Kilde: Egen fremstilling basert på Eiendomsspar (1992-2011), Union Gruppen (1994-2011-1) og Akershus Eiendom (2003-2010)

Figur 60 under er hentet fra den andre markedsrapporten til Akershus Eiendom i 2010. Den viser kontorbyggingen i stor-Oslo. Grunnen til at den ikke er brukt som sammenligning i figur 59 over er at den er litt utfordrende å lese og forstå. Den røde kurven skal vise ferdigstilte kvadratmeter i stor-Oslo. Men som vi ser er den horisontale aksene delt inn i henholdsvis første og tredje kvartal. Den vertikale aksene viser antall kvadratmeter per år. Hvordan disse to parameterne henger sammen er vanskelig å forstå, men det kan muligens tolkes som at endringer på ferdigstillelsen fra første til tredje kvartal tilsvarer forventningene annualisert. Hvis det mot formodning skulle vise antall ferdigstilte kvadratmeter det året virker tallene urimelig høy i forhold til tallene presentert over.

Det som kan tale for at det er forventningene annualisert som blir presentert her er at den røde kurven i figur 60 under ikke er helt ulik den grønne kurven i figur 59 over. Interessant nok ser den ut til å ligne den røde kurven til Union Gruppen enda bedre.



Figur 60 Godkjente, startede og ferdigstilte prosjekter i stor-Oslo i perioden 2001 til første kvartal 2010

Kilde: Akershus Eiendom (2010-2) s. 21

3.3 Evaluering av markedsrapportenes prognoser og fremtidsutsikter

3.3.1 Oslostudiet

Oslostudiets tilnærming til kontoreiendomsmarkedet dreier seg først og fremst om svingninger i markedsbalansen. Markedsbalanse handler om arealledigheten i Oslo, Asker og Bærum. På 90-tallet var ”markedsbalanse” i følge Oslostudiet på 2-3 prosent arealledighet (Eiendomsspar 1992 s. 11), mens dette senere ble oppjustert til 4-5 prosent eller mindre (Eiendomsspar 1996 s. 14).

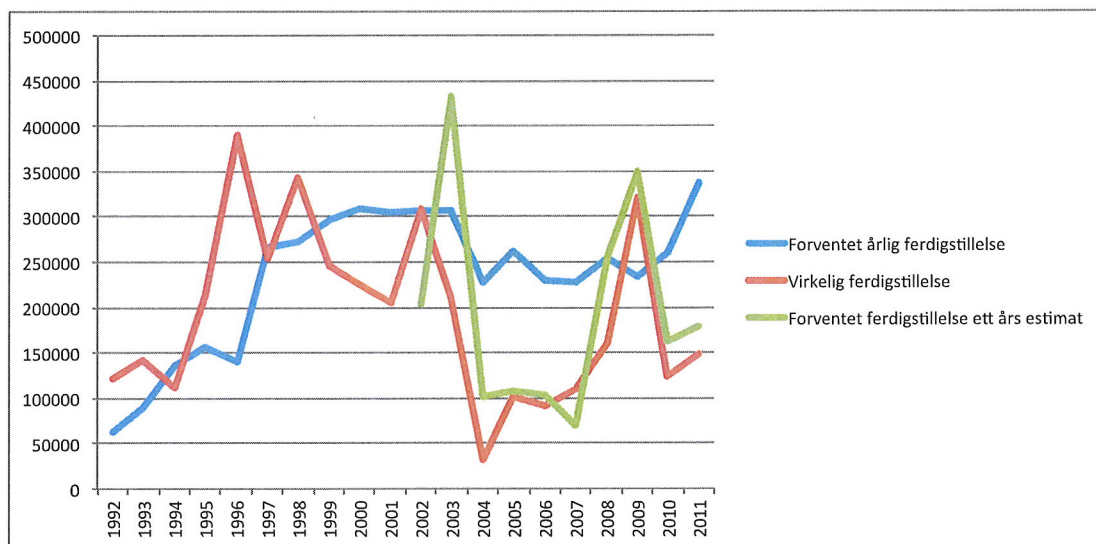
Markedsbalansen påvirkes først og fremst av tre forhold; arealtilførsel (nybygging), arealabsorpsjonen i markedet og eksisterende eiendomsmasse. Tilnærmingen kan virke noe forenklet i forhold til det totale bildet på eiendomsmarkedet med leie-, eier- og eiendomsutviklingsmarkedet. Men kanskje er denne tilnærmingen nettopp det som er viktig for en langsiktig eller strategisk eiendomsinvestor som ikke er drevet av høy risiko, raske penger og spekulative kjøp.

Vi vet fra bildet av eiendomsmarkedssystemet at kontantstrømmene som er en del av eiendommenes verdigrunnlag påvirkes av leieprisene og utleiegraden. Utleiegraden er jo behandlet i Oslostudiet, mens leieprisene ikke får omtale overhode. Men det er vel ikke helt feil å sette den antakelsen at leieprisene følger arealledigheten, om ikke slavisk så i hvert fall med samme tendens og utvikling.

De første estimatene eller beregningene jeg ønsker å trekke frem fra Oslostudiet er knyttet til ferdigstillelse av arealer. Basert på den totale prosjektmassen (se figur 6 under pkt. 3.1.1) i Oslo, Asker og Bærum foretar man i Oslostudiet en beregning på prosjektpotensialet de nærmeste fire til fem årene. Med bakgrunn i dette kan man også beregne forventet årlig ferdigstillelse. Men tar utgangspunkt i at alle sannsynlig ferdigstilte prosjekter, halvparten av de mulig prosjektene og en fjerdedel av de usikre prosjektene blir gjennomført. Vi ser naturlig nok en klart størst økning i de usikre prosjektene.

Basert på beregningene av prosjektpotensialet går vi over til forventet årlig arealtilførsel. Estimatet er så enkelt som at man deler prosjektpotensialet på antall år det er prosjektpotensiale for. Er for eksempel prosjektpotensialet på en million kvadratmeter de

neste fire årene kan man vente en gjennomsnittlig årlig ferdigstillelse på 250 000 kvadratmeter. Figur 61 under viser den årlige forventede ferdigstillelsen mot den virkelig rapporterte ferdigstillelsen. Vi kan se at forventningene stort sett alltid ligger over virkeligheten. Dette er ikke helt unaturlig ettersom forventningene er et gjennomsnitt og vi ser også at kurven er mindre volatil enn virkeligheten.



Figur 61 Antall kvadratmeter forventet ferdigstilt årlig basert på prosjektpotensialet (blå kurve), antall kvadratmeter forventet ferdigstilt ett år i forveien (grønn kurve), og observert ferdigstillelse (rød kurve) i perioden 1992-2011

Kilde: Egen fremstilling basert på Eiendomsspar (1992-2011)

Vi kan ikke konkludere med at beregningene i Oslostudiet er feil bare med utgangspunkt i figuren. Hvis den totale tilførselen ved den forventede årlige ferdigstillelsen er lik den virkelige tilførselen stemmer jo det årlige gjennomsnittet bra. Men den totale tilførselen basert på den forventede årlige ferdigstillelsen viser i overkant av 4,6 millioner kvadratmeter tilført i perioden 1992 til 2011. Den totale tilførte bygningsmassen basert på tallene Oslostudiet rapporterer er i overkant av 3,8 millioner kvadratmeter. Det vil si at beregningen gir alt for høye tall.

Grunnen til denne feilen kan kanskje forklares ved at usikre prosjekter har den desidert største andelen av det totale bygningspotensialet, mens de sannsynlige prosjektene kun har en liten vekst siden 1992. Det er naturlig å anta at i usikre tider vil spekulative prosjekter, eller prosjekter der det ikke foreligger leiekontrakter for større deler av arealet ved byggestart bli lagt til side eller utsatt og prosjektpotensialet vil forskyves og hope seg opp

senere. Det vil altså si at ingen prosjekter vil forsvinne (med mindre de er ferdigstilt) og nye vil komme til uavhengig av konjunktursvingninger og utvikling i ledigheten.

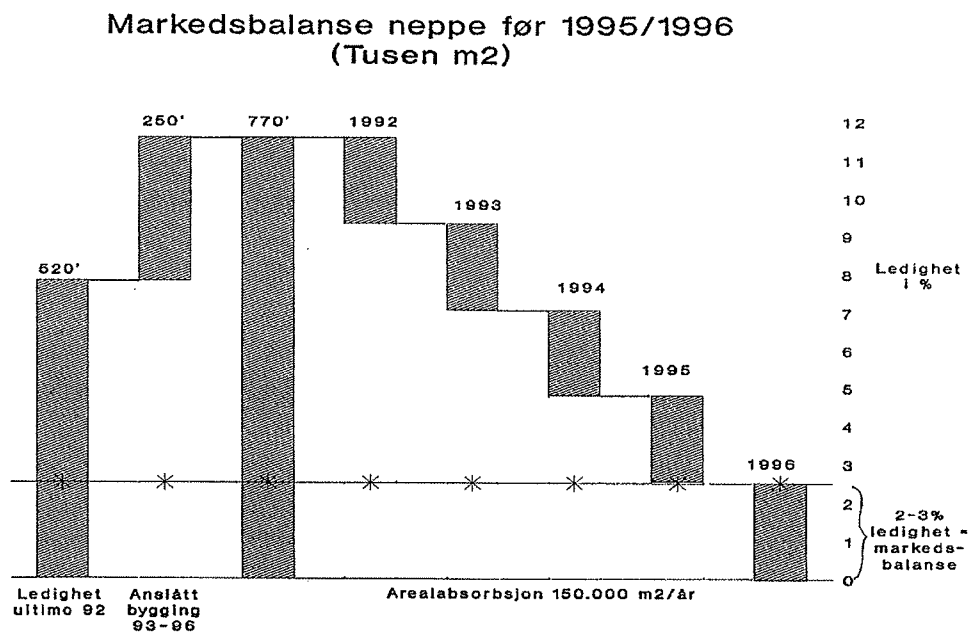
Oslostudiets oversikt over prosjekter gir et godt bilde på potensialet eller eventuelt risiko i marked, men man må bruke det med omhu og vite hva man ser etter. Når man leser i Dagens Næringsliv (15.2.2011) i forbindelse med utgivelsen av Oslostudiet 2011 at prosjektpotensialet i Oslo, Asker og Bærum de neste fire til fem årene er på over 3,4 millioner nye kvadratmeter kontorlokaler høres dette svært mye ut, spesielt hvis man vet at den totale kontormassen i samme område er på 9,5 millioner kvadratmeter. Men vet man bakgrunnen for dette tallet er det straks et bedre grunnlag for å gjøre en egen vurdering og ”kvalitetssikring”.

Fra og med Oslostudiet 2001 har det blitt estimert en forventet ferdigstillelse for påfølgende år. Dette er trolig basert mer på undersøkelser og fysiske tellinger enn utregninger. Det er litt oppsiktsvekkende at dette også ser ut til å treffe relativt dårlig sammenlignet med virkelig ferdigstillelse. Som vi ser av den grønne kurven i figur 61 over følger den samme tendens som den røde, men den ligger stort sett litt over. At det kan være forskyvninger i den ene eller andre retningen er for så vidt forståelig ettersom en forsinkelse på ferdigstilt bygg fra ett kalenderår til et annet ser ganske voldsomt ut i en slik graf. Men summen av de to grafene viser at den virkelige ferdigstilte bygningsmassen i perioden er på ganske nøyaktig 1,6 millioner kvadratmeter, mens summen av det som er blitt rapportert ett år i forveien er på mellom 1,9 og to millioner kvadratmeter. Med andre ord et betydelig avvik.

Det er en ting til som er verdt å merke seg når det gjelder arealtilførsel. Hvis vi ser på utviklingen i det totale arealet i Oslo, Asker og Bærum i følge Oslostudiet var bygningsmassen på 6,6 millioner kvadratmeter i 1992 mens det i dag rapporteres om et areal på 9,5 millioner kvadratmeter. Det vil altså si en økning på 2,9 millioner kvadratmeter i perioden. Dette er nesten en million mindre enn det som er rapportert ferdigstilt i perioden. Grunnen for denne differansen kan ligge i at Oslostudiets rapportering av nybygging også innefatter større rehabiliteringer. Likevel er det vanskelig å se at dette er hele årsaken. For at utregninger knyttet til absorpsjon og arealledighet skal stemme må dette innebære at rehabiliteringen omfatter bygninger som i dag er i så dårlig stand at de knapt er mulig å leie ut.

Som nevnt er markedsbalanse et begrep som brukes i Oslostudiet. I de første markedsrapportene var markedsbalanse definert som arealledighet på to til tre prosent. Som vi har sett har arealledigheten siden Oslostudiet ble utgitt for første gang aldri vist en så lav arealledighet for Oslo, Asker og Bærum sett under ett. I Oslostudiet i 1996 endret man synet på markedsbalanse til en arealledighet på fire prosent. Historisk sett vil man kanskje kunne si at en arealledighet på fire til fem prosent ser ut til å være så å si fullt utleid. Det vil alltid stå arealer tomme i forbindelse med restaurering, at leietakere flytter ut og inn osv. Mange eiendomsaktører bruker fem prosent ledighet som et rullerende normtall slik at en eiendom som i snitt er 95 prosent utleid er å anse som "full".

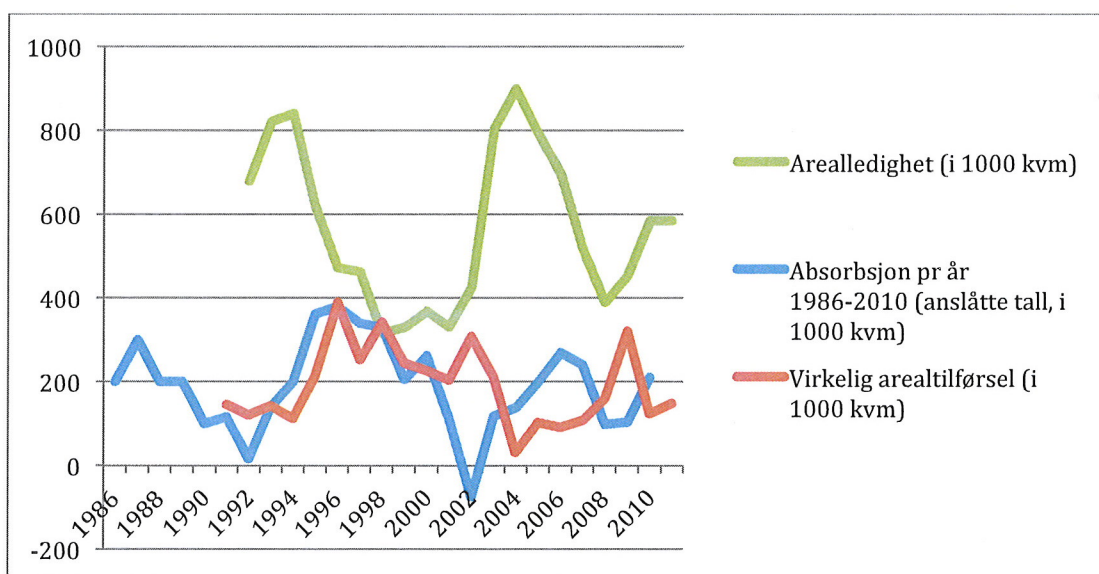
I 1992 var arealledigheten i Oslo på hele 10,5 prosent. Da skrev Oslostudiet at man kunne vente markedsbalanse i 1995/1996. Som figur 62 under viser var dette under forutsetningene om en tilførsel av 250 000 nye kvadratmeter kontorer totalt i perioden 1993 til 1996 og en gjennomsnittlig arealabsorpsjon på 150 000 kvadratmeter i året. Vi vet jo at en markedsbalanse med tre prosent ledighet aldri har forekommet, men hvis vi forutsetter at markedsbalanse er fra 4 til 5 prosent arealledighet var markedet ikke i balanse før i 1998.



Figur 62 Anslått markedsbalanse i 1995/1996 basert på anslått bygging i perioden 1993-1996 og forventet arealabsorpsjon i perioden 1992-1996

Kilde: Eiendomsspar (1992) s. 11

Vi ser av figur 63 under at arealledigheten falt i perioden fra 1993, men ikke nok til å være i balanse i 1995/1996. Vi kan også se av den blå kurven at absorpsjonen var rekordhøy i samme periode. Figuren viser også at arealtilførselen er svært høy i perioden, og dette er dermed grunnen til en ”forsinkelse” av markedsbalansen. Antakelsen om arealtilførsel i perioden er basert prosjektpotensialet i Oslo. Som nevnt tidligere er dette lite presist og at man kan ha en så stor feilvurdering av den antatte ferdigstillingen i perioden er ikke overraskende. Mens Oslostudiet ventet 250 000 nye kvadratmeter ble det virkelig tilført 860 000 kvadratmeter kontor. Absorpsjonen var gjennomsnittlig på rundt 220 000 kvadratmeter, så dette var også godt over Oslostudiets forventninger, men altså ikke nok til å nå markedsbalanse.



Figur 63 Arealledighet (grønn kurve), årlig arealabsorpsjon (blå kurve) og årlig arealtilførsel (rød kurve) i 1000 kvm

Kilde: Egen fremstilling basert på Eiendomsspar (1992-2011)

I Oslostudiet i 1993 hadde arealledigheten økt fra 10,5 prosent i 1992 til 12,5 prosent (Eiendomsspar 1993 s. 10). Oslostudiet forskjøv i denne rapporten sin forventning om markedsbalanse til 1997/1998. I 1998 var arealledigheten på rundt 4 prosent og man kan si at Oslostudiet her traff på sine antakelser. Forutsetningene for denne spådommen var tilførsel av 155 000 kvadratmeter i 1993 og 357 000 kvadratmeter i perioden 1994 til 1997. Oslostudiet forventet fortsatt en gjennomsnittlig arealabsorpsjon på 150 000 kvadratmeter hvert år. De virkelige tallene viser at det ble tilført 143 000 kvadratmeter i 1993, mens man i perioden 1994 til 1997 hadde en tilførsel av 970 000 kvadratmeter kontorareal. Den gjennomsnittlige arealabsorpsjonen var på 292 000 kvadratmeter per år. Altså nesten det

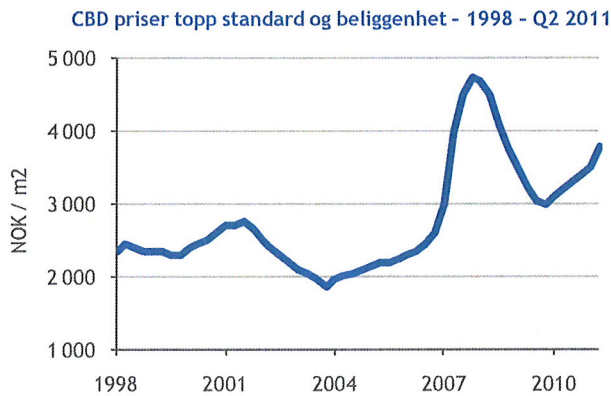
dobbelte av de forutsetningene som ble tatt. I tillegg må vi ha i bakhodet at Oslostudiet når de snakket om markedsbalanse i sin markedsrapport i 1993 mente en arealledighet på tre prosent eller mindre, mens virkeligheten viste rundt fire prosent. At Oslostudiet i 1993 traff på sine antakelser om markedsbalanse i 1998 må vel kalles tilfeldigheter og kan neppe sies å være basert på gode og treffsikre estimater.

Rapportenes mangel på treffsikkerhet kan også illustreres ved å se på når man forventer markedsbalanse i de påfølgende rapportene. Oslostudiet 1994 har skjøvet markedsbalansen ytterligere noen år frem i tid til år 2000. I 1995 spør de seg om markedsbalanse kun er en illusjon (Eiendomsspar 1995 s. 15). Oslostudiet setter selv opp hvilke forutsetninger som skal til for at markedet skal være i balanse. Sånn sett er det lett å begrunne og forsvare hvorfor man tar feil. Samtidig er disse forutsetningene basert blant annet på forventet arealtilførsel, noe vi har sett tidligere at Oslostudiet ikke er spesielt gode til å forutsi langt frem i tid. I tillegg er arealabsorpsjon vanskelig å anslå flere år frem i tid ettersom dette er tall som er veldig følsomme for konjunktursvingninger.

3.3.2 Union Gruppen

Union Gruppen har veldig få prognoser og estimater i sine markedsrapporter. I den grad det er noen i det hele tatt er de veldig forsiktig med å utlevere disse estimatene med spesifikke tall. Likevel inneholder Union Gruppen mye resonnementer og antakelser om fremtiden basert på tendensen og de økonomiske utsiktene.

I fjerdekvartalsrapport i 2001 skriver Union Gruppen for første gang et lite underkapittel til eiendomsmarkedet om fremtidsutsikter (NNM 2001-4 s. 5). Her skriver Union litt om økonomien, effekten av terrorangrepet på World Trade Center og eiendomsmarkedet. Union Gruppen konkluderer med at man med utsikt til større økonomisk vekst fra 2002 forventer en stabil utvikling i både utleiemarkedet og transaksjonsmarkedet. Som figur 64 under viser kan vi vel trygt si at denne konklusjonen overhode ikke slo til når det kommer til leiemarkedet. Vi ser at leieprisene for de beste eiendommene i Oslo falt jevnt fra 2001 til bunnen i 2004, som er det laveste nivået leieprisene har vært på i dette millennium. For kjøp og salg av eiendom er det vanskeligere å si om denne konklusjonen riktig siden det er lite god data for eiermarkedet før år 2000. Men med fallende leiepriser må vi vel kunne anta at det ikke står så veldig mye bedre til for investorene i eiendomsmarkedet.



Kilde: UNION

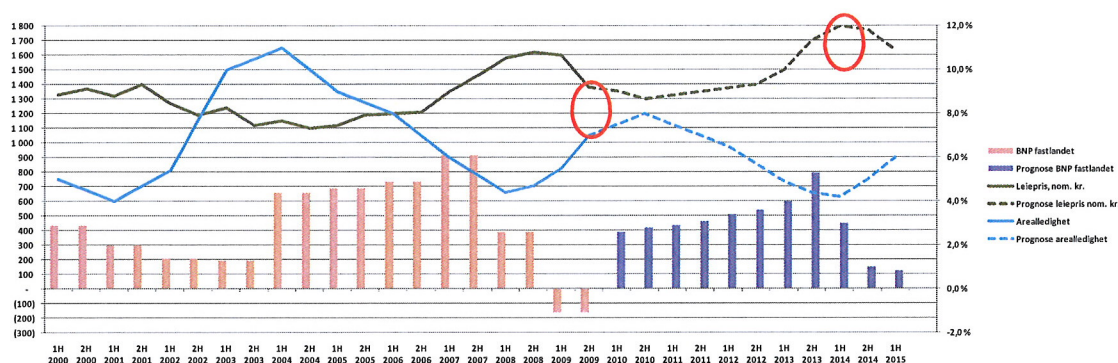
Figur 64 Leieprisene i perioden 1998 til andre kvartal 2011 for eiendommer i CBD segmentet med topp standard og beliggenhet

Kilde: Union Gruppen (2011-1) s. 15

For å fullføre Union Gruppen sine spådommer eller synspunkter i forkant av de større svingningene i eiendomsmarkedet på 2000-tallet må vi nesten trekke frem første kvartalsrapporten til Union Gruppen fra 2007. I denne markedsrapporten er det et kapittel om leiemarkedet og utviklingen av leieprisene under overskriften *"Potente" eiendommer – en leieprisdriver i seg selv?* (Glitnir Property Group 2007-1 s. 14) Her står det om utviklingen som har vært i leiemarkedet de siste årene. Dette er veldig greit illustrert i figur 64 over hvor vi ser en betydelig stigning i leieprisene frem mot 2008. Poenget med å trekke frem dette kapitlet er for å vise til en kommentar Union Gruppen har til slutt. De ser tilbake til leieprisfallet i 2001 og kommenterer at leietakerne ble møtt av velvillige gårdeiere som brukte alle virkemidler for å holde på leietakerne. I dette avsnittet skriver også Union Gruppen at det er lite som tyder på at vi skal få et tilsvarende fall i markedet nå (2008) som i 2001. Ser vi på figur 64 over ser vi at fallet i leieprisene som kom rundt ett år senere var vel så stort som det i 2001 både i nominelle kroner og prosentvis fall.

Det er godt mulig at Union Gruppen ikke så noe fundamentale forhold som tilsa en lignende kollaps i markedet, men som profesjonelle aktører i eiendomsmarkedet burde man kanskje være ekstra oppmerksom på denne ekstreme prisveksten som var i perioden og ikke glemme at "ingen trær vokser inn i himmelen". Eiendomsmarkedet er syklisk og ekstreme utslag i den en eller andre retningen har en tendens til å bli justert inn med en større korreksjon uansett om det er i eiendomsutviklingsmarkedet, eiermarkedet eller leiemarkedet.

Figur 65 under er hentet fra fjerde kvartalsrapport 2009. Dette er en innledning til markedsrapporten. Disse beregninger er kalt "et scenario" for å illustrere hva som kan være et ideelt tidspunkt for reforhandling av leiekontraktene sett fra gårdeiers ståsted. Samtidig er det vanskelig å si hva man skal bruke et sånt "bilde" til når Union Gruppen i rapporten er nøye med å presiserer at vi kan se både en lysere og en mørkere utvikling. Hvorfor Union Gruppen har valgt å tegne akkurat dette scenariet er vanskelig å si, men det henger godt sammen med det Union Gruppen skrev i andre kvartal 2005, at leieprisene i eiendomsmarkedet historisk sett har gått i syv års syklener. Følger vi dette slavisk ser vi at det i starten av 2014 er syv år siden forrige leiepristopp i begynnelsen av 2008.



Figur 65 Utviklingen i BNP (rød søyler), leiepris (svart kurve) og arealledighet (blå kurve) i perioden 2000-2009, og prognose for BNP (lilla søyler), leiepris (stiplet svart kurve) og arealledighet (stiplet blå kurve) for perioden 2010 til første halvår 2015

Kilde: Union Gruppen (2009-4) s. 3

Vi kan også se dette i sammenheng med Jones Lang LaSalle's "kontor-ur" i figur 48 tidligere. Denne figuren viser tilsvarende syklisk utvikling i eiendomsmarkedet uten å tallfeste tidsaspektet i figuren på samme måte som Union Gruppen sin graf gjør.

Som nevnt tidligere er det vanskelig å finne systematisk rapportering fra Union Gruppen om arealledighet før i de siste årene. Fra første kvartal 2009 begynner Union Gruppen med egne underkapitler til leiemarkedet med tilbud og etterspørsel. Her blir det presentert estimerte tall for arealabsorpsjon, nybygging og arealledighet. Som nevnt i pkt. 3.2.1 over ligger Union Gruppens arealledighet et godt stykke over Akershus Eiendom og Oslostudiet. Noe av grunnen til dette kan kanskje forklares i at deres tall og estimater for absorpsjon ligger langt under det som blir meldt i Oslostudiet. Det skal sies at dette kan skyldes forskjellig definisjon og bruk av ordet arealabsorpsjon.

I første kvartal 2009 (Union Gruppen 2009-1 s. 16) melder Union Gruppen om en forventet negativ arealabsorpsjon med 110 000 kvadratmeter. Dette blir nedjustert i tredje og fjerde kvartal til henholdsvis 85 000 (Union Gruppen 2009-3 s. 14) og 70 000 (Union Gruppen 2009-4 s. 14). I andre kvartal 2010 melder Union Gruppen at arealabsorpsjonen i 2009 ble negativ med 64 000, altså 46 000 flere kvadratmeter absorbert enn estimert ett år tidligere. Til sammenligning meldte Oslostudiet om en positiv absorpsjon med hele 104 000 kvadratmeter.

I kvartalsrapportene for 2010 forventer Union Gruppen en marginalt positiv arealabsorpsjon med 20 000 kvadratmeter. I den foreløpig siste utgitte markedsrapporten i første kvartal 2011 melder Union Gruppen om en arealabsorpsjon på mellom 60 000 og 70 000 kvadratmeter for 2010. Det vil med andre ord si at Union Gruppen for andre år på rad bommer med mellom 40 000 og 50 000 kvadratmeter i forhold til sine estimater. Til sammenligning melder Oslostudiet om en arealabsorpsjon på hele 210 000 kvadratmeter for 2010.

Sammenligningen av tallene fra de to aktørene kan tyde på at det er en forskjellig bruk av begrepet eller estimerings- og beregningsmetode som er årsaken. Spørsmålet er om man baserer absorpsjonen rett og slett på observasjon og samtaler med gårdeiere eller beregner absorpsjonen med utgangspunkt i arealledigheten og tilførselen av areal. Ved sistnevnte vil da arealabsorpsjonen være differansen mellom endring i arealledighet og tilførselen av kontorareal.

Når det gjelder tilbudssiden estimerer Union Gruppen i starten av 2009 en tilførsel av 185 000 kvadratmeter i 2009 (Union Gruppen 2009-1 s. 16). Disse estimatene nedjusteres i tredje og fjerde kvartal til 160 000 (Union Gruppen 2009-3 s. 14) og 150 000 kvadratmeter (Union Gruppen 2009-4 s. 14). I andre kvartal 2010 skriver Union at de offisielle tallene fra SSB viser en arealtilførsel på 140 000 kvadratmeter for 2009. Dette viser med andre ord et avvik på 45 000 kvadratmeter fra det Union Gruppen estimerte i starten av året. Det som er litt oppsiktsvekkende er Oslostudiet melder om en tilførsel av hele 321 000 kvadratmeter i samme år.

Estimatene til Union Gruppen for arealtilførselen i 2010 var på 145 000 kvadratmeter i første kvartalsrapport 2010, men ble nedjustert til 140 000 kvadratmeter i de tre siste kvartalsrapportene. I første kvartal 2011 er enda ikke de offisielle tallene fra SSB kommet, men det ser ut til at Union Gruppen har nedjustert estimatene for 2010 med ytterligere 20 000 kvadratmeter til 120 000 kvadratmeter. Til sammenligning viser tall fra Oslostudiet en tilførsel av 124 000 kvadratmeter.

I fjerde kvartal 2010 melder Union at 700 000 kvadratmeter står ledig i Oslo, Asker og Bærum (Union Gruppen 2010-4 s. 13). Tar vi utgangspunkt i samme kontoreiendomsmasse som i Oslostudiet viser dette en arealledighet på rundt 7,4 prosent. Union Gruppen selv melder om en arealledighet på 7,5 prosent i november 2010. Det vil si at Union regner med en total kontoreiendomsmasse på mellom 9,3 og 9,4 millioner kvadratmeter mot Oslostudiets 9,5 millioner.

Union Eiendomskapitals prognoser

I fjerde kvartal 2006 er det et eget kapittel som heter *Prognoser for eiendomsmarkedet* (Union Gruppen 2006-4 s. 16-17). Disse prognosene gjelder utviklingen i eiendomsmarkedet og utarbeides av Union Eiendomskapital. Union Gruppen skriver at man ved utarbeidelse av prognoser for eiendomsmarkedet kan bruke to metoder; bottom-up eller top-down. Union Eiendomskapital benytter begge metodene.

Bottom-up metoden er eiendomsspesifikk og påvirkes i hovedsak av to faktorer; eiendommens direkteavkastning og verdiendringen. Avgjørende for direkteavkastningen er leieprisene og arealledigheten, mens verdiendringen påvirkes av utviklingen på yielden. Det er disse tre faktorene som teller i bottom-up metoden. Union Gruppen påpeker at fordelene med denne metoden er at den bygger på innsikt og erfaring i eiendomsmarkedet.

Top-down metoden bygger mer på et makroperspektiv. Denne metoden belager seg på avansert matematisk analyse og utarbeides i samarbeid med konsulentselskapet Terramar.

EGENSKAPER FOR PROGNOSEMODELLENE

	Styrker	Svakheter
Bottom-up	<ul style="list-style-type: none"> • Erfaring og kompetanse • Eiendomsspesifikk • Ikke avhengig av historiske data • Kvalitetssikres mot top-down 	<ul style="list-style-type: none"> • Subjektiv • Lett påvirkelig
Top-down	<ul style="list-style-type: none"> • Gir objektivitet • Godt bearbeidet grunnlag • Avansert modellering • Kvalitetssikres mot bottom-up 	<ul style="list-style-type: none"> • Avhengig av makroprognoser • Lav datakvalitet i enkelte segmenter • Forutsetter at historien gjentar seg

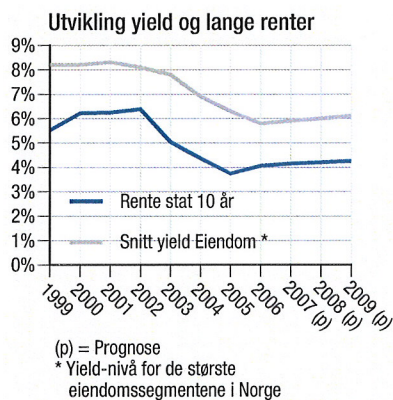
Kilde: Union Eiendoms kapital AS

Figur 66 Matrise med styrker og svakheter ved top-down og bottom-up metode

Kilde: Union Gruppen (2006-4) s. 17

Union Gruppen ser på bruken av en kombinasjonen av disse to metodene som en styrke fordi de kan eliminere svakheter ved metodene. Analysene som blir gjort danner grunnlaget for investeringsstrategien til syndikeringene og fondene til Union Gruppen.

Figur 67 under viser yieldutviklingen siden 1999 og prognosene til Union Eiendoms kapital for de neste tre årene 2007, 2008 og 2009. Basert på prognosene kan man vente god avkastning de kommende årene, men som vi ser har yelden flatet ut og ventes svakt opp. Selv med den ventede stigningen i yelden ser vi at prognosen viser at den fortsatt vil være rekordlav. Kombinert med en ventet fortsatt god utvikling i leieprisene tilsier dette god avkastning, men ikke like god som de par siste årene hvor vi ser yelden har sunket drastisk.



Kilde: UNION Eiendoms kapital AS, Norges Bank

Figur 67 Yield (grå kurve) og 10 års statsobligasjon (blå kurve) for 1999-2006 og estimat for 2007-2009

Kilde: Union Gruppen (2006-4) s. 16

3.3.3 Akershus Eiendom

Leiemarked

Akershus Eiendom estimerer til dels utviklingen i leieprisen i sine markedsrapporter, men veldig kort frem i tid. På bakgrunn av det de skriver i sin første markedsrapport i 2003 er det kanskje litt merkelig at de ikke våger seg på å estimere litt lenger frem i tid. I den rapporten skriver de at leieprisene i Oslo for perioden 1987 til 2002 stort sett har beveget seg med samme prosent som utviklingen i arbeidsledigheten, men i motsatt retning med to års etterslep. Etterslepet begrunner de med at bedriftene ofte har ledige arealer i dårlige perioder.

Figur 28 og 29 vist under pkt. 3.1.3 viser utviklingen i leieprisene basert på metoden med tre ulike scenarier. I 2004 estimerer Akershus Eiendom utviklingen i leieprisene frem til år 2010 (Akershus Eiendom 2004-1 s. 12) basert på tall fra SSB for arbeidsledigheten i 2004, 2005 og 2006 (se figur 28 pkt. 3.1.3), mens de har tatt utgangspunkt i en nøytral utvikling i arbeidsledigheten for 2007 til 2010. Det kan være vanskelig å evaluere hvordan denne prognosen treffer siden gjennomsnittlig leiepris for Oslo som helhet er et relativt usikkert tall. Men den treffer neppe spesielt godt ettersom vi vet at leieprisene i Oslo hadde en betydelig utvikling frem mot 2008 og toppet ut over nivåene fra 2001. Samtidig kan vi ikke skylde kun på Akershus Eiendom sine estimater når det ser ut til at de bommer på leieprisutviklingen. Ser vi på tallene for arbeidsledigheten i 2010-rapporten til Akershus Eiendom ser vi at arbeidsledigheten frem til 2006 falt raskere enn estimatene til SSB. Bruker vi de reelle arbeidsledighetstallene til SSB for 2004 til 2008 gir dette uten noe etterslep en omtrentlig gjennomsnittlig leie i 2008 på rundt 2000 kroner kvadratmeteren. Rent intuitivt, uten å gjøre noen grundig analyse av beregningsmodellen til Akershus Eiendom, kan det se ut til at deres modell kan være forholdsvis riktig. Samtidig vil sjelden modeller basert på SSB sine forventninger stemme over tid fordi disse tallene aldri forutser ekstreme svingninger som følge av for eksempel finanskrisen i 2008.

De fleste prognosene eller estimatene Akershus Eiendom gir, enten resonnerer som viser tendensen i markedet eller i figur som er vanskelig å lese nøyaktige tall ut av. Men i første rapport i 2005 og andre rapport i 2006 og 2007 har de en tabell som gjør de litt lettere å lese tallfestede prognoser.

Tabell 7 under er en liten forenkling av tabellen i markedsrapporten i 2005. Den viser når vendepunktet eller bunnen i leieprisene i de ulike segmentene var eller er ventet. De gir også prosentvise estimerer for leieprisedringen i 2005. Sammenligner vi med tallene fra markedsrapportene i 2010 ser det ut til at vendepunktet for samtlige områder er i 2004. Ettersom denne tabellen er hentet fra 2005 er det kanskje litt rart at Akershus Eiendom ikke har observert dette. Men samtidig viser dette kanskje nettopp hvor vanskelig det er å si hva leieprisen er på et hvert tidspunkt. Ser vi på utviklingen i leieprisene fra markedsrapportene i 2010 ser vi at den estimerte leieprisedringen på 10 prosent for første gruppe ser ut til å treffe bra. Dette området er i markedsrapportene normalt delt inn i to grupper, og disse viser henholdsvis en vekst på åtte og 10 prosent.

Den andre gruppen viser en leieprisvekst på 12 prosent mot de estimerte 10 prosentene. Dette må også sies å være brukbart estimert. Den tredje gruppen som er resten av sentrum har en marginal vekst i leieprisene. Her mener Akershus Eiendom at man ikke vil ha vekst i leieprisene. Som nevnt tidligere er det vanskelig å si eksakt hva leieprisene er til enhver tid, så sånn sett er det vanskelig å ta Akershus Eiendom på at de legger til grunn en flat utvikling, mens de rapporterte tallene viser en vekst på fire prosent.

Lysaker og Skøyen må nesten sammenlignes med utviklingen for Oslo vest. Oslo vest viser en vekst på hele åtte prosent. Akershus Eiendom har regnet med en vekst på fem prosent for Skøyen og en flat utvikling for Lysaker. Som vi ser av kolonnen til høyre har Lysaker en større andel av kontormarkedet i Oslo, altså er den totale estimerte veksten godt under fem prosent. Oslo øst viser også en vekst på fem prosent i leieprisene gjennom 2005. Vi ser at Akershus Eiendom har regnet med flate leiepriser i denne perioden. Likevel må vi kanskje gi et lite slingsmonn. Økning i de gjennomsnittlige leieprisene er kun på 50 kroner, og med tanke på at Akershus Eiendom rapporterer leieprisene i hele 50 kroner er det snakk om små marginer.

Område	Vendepunkt	2005 leieprisendring	Andel av markedet
1 Prime+high standard CBD	2004	10 %	10-15%
2 New buildings from CBD east to Skøyen	2005	10 %	<5%
3 Rest og CBD/Downtown Oslo	2005	0 %	20-25%
4 Skøyen	2005	5 %	5-10%
5 Nydalen	2006-2007	0 %	5-10%
6 Lysaker	2006-2007	0 %	10-15%
7 Helsfyr/Bryn	2006-2007	0 %	5-10%
8 Oslo Northwest(Sinsen-Økern-Alna)	2008-2010	0 %	10-15%
9 Other areas	Senere enn 2008	5 %	15-20%

Tabell 7 Leiepriseprognooser for resten av året i 2005, anslått vendepunkt for leieprisene og områdenes andel av markedet

Kilde: Egen fremstilling basert på Akershus Eiendom (2005-1) s. 13

Vi vet at leieprisene hadde en voldsom vekst frem mot toppen i 2008. Sånn sett er det enda mer interessant å se hva Akershus Eiendom mente om leieprisene i juni 2006 (se tabell 8 under). Siden sammenligningstallene er hentet fra markedsrapportene i 2010 brukes leieprisene for slutten av 2006 og 2007 som sammenligningsgrunnlag. Det vil med andre ord være leieprisene ett halvt år ”på etterskudd”, men disse skal likevel kunne brukes som et greit sammenligningsgrunnlag.

Sammenligningen viser ”skivebom” for de fleste gruppen. For det første ser vi at det antatte vendepunktet er endret fra 2005 rapporten, men som nevnt over ser det ut til at vendepunktet var rundt år 2004 for de fleste gruppene.

Når det gjelder prognosene for vekst i leieprisene viser de to gruppene innen område 1 en vekst på henholdsvis 44 og 21 prosent mot de prognostiserte 20 prosentene. For område 2 sier prognosene en vekst på 10 prosent. De virkelige tallene viser en vekst på 30 prosent. For område 3 sier prognosene en vekst på kun fem prosent, mens de virkelige tallene viser en vekst i leieprisene på hele 36 prosent. For område 4 og 6, altså Oslo vest viser prognosene henholdsvis 15 og 10 prosent vekst, mens leieprisene i Oslo vest steg med 26 prosent. Prognosene for Helsfyr og Bryn viser en vekst på 5 prosent, mens tallene for Oslo

øst viser en vekst på 19 prosent. Det vil si at prognosene til Akershus Eiendom viser vesentlig lavere forventninger enn slik det faktisk ble.

Område	Vendepunkt	Prognose til juni 2007
1 Prime+high standard CBD	2004	20 %
2 New buildings from CBD east to Skøyen	2004	10 %
3 Rest og CBD/Downtown Oslo	2006	5 %
4 Skøyen	2005	15 %
5 Nydalen	2006	10 %
6 Lysaker	2006	10 %
7 Helsefyr/Bryn	2006	5 %
8 Other areas	2007 eller senere	0 %

Tabell 8 Anslått vendepunkt for leieprisene og prognose for leieprisene ett år frem i tid

Kilde: Egen fremstilling basert på Akershus Eiendom (2006-2) s. 13

Tabellen fra 2007 er litt vanskeligere å vurdere. For det første slo finanskrisen inn høsten 2008 så det er ikke lenger uvesentlig om man bruker leieprisene for slutten av året eller for første halvår. I tillegg gjør leieprisene for juni 2007 det litt vanskeligere å finne riktig kategori for de ulike områdene siden tallene i tabell 9 ikke stemmer overens med det som blir rapportert i markedsrapportene ellers. Men det kan ved et enkelt overslag se ut som Akershus Eiendom treffer brukbart med sine prognoser. Det hadde vært interessant å se tilsvarende prognoser gjort for 2008 og 2009 for å se hvilke utslag finanskrisene hadde gjort for estimatenes treffsikkerhet.

Område	Leiepris høy standard juni 2007	Prognose til juni 2008
Prime+high standard CBD	3500	25 %
New buildings from CBD east to Skøyen	2100	15 %
Rest og CBD/Downtown Oslo	2200	30 %
Skøyen	2000	15 %
Nydalen	1600	25 %
Lysaker/Fornebu	1900	20 %
Helsfyr/Bryn	1500	20 %
Other areas	1100	20 %

Tabell 9 Status på leieprisene og prognose for utviklingen ett år frem i tid

Kilde: Akershus Eiendom (2007-2) s. 13

Som vi har sett treffer ikke disse prognosene spesielt godt selv om de viser riktig retning i markedet. Men disse prognosene er gjort i en periode med ekstrem vekst i leieprisene og disse ekstraordinære utslagene kan være vanskelig å forutsi. Samtidig ser vi at i det mest ekstreme året 2007 ligger Akershus Eiendom sine estimater langt under den virkelige utviklingen. Dette kan for det første skyldes som nevnt at disse ekstremutslagene er vanskelig å forutse. For det andre kan det være vanskelig å være veldig optimist for som vi vet er det lettere å bli konfrontert med positive enn negative overraskelser.

I tabell 10 under ser vi den rapporterte og estimerte ledigheten hentet fra markedsrapportene til Akershus Eiendom i perioden 2007 til 2010. Tallene med fet skrift er rapporterte faktiske tall, tallene i kursiv viser estimert ledighet, mens de røde tallene viser endring fra fjorårets rapporterte tall for tilsvarende år. Tallene som er uthevet med fet skrift skal med andre ord i utgangspunktet være statiske etter som de er historie. Likevel ser vi at Akershus Eiendom i den første markedsrapporten i 2008 endrer den rapportert ledigheten de har meldt tidligere for 2006. I andre markedsrapport i 2010 kan vi se at de endrer samtlige av de rapporterte tallene samt estimatene for 2012 til 2014. Som vi ser er ledigheten justert opp. Det kan med andre ord skyldes at det totale kontorarealet ble justert ned fra 8,5 millioner kvadratmeter til 7,9 millioner i denne perioden. Kolonnen helt til høyre viser til sammenligning til rapporterte tall fra Oslostudiet. Det er viktig å merke seg at noen av avvikene skyldes at Akershus Eiendom kun tar for seg Oslo, mens Oslostudiet i tillegg har med Asker og Bærum.

Markedsrapport

År	H1 2007	H2 2007	H1 2008	H2 2008	H1 2009	H2 2009	H1 2010	H2 2010	Oslostudiet
	2002	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %		3,50 %	4,00 %
2003	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %		7 %	9 %	10,0 %
2004	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %		11 %	13 %	11,0 %
2005	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %		11 %	13 %	9,0 %
2006	9,50 %	9,50 %	9,00 %	9,00 %	9,00 %		9,00 %	11,00 %	8,0 %
2007	6,50 %	6,50 %	6,50 %	6,50 %	6,50 %		6,50 %	7,50 %	6,0 %
2008	3,50 %	3,50 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %		4,00 %	4,50 %	4,4 %
2009	3 %	3 %	3 %	3 %	4,5 %		4,5 %	5,0 %	5,0 %
2010	3,50 %	3,50 %	2,50 %	3,00 %	7,50 %		7,00 %	8,00 %	7,0 %
2011		4,50 %	3,50 %	3,50 %	9,00 %		8,50 %	8,50 %	6,2 %
2012				5 %	8,5 %		8,50 %	8,00 %	
2013							8,50 %	7,50 %	
2014								7,50 %	

Tabell 10 Rapport (fete tall) og estimert (tall i kursiv) arealedighet fra markedsrapportene i 2007-2010, og endring i rapportering eller estimater fra foregående markedsrapport (røde tall)

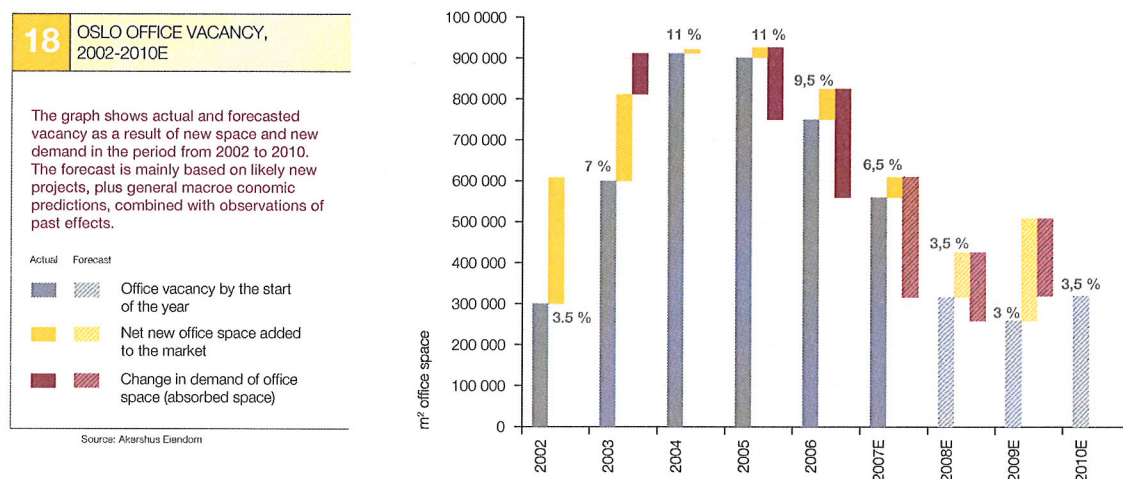
Kilde: Egen fremstilling basert på Akershus Eiendom (2007-2010)

Tallene i tabell 10 over er basert på og estimert ut i fra forventet arealabsorpsjon og arealtilførsel. Figur 68 og 69 under er eksempler på fremstillingen i markedsrapportene fra henholdsvis første rapport i 2007 og andre rapport i 2010. Som nevnt over endret Akershus Eiendom sine beregninger for det totale kontorarealet i 2010 og dette kan være forklaringen på hvorfor de endrer de fleste tallene og estimatene for ledigheten i sin siste markedsrapport i 2010. Men ser man på figurene under kan det se ut til at arealedigheten i kvadratmeter faktisk er høyere i 2010 rapporten sammenlignet med for eksempel 2007 rapporten. Dette er merkelig og vanskelig å forklare. Det er også vanskelig å forså hvilke tall som er brukt for det totale arealet ved beregning av den prosentvise ledigheten. Ettersom tallene fra andre rapport i 2010 virker veldig merkelige har jeg valgt å ta utgangspunkt i tallene fra rapporten for første halvår 2010 for å evaluere estimatene.

Ser vi på estimatene for begge markedsrapportene i 2007 ser vi at disse treffer relativt godt for 2007 til 2009. Estimatet for 2009 "bommer" riktignok med 1,5 prosent i forhold til estimatet på tre prosent. Men 1,5 prosent avvik er kun et avvik på mellom 100 000 og 200 000 kvadratmeter av en total ledighet. Når Akershus da har estimert en ledighet på mellom 200 000 og 300 000 kvadratmeter utgjør det en stor prosentvis feil, men samtidig er det snakk om ekstremt lav ledighet. Feilen på 1,5 prosent skyldes først og fremst at arealabsorpsjonen er lavere enn ventet i 2008.

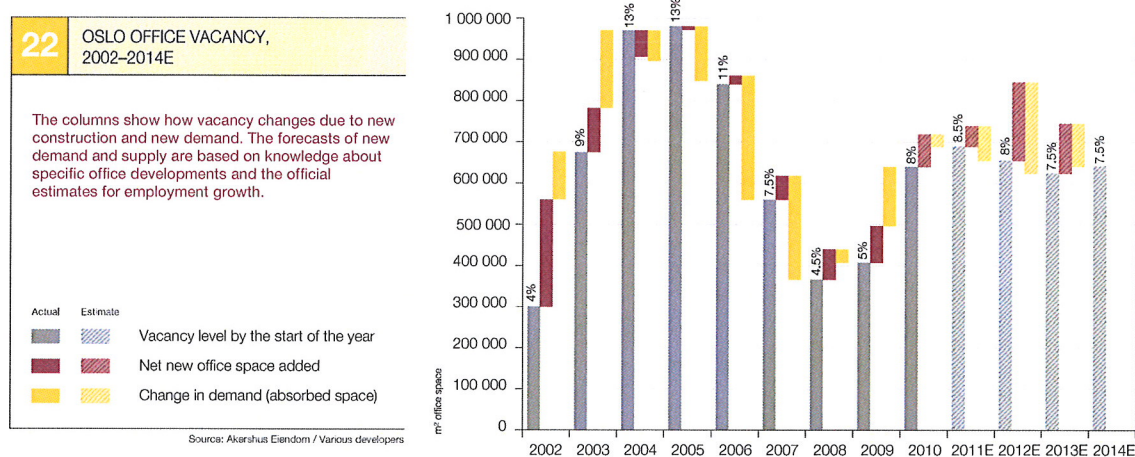
For 2010 treffer ikke estimatene fra 2007 rapportene like godt. Her estimerer Akershus Eiendom en arealedighet på 3,5 prosent, mens tallene fra første halvår i 2010 viser en

arealledighet på syv prosent. Dette skyldes selvfølgelig delvis det samme som for 2009. Men i tillegg er arealabsorpsjonen i 2009 negativ, mot en estimert relativt stor positiv absorpsjon.



Figur 68 Arealledigheten i Oslo for perioden 2002-2006 og estimater for 2007-2010 basert på nybygging og endring i etterspørselen etter kontorer

Kilde: Akershus Eiendom (2007-1) s. 21



Figur 69 Arealledigheten i Oslo for perioden 2002-2010 og estimater for 2011-2014 basert på nybygging og endring i etterspørselen etter kontorer

Kilde: Akershus Eiendom (2010-2) s. 18

Fra rapportene i 2008 velger jeg å se bort fra estimatene for 2009 ettersom estimatene er like de fra 2007. Men ser vi på estimatene for 2010 ser vi at arealledigheten er nedjustert med et helt prosentpoeng til 2,5 prosent, mens den ble justert opp igjen med et halvt prosentpoeng i rapporten etter. Som nevnt ble det i første halvår 2010 rapportert om en arealledighet på hele syv prosent. Det vil si at disse estimatene bommer kraftig. Grunnen

for denne nedjusteringen var en ventet økning i arealabsorpsjonen i 2009 som var større en arealtilførselen. Men som nevnt var absorpsjonen i 2009 negativ og dette førte til en økning i arealledigheten som var større enn arealtilførselen ved nybygg.

Resten av estimatene er mindre interessante å kommentere ettersom vi ikke vet hva arealledigheten er i 2011 og senere. Men det som er verdt å merke seg er at samtlige estimater er oppjustert kraftig i 2009 som følge av finanskrisen. Det vil se at estimatene for 2011 og senere som er gjort tidligere enn denne rapporten ser ut til å bomme med flere prosent på ledigheten. Det underbygger igjen det som er nevnt tidligere. Det er fryktelig vanskelig, om ikke umulig å forutsi og estimere disse forholdene ved store ekstraordinære svingninger. Det er også verdt å kommentere at estimatene til Akershus Eiendom for de kommende årene tilsier en relativt stabil arealledighet over syv prosent frem til 2014, mens Oslostudiet melder om arealledighet for Oslo, Asker og Bærum på 6,2 prosent i 2011. Det må likevel legges til at Asker og Bærum som ikke er med i statistikken til Akershus Eiendom trekker arealledigheten til Oslostudiet ned.

Eiermarked

Innenfor eiermarkedet er det minimalt med estimater i markedsrapportene til Akershus Eiendom. Det er også forholdsvis vanskelig å se hva man skal prøve å estimere. Samtidig kunne det vært interessant med et forsøk på å estimere yielden i markedet på bakgrunn av observert og forventet transaksjonsvolum i sammenheng med renten man kan få i markedet. Det er vel liten tvil om at yielden stort sett har beveget seg i overkant av renten, men det kan kanskje se ut til at det ikke er noe systematisk sammenheng mellom endring i yielden og renten. En annen utfordring med å estimere yielden er naturligvis som vi har sett over at leieprisene svinger og vil trolig ha en ganske stor innvirkning på yielden.

4 Oppsummering og konklusjon

4.1 Konklusjon

- Hvilke drivere og nøkkeltall benyttes i de mest sentrale markedsrapporter for Oslo, Asker og Bærum som en indikator på utviklingen i markedet?
- Hvilke deler av markedet for næringseiendom fokuserer markedsrapportene på?

Det er vel liten tvil om at svaret på denne problemstillingene er noe annerledes enn det som var forventet da jeg begynte på min gjennomgang av markedsrapportene. I utgangspunktet var planen å finne ut hva Eiendomsspar i sin Oslostudiet, og Union Gruppen og Akershus Eiendom bruker for å forutse noe om markedsutviklingen. Men istedenfor å finne disse indikatorene og vurderingene har jeg observert gjennom markedsrapportene at nøkkeltallene snarere er en statusrapport enn noe som blir benyttet som indikatorer.

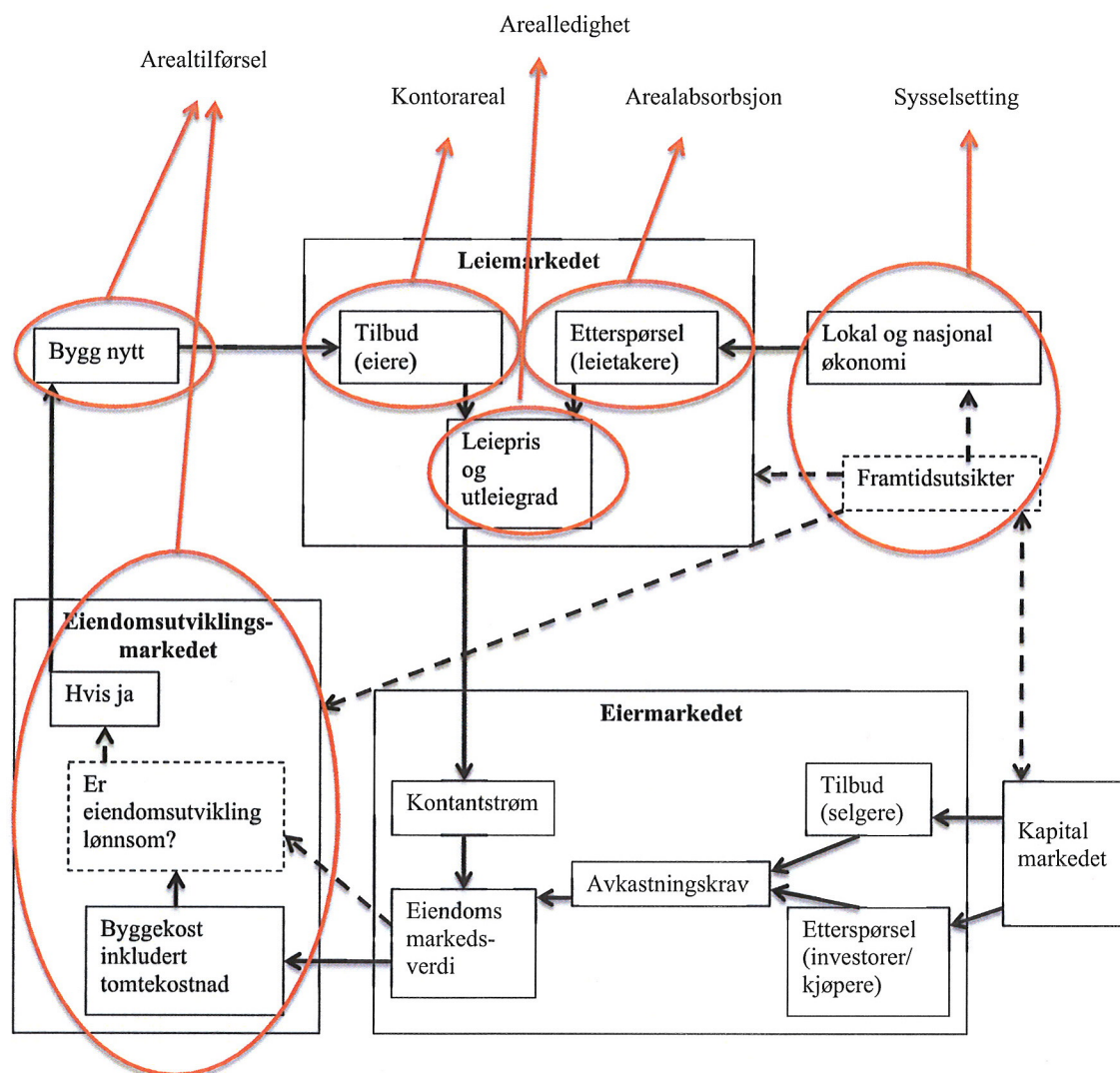
De eneste nøkkeltallene jeg opplever til en viss grad benyttes som indikatorer på markedsutviklingen er utviklingen i sysselsetting og arbeidsledigheten. Oslostudiet kommenterer sammenhengen mellom utviklingen i sysselsetting og påfølgende års arealabsorpsjon, mens Akershus Eiendom bruker utviklingen i arbeidsledighet som en indikator på leieprisutviklingen. I tillegg har Union Eiendoms kapital som er en del av Union Gruppen sine prognoser basert på en top-down og bottom-up metode. Men disse prognosene er bare nevnt en gang og gir ikke noe særlig informasjon om hvordan metoden fungerer.

Av nøkkeltallene som blir benyttet i markedsrapportene er det mye av de samme, selv om tallene som blir rapportert veldig ofte er ulike. Figur 70 under er en illustrasjon over de faktorene og nøkkeltallene Oslostudiet tar for seg. Oslostudiet er sånn sett veldig oversiktlig og enkel å forholde seg til når man skal se på tall tilbake i tid. Oslostudiet tar ikke for seg noen nøkkeltall innenfor eiermarkedet, men fokuserer utelukkende på noen sider av leiemarkedet og eiendomsutviklingsmarkedet.

Når det gjelder leiemarkedet tar Oslostudiet for seg tilbudssiden i form av en oversikt over kontorarealet i Oslo, Asker og Bærum i tillegg til tilførselen av nytt areal. Etterspørselssiden i leiemarkedet handler i Oslostudiet om arealabsorpsjon.

Arealabsorpsjonen er påvirket av sysselsetningen som er det eneste forhold som er med i Oslostudiet uten å være direkte eiendomsrelatert.

Eiendomsutviklingsmarkedet gjennom arealtilførsel er en relativt vesentlig del av Oslostudiet og blir grundig rapportert både som helhet og etter geografisk beliggenhet.



Figur 70 Markering av hvilke områder Oslostudiet berører i eiendomsmarkedssystemet

Kilde: Egen fremstilling basert på Geltner, Miller, Clayton og Eicholtz (2007) s. 23

Gjennomgangen av Union Gruppen sine markedsrapporter var en stor utfordring. For det første er dette en av de første aktørene innen næringseiendom som kommer ut med markedsrapporter. I tillegg utgis de fire ganger i året noe som gjør at det er veldig mange rapporter. Den utfordringen som antakelig er vel så stor er at rapportene har gjennomgått

mange og vesentlige endringer gjennom årene. På den måten er det en del utfordringer i forhold til sammenligning av rapportene og nøkkeltallene siden 1994.

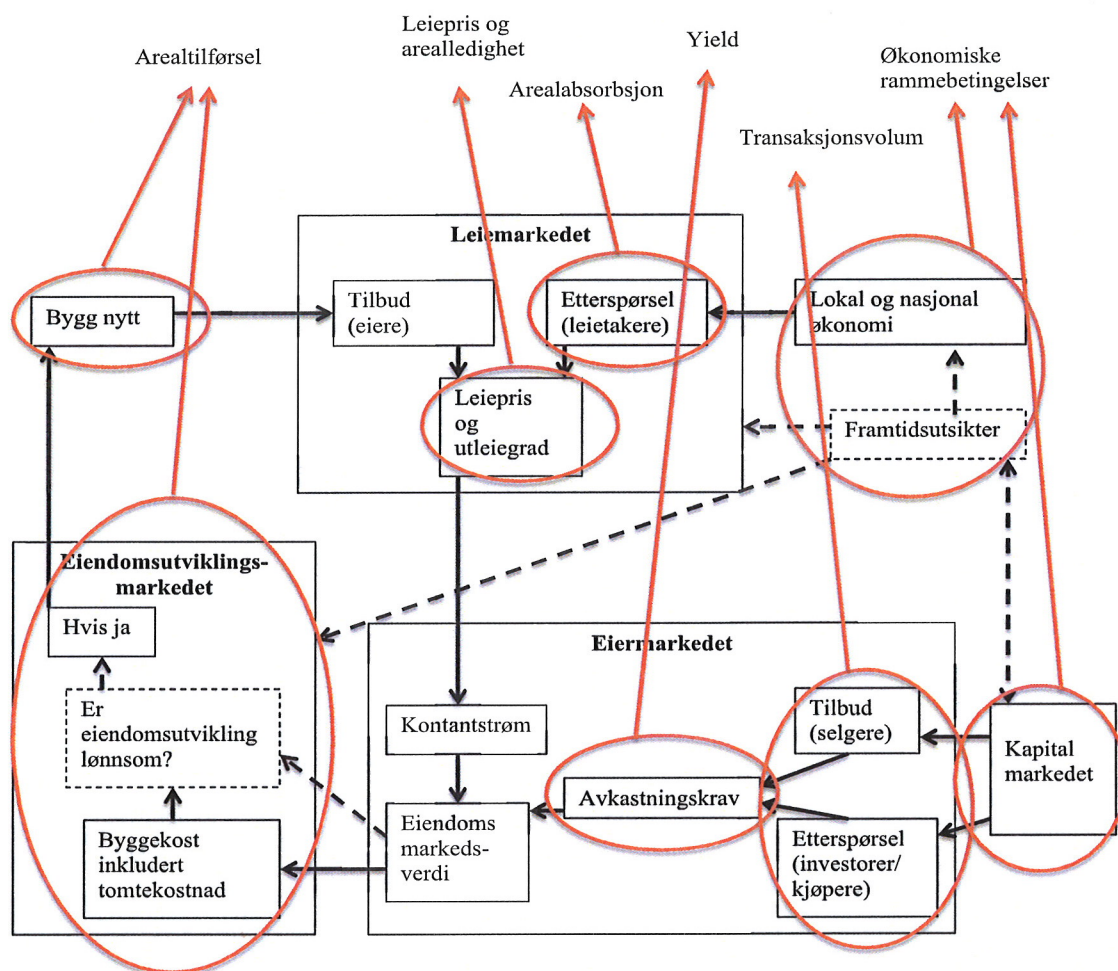
I forhold til eiendomsmarkedssystemet berører Union Gruppen både leiemarkedet, eiermarkedet, eiendomsutviklingsmarkedet og eksterne forhold som lokal og nasjonal økonomi og kapitalmarkedet som figur 71 under viser, men det er litt forskjellig hvor mye fokus de ulike områdene får.

Uten nødvendigvis å knytte det så tett opp mot eiendomsmarkedet har alltid Union Gruppens markedsrapporter inneholdt et kapittel om de økonomiske forholdene. Union Gruppen har også hatt en relativt omfattende del om leieprisene. Men dette er også den delen av leiemarkedet som har fått fokus helt fra første rapport i 1994. Arealledigheten har overraskende nok kun fått sporadisk fokus i enkelte rapporter fra Union Gruppen. Etterspørselen ved arealabsorpsjon har også fått delvis fokus i de siste års markedsrapporter.

Eiermarkedet har ikke hatt like mye fokus i alle rapportene til Union Gruppen. Men de siste års rapporter har tilbuds- og etterspørselssiden fått oppmerksomhet gjennom økt fokus på transaksjonsvolumet i eiendomsmarkedet. Avkastningskravet har også fått mer og mer fokus i senere tid, da som rapportering om yieldnivået.

Eiendomsutviklingsmarkedet har hatt fokus gjennom arealtilførsel. Likevel har det ikke vært noe grundig rapportering av arealtilførselen og har først fått systematisk fokus de senere årene.

Når det gjelder disse markedsrapportene kan det virke lite gjennomført/-tenkt når disse tar for seg leieprisene, men uten å se dette i sammenheng med arealtilførsel, tilbud av og etterspørsel etter kontorareal.



Figur 71 Markering av hvilke områder Union Gruppen berører av eiendomsmarkedssystemet i sine markedsrapporter

Kilde: Egen fremstilling basert på Geltner, Miller, Clayton og Eicholtz (2007) s. 23

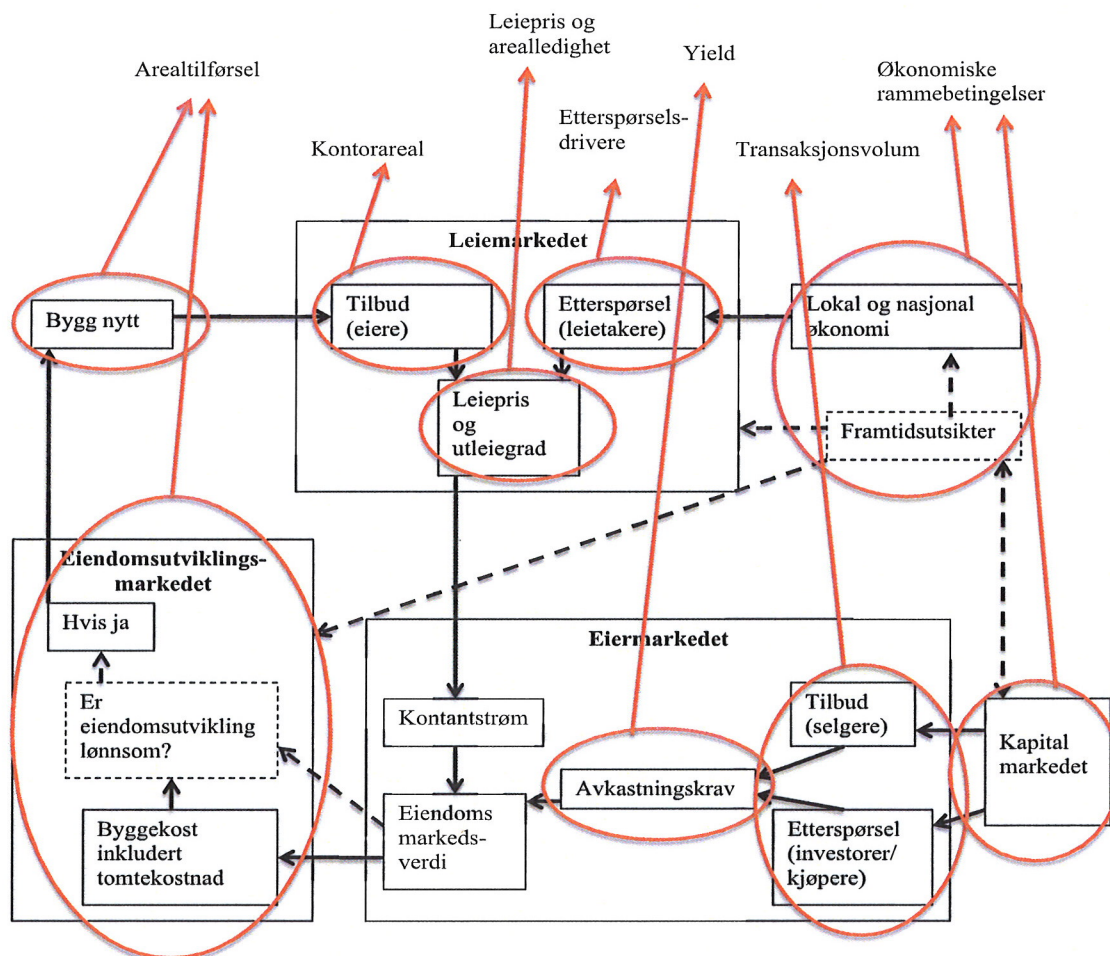
Akershus Eiendom gir nok i forhold til eiendomsmarkedssystemet den mest komplette markedsrapporten som vi kan se av figur 72 under. Markedsrapportene ser ut til å berøre så å si alle områdene innenfor leiemarkedet, eiermarkedet og eiendomsutviklingsmarkedet.

I leiemarkedet blir tilbudssiden rapportert gjennom gjengivelse av hvor stort det totale kontorarealet i Oslo er. Akershus Eiendom er også bevisst på etterspørselen i leiemarkedet med sine etterspørselsdrivere selv om dette ikke gir noen eksakte tall på etterspørsel. Leieprisen og arealledigheten blir også benhørlig rapportert.

Tilbud og etterspørsel i eiermarkedet er fryktelig vanskelig å tallfeste, men blir av Akershus Eiendom rapportert gjennom transaksjonsvolum. En statusrapport på

transaksjonene som er gjennomført og til hvilken yield de blir handlet gjør at markedsrapportene også sier noe om avkastningskravet i markedsrapportene.

Eiendomsutviklingsmarkedet er også grundig gjennomgått i markedsrapportene til Akershus Eiendom. Rapportene viser oversikter over både hvilke prosjekter som eksisterer og den geografiske beliggenheten. Samtidig er det ikke spesielt lett å få noe god oversikt over hvor mye areal som tilføres markedet hvert år. Med tanke på at kontorarealet i Oslo er relativt stabilt gjennom alle markedsrapportene til Akershus Eiendom skulle jo det tilsi at det knapt nok er tilført noe areal i det hele tatt de siste åtte årene. Samtidig ser man av markedsrapportene til Akershus Eiendom at det bygges i Oslo. Så spørsmålet er hvor disse arealet er blitt av.



Figur 72 Markering av hvilke områder Akershus Eiendom berører av eiendomsmarkedssystemet i sine markedsrapporter

Kilde: Egen fremstilling basert på Geltner, Miller, Clayton og Eicholtz (2007) s. 23

- I hvilken grad inneholder markedsrapportene prognoser for utviklingen i markedet?

Det er liten tvil om at jeg ved inngangen til denne oppgaven trodde denne delen skulle være mye mer omfattende. Underveis i gjennomgangen av markedsrapporten har det vist seg at de inneholder overraskende få prognoser, hvert fall prognoser som er tallfestede estimater.

- Hvilke elementer prognostiseres?

Når det gjelder Oslostudiet begrenser vel estimatene seg til å estimere markedsbalanse eller arealledighet på bakgrunn av arealabsorpsjon og ferdigstillelse av nybygg.

Union Gruppen har minimalt med prognoser i sine markedsrapporter. Union Eiendomskapital har en prognose for avkastningen i eiendomsmarkedet som de bruker som bakgrunn for sine investeringer, men på bakgrunn av markedsrapportene til Union Gruppen finnes det veldig lite grunnlag for å mene noe om disse prognosene.

I 2009, 2010 og 2011 begynner Union Gruppen med prognoser for tilbud og etterspørselen i leiemarkedet. Ellers inneholder utvilsomt markedsrapportene til Union Gruppen synspunkter om markedet, men lite som kan kalles prognoser eller estimater.

Akershus har ikke noe systematisk prognostisering av leiepriser, men har i en del markedsrapporter prognoser for leieprisutviklingen. De mest systematiske prognosene til Akershus Eiendom dreier seg om arealledighet.

- Hvilke drivere og nøkkeltall fokuserer man på?

Oslostudiets estimater av ferdigstillelse av nybygg handler først og fremst om en kartlegging av hvor mye av det totale arealet som potensielt kan bygges på bakgrunn av eksisterende prosjekter. Med dette som utgangspunkt kategoriserer Oslostudiet hvor sannsynlig det er at prosjektet gjennomføres og estimerer ut fra dette hvor mye som skal tilføres markedet de neste årene.

Bakgrunnen for beregning av arealabsorpsjon kan vel vanskelig kalles grundige estimater. Oslostudiet har poengtert at absorpsjonen følger tendensen i sysselsettingen, men viser ikke til hvor stor eller nær denne sammenhengen er. Det vil med andre ord si at det kan se ut som arealabsorpsjonen beregnes på grunn av historiske tall som blir justert for hvordan trenden er i sysselsettingen.

Union Eiendoms kapital bruker en blanding av bottom-up og top-down metode i sine prognoser for eiendomsmarkedet. De tre driverne i bottom-up metoden er leieprisene og arealledigheten som utgjør eiendommenes direkteavkastning, mens yelden står for verdiendringene på eiendommen. Ved top-down metoden er det litt vanskeligere å si hvilke nøkkeltall som blir brukt. Men dette er en metode basert på et makroperspektiv og er en ren matematisk metode.

Etterspørselsprognosene til Union Gruppen er basert på detaljerte prognoser for sysselsettingen i Oslo, Asker og Bærum. Tilbudsprognosene er rett og slett basert på tellinger av ledige lokaler og hvor mange nye kontorer som blir tilført markedet.

Akershus Eiendoms forventninger til leieprisene er hovedsakelig basert på utviklingen i arbeidsledigheten. For beregning av arealledigheten benyttes en kombinasjon av hvor mye areal som blir absorbert, hvor mye som blir tilført og hvor mye som eksisterer. Absorpsjonen er basert på arbeidsmarkedet, mens ferdigstillelsen baseres på observasjoner og tellinger.

- Er det forskjell på treffsikkerheten til de ulike aktørene?

På de få forventningene og estimatene Oslostudiet har hatt siden 1992 må man vel si at treffsikkerheten er overraskende lav. Den forventede årlige ferdigstillelsen ligger de fleste årene et godt stykke unna virkeligheten. I tillegg er ikke en gang summen av forventningene alle årene i nærheten av hva som virkelig er blitt ferdigstilt.

Men kan kanskje si at forventet markedsbalanse til dels treffer på 90-tallet, men grunnen til det er at Oslostudiet bommer like mye på både forventet ferdigstillelse og arealabsorpsjon. To feil gir altså en rett i dette tilfellet. Personlig syns jeg kanskje Oslostudiets bruk av arealabsorpsjon er litt misvisende. At Oslostudiet beregner arealledigheten på bakgrunn

av tilførselen av areal vil si at for eksempel rivning av et bygg på 50 000 kvadratmeter vil regnes som absorpsjon. Jeg mener arealabsorpsjon bør være et mål på hvor mye utleieareal som blir absorbert i markedet av leietakere fordi dette forteller mer om hvor utviklingen i etterspørselen etter kontorareal er.

Når det gjelder Union Gruppens treffsikkerhet har selvfølgelig Union Gruppen den fordel at de utgir markedsrapporter hvert kvartal som gjør at de kan justere sine estimater fire ganger i året. Det vil si at estimatene naturligvis treffer ganske bra ett kvartal i forveien, men treffer dårligere på estimater lenger frem i tid. Dette gjelder både arealabsorpsjon og arealtilførsel. Sammenlignet med arealabsorpsjonen fra Oslostudiet får vi eksempelet på ulik bruk av begrepet. Disse to aktørene melder om så vidt forskjellige tall at dette ikke kun kan skyldes uenighet om de reelle tallene, men må skyldes ulik bruk av begrepet.

Akershus Eiendom sine prognoser for leieprisene i Oslo ser ut til å være basert på relativt riktige modeller. Problemet er naturligvis at disse modellene ikke klarer å forutsi ekstrem oppgang og nedgang. Prognosene for arealledighet gjelder til dels det samme.

4.2 Oppsummering

Som nevnt er nok Akershus Eiendom den av de tre aktørene som har de mest treffsikre modellene. Men dette hjelper lite når man likevel ikke treffer. For at Akershus Eiendom skal treffe er de avhengig av noen forutsetninger, for eksempel at SSB treffer på sine tall for arbeidsmarkedet. Så det er jo et spørsmål hvor interessante tallene til disse aktørene er når man alltid er avhengig av at verden er i en normalsituasjon og det er en hel del forutsetninger som slår til.

Det som i denne sammenhengen kanskje er litt merkelig er at aktørene ikke har en slags scenario tankegang i sine estimater. På den måten kunne leserne av markedsrapportene selv gjort seg opp meninger om hvordan utviklingen blir og hvilke konsekvenser dette får for markedet basert på modellene i markedsrapportene.

Når man leser markedsrapporter er det viktig å vite hvem som utarbeider den. Vi vet at både Akershus Eiendom og Union Gruppen er næringsmeglere. Disse aktørene har ingen ting å tjene på å spå dårlige tider. Og det gjør de vel sjelden også. Og skulle de spå positiv

utvikling og bomme er det selvsagt alltid gode grunner for dette. Eksempelvis kan man peke på at SSB sine tall for sysselsettingen ikke traff.

Oslostudiet som utarbeides av Eiendomsspar som er i en litt annen posisjon. Dette er et eiendomsselskap som driver egen investeringsvirksomhet. Sånn sett har man kanskje egeninteresser i å rapportere stemningen i markedet, men i motsetning til næringsmeglerne tjener ikke Eiendomsspar noe på at man i Oslostudiet utelukkende er positiv hele tiden. Tvert imot kan dystre spådommer gi fall i markedet, lavere forventninger hos selgerne og gode investeringsmuligheter.

5 Egen evaluering av eiendomsmarkedet

5.1 Generelt

Etter å ha gått gjennom 16 årlige markedsrapporter fra Eiendomsspar, 20 halvårslige markedsrapporter fra Akershus Eiendom og 68 kvartalsvise markedsrapporter fra Union Gruppen er vel min generelle oppfatning at markedet for kontoreiendom i Oslo-området er relativt uoversiktlig og vanskelig å si noe konkret om med stor grad av sikkerhet. Dette skyldes flere forhold. For det første er det lite eller ingen offisielle tall for det fysiske kontormarkedet i Oslo.

For det andre er det flere aktører i markedet som næringsmeglere og lignende som prøver å kartlegge markedet, men disse gir relativt lite konsistente tall. Det kan skyldes at det blir brukt forskjellige metoder eller at man rett og slett ikke bruker samme definisjoner. Aktørene kan blant annet ha ulik geografisk inndeling. I tillegg finnes det utallige gråsoner knyttet til hva som er kontor og hva som er knyttet til lager og logistikk, hvor grensen mellom handel- og kontorareal går osv.

For det tredje benyttes det utallige faktorer som ikke er allmenngyldige tall. Dette dreier seg om alt fra yield til leiepriser. Videre vil jeg komme med noen tanker og betraktninger knyttet til leiemarkedet, eiermarkedet og eiendomsutviklingsmarkedet.

5.2 Leiemarkedet

Som vist tidligere består leiemarkedet hovedsakelig av gårdeiere som leier ut lokaler på tilbudssiden og leietakere på etterspørselssiden. Som kjent avgjør helt generelt tilbud og etterspørsel pris og konsum. Konsum i eiendomssammenheng måles enkels i kontorareal som er absorbert av leietakere, altså leid ut.

Tilbud i eiendomsmarkedet skiller seg vesentlig fra det tilbudet man kjenner fra mikroøkonomi ved at eiendomsmarkedet i praksis er enten konstant eller økende. Dette er noe forenklet for et bygg vil naturligvis "falle sammen" eller blir borte fra markedet uten rehabilitering, men i praksis vil dette i veldig liten grad skje. Hvor mye areal som tilføres avhenger selvsagt av hvor stor etterspørselen er. Utfordringene her er naturligvis at et bygg tar forholdsvis lang tid å ferdigstille og det er vanskelig å forutsi hva etterspørselen vil være når bygget står ferdig.

Etterspørselen er i et forenklet bilde kun påvirket av makroøkonomiske forhold. Hvor mye kontorareal man har behov for avhenger av hvor mange personer som er sysselsatt. Og antallet sysselsatte avhenger av hvor lønnsomme virksomhetene som leier kontorer er, som igjen er påvirket av makroøkonomiske forhold.

På bakgrunn av dette må man vel rent intuitivt kunne si at tilbudssiden i leiemarkedet ikke er kapabelt til å drive leieprisene opp eller arealledigheten ned. Det vil med andre ord si at det kun er etterspørselen som kan påvirke leieprisene og arealledigheten positivt. Og som nevnt over styres dette av makroøkonomiske forhold. Dette gjør det vanskelig å vurdere eiendomsmarkedet som et eget marked og eiendomsmarkedet må sees i sammenheng med resten av den finansielle verden.

Med bakgrunn i det overnevnt er det interessant å se at leieprisene i Oslo, Asker og Bærum har sett ut til å være veldig syklisk med rundt syv år mellom hver leiepristopp. På samme måte som man får bobler i shippingmarkedet, aksjemarkedet etc. ser det ut til at man opplever tilsvarende bobler i eiendomsmarkedet.

Et spørsmål jeg har stilt meg er hvorfor leiekontrakter ofte er på fem eller ti år hvis markedet går i syv års sykler. De jeg har snakket med i eiendomsmarkedet har ikke noe godt svar på det, og det virker som det rett og slett er "gammel vane" og standardiserte leiekontrakter. Så kan man godt si at historien ikke alltid gjentar seg osv., men et bevisst forhold til svingningene i markedet ved inngåelse av kontraktene kan neppe være en ulempe i forhold til å la det være opp til tilfeldigheten hvor lenge det skal være til leiekontraktene utløper.

Det som er interessant ved de gjennomgåtte markedsrapportene er at de referer til leiepriser som om det er noe mer eller mindre bestemt innenfor et geografisk område. Men det kan være flere feilkilder knyttet til rapporteringen av leiepriser. Leieprisene sier ingenting om oppussing, oppgradering eller tilpasning av lokalene som forutsetning for kontraktsinngåelse og leieprisfastsettelse. Markedsrapportene sier heller ingenting om leiekontrakten gir leierabatter i form av halv leie første året eller lignende.

I tillegg må man vel kunne si at enhver eiendom er mer eller mindre unik. To naboeiendommer kan oppnå forskjellig leie for eksempel fordi den eiendommen er på et hjørne eller utleier av den ene eiendommen er spesielt god eller dårlig til å forhandle leiekontrakter.

5.3 Eiermarked

Eiermarkedet er på mange måter litt lettere å forholde seg til. I eiermarkedet avgjør investorenes avkastningskrav og eiendommenes kontantstrøm basert på leiemarkedet eiendommens verdi. Som leiemarkedet har eiermarkedet en tilbudsside og en etterspørselsside. Helt enkelt må man kunne si at alle som eier eiendom er potensielle selgere, de har bare ulike avkastningskrav.

Yielden eiendommer handles til er også som leieprisene ofte sett på som en bestemt faktor. Men som nevnt over med leieprisene er hver eiendom unik og to eiendommer kan handles til svært forskjellig yield innenfor samme tidsperiode og geografiske området.

Men er det riktig å si at yielden hovedsakelig er påvirket av tilbud og etterspørsel? Og hvordan kan det ha seg at eiendommer blir solgt med en yield som er lavere enn bankrenten? Sett i forhold til ren mikroteori kan man vel neppe si at det er antallet kjøpere og hvor mye eiendom som tilbys som avgjør prisen på eiendom i seg selv. Hver kjøper og hver selger må vel i utgangspunktet ha sitt avkastningskrav. Basert på dette vurderer de eiendommens verdi basert på hvor sikre leietakerne er, hvor god beliggenhet og standarden på eiendommen er og hvor stor risikoen er i markedet. Jo bedre disse forholdene er jo mindre risikopåslag vil investoren kreve.

Det som er en interessant observasjon i perioden 2004 til 2007 er at investorenes preferanser knyttet til leiekontraktens lengde ser ut til å variere. I 2004 og 2005 var investorer villig til å betale mer, altså en lavere yield, for eiendommer med lange leiekontrakter, mens man i 2007 observerte det motsatte. Dette må åpenbart gå på at investorene har ulike forventninger til markedet. Men hvis man er bevisst på svingningene i markedet i dette tilfellet, hvorfor er man ikke like bevisst på det ved kontraktsinngåelse med leietaker? Kan det skyldes at man ikke er bevisst på det i det hele tatt og at valget sann sett er tilfeldig og styrt av forventninger og følelser, og ikke basert på rasjonelle vurderinger?

Eiendom er generelt sett på som sikker investering med forholdsvis lav risiko. Muligens har dette ført til at man har fått en rekke aktører inn på eiendomsmarkedet som ikke har kompetanse rettet mot eiendomsmarkedet. I aksjemarkedet er man av den oppfatningen at markedet i utgangspunktet er rett priset basert på investorenes rasjonelle valg. De irrasjonelle og amatørerne er i et mindretall som gjør at de ikke "forstyrrer" denne oppfatningene. Men kanskje er eiendomsmarkedet regnet som så trygt at det lokker investorer uten kompetanse og fører til feilprising i markedet. Og hvilken formell kompetanse gir best utgangspunkt for å lykkes i eiendomsmarkedet så lenge vi ikke har noe profesjon knyttet til næringseiendom?

Forutsetter vi at investorene kjøpte eiendommer med korte leiekontrakter bevisst er dette åpenbart basert på en forventning om at leieprisene skulle fortsett å stige og at kontraktene kunne reforhandles med bedre leiepriser. Men det virker i overkant naivt å tro at leieprisene kan øke så mye år etter år. I hvert fall når historien viser at leieprisene korrigeres med jevne mellomrom.

Det som gjør yield til et dårlig nøkkeltall for å si noe om prisingen av eiendom er at det må gjennomføres transaksjoner for at man skal vite hva yielden er. Hva er yielden og eiendommenes markedsverdi i et marked uten transaksjon? Så lenge det finnes eiendom har man et potensielt marked. Spørsmålet er bare om kjøpere og selgere har avkastningskrav som gjør at det kan gjennomføres en transaksjon. Har man mange transaksjoner vil trolig dette gi et mer representativt utvalg i forhold til standard og beliggenhet enn få transaksjoner. Det vil si at det er større sjanse for et de laveste yieldene man observerer er transaksjoner av de mest attraktive eiendommene når det er mange transaksjoner. Det vil si at det er helt naturlig at yielden stiger når transaksjonsvolumet er lavt fordi man da sannsynligvis "sammenligner epler og bananer".

Et annet problem knyttet til rapportering av yield er at den ikke fanger opp lengden på leiekontraktene og leieprisene på bygget. Yielden kan for eksempel være lav fordi både kjøper og selger vet at leieprisene på eiendommene ligger langt under markedsleien. Yielden kan også være lav i forhold til det generelle markedet fordi eiendommen har en sikker, trygg leietaker på 20 års kontrakt som gjør eiendommen spesielt attraktiv for kapitalsterke investorer som eksempelvis livselskaper som skal ha en jevn solid

kontantstrøm. Dette gjør at prisen og videre yielden ikke er representativ for det generelle klimaet i markedet.

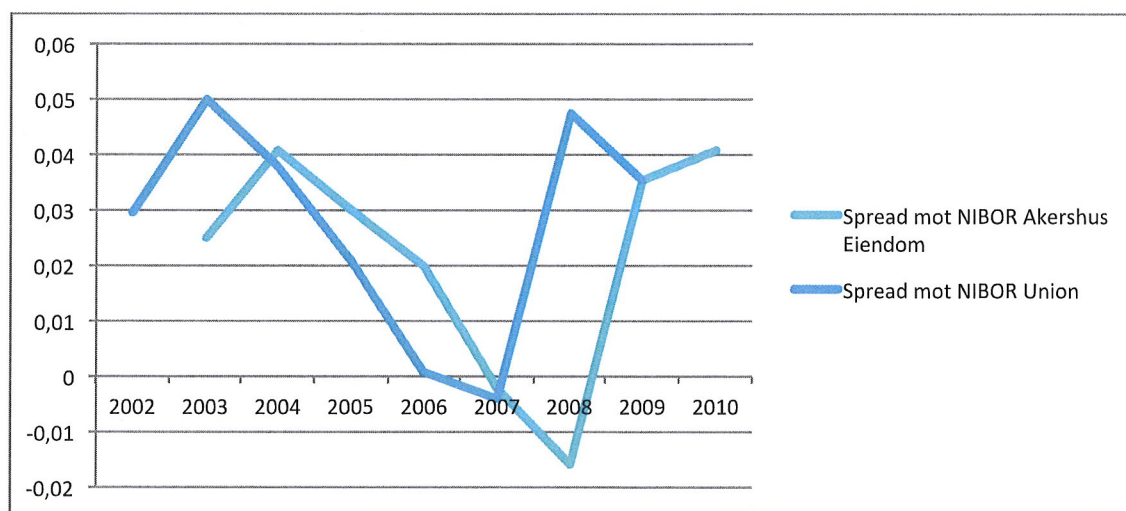
Nå er det også slik at man har forholdsvis lite historisk informasjon om yield. I tillegg er det sånn at endringene og utviklingen som har vært i eiendomsmarkedet gjør tall som er tjue år eller eldre lite representative. For det første har vi hatt en ekstraordinær absorpsjon av næringslokaler i Oslo som følge av en dreining mot et mer kontorintensivt næringsliv og sentralisering rundt storbyene. For det andre har eiendomsmarkedet blitt mer profesjonalisert. I tillegg er yield et forholdsvis nytt begrep og man må vite hva prisen og leieinntekten til eiendommen er for å vite hva yielden er. Sånn sett er det først gjennom utvikling av markedsrapporter og lignende at man har fått data på det.

Om yielden er et godt mål en nå en ting, men dataene og rapporteringen på yield de siste ti årene er forholdsvis gode. Nå er det blitt sånn at eiendom er blitt en aktivaklasse og et investeringsobjekt på lik linje med for eksempel aksjer og obligasjoner. Som ved verdsetting av det meste vil man sammenligne avkastningen med et risikofritt alternativ. Det som kan virke litt spesielt med eiendomsmarkedet er at det ikke ser ut til å følge renten i særlig grad. Ser vi på figur 73 under ser vi at spreaden mot NIBOR, altså differansen mellom NIBOR og yielden variert med hele fem prosent. At denne spreaden på sitt laveste har vært negativ er relativt spesielt med tanke på at investorer i utgangspunktet ikke får låne penger til NIBOR rente og betaler enda mer for pengene.

Men bakgrunnen for at yielden ikke ser ut til å følge renten i særlig grad bør være enkel. Først skal det sies at det her forutsettes at yielden faktisk er riktig i markedet. Når renten faller er det stort sett en måte å stimulere markedet på. Altså et tegn på at folk enten har eller bruker for lite penger. Det vil føre til svakere økonomisk vekst, noe som påvirker eiendomsmarkedet negativt. Motstykket til dette som gjør at yielden over tid vil falle etter hvert som renten faller er at det blir billigere å finansiere eiendomsinvesteringer. Som kjent er eiendomsinvesteringer ekstremt kapitalkrevende og man er i stor grad avhengig av å lånefinansiere dette. Lavere rente fører med andre ord til billigere finansiering. Grunnen til at yielden ikke stiger i takt med økt rente er naturligvis at en økt rente stort sett er et signal på at økonomien må strammes litt til. Enkelt sagt kan dette være at folk har for mye penger og bruker for mye penger. Dette er isolert sett et godt tegn for eiendomsmarkedet som drar nytte av den økonomiske veksten. Dette gjør at investorer vil fortsette å kjøpe

eiendom med lav yield fordi man forventer at leiepriser og prisstigningen skal fortsette. Som vi ser av figuren under kan vi komme i en situasjon hvor renten "har tatt igjen" yielden og vi opplever en spread mellom yield og rente som er rundt null eller i de mest ekstreme tilfellene negativ. Da har vi en situasjon hvor det er dyrere og betjene lån enn den leieinntekten man har fra eiendommen. Så en negativ spread kan åpenbart ikke vedvare over tid.

Det må nevnes at man i noen tilfeller ser kjøp med så å si kun egenkapitalfinansiering. I så fall kan man klare seg med en yield lavere enn renten. Dette er gjerne livselskaper eller andre former for pengeplasseringer hvor man ønsker en jevn sikker avkastning. Samtidig er disse transaksjonene spesielle og burde ikke brukes til å reflektere hvilken yield man oppnår i markedet.



Figur 73 Spread mellom yield rapporter av Union Gruppen og Akershus Eiendom og NIBOR

Kilde: Egen fremstilling basert på Union Gruppen (1994-2011-1), Akershus Eiendom (2003-2010) og Norges Bank (2011)

5.4 Eiendomsutviklingsmarked

Når det gjelder eiendomsutviklingsmarkedet er det som nevnt i stor grad dette som avgjør tilbudet i leiemarkedet. De store utfordringene her dreier seg først og fremst om byggetid. I det man observerer at etterspørselen i leiemarkedet er så høy at leieprisene stiger vil det være gunstig å bygge. Men når bygget står ferdig kanskje ett eller to år senere kan etterspørselen ha snudd og man har økt tilbudet mens etterspørselen har falt.

En annen faktor som naturligvis spiller inn er byggekostnader. Disse vil selvsagt henge sammen med hvor stor aktivitet det er i nybyggingsmarkedet. Både leie- og eiermarkedet øker prisene hvis etterspørselen øker. Det vil med andre ord si at det er billigst å bygge når leieprisene er lave fordi ingen andre ønsker å bygge da. Som nevnt under punkt 5.2 over har leiemarkedet sett ut til å ha sykluser på rundt syv år. Så spørsmålet er om det ikke går an å spekulere i nybygg når man observerer at leiemarkedet er i ferd med å flate ut. Utfordringene med dette er selvfølgelig at eiendomsutvikling er ekstremt kapitalkrevende så hvis man ikke treffer markedet på vei opp kan man få store problemer hvis man ikke har tilstrekkelig finansiell styrke til og overleve et par år i et tungt marked. En annen faktor som også ser ut til å spille inn er at de fleste inngår leiekontrakter før de setter i gang bygging, spesielt i usikre økonomiske tider.

6 Litteraturliste

Akershus Eiendom. (2003-1). *the norwegian commercial property market*. Oslo:
Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2004-1). *the norwegian commercial property market*. Oslo:
Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2004-2). *the norwegian commercial property market*. Oslo:
Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2005-1). *the norwegian commercial property market*. Oslo:
Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2006-1). *the norwegian commercial property market*. Oslo:
Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2006-2). *The Norwegian commercial property market – Fall 2006*.
Oslo: 2006

Akershus Eiendom. (2007-1). *The Norwegian commercial property market*. Oslo:
Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2007-2). *The Norwegian commercial property market*. Oslo:
Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2008-1). *The Norwegian commercial property market – Spring
2008*. Oslo: Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2008-2). *The Norwegian commercial property market – Autumn
2008*. Oslo: Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2009-1). *The Norwegian commercial property market – Spring
2009*. Oslo: Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2010-1). *The Norwegian commercial property market – Spring 2010*. Oslo: Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2010-2). *The Norwegian commercial property market – Autumn 2010*. Oslo: Akershus Eiendom

Akershus Eiendom. (2003-2010). [Serien av markedsrapportene ”The Norwegian commercial property market” fra Akershus Eiendom fra og med 2003 til og med 2010.]

Akershus Eiendom. (2007-2010). [Serien av markedsrapportene ”The Norwegian commercial property market” fra Akershus Eiendom fra og med 2007 til og med 2010.]

Eiendomsspar. (1992). *Oslostudiet*. Oslo: Eiendomsspar

Eiendomsspar. (1993). *Oslostudiet*. Oslo: Eiendomsspar

Eiendomsspar. (1994). *Oslostudiet*. Oslo: Eiendomsspar

Eiendomsspar. (1995). *Oslostudiet*. Oslo: Eiendomsspar

Eiendomsspar. (1999). *Oslostudiet*. Oslo: Eiendomsspar

Eiendomsspar. (2006). *Oslostudiet*. Oslo: Eiendomsspar

Eiendomsspar. (2008). *Oslostudiet*. Oslo: Eiendomsspar

Eiendomsspar. (2009). *Oslostudiet*. Oslo: Eiendomsspar

Eiendomsspar. (2011). *Oslostudiet*. Oslo: Eiendomsspar

Eiendomsspar. (1992-2011). [Serien av markedsrapportene ”Oslostudiet” fra Eiendomsspar fra og med 1992 til og med 2011.]

Eiendomsspar. (1996-2011). [Serien av markedsrapportene "Oslostudiet" fra Eiendomsspar fra og med 1996 til og med 2011.]

Geltner, D. M., Miller, N., Clayton, J. og Eicholtz, P. (2007). *Commercial Real Estate – Analysis & Investments*. Mason OH: Thomson South-Western.

Glitnir Property Group. (2007-1). *Markedsrapport Q1 2007*. Oslo: Glitnir Property Group

NNM. (1994-1). *Markedsrapport nr. 1/94 – "Eiendom søkes!"*. Oslo: Norsk Næringsmegling

NNM. (1995-1). *Markedsrapport nr. 1/95 – Rollebytte?*. Oslo: Norsk Næringsmegling

NNM. (1996-3). *Markedsrapport nr. 3/96 – Fullt!*. Oslo: Norsk Næringsmegling

NNM. (1997-4). *Næringseiendomsmarkedet 4. kvartal 1997*. Oslo: Norsk Næringsmegling

NNM. (1998-1). *Næringseiendomsmarkedet 1. kvartal 1998*. Oslo: Norsk Næringsmegling

NNM. (1999-3). *Nærings- 3/99*. Oslo: Norsk Næringsmegling

NNM. (2001-3). *3/01 markedsrapport næringseiendom*. Oslo: Norsk Næringsmegling

NNM. (2001-4). *4/01 markedsrapport næringseiendom*. Oslo: Norsk Næringsmegling

NNM. (2003-1). *1/03 markedsrapport næringseiendom*. Oslo: Norsk Næringsmegling

NNM. (2003-3). *3/03 markedsrapport næringseiendom*. Oslo: Norsk Næringsmegling

Norden Gruppen. (2004-1). *markedsrapport næringseiendom*. Oslo: Norden Gruppen

Norges Bank. (2011). *NIBOR. Årsgjennomsnitt av nominell rente*. <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-nominell-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-data/> (hentet 01.05.11)

Union Gruppen. (2005-1). *Markedsrapport Næringseiendom Q1 - 2005*. Oslo: Union Gruppen

Union Gruppen. (2005-3). *Markedsrapport Q3 – 2005*. Oslo: Union Gruppen

Union Gruppen. (2006-4). *Markedsrapport Q4 – 2006*. Oslo: Union Gruppen

Union Gruppen. (2009-1). *Markedsrapport 1-2009*. Oslo: Union Gruppen

Union Gruppen. (2009-2). *Markedsrapport Q2 2009*. Oslo: Union Gruppen

Union Gruppen. (2009-3). *Markedsrapport Q3 2009*. Oslo: Union Gruppen

Union Gruppen. (2009-4). *Markedsrapport Q4 2009*. Oslo: Union Gruppen

Union Gruppen. (2010-4). *Markedsrapport Q4 2010*. Oslo: Union Gruppen

Union Gruppen. (2011-1). *UNION Markedsrapport Q1 2011*. Oslo: Union Gruppen

Union Gruppen (1994-2011-1) [Serien av markedsrapportene NNM fra og med 1994 til og med 2003, Norden Gruppen 2004, Union Gruppen fra og med 2005 til og med 2006 og fra og med 2008-4 til og med 2011-1, Glitnir Property Group fra og med 2007 til og med 2008]

Vedlegg til litteraturlisten

En oversikt over markedsrapporter som er gjennomgått og til dels kommentert i oppgaven:

	Eiendomsspar	Union Gruppen	Akershus Eiendom
1992	Oslostudiet		
1993	Oslostudiet		
1994	Oslostudiet	NNM: Q1, Q2, Q3, Q4	
1995	Oslostudiet	NNM: Q1, Q2, Q3, Q4	
1996	Oslostudiet	NNM: Q1, Q2, Q3, Q4	
1997	Oslostudiet	NNM: Q1, Q2, Q3, Q4	
1998	Oslostudiet	NNM: Q1, Q2, Q3, Q4	
1999	Oslostudiet	NNM: Q1, Q2, Q3, Q4	
2000	Oslostudiet	NNM: Q1, Q2, Q3, Q4	
2001	Oslostudiet	NNM: Q1, Q2, Q3, Q4	
2002	Oslostudiet	NNM: Q1, Q2, Q3, Q4	
2003	Oslostudiet	NNM: Q1, Q2, Q3, Q4	Akershus Eiendom: H1, H2
2004	Oslostudiet	Norden Gruppen: Q1, Q2 Union Gruppen: Q4	Akershus Eiendom: H1, H2
2005	Oslostudiet	Union Gruppen: Q1, Q2, Q3, Q4	Akershus Eiendom: H1, H2
2006	Oslostudiet	Union Gruppen: Q1, Q2, Q3, Q4	Akershus Eiendom: H1, H2
2007	Oslostudiet	Glitnir Property Group: Q1, Q2, Q3, Q4	Akershus Eiendom: H1, H2
2008	Oslostudiet	Glitnir Property Group: Q1, Q2, Q3 Union Gruppen: Q4	Akershus Eiendom: H1, H2
2009	Oslostudiet	Union Gruppen: Q1, Q2, Q3, Q4	Akershus Eiendom: H1, H2
2010	Oslostudiet	Union Gruppen: Q1, Q2, Q3, Q4	Akershus Eiendom: H1, H2
2011	Oslostudiet	Union Gruppen: Q1	