



Norges miljø- og
biovitenskapelige
universitet

Masteroppgave våren 2021, 30 stp

Fakultet for landskap og samfunn

**Er det en sammenfallende oppfattelse i
bransjen om hvilken verdsettelsesmetode
som er best egnet ved verdivurdering av
næringseiendom?**

Adrian Eikenes & Sebastian Ask

Eiendomsutvikling

Forord

Denne masteroppgaven inngår i den avsluttende delen av masterprogrammet i eiendomsutvikling ved Universitetet for Miljø- og Biovitenskap. Masteroppgaven omfatter 30 studiepoeng og er fordelt over ett semester.

Studietiden ved NMBU har vært svært lærerik, utfordrende og engasjerende for oss begge. Vi fant begge ut at vi hadde en ekstra sterk interesse for verdsetting av eiendom. Basert på dette ble vi enige om å skrive en masteroppgave sammen innenfor dette temaet som en avslutning på studieløpet.

Målet med vår masteroppgave var å få en dypere innsikt i hvilke verdsettelsesmetoder som anvendes for verdsettelse av næringsbygg, herunder kontantstrømseiendom, i Oslo. Dette har vi oppnådd gjennom våre seks dybdeintervjuer med aktører fra ulike bransjer i Oslo. Vi ønsker derfor særlig å rette en stor takk alle som har tatt seg tid til å delta i disse intervjuene, til tross for den spesielle tiden med Covid-19 pandemien.

Avslutningsvis ønsker vi å takke vår veileder ved NMBU, Sølve Bærug, for konstruktiv støtte og veiledning, samt våre nærmeste som har holdt ut med oss under både oppturer og nedturer gjennom denne prosessen.

Oslo, 01. juni 2021.



Adrian Eikenes



Sebastian Røed Ask

Sammendrag

Denne masteroppgaven har undersøkt teori og praksis for verdivurdering av næringseiendom, med mål om å vurdere hvilken verdivurderingsmodell som er foretrukket av aktørene for å estimere verdien av kontantstrømseiendom i Oslo. Basert på dette har vi utarbeidet følgende problemstilling:

«Er det en sammenfallende oppfattelse blant aktører i bransjen om hvilken verdivurderingsmodell som er best egnet ved verdsettelse av næringseiendom i Oslo?»

Videre ønsket vi å besvare vår hovedproblemstilling på bakgrunn av fire delproblemstillinger, som omhandlet hvilke verdivurderingsmodeller de forskjellige aktørene benytter, skille mellom markedsverdi og investeringsverdi, beregning av risiko og tilhørende avkastningskrav i de ulike modellene. For å kunne besvare disse tar oppgaven for seg verdivurdering tilknyttet verdibegrepene markedsverdi og investeringsverdi, og inneholder en litteraturanalyse og en empirisk undersøkelse tilknyttet dette.

Litteraturanalysen trekker frem sammenligningsmetoden som den mest anvendte og beste metoden for verdsettelse. Denne metoden stiller krav til et transparent marked, hvor aktørene har god tilgang på informasjon og en felles forståelse for verdibegreper. Tilgangen til informasjon vil i mange tilfeller ikke være tilfredsstillende da næringsmarkedet tidligere er blitt sett på som et lite transparent marked. Teorien trekker dermed frem diskontert kontantstrømsanalyse og nettokapitaliseringsmetoden som de beste alternative metodene. Disse kan anvendes med ulike forutsetninger, formål og oppsett som avgjør om det er eiendommens markedsverdi eller investeringsverdi som estimeres. Dette samsvarer også med observasjonene fra vår empiriske undersøkelse som ble gjennomført i form av dybdeintervjuer med seks aktører i bransjen.

Basert på våre funn fra litteraturanalysen, samt den empiriske undersøkelsen konkluderer vi med at diskontert kontantstrømsanalyse er velegnet og er derfor prioritert av aktørene ved verdsettelse av næringseiendom i Oslo. Dette er begrunnet med at metoden ivaretar risiko på en oversiktlig måte og tilrettelegger for justeringer underveis i kalkyleperioden. Den tilrettelegger i tillegg for sammenligning mot andre transaksjoner i markedet, noe som vi anser som hensiktsmessig for å underbygge og styrke validiteten til verdivurderingen. Ved mindre komplekse verdivurderinger anser vi imidlertid også yieldmodellen som et godt alternativ, da denne er enkel å anvende og gir et godt sammenligningsgrunnlag med forbehold om at den er basert på tilsvarende forutsetninger.

Abstract

In this master thesis, we aimed to look at the theory and practice of commercial real estate valuation. The goal was to determine which valuation method the participants prefer when estimating the value of a cash flow property in Oslo. Based on this, we wanted to investigate the following research question:

«Is there a common perception among players in the industry about which valuation model is best suited when valuing commercial property in Oslo?»

Furthermore, we wanted to answer our main problem on the basis of four sub-problems, which dealt with which valuation models the different players use, distinguish between market value and investment value, calculation of risk and associated return requirements in the various models. In order to be able to answer these, the thesis deals with valuation associated with the value concepts market value and investment value and contains a literature analysis and an empirical study related to this.

The literature review highlights the comparison method as the most used and best method for valuation. This method places demands on a transparent market, where the players have good access to information and a common understanding of value concepts. The access to information will in many cases not be satisfied as the business market has previously been seen as a small transparent market. The theory thus highlights discounted cash flow analysis and the net capitalization method as the best alternative methods. These can be used with different assumptions, purposes and layouts that determine whether it is the property's market value or investment value that is estimated. This is also consistent with the observations from our empirical study that was conducted in the form of in-depth interviews with six players in the industry.

Our conclusion, based on both findings from the literature analysis and the empirical analysis, confirms that the cash flow analysis is most suitable and therefore has the highest priority in the industry. This is because the method clearly addresses risk and allows for adjustments during the calculation period. It also allows for comparison with other market transactions, which we believe is necessary to support and strengthen the valuations validity. We also believe the yield model to be a reasonable option for less complex valuations, as it is simple to use and gives a reasonable basis for comparison, given that it is based on similar assumptions.

Innhold

1. Bakgrunn for oppgaven	8
1.1 Bakgrunn for valg av tema	8
1.1.1 Personlig hensikt med oppgaven	8
1.1.2 Bakgrunnene til kandidatene	9
1.2 Problemstilling.....	9
1.2.1 Underordnede forskningsspørsmål.....	10
1.2.2 Avgrensning.....	10
1.3 Beskrivelse av oppgavens oppbygning.....	11
2. Metode	12
2.1 Ulike metoder.....	12
2.1.1 Kvantitativ metode.....	13
2.1.2 Kvalitativ metode	13
2.1.3 Fordeler og ulemper ved de ulike metodene	14
2.2 Begrunnelse for valg av metode	14
2.2.1 Beskrivelse av undersøkelsen	15
2.2.2 Utvalg og begrunnelse for valg av respondenter tilknyttet undersøkelsen	16
3. Teori.....	18
3.1 Verdsettelse i eiendomssammenheng.....	18
3.1.1 Markedsverdi og investeringsverdi.....	18
3.1.1.1 Markedsverdi (market value).....	19
3.1.1.2 Investeringsverdi (investment value).....	20
3.2 Verdivurderingsmetoder for markedsverdi	20
3.2.1 Direkte verdsettelsesmetoder	21
3.2.1.1 Sammenligningsmetoden	21
3.2.1.2 Yield	22
3.2.1.3 Nåverdmodellen - diskontert kontantstrømsanalyse (DCF-metoden)	24
3.2.2 Indirekte verdsettelsesmetoder.....	32
3.2.2.1 Investeringsmetoden	32
3.2.2.2 Kostnadsmetoden	32
3.3 Verdivurderingsmetoder for investeringsverdi	33
3.3.1 Nåverdmodellen - diskontert kontantstrømsanalyse (DCF-metoden)	33
3.3.1.1 Avkastningskrav for investeringsverdi	33
3.3.1.2 Risiko ved eiendomsinvesteringer	38
Bedriftsspesifikk risiko.....	39
Markedsrisiko	40

Risikofri rente	40
3.3.2 Andre verdivurderingsmetoder for investeringsverdi	41
3.3.2.1 Nettokapitaliseringsmetoden (yieldmetoden)	41
3.3.2.2 Internrentemetoden	43
3.3.2.3 Paybackmetoden.....	44
4. Undersøkelse og analyse	47
4.1 Fremgangsmåte tilknyttet undersøkelsen	47
4.2 Bakgrunn til respondentene	48
4.2.1 Hvilken type eiendomsaktør tilhører din virksomhet?	48
4.2.2 Hvilket utdanningsnivå har respondenten.....	49
4.2.3 Hvor mye erfaring har respondenten når det gjelder verdivurdering av næringseiendom?	50
4.3 Verdivurdering av næringseiendom	51
4.3.1 I hvilken sammenheng benyttes verdivurdering og hva var formålet med siste verdivurdering?	51
4.3.2 Hvilke verdivurderingsmodeller benytter virksomheten? Om det benyttes flere - hva brukes de forskjellige verdivurderingsmodellene til?.....	52
4.3.3 Hvordan tolker du begrepet markedsverdi?.....	53
4.3.4 Skiller virksomheten mellom markedsverdi og investeringsverdi, og i så fall når?	53
4.3.6 Hvordan og i hvilken grad håndteres usikkerhet og risiko, og hvordan	54
avspeiles dette i verdivurderingsmodellen(e)?.....	54
4.3.7 Har virksomheten et fast rammeverk for verdivurdering, og i så fall er det et standard rammeverk, eller er det et internt formet rammeverk?	55
4.3.8 Hvordan finner virksomheten avkastningskravet i verdivurderingsmodellene	56
den benytter?.....	56
4.3.9 Hvilken form for yield benytter dere for å regne ut verdien til	57
en kontantstrømseiendom og hvorfor? (Eks. nettoyield, markedsyield etc.)	57
4.3.10 Hva antar dere at har vært den største endringen innenfor verdsettelse av næringseiendom i Oslo de siste ti årene?	58
4.3.11 Annen relevant informasjon om verdivurdering i virksomheten?	59
5. Konklusjon	60
5.1 Hvilke verdivurderingsmodeller benytter eiendomsaktørene?.....	60
5.1.1 Vurdering i forhold til teori	60
5.1.2 Vurdering i forhold til vår undersøkelse	61
5.1.3 Delkonklusjon	61
5.2 Hvordan beregner de ulike aktørene avkastningskravet de benytter i verdivurderingsmodellene?	62

5.2.1 Vurdering i forhold til teori	62
5.2.2 Vurdering i forhold til vår undersøkelse	63
5.2.3 Delkonklusjon	63
5.3 Skiller aktørene mellom markedsverdi og investeringsverdi?	64
5.3.1 Vurdering i forhold til teori	64
5.3.2 Vurdering i forhold til vår undersøkelse	65
5.3.3 Delkonklusjon	65
5.4 Hvordan vurderer og hensyntar de ulike aktørene risiko i verdsetting av kontantstrømseiendommer?	65
5.4.1 Vurdering i forhold til teori	66
5.4.2 Vurdering i forhold til vår undersøkelse	66
5.4.3 Delkonklusjon	67
5.5 Hovedkonklusjon	68
6. Avsluttende refleksjoner	71
6.1 Kritikk til oppgaven	71
6.2 Videre studier om samme tema	71
Referanseliste	72
Vedlegg 1. Intervjuguide	74
Vedlegg 2. NSD-skjema	78

Figurliste

Figur 1: Forskningsprosessens fire faser. Egen fremstilling av forskningsprosessens fire faser (Kvale & Brinkmann, 2015).	12
Figur 2: Forholdet mellom risiko og avkastningskrav. Egen fremstilling.	34
Figur 3: Illustrasjon av WACC. Egen fremstilling.	38
Figur 4: Systematisk og usystematisk risiko. Egen fremstilling.	39
Figur 5: Netto kontantstrøm. Egen fremstilling.	42
Figur 6: Respondentene fordelt på type aktør. Egen fremstilling.	48
Figur 7: Respondentenes utdanningsnivå. Egen fremstilling.	49
Figur 8: Respondentenes erfaringsnivå. Egen fremstilling.	50

Tabelliste

Tabell 1: Fordeler og ulemper med kvalitativ og kvantitativ metode. Egen fremstilling.	14
Tabell 2: Eksempel på kontantstrømsmodell. Egen fremstilling.....	29
Tabell 3: Kontantstrømsmodell med rehabiliteringskostnad. Kostnad i år 2024 diskontert med negativ diskonteringsrente 6%. Egen fremstilling.	31
Tabell 4: Oppbygging av avkastningskrav (Gundersen, 2009, s. 19).....	36
Tabell 5: Nåverdi ved ulike kalkylerenter og test av internrente. Egen fremstilling.	44
Tabell 6: Paybackmetoden. Egen fremstilling.	45

1. Bakgrunn for oppgaven

I denne delen av oppgaven skal gis en introduksjon til tema, samt en beskrivelse av bakgrunnen for valg av dette. Det vil videre kort redegjøres for kandidatenes kompetanse og personlige hensikt med valg av tema, hvor det avslutningsvis vil vises til de avgrensingene som var nødvendig for oppgavens oppbygging. Helt til slutt vil det være en overordnet beskrivelse av disposisjonen.

1.1 Bakgrunn for valg av tema

Det norske eiendomsmarkedet har de siste årene opplevd en sterk vekst og eiendom som aktiva klasse har blitt et populært investeringsmål for både norske og utenlandske aktører. Dette har ført til økt aktivitet både på transaksjonsmarkedet og utbyggingsmarkedet. Eiendomsbransjen er i en konstant endring på grunn av konjunktursvingninger, endringer i demografi og miljøhensyn. Med bakgrunn i dette må aktørene i bransjen ha gode og nøyaktige verktøy, for å sikre at de når sine målsetninger. For at risikoen for feilaktige beslutninger skal reduseres maksimalt vil det være et enda større fokus og behov for troverdige og nøyaktige verdsettingsmodeller.

Verdivurdering av investeringseiendom er nødvendig å utføre av flere grunner og de ulike aktørene i bransjen har ulike insentiver for å gjennomføre verdivurderinger. Et insentiv for å gjennomføre en verdivurdering kan være kjøp og salg av eiendommer, krav om innsikt i verdi fra forsikringsselskaper og finansielle institusjoner, samt beregning av totalavkastning og avkastning på kapital for investor.

Det vil i slike tilfeller være et sentralt og felles spørsmål som aktørene i bransjen er nødt til å avklare - «*hva er verdien av eiendommen?*»

Med bakgrunn i dette vil hovedtemaet for denne oppgaven omhandle verdsettelse av næringseiendom i henhold til hovedsakelig markedsverdi. Vi ønsker å undersøke hvorvidt det er en sammenfallende oppfattelse blant ulike aktører i bransjen om hvilke verdsettingsmetoder som er best egnet innenfor verdivurdering av kontantstrømseiendom.

1.1.1 Personlig hensikt med oppgaven

Dette er vår avsluttende masteroppgave som utarbeides i forbindelse med fullføring av eiendomsutviklingsstudiet på Norges Miljø- og Biovitenskapelige Universitet. Det har vært en

sammenfallende oppfatning for oss at vi ønsket å finne et tema som vi syntes var interessant, men som også resulterte i at vi satt igjen med et faglig utbytte.

Vi har tidligere i eiendomsutviklingstudiet gjennomført omfattende oppgaver som tok for seg temaer som markedsanalyse, verdsetting, tomteutnyttelse, planstatus og design utforming i prosjekter. Da vi skulle velge tema for vår masteroppgave høsten 2020, ble vi begge fort enig om at det var spesielt temaene tilknyttet verdsettelse av nærings- og utviklingseiendom vi fant mest interessant og spennende. Dette skyldes at vi mener disse temaene har fått for liten oppmerksomhet i løpet av studieløpet vårt. I tillegg kunne vi se for oss å jobbe med dette videre etter endt studie. På bakgrunn av dette har vi valgt å prioritere vårt siste halvår ved NMBU til å sette oss dypere inn i nettopp dette temaet.

Vårt mål med valg av tema er dermed å få en dypere forståelse for hvordan verdsettelse av næringseiendom fungerer i praksis, og at en fordypning i dette vil styrke våre muligheter til å starte våre karrierer innenfor denne retningen.

1.1.2 Bakgrunnene til kandidatene

Sebastian Røed Ask har arbeidet i eiendomsbransjen siden våren 2017, hvor han sammen med sin søster stiftet et privat eiendomsselskap. I løpet av de tre første årene har oppkjøp av eiendommer med utleiemuligheter stått sentralt, og selskapet har siden da investert i to eiendommer med totalt 5 utleieenheter. Ask har utdanning på bachelornivå fra økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger.

Adrian Eikenes har fullført utdanning på bachelornivå fra jus, økonomi og eiendomsmegling fra Handelshøyskolen BI i Bergen og har siden 2016 vært involvert i eiendomsbransjen i henholdsvis Bergen og Oslo. Eikenes har hatt flere posisjoner innad i ulike meglerfirma, hvor han blant annet har jobbet med salg av nybyggprosjekter og utviklingseiendommer.

1.2 Problemstilling

I denne oppgaven ønsker vi å se nærmere på verdsettelse av næringseiendom i henhold til markedsverdi og investeringsverdi, med et særlig fokus på verdsettelsesmodeller. Vi ønsker å undersøke om aktørene som utfører verdsetting av næringseiendom i Oslo har en felles og enhetlig forståelse om hvilken modell som er best egnet og dermed foretrukket.

Dette har resultert i vår overordnede problemstilling:

«Er det en sammenfallende oppfattelse blant aktører i bransjen om hvilken verdivurderingsmodell som er best egnet ved verdsettelse av næringseiendom i Oslo?»

1.2.1 Underordnede forskningsspørsmål

For å sikre en strukturert og metodisk tilnærming til den overnevnte problemstillingen har vi utformet fire underordnede forskningsspørsmål. Dette er delproblemstillinger som har hensikt for å underbygge den overnevnte hovedproblemstillingen. Her ønsker vi å undersøke nærmere hvilke likheter og ulikheter som finnes blant de norske aktørene. Dette vil omfatte og gjøre en dypere granskning omkring aspekter av signifikant betydning for verdsettelse som risiko, avkastningskrav, metoder og modeller.

De underordnede forskningsspørsmålene som oppgaven skal besvare er som følger:

- Hvilke verdivurderingsmodeller benytter eiendomsaktørene?
- Hvordan beregner de ulike aktørene avkastningskravet de benytter i verdivurderingsmodellene?
- Skiller aktørene mellom markedsverdi og investeringsverdi?
- Hvordan vurderer og hensyntar de ulike aktørene risiko i verdsetting av kontantstrømseiendommer?

1.2.2 Avgrensning

Næringseiendom har to markeder: leiemarkedet og eiemarkedet/transaksjonsmarkedet.

Leiemarkedet er markedet for å *bruke* eiendommen, mens eiemarkedet (ofte også kalt transaksjonsmarkedet) er markedet for å eie eiendommen (Bærug, 2017). I denne oppgaven kommer vi hovedsakelig til å avgrense oss mot transaksjonsmarkedet tilknyttet næringseiendom.

Næringseiendom er i denne oppgaven underforstått som eiendom som eies med formål om å generere kontantstrømmer i form av leieinntekter eller med formål om å oppnå verdistigning. Slik type næringseiendom er ofte omtalt som kontantstrømseiendom. Vi vil avgrense oss mot denne typen næringseiendom og herunder se på verdivurderingsmetoder for å estimere verdibegrepene markedsverdi og investeringsverdi.

Videre vil vi også avgrense oppgaven mot å ikke ta hensyn til skatt og avgifter, da dette er svært komplekse områder og dermed gjøre oppgavens omfang for omfattende.

Vår empiriske undersøkelse i del 4 omfatter dybdeintervjuer med seks sentrale eiendomsaktører i Oslo. I denne oppgaven benyttes begrepet *eiendomsaktører*, eller *aktører*, som en fellesbetegnelse for aktører som har betydelige deler av sin drift tilknyttet næringseiendomsmarkedet, herunder investering, finansiering, rådgivning eller utvikling. Aktørene vil bli utvalgt for å kunne representere hele bredden i eiendomsmarkedet i Oslo og blir gruppert på følgende måte:

- **Eiendomsselskap.** Dette er en generell betegnelse for selskaper som eksempelvis jobber med kjø og salg, utvikling og forvaltning av eiendom. Disse selskapene er gjerne spesialisert innenfor et av disse områdene eller en kombinasjon av dem. Videre kan disse selskapene ha ulike tilnærminger til om verddivurderingene foretas eksternt eller internt i selskapet. Selskapene kan både være private og børsnoterte selskaper.
- **Finansinstitusjon/bank.** Dette omfatter institusjoner som bistår med finansiering og rådgivning tilknyttet eiendom.
- **Rådgivere.** Dette omfatter rådgivningsselskaper som tilbyr eiendomsmarkedet tjenester som verddivurderinger, markedsrapporter, tilstandsvurderinger i tillegg til støtte tilknyttet finansiering, kjøp, salg og børsnotering.
- **Livselskaper.** Dette omfatter selskaper som jobber med livsforsikring og pensjonssparing. Kjennetegn på disse selskapene er at de besitter en svært differensiert eiendomsportefølje med et langsiktig perspektiv på sine investeringer. Disse selskapene utarbeider regelmessige verddivurderinger av egen eiendomsportefølje.

1.3 Beskrivelse av oppgavens oppbygning

Vi har valgt å bygge opp oppgaven med å starte med bakgrunnen for masteroppgaven i form av bakgrunn for tema og vår hensikt med oppgaven, samt vår personlige bakgrunn. Videre vil vi redegjøre for vårt valg av metode for innhenting av forskningsmateriale og gjennomgå relevant teori tilknyttet vår oppgave. Vi vil deretter redegjøre for vår undersøkelse og presentere tilhørende resultater tilknyttet denne. Avslutningsvis vil vi analysere våre observasjoner og funn fra undersøkelsen, samt omtalt teori. Med bakgrunn i dette vil vi trekke oppgavens samlede konklusjon.

2. Metode

Grunnmuren i en god og strukturert forskningsoppgave innebærer at informasjonen som blir lagt til grunn tilfredsstiller kravene til reliabilitet og validitet, gjennom valgt forskningsmetode.

Begrepet reliabilitet dreier seg om hvorvidt det er konsistent og stabilitet knyttet til undersøkelsen som blir gjennomført (Svartdal, 2020). Det vil si at en høy grad av reliabilitet skal kunne tilsi at uavhengige undersøkelser skal gi tilnærmet identiske resultater. Dette innebærer at dersom en annen forsker gjennomfører samme undersøkelse med de samme vilkårene, kan man forvente tilnærmet identiske svar.

Validitet omhandler gyldigheten av resultatene fra undersøkelsen. Dette innebærer å gjøre rede for i hvilken grad man kan trekke gyldige slutninger om det man har satt som mål å undersøke (Kvale & Brinkmann, 2015). Et viktig krav for validitet i vår oppgave innebærer at undersøkelsen vår blir besvart av intervjuobjekter som samlet sett representerer hele bredden av bransjen for verdivurdering i Oslo

Videre kan man dele forskningsprosessen opp i fire faser (Johannessen et al., 2016). Disse fasene er som følger:



Figur 1: Forskningsprosessens fire faser. Egen fremstilling av forskningsprosessens fire faser (Kvale & Brinkmann, 2015).

Vi vil dekke disse fire fasene i løpet av vår forskningsprosess.

2.1 Ulike metoder

Det skilles mellom to hovedmetoder for å gjennomføre et forskningsprosjekt; kvalitativ- og kvantitativ metode. Hvilken metode som er mest hensiktsmessig å benytte seg av avhenger av valgt problemstilling.

2.1.1 Kvantitativ metode

Som av ordlyden «kvantitativ» omhandler kvantitative forskningsmetoder tall og det som er målbart(kvantifiserbart). Slike forskningsmetoder legger ofte opp til forskning i bredden, med mange informanter, med få spørsmål og begrensede svaralternativer (Andersen, 2019). Data vil være forankret til spesifikke variabler og det benyttes standardiserte metoder for datainnsamling. Datainnsamlingsmetodene kan eksempelvis være ekspertvurderinger, observasjon, intervju eller formell testing. Videre uttrykkes variablene i tallverdier, slik at datamaterialet kan fremstilles med tabeller, grafiske figurer eller statistiske mål (for eksempel gjennomsnitt, variasjon og korrelasjon), som videre kan analyseres ved bruk av for eksempel varians, faktor eller regresjonsanalyse (Befring, 2015, s. 131-160).

2.1.2 Kvalitativ metode

Den andre aktuelle forskningsmetoden som kan anvendes er den *kvalitative* metoden. Det som kjennetegner denne forskningsmetoden, er at den går i dybden på et smalt felt og gir en annen innsikt enn med store og overordnede undersøkelser. Fokuset her ligger i å undersøke og beskrive ulike menneskers opplevelser og erfaringer ved de forskjellige temaene (Andersen, 2019).

I kvalitativ forskning er det forskerens forståelse og tolkning av informasjon som er essensielt, samtidig som det er en fleksibel forskningsmetode når det kommer til innhenting av data. I de fleste tilfeller blir datamateriale samlet inn ved hjelp av fokusgrupper hvor man intervjuer eller observerer en gruppe eller et utvalg. For å kunne få tilstrekkelig beskrivende materiale av intervjuobjektene har man ved denne metoden et forholdsvis lite utvalg av deltakere. Et av aspektene ved denne metoden er at respondentene får friere tøyler, ettersom det ikke er fastsatte svaralternativer slik som i en spørreundersøkelse.

Som et resultat av disse faktorene legger denne metoden grunnlag for å kunne innhente mer detaljert informasjon, samt muligheter for å kunne presisere og justere problemstillinger underveis. På den andre siden er denne metoden vanskeligere å tallfeste, i tillegg til at tidsaspektet for å innhente informasjon ofte er lenger. Valg av denne metoden kan derfor i de fleste tilfeller medføre at man må begrense seg til et mindre omfang av undersøkelseseenheter enn ved en kvantitativ metode (Hoffmann, 2013).

2.1.3 Fordeler og ulemper ved de ulike metodene

For å få et mer nyansert og oversiktlig bilde av de ulike metodene har vi valgt å utarbeide en tabelloversikt for å kunne sammenligne de forskjellige metodene. Tabellen vil dermed fungere som et viktig verktøy for valg av metode, som vi deretter skal anvende i forbindelse med innhenting av empiri til vår oppgave.

Kvalitativ		Kvantitativ	
Fordeler	Ulemper	Fordeler	Ulemper
Går i dybden	Subjektivt, ingen fasitsvar	Objektiv, god metode for å sammenlikne og analysere	Får ikke vite noe om bakgrunnen for svarene
Lettere å følge opp det som er interessant	Lavere overføringsverdi enn ved kvantitativ metode (er svarene gyldige for noen andre?)	Høyere overføringsverdi enn ved kvalitativ metode	Kan risikere å ikke fange opp informasjon som ikke kan tallfestes
Fleksibel metode for innhenting av data	Ressurskrevende	Lett å finne tallmateriale (f.eks. SSB, NSD)	

Tabell 1: Fordeler og ulemper med kvalitativ og kvantitativ metode. Egen fremstilling.

2.2 Begrunnelse for valg av metode

Tidligere har det blitt utført flere undersøkelser av temaer tilknyttet verddivurdering av næringseiendom. Avhengig av problemstillinger og vinklinger på undersøkelsene, har det både vært benyttet kvalitativ og kvantitative metoder for å besvare disse.

Målet med vår oppgave baserer seg hovedsakelig på å undersøke hvilke verddivurderingsmetoder aktørene i Oslo benytter for å verddivurdere næringseiendom. En viktig del av oppgaven blir dermed å få et best mulig helhetlig bilde av hvordan verddivurdering praktiseres i virkeligheten, og hvordan dette samsvarer med teorien. Videre vil vi også undersøke om de ulike aktørene estimerer verdien på bakgrunn av en felles forståelse av verdibegrepene markedsverdi og investeringsverdi, eller om det er ulike oppfatninger tilknyttet dette. I tillegg vil vi undersøke hvordan de ulike aktørene beregner avkastningskravet sitt, og hvordan de hensyntar risiko i verddivurderingene.

For å kunne gi best mulig svar på vår problemstilling har vi valgt å anvende en kvalitativ metode for vår undersøkelse. Denne beslutningen ble gjort på bakgrunn av den tidligere litteraturundersøkelsen rundt fordeler og ulemper tilknyttet de ulike metode. Flexibiliteten rundt en kvalitativ undersøkelse var viktig for å gi intervjuobjektene en mulighet til å gi mer helhetlige og nyanserte svar, i forhold til hva en kvantitativ undersøkelse kunne gi. Ved å innhente nyanserte og helhetlige svar får vi mulighet til å identifisere momenter som ellers ikke ville fremkommet ved for en kvantitativ metode.

Ulempen med denne metoden er at den er svært tidkrevende og at vi derfor må begrense oss til færre undersøkelsesenheter enn det vi alternativt kunne gjort ved en kvantitativ metode. Dette kan medføre at det blir vanskelig å trekke generelle beslutninger for aktørene i markedet som en helhet. Til tross for dette anser vi denne metoden som tilstrekkelig for å kunne danne oss et overordnet bilde som vi videre kan trekke slutninger fra.

2.2.1 Beskrivelse av undersøkelsen

For å gjennomføre vår undersøkelse har vi valgt å benytte oss av dybdeintervju som del av en kvalitativ metode. Dybdeintervjuene var strukturerte, derav forhåndsbestemte, spørsmål som stilles til samtlige av intervjuobjektene. Intervjuobjektene vil heretter omtales som respondenter. Vi valgte en strukturert gjennomføring av intervjuene da dette ville gi oss et konkret sammenligningsgrunnlag mellom respondentene.

Vi gjennomførte totalt 6 intervjuer med utvalgte eiendomsaktører, med mål om å best mulig dekke over hele bredden i eiendomsmarkedet. Vi forsøkte dette ved å gruppere aktørene i eiendomsmarkedet inn i fire forskjellige grupper: eiendomsselskap, finansinstitusjon/bank, rådgivere og livselskaper, som tidligere omtalt i delkapittel 1.2.2.

Dybdeintervjuet bestod av totalt 14 spørsmål og ble inndelt i to deler. Den første delen omhandlet bakgrunnen til respondentene, mens den andre delen omhandlet temaet verdivurdering. Spørsmålene ble sendt ut på forhånd og respondentene kunne selv velge om de ønsket å gjennomføre intervjuet som et videomøte, eller ved å sende oss svar på spørsmålene per e-post. Grunnet til at vi valgte å gjennomføre det på denne måten, var for å gjøre det mest mulig fleksibelt for respondentene i dagens Covid-19 situasjon. Dette medførte at to av intervjuene ble gjennomført som videointervju, mens de resterende ble gjennomført som direkte svar per e-post.

2.2.2 Utvalg og begrunnelse for valg av respondenter tilknyttet undersøkelsen

Det var viktig for oss at utvalget av respondenter ble basert på problemstillingen, for å sikre størst grad av sannsynlighet for at de kunne bidra med informasjon for å besvare denne. Respondentene ble dermed utvalgt på bakgrunn av flere kriterier. For det første måtte de enten utføre eller benytte seg av verdivurderinger av næringseiendom i Oslo. For det andre måtte de ha god kjennskap til relevante begreper som ofte er sentrale innenfor verdivurdering av næringseiendom. Dette omfatter blant annet begreper som kontantstrøm, yield og avkastningskrav.

Videre ønsket vi som nevnt å, på best mulig måte, representere bredden i eiendomsmarkedet, basert på et relativt snevert utvalg grunnet valgt metode. For å få til dette satt vi som minimumskrav at utvalget til undersøkelsen skulle representere minst alle våre forutbestemte grupperinger (eiendomsselskap, finansinstitusjon/bank, rådgiver og livselskap). Det var videre viktig for oss at respondentene vi intervjuet hadde god erfaring og kompetanse innenfor temaet.

Vi hadde et relativt godt utgangspunkt når det kommer til oversikt over de store aktørene i bransjen som opererer i Oslo-området. På bakgrunn av dette utarbeidet vi en liste med ti ulike aktører fra forskjellige bransjer, med ulike forutsetninger og mål med verdsettelse, slik at disse med høy sannsynlighet ville representere alle grupperingene vi hadde forutbestemt. Vi sendte deretter ut generell informasjon om vår situasjon, samt spørsmål om de potensielt ønsket å bidra til vår oppgave i form av deltakelse i et dybdeintervju. Blant de ti utvalgte var det syv respondenter som var positive til å delta. Dessverre var det en aktør som tidligere hadde takket ja, som likevel ikke hadde mulighet til å delta. Vi endte dermed med et utvalg bestående av totalt seks av de ti forespurte aktørene.

I utgangspunktet ønsket vi i vår oppgave at respondentene skulle gjengi i oppgaven med fullt navn og navn på deres tilhørende virksomhet for å styrke oppgavens reliabilitet. Det viste seg imidlertid å være vanskeligere enn vi hadde forutsett, da majoriteten av aktørene vi kontaktet kun ønsket å delta i undersøkelsen dersom de forble totalt anonyme. Vi var klar over at dette kunne svekke oppgavens reliabilitet, men da dette var et krav for majoriteten av aktørene vi tok kontakt med, så vi oss nødt til å respektere kravet og dermed gjennomføre undersøkelsen på denne måten. Vi ønsket heller å gjennomføre undersøkelsen med informanter som vi anså som godt egnet til å kunne bidra til å løse vår problemstilling på best mulig måte, fremfor å gjennomføre den med mindre egnede informanter som potensielt kunne gi oss annenrangs informasjon.

Vi var i forkant av gjennomføring av undersøkelsen nødt til å melde inn prosjektet i NSD i forbindelse med behandling av personopplysninger. Dette krevdes da vi skulle behandle personopplysninger under innhenting og bearbeiding av observasjonene. Godkjenning av prosjektet gitt av NDS er vedlagt som vedlegg 2. Selve presentasjonen av resultatene tilknyttet undersøkelsen er som tidligere nevnt helt anonymisert i oppgaven og inneholder derav ingen personopplysninger.

Undersøkelsens fremgangsmåte er nærmere beskrevet i kapittel 4.

3. Teori

For at vi skal kunne utforske og besvare de angitte forskningsspørsmålene er vi nødt til å ha en enhetlig forståelse av teori og begreper som er relevant innen næringseiendom. I dette kapittelet vil vi presentere ulike metoder for verdsetting og relevante begreper som legger grunnlaget for den senere analysen.

3.1 Verdsettelse i eiendomssammenheng

Å verdsette noe i eiendomssammenheng innebærer å finne verdien av en gruppe rettigheter på et gitt tidspunkt, tilknyttet et bestemt verdibegrep målt etter en gitt basis for verdi. Verdibegrepet kan eksempelvis være markedsverdi, investeringsverdi, teknisk verdi eller gjenanskaffelsesverdi. Disse verdibegrepene har ulike forutsetninger som verdsettingen skal bygge på. Eksempelvis vil forutsetningene for å finne markedsverdi, bygge på andre forutsetninger enn forutsetningene for å finne investeringsverdi, teknisk verdi eller gjenanskaffelsesverdi. Verdivurderingene kan utføres av ulike profesjoner og institusjoner som eiendomsmeglere, takstmenn, økonomer (finansanalytikere), myndigheter og ikke minst automatisert verdsetting ved hjelp av datamaskiner (Bærug, 2017).

Felles for verdsetting tilknyttet markedsverdi, investeringsverdi og gjenanskaffelsesverdi er at alle omfatter et knippe rettigheter som skal verdsettes, i motsetning til teknisk verdi som retter seg mot den fysiske eiendommen. Formålet med verdivurderinger kan ifølge Bærug ha tre ulike formål: å beskrive verdien, danne grunnlaget for andres verdivurdering, eller bestemme verdien ut fra et bestemt regelverk (Bærug, 2017).

I denne oppgaven skal vi ta for oss eiendomssegmentet næringseiendom og herunder eiendomstypen kontantstrømseiendom, og se på teorien tilhørende verdivurderingsmetoder i tilknytning til verdibegrepene markedsverdi og investeringsverdi.

3.1.1 Markedsverdi og investeringsverdi

Ved verdsettelse av næringseiendom snakker man som ofte om skillet mellom markedsverdi og investeringsverdi. I Norge har vi ingen tydelig definisjon av markedsverdi, men internasjonalt er eksempelvis markedsverdi og investeringsverdi klart definert av The International Valuation Standards Council (IVSC). Deres siste definisjon fremkommer i håndboken RICS Valuation - Global Standards, som er publisert i november 2019, men gjeldende fra januar 2020. Definisjon av markedsverdi (market value) er definert på følgende måte:

3.1.1.1 Markedsverdi (market value)

“The estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm’s length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.” (Royal Institution of Chartered Surveyors [RICS], 2019a, s. 55)

Denne internasjonale standarden definert av IVSC, har vært mer eller mindre uendret de siste årene, og i 2017 ble den daværende definisjonen oversatt til norsk av Bærug (2017, s. 74) på følgende måte:

«Markedsverdi er det anslåtte beløpet som en eiendom ville blitt omsatt for på verditidspunktet mellom en villig kjøper og en villig selger i en armlengdes transaksjon, etter ordentlig markedsføring, hvor begge parter har opptrådt informert, aktsomt og uten tvang.»

Videre har Bærug (2017, s. 75-76) delt opp elementene i definisjonen og forklart disse på følgende måte:

- **Det anslåtte beløpet.** Pengeverdien (prisen) i en transaksjon til ordinære betingelser gitt hvilket markedssegment transaksjonen utføres i.
- **Ville blitt omsatt for.** Påpeker at markedsverdien kun er et anslått beløp, og er ikke en faktisk salgspris.
- **Verditidspunktet.** Påpeker at verdien er anslått tilknyttet et gitt tidspunkt. Dersom man utfører en analyse for å estimere markedsprisen for en eiendom i dag, vil ikke nødvendigvis estimatet bli det samme dagen etter, da det er mange forhold som kan påvirke eiendommens verdi.
- **En villig kjøper.** En kjøper som ikke er tvunget til å handle, men en kjøper som handler på bakgrunn av de vanlige forutsetningene i det eksisterende markedet.
- **En villig selger.** En selger som opptrer på samme grunnlag som en villig kjøper.
- **En armlengdes transaksjon.** Partene som utfører transaksjonen, skal ikke ha noen spesielle forhold til hverandre.
- **Etter ordentlig markedsføring.** Eiendommen blir markedsført på ordinær måte i det aktuelle markedet.
- **Begge parter har opptrådt informert og aktsomt og uten tvang.** Både kjøper og selger skal på verditidspunktet ha tilstrekkelig kjennskap til eiendommen og hva den kan, og blir brukt til. Uten tvang baserer seg på en villig kjøper og selger, der ingen av partene er tvunget.

Videre i håndboken RICS Valuation - Global Standards finner vi også IVSC sin definisjon av investeringsverdi (investment value), som er definert på følgende måte:

3.1.1.2 Investeringsverdi (investment value)

“The value of an asset to a particular owner or prospective owner for individual investment or operational objectives”. (RICS, 2019a, s. 57)

Investeringsverdien omtales som “den verdien eiendommen har som investering for eieren eller en potensiell eier”. Investeringsverdien for en eiendom er dermed en verdi tilknyttet en bestemt eller en potensiell eier, og er best egnet for å gi råd til en eier eller investor om han/hun burde kjøpe/selge en eiendom eller ikke. Denne verdien er med andre ord helt forskjellig fra eier til eier, da verdien baserer seg på forutsetningene til eieren, og ikke eiendommen isolert sett. En eiendom kan dermed ha flere ulike investeringsverdier, basert på hvem eiendommen verdivurderes for.

Investeringsverdien av en eiendom avhenger derfor av hvordan eieren har påtenkt bruken av den, i tillegg til hvilken avkastning den gir eieren. Verdien kan derfor variere stort fra eier til eier. Til og med subjektive meninger som det estetiske eller affeksjonsverdi kan spille en rolle i en eiers grunnlag for estimering av investeringsverdi (Bærug, 2017).

Denne formen for verdibegrep skiller seg derfor vesentlig fra markedsverdibegrepet, som i teorien skal være en estimert verdi, som er lik for alle, uavhengig av hvem verdivurderingen utføres for. I tillegg vil det ikke være mulig å finne noen indikasjon på investeringsverdien, slik som prisen er en indikasjon på markedsverdien (Bærug, 2017).

3.2 Verdivurderingsmetoder for markedsverdi

Det finnes, som nevnt, ulike forutsetninger og formål bak hver verdivurdering. Disse elementene, sammen med selve regneoppsettet i de ulike modellene, avgjør om man eksempelvis beregner markedsverdien eller investeringsverdien av en eiendom.. Hovedsakelig er markedsverdibegrepet hyppigst anvendt i forbindelse med verdivurderinger og det finnes flere metoder for å estimere dette. Disse omfatter både direkte og indirekte metoder og kan videre grupperes inn i tre hovedmetoder: sammenligningsmetoden, investeringsmetoden og kostnadsmetoden. Selv om metodene baserer seg på forskjellige grunnlag, har de som fellesnevner at formålet er å finne fram til det valgte verdibegrepet (Bærug, 2017).

3.2.1 Direkte verdsettelsesmetoder

3.2.1.1 Sammenligningsmetoden

Sammenligningsmetoden, ofte omtalt som sammenligningstilnærmingen er ifølge Bærug (2017) den mest anvendte, viktigste og nesten alltid den beste verdsettingsmetoden ved beregning av markedsverdi. Denne metoden baserer seg på å direkte sammenligne andre tilsvarende eiendommer som har vært omsatt i markedet. Bærug (2017, s. 83) oppgir følgende 6 trinn som sammenligningsmetoden består av:

1. Å finne markedssegmentet.
2. Lete fram potensielle sammenlignbare salg.
3. De sammenlignbare salgene kontrolleres i forhold til at de skal falle inn under markedsverdidefinisjonen.
4. Velge ut de mest relevante sammenlignbare salgene.
5. Justere prisene på grunn av at de sammenlignbare salgene er forskjellige fra den eiendommen som skal verdsettes.
6. De korrigerte prisene veies sammen, som gir et anslag på markedsverdien.

For å få best mulig sammenligningsgrunnlag er det derfor svært viktig at eiendommene det sammenlignes med er så like som overhodet mulig med tanke på variabler som areal, kvaliteter, alder og lokalisering.

Det er svært sjeldent at næringseiendommen som sammenliknes ikke har noen ulikheter med næringseiendommen som skal verdivurderes, med hensyn til variablene som ligger til grunn. Dette gjør at beregning av markedsverdi for en næringseiendom ved å benytte denne metoden kan medføre stor grad av usikkerhet.

I tillegg foregår ofte transaksjoner tilknyttet kjøp og salg av næringseiendom i et lukket marked, i motsetning til boligmarkedet der majoriteten av boligsalgene blir gjort i et åpent marked gjennom eksempelvis finn.no. Informasjonen angående disse salgene blir deretter lagret hos Eiendomsverdi, slik at det enkelt kan tas ut rapporter og statistikker i forbindelse med verdivurdering av boliger. Det finnes på den andre siden ikke et like godt statistikkgrunnlag for næringseiendom som et resultat av at majoriteten av transaksjonene foregår i et lukket marked. Det kan dermed være vanskelig å innhente direkte sammenlignbare salg.

For næringseiendom brukes som regel sammenligningsenheten "pris per leieinntekt", ofte omtalt som yield eller direkteavkastning i Norge.

3.2.1.2 Yield

Et av de mest sentrale begrepene innenfor eiendomsbransjen er *Yield*. Yield er ofte brukt som et forenklet begrep, samtidig som det er anvendt i ulike situasjoner som dermed kan medføre en grad av forvirring. Innenfor eiendomsbransjen blir yield ofte brukt som en betegnelse på forholdet mellom inntekten eiendommen genererer og verdien av eiendommen. Yield gir et øyeblikksbilde av avkastningen. Yield kan dermed brukes som et verktøy for å beregne verdien av en eiendom, samt sammenligne flere eiendommer på et gitt tidspunkt.

Yield er definert som avkastningen på en investering og er reflektert som en årlig prosentsats, hvor de årlige leieinntektene blir sett i forhold til verdien av eiendommen (RICS, 2019b, s. 10).

For å kunne gjøre en korrekt vurdering av yielden er det nødvendig at terminologien er standardisert og akseptert av aktørene i eiendomsmarkedet. I Norge er yield-begrepet til en viss grad uklart, noe som er uheldig da forskjellig "input" ved beregningen vil kunne gjøre store utslag på verdien.

Det eksisterer ulike former for yield, herunder brutto yield, netto yield, markedsyield, exit yield og prime yield. Videre vil vi gå nærmere inn på hvilke drivere som ligger bak disse.

Bruttoyield

Begrepet bruttoyield blir brukt i de tilfeller hvor man ser på forholdet mellom brutto leieinntekt og markedsverdi. Med det menes de årlige inntektene en eiendom genererer, før direkte eiendomskostnader er hensyntatt, delt på verdien av eiendommen på tidspunktet. Formelen for bruttoyield illustreres slik:

$$\text{Bruttoyield} = \frac{\text{årlig brutto leieinntekt}}{\text{markedsverdi}}$$

Ettersom eierkostnadene vil kunne variere over en lengre tidsperiode, kan det være vanskelig å anslå disse. Dette medfører at bruttoyield i noen tilfeller vil kunne anses som mer presis enn nettoyield (Bærug, 2017).

Nettoyield

Tidligere undersøkelser viser at aktører innen næringseiendom anser nettoyield som den mest anvendte varianten av yield. Undersøkelsen understreker videre at nettoyield er den yielden som er

benyttet, når ikke annet er oppgitt (Selmer, 2010). Nettoyield skiller seg fra bruttoyield ved at den hensyntar kostnadene direkte tilknyttet eiendommen. Nettoyield er definert med følgende formel:

$$\text{Nettoyield} = \frac{\text{årlig brutto leieinntekt} - \text{direkte eiendomskostnader}}{\text{markedsverdi}}$$

Hva som legges i “direkte eiendomskostnader” kan ha varierende betydning. Hovedsakelig er det mest vanlig å inkludere ordinære drifts- og vedlikeholdskostnader, normalt omtalt som eierkostnader. Ordinære driftskostnader er kostnader som har en direkte sammenheng med driften i selskapet, slik som lønnskostnader og avskrivninger. Vedlikeholdskostnader er derimot kostnader som påløper for å vedlikeholde standarden til objektet. Dette kan for eksempel være kostnaden ved å utskifte et eldre vindu, med et nyere, i en bygning. Kostnader som ikke følger eiendommen ved et salg, såkalt indirekte kostnader (overhead), vil være mindre relevant for denne metoden (NæringsEiendom, u.å.a.).

Markedsyield

Markedsyield har et tilsvarende utgangspunkt som nettoyield, men her er fokuset skiftet til dagens marked. Dette innebærer at den nettoyielden man oppnår på de løpende leieinntektene har blitt justert til dagens leienivå. Herunder stilles det krav til at kontraktene har blitt inngått i det nåværende markedet og eiers direkte eiendomskostnader trekkes fra de markedsjusterte leieinntektene. Markedsyield benyttes når målet er å se det gjeldende forholdet mellom leieinntektene og markedsverdien (Bærug, 2017).

$$\text{Markedsyield} = \frac{\text{årlig brutto leieinntekt} - \text{direkte eiendomskostnader}}{\text{dagens markedsverdi}}$$

Exit yield

Exit yield representerer kapitalverdien av en investering ved slutten av analyseperioden (sluttverdi), uttrykt i prosent. Sluttverdi eller terminalverdi er nettobeløpet som en virksomhet forventer å oppnå for en eiendom på slutten av analyseperioden, fratrasket forventede kostnader tilknyttet salg av eiendommen (IVSC, 2019, s. 41).

Prime yield

Prime yield gjenspeiler den direkteavkastningen «den beste eiendommen» kan forvente å oppnå. Dette inkluderer at prosjektet er fullt utleid, har den høyeste kvaliteten, de beste leiekontraktene og den beste beliggenheten. Det vil si at denne formen for yield bygger på hva de dyreste eiendommene omsettes for, sett opp mot leiepris. Det er viktig å merke seg at prime yield gjenspeiler den laveste avkastningen man får på en eiendomsinvestering i det aktuelle geografiske området. Med andre ord vil «prime» gjenspeile de beste (sikreste) objektene, ikke den «beste» avkastningen (Bærug, 2017).

$$\text{Prime yield} = \frac{\text{årlig netto leieinntekt på de "beste" eiendommene}}{\text{dagens markedsverdi}}$$

Felles for disse eiendommene er at de er lokalisert i Central Business District (CBD). CBD er regnet som det mest attraktive området for kontorlokaler i et bysentrum hvor leietaker ofte opererer innenfor forretningsdrift som finans, shipping og juss (Geltner et al., 2014). CBD i Oslo er lokalisert på Aker Brygge, Tjuvholmen og Vika. I tillegg regner flere næringsmeglere Bjørvika som en del av Oslos CBD (NæringsEiendom, u.å.b).

Som tidligere nevnt er Yield-metoden hyppig anvendt, ettersom den både er anvendelig ved sammenligning av eiendommer og ved at den kan brukes for å estimere en eiendoms verdi i tilfeller hvor en sitter på forholdsvis lite informasjon. For at metoden skal fungere som en forenklet kontantstrømsmodell er det, ifølge Malling & Co, nødvendig at kapitaliseringsfaktoren justeres for å ta hensyn til å ta hensyn til alle parametere og verdidrivere som er relevante, og å se disse opp mot utviklingen over tid ved verdivurdering av en investeringseiendom (Malling & Co, 2020).

3.2.1.3 Nåverdimodellen - diskontert kontantstrømsanalyse (DCF-metoden)

Den mest anerkjente og benyttede verdsettelsesmetoden for investeringer er nåverdimodellen. Denne metoden kan benyttes ved verdivurdering av kontantstrømgenererende eiendom. Dette er en modell som er godt anerkjent innenfor både de akademiske miljøene og ved profesjonell bruk (Geltner et al., 2014, s. 204). Dette støttes også av funnene fra undersøkelsen til Hillestad og Aas (2015), der det kom klart frem at hele 70% av respondentene i hovedsak benytter seg av denne verdivurderingsmodellen for verdivurdering av næringseiendom.

Ifølge IVSC sine internasjonale standarder (IVS) kan man benytte følgende fremgangsmåte for å sette opp en diskontert kontantstrømsanalyse (IVSC, 2019, s. 37-38);

- a) Velg den mest hensiktsmessige typen kontantstrøm.**
- b) Fastslå hvilken tidshorisont som skal anvendes for diskontering av kontantstrømmene, om det ikke er tidsubegrenset.**
- c) Estimere kontantstrømmene for den bestemte perioden**
- d) Fastslå om man skal medregne en terminalverdi for objektet ved utløpet av kalkyleperioden (om det ikke er tidsubegrenset), og deretter estimere denne verdien**
- e) Fastslå hvilken diskonteringsrente som skal benyttes.**
- f) Diskontere de estimerte framtidige kontantstrømmene og terminalverdien (om det er en).**

Nåverdimodellen for en investering kan tradisjonelt sett illustreres slik:

$$NV = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{K_t}{(1+k)^t} + \frac{S_n}{(1+k)^n}$$

Hvor,

I_0 = investeringen i år 0

K_t = netto kontantstrøm i år t

S_n = terminalverdi ved utløpet av kalkyleperioden

n = antall perioder i kalkyleperioden (år)

k = avkastningskrav/diskonteringsrente

Tradisjonelt sett bør en investering gjennomføres dersom nåverdianalysen gir en nåverdi større enn 0. Det vil si at nåverdien av summen av de fremtidige kontantstrømmene er større enn investeringen i år 0. På den andre siden bør en investering som estimeres til en nåverdi mindre enn 0 ikke gjennomføres.

Ved å benytte nåverdimodeller for å verdsette en eiendom, må formelen justeres litt. Investeringen i år 0, er imidlertid ikke med, da det er denne verdien man ønsker å estimere. Nåverdien til de årlige kontantstrømmene summeres på ordinær måte, i tillegg til at man må legge til den verdijusterte restverdien til eiendommen. Alle verdiene neddiskonteres med et gitt avkastningskrav. Videre kan man dermed illustrere nåverdimetoden for å finne verdien av en eiendom på følgende måte:

$$\text{Eiendomsverdi} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{netto leieinntekter}_t}{(1 + k_{TK})^t} + \frac{\text{terminalverdi}_n}{(1 + k_{TK})^n}$$

Hvor,

Netto leieinntekter = Brutto leieinntekter – eierkostnader

Terminalverdi = verdi ved avhending i slutten av kalkyleperioden

k_{TK} = Totalkapitalkravet = diskonteringsrenten som gjenspeiler risikoen tilknyttet eiendommen

n = antall perioder i kalkyleperioden (år)

Et nøyaktig verdiestimat basert på denne modellen er basert på følgende tre elementer: a) estimere den fremtidige kontantstrømmen tilknyttet eiendommen, b) vurdere hvilket avkastningskrav som skal benyttes, samt c) estimere eiendommens terminalverdi ved utløpet av kalkyleperioden (gitt at investeringen har begrenset levetid).

a) Estimere den fremtidige kontantstrømmen

Det kan være mange forhold som påvirker kontantstrømmen som genereres av en eiendom. Når man skal beregne eiendomsverdien, uavhengig av finansiering og skatt, vil kontantstrømmen tilsvare netto leieinntekter. Kontantstrømmen for eiendommen bør estimeres ved å ta hensyn til ledighet, fornyelse av leieavtaler, endring av leiepriser og eventuelle andre relevante elementer tilknyttet eiendommen.

b) Valg av avkastningskrav

Valg av avkastningskrav eller diskonteringsrente, punkt e) i IVSC sin fremgangsmåte for å sette opp en diskontert kontantstrømsanalyse, avgjør om man estimerer markedsverdi eller investeringsverdi. Avkastningskravet for estimering av markedsverdi finner man ved å se på sammenlignbare salg.

Etter at det er gjennomført en transaksjon(kjøp/salg) i næringsseiendomsmarkedet blir transaksjonen ofte rapportert i form av hvilken yield transaksjonen ble gjennomført til. Basert på transaksjonene i markedet kan en anslå hvilken avkastning som blir skapt på første års leie, som kan estimeres ved å ta netto/brutto leieinntekter dividert med kjøpesummen. Tilsvarende avkastningskrav som benyttes på nærliggende, sammenlignbare salg kan deretter benyttes i nåverdimodellen for å gjennomføre en markedsverdivurdering.

Det kan imidlertid, som tidligere nevnt, være vanskelig å finne direkte sammenlignbare salg, da det er flere faktorer som skal vurderes i forbindelse med beregning av avkastningskravet. Dette er faktorer som for eksempel er tilknyttet leiekontrakten (pris og lengde), eiendommens utviklingspotensial og konkurransesituasjonen i markedet. En direkte sammenligning av eiendommer ved bruk av avkastningskrav/yield kan derfor være et relativt usikkert mål på den faktiske avkastningen. For å begrense denne usikkerheten er det viktig at en vurderer hvilke av de sammenlignbare transaksjonene som har kvaliteter som ligger aller tettest opp mot objektet du skal vurdere.

Ved mangel på informasjon eller tilhørende transaksjoner, handler det i mange tilfeller om å prøve seg frem til den implisitte diskonteringsrenten som tilsvarer prisen som ble betalt for eiendommen. For å finne frem til denne, kan man benytte internrentefunksjonen i Excel.

c) Estimere eiendommens terminalverdi ved utløpet av kalkyleperioden

Siden eiendommer ofte har lang levetid, vil de fortsatt vil ha en betydelig verdi etter prognoseperiodens slutt. Derfor inkluderes det ofte en diskontert terminalverdi i nåverdmodellen som representerer denne verdien. Den forventede terminalverdien, ofte også kalt restverdien, av en eiendomsinvestering kan være av stor betydning for den totale nåverdien av et prosjekt.

I følge IVSC (2019, s.41) er de tre mest brukte tilnærmingene for estimering av terminalverdien i en kontantstrømanalyse følgende:

1. *Gordons growth model/Constant growth model.*
2. *Market Approach/Exit Value.*
3. *Salvage Value/Disposal Cost.*

Gordons Growth Model

Denne metoden baserer seg på forutsetningen om at kontantstrømmen ved utløpet av kalkyleperioden vil fortsette å vokse med konstant vekst i all overskuelig fremtid. Gordons vekstformel tilsier videre at dagens verdi av et aktivum, eksempelvis en eiendom, tilsvarer neste års kontantstrøm dividert på eiendommens avkastningskrav justert for uendelig vekst (IVSC, 2019, s. 41).

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{netto leieinntekter}_{n+1}}{k-g}$$

Hvor,

k = nominelt totalkapitalavkastningskrav

g = uendelig vekstfaktor, for eksempel inflasjon

n = exitåret

Market Approach/Exit Value

Denne metoden baserer seg på å estimere terminalverdien som den forventede markedsverdien av eiendommen ved utløpet av kalkyleperioden, for eksempel markedsverdien av eiendommen i år 10.

Da det er snakk om *markedsverdien* er det viktig at tilnærmingen til denne verdien tilfredsstiller elementene som omtalt i definisjonen fra delkapittel 3.1.1. Den beste og mest anvendte metoden for å estimere den fremtidige forventede markedsverdien er, ifølge Geltner et. al (2014, s. 240), å ta eiendommens netto kontantstrøm ved utløpet av kalkyleperioden, dividert med det implisitte avkastningskravet i markedet. Formelen kan illustreres slik:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{netto leieinntekter}_{n+1}}{\text{markedets implisitte avkastningskrav}}$$

Salvage Value/Disposal Cost

Denne metoden kan benyttes dersom aktivumet har lite eller ingen sammenheng med forutgående kontantstrøm. Dette kan omfatte aktivum som har begrenset levetid og som konstant faller i verdi over tid, som for eksempel en gruve eller en oljebrønn.

Bærug (2017) beskriver kontantstrømsmetoden som en metode som baserer seg på å prognostisere hvilke pengestrømmer som kommer til å gå inn og ut av eierens kasse. Kontantstrømmen settes opp med *nominelle* eller *løpende* pengeverdier (de forventede, faktiske pengestrømmene) eller med *verdifaste* eller *reelle* pengeverdier. Valget mellom disse har ingen betydning så lenge det gjøres riktig. Ved å benytte reelle verdier får man ofte en bedre oversikt over hva som er lagt inn i modellen og er det beste valget for å beregne markedsverdi. På den andre siden er nominelle verdier mest hensiktsmessig å bruke i forbindelse med investeringsverdi. Grunnen til dette er at det er enklere å beregne effekten av finansiering, skatt og avgifter i nominelle beløp (Bærug, 2017).

Videre påpeker han at det i praksis gjøres forenklinger ved at man grupperer pengestrømmene i grove grupper og at man slår sammen tidsperiodene til år (til tross for at i realiteten har en betydning om pengestrømmen kommer i januar eller i august). Disse forenklingene er risikable dersom metoden anvendes for å finne investeringsverdi, mens det er mindre problematisk dersom metoden anvendes for å sammenligne med markedsverdi.

Det som både er positivt og negativt med nettopp nåverdimetoden er mulighetene for å konkret sette inn pengestrømmer fremover i tid. På grunn av dette kan man ta hensyn til ledighet, fornyelse av leieavtaler, endring av leiepriser eller andre elementer som påvirker kontantstrømmene.

Nåverdianalysen kan dermed også utføres som beslutningsstøtte dersom det vurderes rehabilitering eller påbygging. Man kan da se om endringen av kontantstrømmene i forbindelse med rehabiliteringen og påbyggingen på sikt gir en høyere total nåverdi enn om man ikke utfører tiltaket. Metodens mulighet til å justere mange tall, fører dermed også til at muligheten for å gjøre feil ved bruk blir større, da det er mange tall som kan justeres (Bærug, 2017).

Diskonteringsrente("avkastningskrav") 6 %							
År		2022	2023	2024	2025	2026	2027
Leieinntekt(pr 1/1 hvert år)	kr	1 700 000	kr 1 700 000	kr 1 700 000	kr 1 700 000	kr 1 700 000	kr 1 700 000
Normale eierkostnader	kr	300 000	kr 300 000	kr 300 000	kr 300 000	kr 300 000	kr 300 000
Spesielle kostnader							
Pengestrøm løpende drift	kr	1 400 000	kr 1 400 000	kr 1 400 000	kr 1 400 000	kr 1 400 000	kr 1 400 000
Nåverdi 1/1-2022 av løpende drift	kr	1 400 000	kr 1 320 755	kr 1 245 995	kr 1 175 467	kr 1 108 931	kr 1 046 161
Sum nåverdi 1/1-2022 løpende drift	kr	7 297 309					
Restverdi slutten av 2027							kr 11 000 000
Nåverdi 1/1-2022 av restverdien	kr	7 754 566					
Verdi eller pris av eiendommen	kr	15 051 875					

Tabell 2: Eksempel på kontantstrømsmodell. Egen fremstilling.

Tabellen bygger på følgende forutsetninger:

- 1000 m² utleibare BTA
- Leiepris kr 1700 per m² utleibare BTA, seks års leieavtale
- Leien betales forskuddsvis hvert år
- Eierkostnadene på kr 300 per m² utleibare BTA og er satt opp slik at de kommer forskuddsvis, slik som leieinntektene
- Eiendommens salgsverdi (restverdi) i slutten av perioden (2027) er kr 11 000 per m² BTA.
- Alle fremtidige pengestrømmer diskonteres med diskonteringsrenten 6%. Denne renten er valgt ut ved å se på hvilken diskonteringsrente som ligger implisitt i en markedstransaksjon for en eiendom som anses som mest sammenlignbar for objektet som skal verdivurderes. Dette medfører at vi finner markedsverdien.

- Leieinntektene og eierkostnadene kommer henholdsvis 0, 1, 2, 3, 4, og 5 år frem i tid fra verditidspunktet 1/1-2022, mens restverdien kommer 6 år frem i tid. Tilhørende nåverdier er diskontert i tilsvarende antall år.

Nåverdiutregningen i tabell 2 viser at *markedsverdien* av eiendommen gitt ovennevnte forutsetninger er **15 051 875 NOK**. Videre kan vi se at diskonteringsrenten som er brukt ved å se på sammenlignbare salg, er vesentlig ulik yielden.

$$\text{Direkteavkastning} = \text{yield} = \text{netto yield} = \frac{\text{kr } 1\,400\,000}{\text{kr } 15\,051\,875} = 0,093 = \mathbf{9,3\%}$$

Bærug (2017) påpeker at det er relativt vanlig at yielden er vesentlig høyere enn diskonteringsrenten som bør brukes i en kontantstrømsmodell. Videre presiserer han at dette blant annet skyldes at bygningsmassen reduserer sin verdi over tid grunnet slitasje samt at bygget blir mer og mer umoderne. I eksempelet fra tabell 2 ser vi at verdien synker fra ca. 15 000 000 NOK per 1/1-2022 til 11 000 000 NOK seks år senere.

Til sammenligning ville en verdsetting av eiendommen ved å benytte en yield verdsettingsmodell gitt verdien:

$$\text{Verdi} = \frac{\text{årlig netto inntekt}}{\text{netto yield}} = \frac{\text{kr } 1\,400\,000}{0,093} = \mathbf{\text{kr } 15\,051\,875}$$

Vi kan dermed se at yieldmodellen (nettokapitaliseringsmetoden) gir samme verdi som kontantstrømodellen (nåverdimetoden). Dette skyldes at eiendommen har uendret netto kontantstrøm gjennom hele perioden. Kontantstrømodellen er derfor kun en mer nøyaktig verdivurdering enn yieldmodellen dersom noen av forutsetningene til eiendommen er forventet å endre seg i analyseperioden.

Muligheten til å kunne endre kontantstrømmene underveis i perioden ved bruk av nåverdimodellen gir, som tidligere presisert, muligheter for et mer nøyaktig syn på eiendommens avkastningsverdi, enn det en yieldmodell kan. I tillegg kan nåverdimodellen brukes av en eier til å undersøke effekten av en rehabilitering, som et beslutningsgrunnlag i en investeringsstrategi.

Bærug (2017) påpeker at det i noen tilfeller kan være gunstig å benytte seg av forskjellige diskonteringsrenter grunnet ulik risiko tilknyttet de ulike kontantstrømmene. Eksempelvis kan markedet vurdere leieinntektene som relativt sikre, i motsetning til restverdien, som anses som mer usikker. Da kan man eksempelvis tilpasse kontantstrømodellen slik at de sikre kontantstrømmene

diskonteres med en lavere diskonteringsrente enn hva restverdien diskonteres med. Videre påpeker han også at det er viktig å bemerke seg at ved diskontering av negative kontantstrømmer bør diskonteringsrenten reduseres med risikoelementet som er ilagt diskonteringsrenten og ikke legges til. Eksempelvis burde en negativ kontantstrøm i en kontantstrømanalyse med 6 % diskonteringsrente (gitt risikofri realrente på 0 %), bli diskontert med en diskonteringsrente på -6 %, og ikke 6 %.

Vi anvender samme eksempel som i tabell 2, men med en forutsetning om at leieinntektene kan heves med 300 000 NOK de tre siste årene. Det beregnes ingen leieinntekt i rehabiliteringsperioden i 2024. Det medregnes en rehabiliteringskostnad på 5 000 000 NOK, som vi forutsetter at gir en tilsvarende økning av restverdien. Bærug sin bemerkning angående diskontering av negative kontantstrømmer er hensyntatt, ved at kontantstrømmen tilknyttet rehabiliteringen i 2024, blir diskontert med en diskonteringsrente på -6 %. Nåverdiberegning av dette eksempelet er vist nedenfor.

Diskonteringsrente("avkastningskrav")	6 %	-6 %						
År		2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Leieinntekt(pr 1/1 hvert år)	kr	1 700 000	kr 1 700 000	kr -	kr 2 000 000	kr 2 000 000	kr 2 000 000	
Normale eierkostnader	kr	300 000	kr 300 000	kr -	kr 300 000	kr 300 000	kr 300 000	
Spesielle kostnader				kr 5 000 000				
Pengestrøm løpende drift	kr	1 400 000	kr 1 400 000	-kr 5 000 000	kr 1 700 000	kr 1 700 000	kr 1 700 000	
Nåverdi 1/1-2022 av løpende drift	kr	1 400 000	kr 1 320 755	-kr 5 658 669	kr 1 427 353	kr 1 346 559	kr 1 270 339	
Sum nåverdi 1/1-2022 løpende drift	kr	1 106 337						
Restverdi slutten av 2027							kr 16 000 000	
Nåverdi 1/1-2022 av restverdien	kr	11 279 369						
Verdi eller pris av eiendommen	kr	12 385 705						

Tabell 3: Kontantstrømsmodell med rehabiliteringskostnad. Kostnad i år 2024 diskontert med negativ diskonteringsrente 6%. Egen fremstilling.

Til sammenligning ville verdivurderingen av eiendommen ved å feilaktig benytte en 6 % diskonteringsrente på den negative kontantstrømmen gitt en verdi for eiendommen på ca. 13 600 000 NOK (ca. 1 200 000 NOK høyere).

Likevel er det verdt å merke seg at ved å benytte kontantstrømodellen basert på sammenlignbare salg, anbefaler Bærug (2017) å lage mest mulig lignende kalkyler som markedsaktørene bruker for å kunne treffe best mulig med justeringene. Dette gjelder selv om aktørene bruker kalkylene på en økonomisk feil måte, da sammenligningsgrunnlaget blir feil dersom man ikke bruker samme forutsetninger.

3.2.2 Indirekte verdsettelsesmetoder

Dersom man ikke har sammenlignbare salg til å vurdere markedsverdien mot, må det anvendes andre metoder. De indirekte metodene eller tilnærmingene for verdsettelse av eiendom deles inn i investeringstilnærmingen, residualmetoden, profittmetoden og kostnadstilnærmingen. Disse tilnærmingene er i motsetning til de direkte metodene, basert på å best mulig forså hvordan kjøperne av eiendommen tenker. De indirekte tilnærmingene kan benyttes som vurderingsstøtte sammen med sammenlignbare transaksjoner, særlig i tilfeller der de indirekte metodene er nokså presise (Bærug, 2017). Residualmetoden og profittmetoden vil ikke bli beskrevet nærmere da disse metodene hovedsakelig anvendes for utviklingseiendommer, og ikke kontantstrømseiendommer, som vår oppgave er avgrenset mot.

3.2.2.1 Investeringsmetoden

Denne tilnærmingen baserer seg på hvilke vurderinger kjøperne av en eiendom faktisk gjør og må derfor ikke forveksles med hvordan kjøperen *burde* vurdere eiendommen når man estimerer markedsverdien (Bærug, 2017). Den baserer seg videre på å likestille eiendomsverdien med en fremtidig inntektsstrøm (justert for tid og risiko) i likhet med sammenligningstilnærmingen. Det som avgjør om man benytter seg av investeringstilnærmingen, og ikke sammenligningstilnærmingen, er selve grunnlaget for verdivurderingen. Dersom grunnlaget for verdivurderingen er basert på å se på hva en lignende eiendom ble solgt for, benyttes sammenligningstilnærmingen. Dersom grunnlaget er en antakelse om at de aktuelle kjøperne eksempelvis benytter ti ganger leieinntekt, benyttes egentlig investeringstilnærmingen. Bærug (2017) påpeker at det i praksis brukes en tilnærming som er i grenseland mellom disse tilnærmingene. Verdsettingsmetoder som kan benyttes i forbindelse med denne tilnærmingen er for eksempel nettokapitaliseringsmetoden og kontantstrømsmetoden.

3.2.2.2 Kostnadsmetoden

Denne metoden bygger på vurderingen av alternativet med å heller kjøpe en tomt og bygge et nytt og tilsvarende bygg, enn å kjøpe eiendommen. Denne metoden er kun aktuell å bruke dersom du ikke kan benytte sammenligningsmetoden, investeringsmetoden, residualverdimetoden eller profittmetoden (Bærug, 2017). Verdivurderingsmetoden som benyttes tilknyttet denne tilnærmingen er teknisk verdi. Alternativet med å sette opp et nytt bygg, vil høyst sannsynlig medføre et moderne og effektivt bygg i forhold til et eksisterende bygg, og dermed vil eiendommen man verdivurderer oftest ha en lavere verdi enn nybygget. For å ta hensyn til dette blir det estimert en «slit og elde»-

kostnad som gjenspeiler kostnadene ved å oppgradere eiendommen til ny standard (Bøhren & Gjørum, 2020).

3.3 Verdivurderingsmetoder for investeringsverdi

Tidligere har vi gjennomgått ulike verdivurderingsmetoder som brukes ved beregning av markedsverdi. I dette kapitlet vil vi fokusere på verdivurderingsmetoder som beregner investeringsverdi og hvilke kvaliteter disse har. Det er essensielt å holde fremgangsmåten for å beregne investeringsverdi adskilt fra fremgangsmåten for å finne markedsverdi, ettersom dette er to forskjellige verdibegrep. Vi kan si at investeringsverdien er verdien av å ha eiendommen, mens markedsverdien er verdien ved salg av eiendommen. Investeringsverdien vil dermed, som nevnt innledningsvis i delkapittel 3.1.1, kunne variere fra investor til investor, i motsetning til markedsverdien som er felles for alle (Bærug, 2017, s.133).

Vi skal i dette delkapitlet ta for oss en av de viktigste modellene innenfor analyse av eiendomsinvestering, diskontert kontantstrømsanalyse (nåverdimodellen), og hvilke drivere som ligger bak denne. Videre vil vi også utforske andre modeller som også blir anvendt, hvor noen av de er mer egnet som beslutningstøtte sammen med andre modeller.

Dette delkapitlet vil bidra til å gi oss en bedre og dypere forståelse når vi avslutningsvis skal analysere og drøfte svarene fra empiridelen.

3.3.1 Nåverdimodellen - diskontert kontantstrømsanalyse (DCF-metoden)

På lik linje med estimering av markedsverdi, benyttes hovedsakelig også diskontert kontantstrømsanalyse for estimering av investeringsverdi. Selve modellen benyttes på samme måte som ved en markedsverdivurdering, men forutsetningene for valg av avkastningskravet er vidt forskjellige. Vi skal derfor se nærmere på hvilke elementer som ligger i det valgte avkastningskravet i modellen, ved estimering av investeringsverdi.

3.3.1.1 Avkastningskrav for investeringsverdi

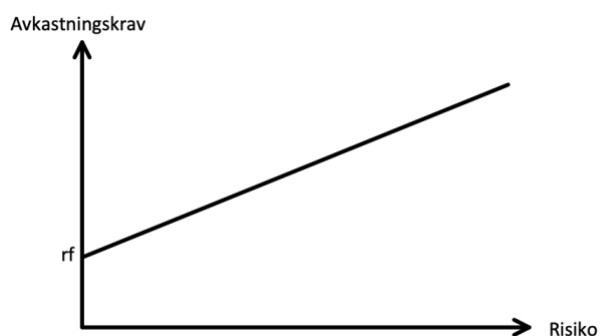
Vi har tidligere nevnt at for å beregne markedsverdien bruker man sammenlignbare salg til å avgjøre hva markedets implisitte avkastningskrav er. For å finne investeringsverdien bruker man en annen tankegang, hvor avkastningskravet er en kalkulatorisk rente og vil variere fra investor til investor, basert på hvilke alternativ han eller hun har til å plassere kapitalen sine andre steder (IVSC, 2020, s.

101). Felles for alle investorer er imidlertid at deres avkastningskrav må ha minst like god avkastning på investert kapital i et prosjekt, som det vedkommende ville fått ved de beste alternative plasseringene (Geltner et al., 2014, s. 241).

Basert på dette skal avkastningskravet videre gjenspeile hvilken risiko som er tilknyttet investeringen og vil dermed ha en sentral del i fastsettelse av verdien. Små justeringer i avkastningskravet kan ha stor innvirkning på verdien og det er derfor et svært viktig moment i forbindelse med verdivurdering. Det er dermed essensielt for en investor å beregne et korrekt avkastningskrav, slik at investeringen ender opp med å kunne betegnes som lønnsom.

Avkastningskravet til investeringsverdien vil i hovedsak beregnes basert på to elementer. Det ene elementet er risikofri avkastning, som for eksempel kan være den avkastningen du får ved å investere i lange statsobligasjoner. Det betyr at dersom avkastningen ikke er høyere enn denne renten, vil det være mer rasjonelt å investere i risikofrie alternativer, slik som statsobligasjoner, swap-renter eller bankinnskudd.

Det andre elementet i avkastningskravet er risikopremien. Dette skal gjenspeile den prisen investoren krever betalt for å gjennomføre en investering med en større grad av risiko, enn et risikofritt(r_f) alternativ. Slik figuren under illustrerer, vil økt risiko tilknyttet en investering dermed resultere i et høyere avkastningskrav. Den forventede risikopremien vil dermed være proporsjonal i forhold til nivået av risiko til stede ved investeringen, og en investor vil dermed bli kompensert for påtatt risiko.



Figur 2: Forholdet mellom risiko og avkastningskrav. Egen fremstilling.

Avkastningskravet kan også illustreres med følgende formel:

$$E(r_i) = r_f + E(RP_i)$$

Der $E[r_t]$ viser den forventede totale avkastningen over en fremtidig periode (t), mens r_f viser den avkastningen en kan forvente å få ved å plassere investeringen sin i et risikofritt alternativ. Risikopremien er uttrykt som $E[RP_t]$ og representerer meravkastningen en investor vil kreve for å påta seg ytterligere risiko.

Beregning av avkastningskrav

Som nevnt tidligere i oppgaven vil avkastningskravet ha en sentral rolle når man vurderer verdien av en investering og hvilket nivå av risiko som er tilknyttet. Videre vil vi nærmere forklare noen kjente metoder for beregning av avkastningskravet som er tilknyttet investeringsverdi. IVS har lagt frem følgende anerkjente metoder for beregning av avkastningskrav (IVSC, 2019, s. 42):

- a) *CAPM (kapitalverdimodellen)*
- b) *WACC-modellen*
- c) *Yieldmetoden**
- d) *Summerte forventede risikoelementer*

* Yieldmetoden er kun relevant i markedsverdisammenheng, som omtalt i delkapittel 3.2.1.

Summerte forventede risikoelementer

En metode for å estimere et korrekt avkastningskrav i henhold til investeringsverdi er å legge en risikofri rente til grunn, for så å ta hensyn til de ulike risikoelementer investoren står ovenfor. Det innebærer at en summerer de estimerte risikoelementene og den risikofrie renten for å finne avkastningskravet. Det følger av Geltner et al. (2014) at det risikotillegget som skal legges i avkastningskravet, og som dermed gir en generell nedjustering av forventningsverdiene, kun bør gjenspeile den systematiske markedsriskoen. Dette er fordi det kun er den systematiske markedsriskoen som blir kompensert, da denne ikke kan diversifiseres bort (Geltner et al., 2014).

Nils Arne Gundersen, tidligere direktør og partner i Newsec AS, har vist et eksempel på summering av ulike risikoelementer for beregning av avkastningskrav på en utviklingseiendom i sin artikkel med tittelen "*Verdsettelse av næringseiendom*" i tidsskriftet Praktisk Økonomi og Finans, fra 2009 nummer 2. Der blir de forventede risikoelementene summert på følgende måte:

	Risikopremie	Rente	Kjente begrep
Risikofri rente		4,50 %	10 års statsobligasjonsrente
- Prisstigning	2,50 %	2,00 %	Realrente
+ Kredittrisiko	3,00 %	5,00 %	Lang reell lånerente
+ Gen. Eiendomsrisiko	1,50 %	6,50 %	Prime yield
+ Kontraktsrisiko	1,00 %	7,50 %	Segment yield
+ Geografisk risiko	0,50 %	8,00 %	Område yield
+ Utviklingsrisiko	1,00 %	9,00 %	Prosjektavkastningskrav
= Avkastningkrav		9,00 %	Realavkastningskrav
+ Prisstigning		2,50 %	Inflasjon
= Kalkylerente		11,50 %	Nominelt avkastningskrav

Tabell 4: Oppbygging av avkastningskrav (Gundersen, 2009, s. 19).

For en veldiversifisert investor kan det være aspekter ved denne metoden som gjør at den ikke er like godt egnet for vurdering av avkastningskrav. Denne metoden lister opp ulike risikoelementer, som i noen tilfeller kan inkludere den samme risikoen. Resultatet av dette er at en kan risikere å prise den samme risikoen gjentatte ganger og dermed få et høyere avkastningskrav enn nødvendig.

Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (KVM) ser på forholdet mellom forventet avkastning på en investering og den tilhørende risikoen. Formålet med modellen er å sikre en høyere avkastning til investoren, basert på hvor høy risiko de påtar seg. Dermed vil avkastningen øke i takt med økt risiko. I denne modellen settes diskonteringsrenten lik en risikofri rente, pluss et tillegg for hver "enhet" risiko som prosjektet innebærer (Bærug, 2017). Dette kan illustreres ved følgende formel:

$$E(r_i) = r_f + \beta * [E(r_m) - r_f]$$

Hvor,

$E(r_i)$ = forventet avkastning på en investering

r_f = risikofri rente

β = den systematiske risikoen

$E(r_m)$ = den forventede avkastningen på markedsporteføljen.

Forholdet mellom avkastningskravet og risikofri rente er representert som risikopremien. Dette illustrerer dermed hvor mye høyere avkastning du får ved å investere i dette prosjektet, istedenfor en risikofri plassering.

Som nevnt, er formålet med KVM å kompensere for risikoen en investor påtar seg. Det er dog viktig å skille mellom systematisk og usystematisk risiko. Den systematiske risikoen, uttrykt som beta, representerer den risikoen som befinner seg i markedet og som det ikke er mulig å diversifisere bort. I følge Geltner et al. (2014) er det kun denne typen risikoen som har betydning for kapital markedet og dermed kompenseres for i kapitalverdimodellen. Den usystematiske risikoen, på den andre siden, er mulig å diversifisere bort ved å velge en veldiversifisert portefølje.

En svakhet ved denne metoden er at den har en forutsetning om effisiente markeder, noe som ifølge Geltner ikke vil eksistere i praksis. Den legger også stor vekt på anvendelse av beta som eneste mål på markedsrisiko, hvor denne må beregnes ut ifra lignende referanse selskaper, noe som er vanskelig i praksis (Geltner et al., 2014).

WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Det følger av Geltner et al. (2014) at det er det normal praksis å finansiere eiendomsinvesteringer med både gjeld og egenkapital. Dette begrunnes ved at det normalt sett er lavere kapitalkostnader knyttet til gjeld enn egenkapital, noe som reduserer de finansielle kostnadene knyttet til investeringen. Ved å benytte seg av en kombinasjoner av både gjeld og egenkapital på en investering, kan man oppnå en høyere avkastning på egenkapitalen ved å investere pengene i et annet prosjekt, dersom gjeldskostnaden er lavere enn egenkapitalkostnaden. Dette vil dermed være mer lønnsom for en investor. For å finne de totale kapitalkostnadene for et prosjekt med både gjeld og egenkapital kan man ta i bruk «Weighted Average Cost of Capital»-formelen (WACC). WACC-formelen ser på forholdet mellom gjeld og egenkapital, og de respektive kostnadene knyttet til kapitalen (Geltner et al., 2014).

Dette er illustrert ved følgende formel:

$$WACC = \frac{\text{egenkapital}}{\text{gjeld} + \text{egenkapital}} * r_e + \frac{\text{gjeld}}{\text{gjeld} + \text{egenkapital}} * r_g * (1 - s)$$

Hvor,

WACC = den vektete kapitalkostnaden (kalkylerenten)

r_e = kapitalkostnaden på egenkapitalen

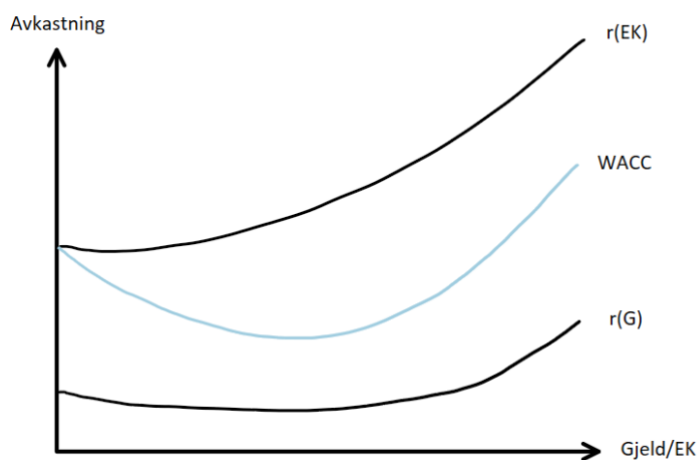
r_g = kapitalkostnaden på gjelden

s = skattekostnaden

Ved kjennskap til WACC-formelen kan man få kunnskap om både total kapitalkostnad, gjeld- eller egenkapitalkostnad (avkastningskrav), andel gjeld eller egenkapital og skattekostnad. Dette gjelder kun ved en ukjent variabel.

Den optimale kapitalstrukturen er den som gir lavest mulig kapitalkostnad for prosjektet. Ved en egenkapitalandel lik 1, dvs. når hele prosjektet er finansiert med egenkapital, vil WACC være lik avkastningskravet på egenkapitalen. Så snart prosjektet er finansiert med noe gjeld, dvs. at egenkapitalen synker og gjeldsandelen stiger, vil WACC reduseres. Dette begrunnes med at gjeldskostnaden er lavere enn egenkapitalkostnaden, ettersom aksjonærene påtar seg høyere risiko da gjeldsinnehavere har krav på tilbakebetaling før aksjonærer (Berntsen, 2014).

Det er dog en fordel med noe egenkapital, da finansiering med kun gjeld øker konkursrisikoen. Den optimale kapitalstrukturen kan beregnes matematisk, ved å se hvilken vektning av gjeld og egenkapital som gir lavest WACC. Dette kan illustreres ved følgende figur:



Figur 3: Illustrasjon av WACC. Egen fremstilling.

3.3.1.2 Risiko ved eiendomsinvesteringer

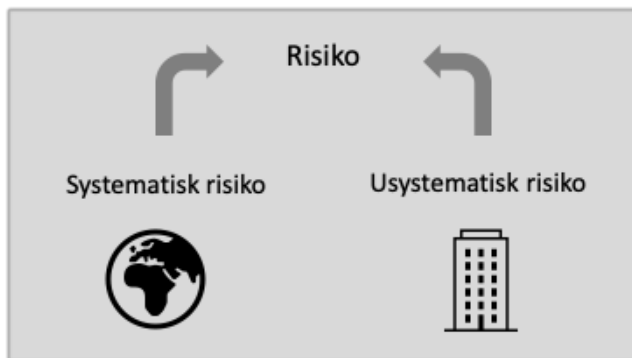
Ved investering i en eiendom er det viktig at en investor tar høyde for hvilket nivå av risiko som er tilknyttet investeringen. Dette kan gjøres i avkastningskravet eller i kontantstrømmen til investeringen. Dette skal dermed gjenspeile sannsynligheten for et uønsket utfall. En måte å omtale

risiko på er å definere det som en kombinasjon av sannsynligheten for tap ved en investering og alvorlighetsgraden av tapet, hvis det oppstår (Geltner et al., 2014, s. 186).

Weng støtter dette i sin masteroppgave tilknyttet risiko, ved å påpeke at risiko innen en eiendomsutvikling kontekst vil inneholde elementer fra både prosjektledelse og finans, ettersom det ofte er prosjekter med profitt som mål (Weng, 2012). Dette blir oppsummert med følgende formulering: *“Risiko er produktet av usikkerheten for at hendelser som kan påvirke avkastningen inntreffer og de tilhørende potensielle konsekvensene”* (Weng, 2012, s. 10).

Prising av risiko kan gjøres ved å justere fremtidig kontantstrøm for forventede utfall eller som et risikopåslag i avkastningskravet. Det er dette risikopåslaget som utgjør risikopremien som en investor krever for å ta på seg risiko i en investering og består av markedsrisiko (systematisk risiko) og bedriftsspesifikk risiko (usystematisk risiko) (Basale, 2013).

Systematisk risiko er tilknyttet risikoen i økonomien som helhet og varierer i takt med endringer i verdensøkonomien. Dette er risiko som vil være til stede ved alle eiendomsinvesteringer, og er ikke direkte knyttet til det spesifikke objektet. Denne typen risiko kan ikke diversifiseres bort, noe som resulterer i at en investor vil kreve kompensasjon for å være villig til å gjennomføre en investering som er påvirket av den systematiske risikoen. Den usystematiske risikoen er i derimot diversifiserbar, som betyr at en kan redusere risikoen ved å investere i ulike objekter med ulik risiko (Bærug, 2017).



Figur 4: Systematisk og usystematisk risiko. Egen fremstilling.

Bedriftsspesifikk risiko

Den første delen av risiko representerer den usystematiske risikoen, ofte kalt bedriftsspesifikk risiko, og omhandler forhold som kan medføre at verdien til et spesifikt investeringsobjekt er mer eller mindre attraktivt enn hva de generelle markedssvingninger tilsier. Dette er risiko som gjelder

spesifikt for selskapet eller bransjen. Det kan blant annet være at ansatte går ut i streik, mislykket forretningsmodell, svekket likviditet eller erstatningskrav.

I henhold til finansteorien kan den bedriftsspesifikke risikoen diversifiseres bort ved at investor utligner risiko ved å investere i bransjer og markeder med negativ korrelasjon (Basale, 2013). Det innebærer å fordele risikoen utover flere prosjekter. Denne risikoen representerer den risikoen som er direkte knyttet til den unike investeringen. Denne vil dermed variere ut ifra hvordan man investerer.

Markedsrisiko

Den andre delen av risiko omhandler den såkalte systematiske risikoen. Denne formen for risiko omtales som markedsrisiko. Markedsrisiko er den risikoen som påvirker lønnsomheten til alle selskaper gjennom generelle makroøkonomiske svingninger og konjunkturedringer (Geltner et al., 2014).

Markedsrisikoen er representert ved beta-koeffisienten. Beta-koeffisienten forteller oss noe om hvordan prosjektet reagerer på endringer i markedet. En beta lik 1 tilsier at prosjektet forventer lik avkastning som markedet, en beta mindre enn 1 tilsier at prosjektet forventer lavere variasjon i avkastningen enn markedet og en beta større enn 1 tilsier at prosjektet forventer høyere variasjon i avkastningen enn markedet. Betaen kan beregnes ved å dividere standardavviket til markedet på standardavviket til prosjektet (Bøhren & Gjærum, 2020).

Et eksempel på markedsrisiko i Norge er finanskrisen fra 2008. Denne krisen medførte at bankene ble tilbakeholdne på utlån ut til kundene og mellom seg. Dette resulterte i at vilkårene for utlån til næringseiendom og andre bransjer ble vesentlig dårligere, i tillegg til oppjusterte marginer og strengere krav til sikkerhet. Tradisjonelt sett har det vært høy belåningsgrad i næringseiendom, som har medført at bransjen ble mer enn enkelte andre bransjer med lavere belåningsgrad (Basale, 2013).

Risikofri rente

Risikofri rente brukes ofte som basisrente i avkastningskravet. Dette er nettopp fordi om en investering ikke gir en høyere avkastning enn denne renten, vil en alternativ plassering av penger i risikofrie alternativer (eksempelvis statsobligasjoner eller bankinnskudd) være det rasjonelle valget. I forbindelse med verdivurdering av eiendom, brukes ofte renten for statsobligasjoner eller swap-renter som den risikofrie renten. Dersom investoren ønsker å bruke et realavkastningskrav i investeringsmodellen eller verdivurderingen, må inflasjonen subtraheres fra referanserenten. (Basale, 2013).

Den mest anvendte referanserenten i forbindelse med verdivurderinger og investeringskalkyler for langsiktig kapitalplassering i næringseiendom, er ifølge Basale (2013) en 10-års statsobligasjonsrente eller en 10-års swap-rente. Dette viser også undersøkelsen til Hillestad og Aas (2015), der nærmere 8 av 10 respondenter enten benyttet seg av en 10-års statsobligasjonsrente eller en 10-års swap-rente som risikofri rente i avkastningskravet.

Basale (2013) antyder videre i sin rapport at dersom en velger korte renter som basis i avkastningskravet, vil disse i og for seg være mer «sikrere» estimer, men det vil også føre til oftere endringer i avkastningskravet. Disse endringen kan skyldes tilfeldige variasjoner, og kan unngås dersom en heller bruker en stabil og langsiktig basisrente. Derfor hevder de at det er bedre for den langsiktige investor å bruke en slik langsiktig basisrente i stedet for en kortsiktig. Likevel kan det være hensiktsmessig å bruke korte til mellomlange renter dersom det eksempelvis ønskes realisasjon innen kort tid, eller om varigheten på leiekontraktene er relativt korte.


3.3.2 Andre verdivurderingsmetoder for investeringsverdi

I det foregående delkapittelet har vi presentert kontantstrømmodellen som den mest sentrale og anvendte metoden for estimering av investeringsverdi. Videre ønsker vi å gjennomgå noen ytterligere metoder som også er benyttet innenfor verdivurdering av investeringsverdi. Disse fungerer ofte som et supplement og som beslutningsstøtte, da disse ofte benyttes sammen med eksempelvis en nåverdimodell.

3.3.2.1 Nettokapitaliseringsmetoden (yieldmetoden)

Nettokapitaliseringsmetoden er en forenklet metode innenfor verdsettelse av eiendom, hvor man forutsetter en evigvarende kontantstrøm. Metoden baserer seg på et netto markedsleie på verdivurdering tidspunktet, hvor normale eierkostnader er fratrasket, dividert på en gitt yield (Geltner et al., 2014). Normale eierkostnader blir definert som “de eierkostnadene man kan påregne at en typisk kjøper av eiendommen vil legge til grunn”. Dette vil typisk inkludere forsikring, vedlikehold, tekniske installasjoner og felleskostnader på områder som ikke er utleid (Gundersen, 2009).

Netto markedsleie vil fungere som kontantstrømmen i denne modellen og er beregnet slik:

	Leieinntekter
⊖	Forsikring
⊖	Eiendomsskatt
⊖	Administrasjon / Forvaltning
⊖	Festeavgift
⊖	Vedlikehold / Oppgradering av tekniske installasjoner
⊖	Eiers andel felleskostnader
<hr/>	
	Netto kontantstrøm

Figur 5: Netto kontantstrøm. Egen fremstilling.

Avkastningskravet, som representeres i form av yield, er en viktig faktor i nettokapitaliseringsmetoden og må sees i sammenheng med risikoen tilknyttet eiendommen. Denne metoden benytter som nevnt netto kontantstrøm for å beregne verdi av en investeringseiendom, og forutsetter at både markedsleien og yielden er konstant. Formelen for *nettokapitaliseringsmetoden* kan illustreres slik:

$$\text{Verdi av investeringseiendom} = \frac{\text{netto markedsleie}}{\text{netto yield}}$$

Denne metoden har sin styrke i at den er forholdsvis enkel å benytte, men den forutsetter også at en del variabler holder seg konstante. Denne metoden legger blant annet til grunn at leieprisinivå, renter og eierkostnader vil være konstant over en lengre periode, noe som i flere situasjoner ikke vil være tilfellet.

Ved valg av verdivurderingsmetode har Bærug (2017, s. 216) adressert følgende punkter som en bør ta stilling til:

- Eiendommen er ikke fullt utleid i dag (ledighet, også kalt vakans)
- Leieavtalene i dag avviker fra markedsnivået i dag og/eller det man kan forvente at de kan fornyes til når de går ut
- Leieavtalene er unormalt korte eller lange

- Det er utviklingspotensial på eiendommen
- Det er unormalt store kommende utgifter som faller på eieren
- Leietakerne er unormalt usolide (eller solide)
- Merverdiavgift

I de tilfeller hvor eiendommen har egenskaper som samsvarer med noen av disse punktene, vil det resultere i at netto leieinntekt vil variere i fremtiden. I slike tilfeller vil det være mer hensiktsmessig å velge en verdsettingsmetode som hensyntar dette og ikke kun viser et øyeblikksbilde av eiendomsverdien.

En annen viktig faktor som en er nødt til å hensynta ved nettokapitaliseringsmetoden, er at verdien vil ha en høy grad av sensitivitet ved endringer i yield nivået. Selv minimale justeringer i avkastningskravet vil kunne ha en massiv effekt på verdien, som kan medføre at en betaler for mye eller for lite ved kjøp av en eiendom.

3.3.2.2 Internrentemetoden

Internrenten er, ifølge Bøhren og Gjærum i sin bok om økonomiske analyseteknikker (2020), den diskonteringsfaktoren som gir nåverdi lik null for en underliggende kontantstrøm. Dette vil si at internrenten beregner den faktiske avkastningen man oppnår på kapitalen som er lagt i eiendommen. Internrentemetoden er i likhet med nåverdimetoden en "diskonteringsmetode", men skiller seg ut ved at internrentemetoden baserer seg på en prøve-og-feile-metode for å finne internrenten. Det gjøres ved å sammenligne diskonteringsrenten mot avkastningskravet, mens nåverdimetoden baserer seg på en forhåndsvalgt diskonteringsrente. Ifølge Bøhren og Gjærum (2020) beregnes internrente på følgende måte:

$$0 = -I_0 + \sum_{t=0}^n \frac{K_t}{(1 + IRR)^t} + \frac{S_n}{(1 + IRR)^n}$$

Hvor,

I_0 = investeringen i år 0

K_t = netto kontantstrøm i år t

S_n = sluttverdi ved utløpet av kalkyleperioden

n = antall perioder i kalkyleperioden (år)

IRR = internrente

Et eksempel på hvordan man kan gå fram for å finne internrenten i forbindelse med investering i en eiendom med følgende kontantstrøm på tidspunkt 0, 1, 2, 3, 4, 5 med en restverdi på 25 000 i år 5:

- 30 000 + 2 700 + 2 700 + 3 000 + 3 000 + 3 000 + 3 300

Estimeres internrenten ved å først beregne nåverdien av de forskjellige kontantstrømmene med to forskjellige diskonteringsrenter (eksempelvis 5% og 10%). Nåverdien med en 5% diskonteringsrente gir en positiv nåverdi på 2 019, mens nåverdien med en 10% diskonteringsrente gir en negativ nåverdi på 3 625. I dette eksempelet finner man da ut at internrenten må være et sted mellom intervallet 5-10%, da dette vil gi en nåverdi = 0. Fra disse tallene kan man grovt se at internrenten vil være rundt 7%. Dersom man ønsker en eksakt internrente, kan man finne dette ved å eksempelvis benytte Microsoft Excel og utføre en "hva-skjer-hvis-analyse" med å søke etter hvilken kalkylerente som gir en nåverdi = 0. Eksempelet er illustrert nedenfor, der internrenten for prosjektet er kalkulert til 6,6%.

Tidspunkt	Kontantstrøm	Diskonteringsfaktor		Nåverdi		Test av IRR, NNV = 0
		$r = 5\%$	$r = 10\%$	$r = 5\%$	$r = 10\%$	$r = ?$
		5 %	10 %	5 %	10 %	6,6 %
0	- 30 000	1	1	- 30 000	- 30 000	- 30 000
1	2 700	0,95	0,91	2 571	2 455	2 532
2	2 700	0,91	0,83	2 449	2 231	2 374
3	3 000	0,86	0,75	2 592	2 254	2 474
4	3 000	0,82	0,68	2 468	2 049	2 320
5	3 000	0,78	0,62	2 351	1 863	2 175
Restverdi år 5	25 000	0,78	0,62	19 588	15 523	18 126
Prosjektets nåverdi				2 019	- 3 625	0

Tabell 5: Nåverdi ved ulike kalkylerenter og test av internrente. Egen fremstilling.

Et prosjekt anses som attraktivt dersom internrenten er større enn investorens krav til avkastning. En kan dermed anse at metoden er mer egnet som beslutningsstøtte og rapportering, enn som verdivurderings grunnlag for investeringsverdi isolert sett.

3.3.2.3 Paybackmetoden

Videre ønsker vi å presentere en annen verdivurderingsmetode: paybackmetoden. Paybackmetoden baserer seg på å beregne verdien av en investering ved å se på hvor lang tid det tar å tilbakebetale en

investering. Den bygger dermed på at et prosjekt som tar kortere tid å tilbakebetale har høyere verdi enn et prosjekt som tar lang tid å tilbakebetale. Det diskuteres derimot hvor solid metoden er, basert på dens grad av enkelhet. Svakheten som skiller seg størst ut ved metoden er at man ikke ser på fremtidige kontantstrømmer som tilfaller prosjektet etter at prosjektet er tilbakebetalt (Bøhren & Gjørum, 2020).

	0	1	2	3	4	5	6
Prosjekt 2	-2 400	600	600	600	600	600	600
Prosjekt 1	-2 400	200	400	600	800	800	2400

Tabell 6: Paybackmetoden. Egen fremstilling.

Tilbakebetalingstiden beregnes via akkumulert kontantstrøm. Dette går ut på å beregne hvor lang tid det vil ta før prosjektet har en nåverdi lik 0. Som illustrert i tabell 2, krever både prosjekt 1 og prosjekt 2 en investering på kr -2 400. Videre i tabellen kommer det frem at prosjektene har svært ulike forventede kontantstrømmer de kommende årene.

Ved et prosjekt med konstante forventede kontantstrømmer, slik som i prosjekt 1, kan tilbakebetalingstiden beregnes på følgende måte:

$$\text{Tilbakebetalingstid} = \frac{\text{investert beløp}}{\text{forventet årlig kontantstrøm}} = \frac{2\,400}{600} = 4 \text{ år}$$

For et prosjekt med ulike forventede kontantstrømmer, slik som i prosjekt 2, kan vi beregne tilbakebetalingstiden ved å se på akkumulert kontantstrøm. Dette innebærer å manuelt se hvor lang tid det tar før investert beløp er tilbakebetalt.

I den første beregningen, hvor kun kontantstrømmer frem til år 4 er tatt med, ser vi at prosjektet ikke er tilbakebetalt i sin helhet. I den andre beregningen, hvor kontantstrømmer frem til år 5 er tatt med, ser vi at prosjektet har en nåverdi over 0. Dette forteller oss at tilbakebetalingstiden ligger mellom år 4 og 5. For å estimere korrekt tilbakebetalingstid ser vi på sammenhengen mellom nåverdi i år 4 og nåverdi i år 5. Denne forteller oss at tilbakebetalingstiden ligger midt imellom år 4 og år 5. Dette bekrefter at prosjekt 2 har en forventet tilbakebetalingstid på 4,5 år.

Som nevnt ovenfor forventer prosjekt 1 og prosjekt 2 en tilbakebetalingstid på henholdsvis 4 og 4,5 år. Dette betyr at prosjekt 1 er høyere verdsatt enn prosjekt 2, basert på paybackmetoden. Ved å se videre på tabell 1, ser vi at prosjekt 2 forventer en svært høy kontantstrøm i år 6. Som nevnt innledningsvis er svakheten ved tilbakebetalingsmetoden at metoden ikke tar høyde for forventede innbetalinger etter at prosjektet er tilbakebetalt i sin helhet. I dette tilfellet betyr det at prosjekt 2 blir lavest verdsatt, til tross for at de totalt sett forventer høyest kontantstrømmer de seks første årene.

Til tross for at paybackmetoden får kritikk for sin enkelhet, kan det dog også trekkes frem positive sider ved metoden. Ettersom metoden er både enkel å forstå og gjennomføre styrker det den dens posisjon som et godt verktøy for verdivurdering. Den kan dermed være et godt hjelpemiddel for å gjennomføre raske vurderinger av eiendommer. Metoden tar et visst hensyn til risiko, da den retter fokuset mot raske tilbakebetalinger.

4. Undersøkelse og analyse

I dette kapittelet vil vi presentere forskningsmaterialet vi har innhentet gjennom en serie av dybdeintervjuer. Formålet med dette kapittelet er å vurdere og tolke de innhentede dataene for å danne oss et grunnlag for den senere konklusjonen i kapittel 5.

For å presentere dette på best mulig måte, har vi valgt å strukturere kapittelet på følgende måte:

1. Beskrivelse av gjennomføringen av undersøkelsen
2. Bakgrunnen til intervjuobjektene
3. Våre faglige spørsmål tilknyttet temaet verdivurdering av næringseiendom.

4.1 Fremgangsmåte tilknyttet undersøkelsen

Vi tok et valg om å avklare rammene rundt innhenting av empiri til vår masteroppgave tidlig i planleggingsprosessen. Ettersom vår masteroppgave skal gjennomføres i en periode preget av sterk usikkerhet knyttet til Covid-19, var det vanskelig å forutse hvilke eventuelle begrensninger som forelå i samfunnet på det aktuelle tidspunktet og hvordan pandemien ville påvirke aktivitetsnivået i bransjen. Vi hadde et godt utgangspunkt når det kommer til oversikt over de store aktørene i bransjen, men for å styrke reliabiliteten i undersøkelsen ble vi nødt til å kartlegge flere av de ulike aktørene som opererer i Oslo-området.

Resultatet av dette ble at vi fikk utarbeidet en liste med ulike aktører fra forskjellige bransjer, med ulike forutsetninger og mål med verdsettelse. Vi sendte deretter ut invitasjoner til de utvalgte med forespørsel om å delta i et dybdeintervju. I alt ble ti aktører kontaktet i slutten av mars hvor vi endte opp med en positiv respons fra syv av disse. Dessverre var det en aktør som tidligere hadde takket ja, men som likevel ikke hadde mulighet til å delta. Vi endte dermed med en bekreftelse fra seks av de forespurte aktørene, som tilsier en svarprosent på 60 %. Dette mener vi likevel er en tilstrekkelig andel for å ivareta kravene til reliabilitet fra kapittel 2.

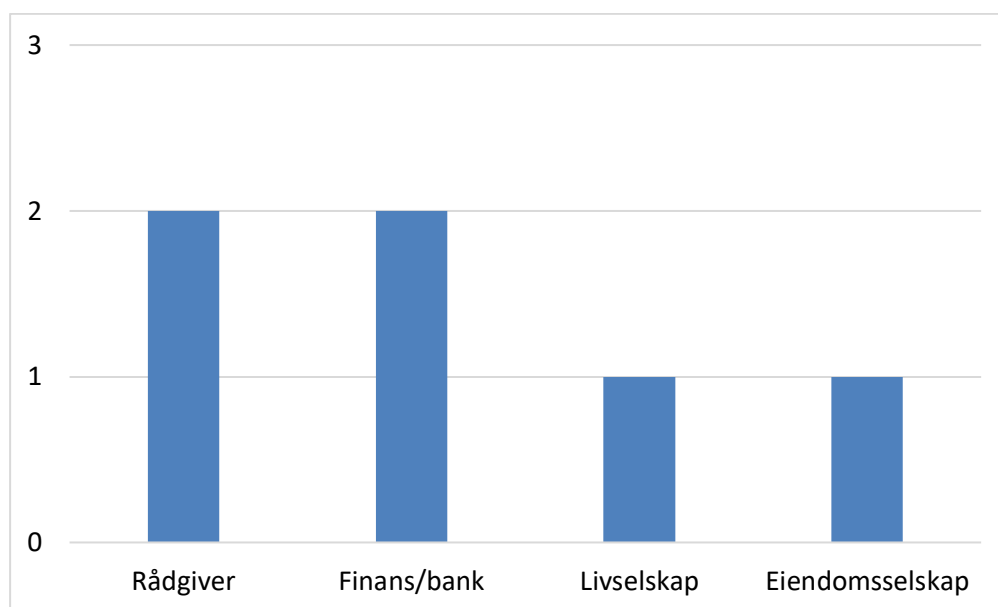
Grunnet situasjonen vi er i ble det ikke gjennomført fysiske intervjuer, men aktørene fikk selv muligheten til å velge om de ønsket å gjennomføre intervjuet per e-post eller via videomøte. Dette ble gjort for å sikre mest mulig fleksibilitet i gjennomføringen for aktørene, samt for å sikre at strukturen i intervjuene ble tilstrekkelig ivaretatt.

Det ble utformet en felles intervjuguide som ble fulgt under alle intervjuene. Denne er lagt ved som vedlegg. Intervjuguiden er bestående av 14 spørsmål med en forventet gjennomføringstid på 45 minutter.

4.2 Bakgrunn til respondentene

Den første delen av vår undersøkelse fokuserte på bakgrunnen til de ulike respondentene samt hvilken type eiendomsaktør de tilhører. Relevant informasjon tilknyttet dette, anser vi dermed som utdanningsnivå, erfaring og type eiendomsaktør. Denne informasjonen blir presentert videre.

4.2.1 Hvilken type eiendomsaktør tilhører din virksomhet?



Figur 6: Respondentene fordelt på type aktør. Egen fremstilling.

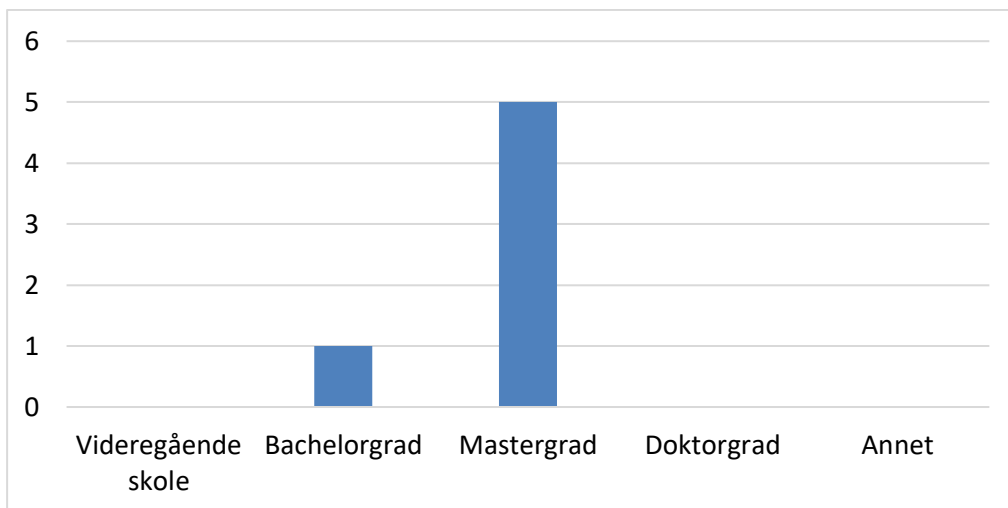
Det første spørsmålet ble stilt respondentene for å avklare hvilken type aktør respondentene identifiserte seg som. Hensikten med dette spørsmålet var å sortere de forskjellige aktørene i grupper som representerte bredden i næringsmarkedet. Ved å gjøre dette sikret vi at alle gruppene var representert og at våre observasjoner dermed kunne representere hele bredden i markedet.

Figur 6 viser totalt seks registreringer, herunder en registrering per respondent. Videre viser figuren at gruppene rådgiver og finans/bank er representert med to registreringer hver, mens gruppene livselskap og eiendomsselskap er representert med en registrering hver.

Vurdering:

Ut fra registreringene ser vi at våre seks respondenter dekker alle de fire gruppene, som var et minimumskrav for oss, som nevnt i delkapittel 2.2.2. Det var imidlertid tre av respondentene som uttrykket at deres selskap kunne tilhøre flere av gruppene, som vi anser som en svakhet ved formuleringen av dette spørsmålet. Vi ønsket likevel at respondentene kun skulle velge én gruppe, på bakgrunn av deres primærvirksomhet. Vi vurderer respondentene som tilstrekkelig grunnlag for representasjon av bredden hos verdivurderingsaktører tilknyttet næringsmarkedet.

4.2.2 Hvilket utdanningsnivå har respondenten



Figur 7: Respondentenes utdanningsnivå. Egen fremstilling.

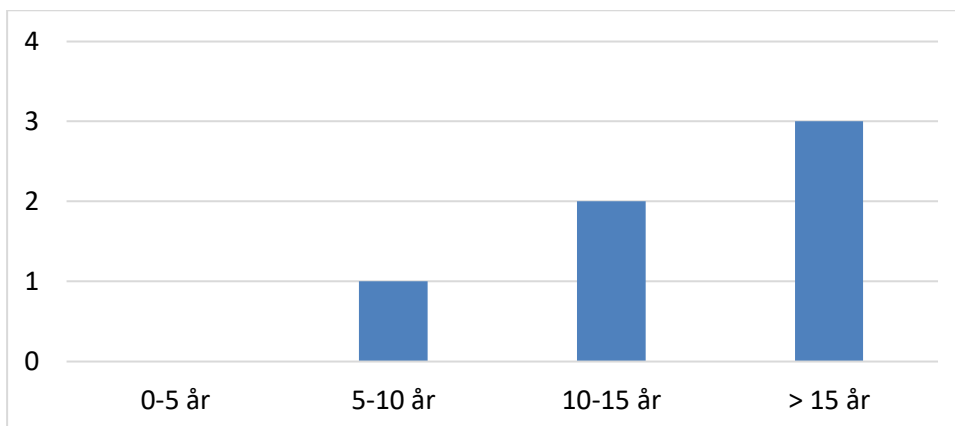
Dette spørsmålet ble stilt for å avklare hvilket utdanningsnivå respondentene har. Hensikten med dette spørsmålet var å se om det var noen store forskjeller i respondentenes formelle kompetanse.

Figur 7 viser at utdanningsnivået hos respondentene er relativt høyt. Samtlige av respondentene har utdanning på bachelornivå eller høyere, hvorav fem av disse oppga at de har utdanning på masternivå. Masterutdanning som sivilingeniør og siviløkonom er en gjenganger hos flere. En av objektene oppga at han har fullført AFA-studiet (autorisert finansanalytiker fra NHH), i tillegg til fullført mastergrad.

Vurdering:

Alle respondentene viser til høyere formell utdanning, hvor hovedparten har fullført mastergrad. Respondenten med utdanning på bachelornivå, som for øvrig også er den eldste i utvalget, poengterer at det ikke var like vanlig å ha høyere formell utdanning innenfor dette feltet tidligere. Objektene høye utdanning styrker undersøkelsen.

4.2.3 Hvor mye erfaring har respondenten når det gjelder verdivurdering av næringseiendom?



Figur 8: Respondentenes erfaringsnivå. Egen fremstilling.

Denne delen av spørsmålet omhandler hvilken erfaring respondentene har og er stilt med bakgrunn i å avklare hvilke roller og kompetanse de har innenfor verdsettelse av næringseiendom. Tre av kandidatene oppgir at de har mer enn 15 år med erfaring innenfor verdsettelse. Videre uttaler de at de har vært med på et betydelig antall verdivurderinger og at hovedvekten av respondentene har ledende roller innenfor sine respektive firmaer. Dette innebærer et overordnet ansvar tilknyttet verdivurdering prosessen. To av respondentene har mer enn 10 år med erfaring, hvor de har hatt ulike roller og forskjellig grad av ansvar ved verdsettelse prosesser. Respondenten med minst erfaring oppgir at han har hatt en bratt ansvarscurve hos sitt firma, og en fremtredende rolle i gjennomføring av verdsettelse med ulike formål. Denne respondenten har mer enn fem års erfaring, noe som vi anser å betrakte som en god mengde.

Vurdering:

Basert på dette kan vi se at samtlige av respondentene har en lang fartstid innenfor verdsettelse av næringseiendom, hvor flertallet kvalifiserer til betydelig erfaring. Dette var også et ønske for oss i utvelgelsesprosessen da det er essensielt for kredibiliteten til undersøkelsen at respondentene har

en dybdekompetanse innenfor sitt fagfelt. Det faktum at samtlige av respondentene har vært delaktig i flere verdsettelses prosesser, bygger oppunder deres kompetanse og troverdighet.

4.3 Verdivurdering av næringseiendom

4.3.1 I hvilken sammenheng benyttes verdivurdering og hva var formålet med siste verdivurdering?

Dette spørsmålet ble stilt for å kunne dokumentere hvilke sammenhenger og situasjoner de ulike respondentene gjennomfører en verdivurdering. Med dette ønsker vi også å avklare hva som var formålet bak deres siste verdivurdering, og om det er noen forskjeller basert på hvilken type aktør det er.

Ettersom vi har intervjuet ulike typer aktører er det naturlig at undersøkelsen viser at verdivurdering ble brukt av i forskjellige prosesser tilknyttet næringseiendom. Det fremkommer av intervjuene at hele fem av respondentene gjennomførte verdivurderinger tilknyttet prosesser vedrørende rapportering. Dette omhandler da periodiske rapporteringer i økonomisk forstand som brukes til for eksempel årsregnskap eller andre interne prosesser. En gjenganger blant aktørene var også at det ble gjort verdivurderinger knyttet til kjøp/salg, belåning og finansiering. To av respondentene gjennomfører også regelmessige verdivurderinger som grunnlag for markedsrapporter eller som beslutningsgrunnlag for en investor som rådgiver i en kjøps/salgsprosess. En av respondentene oppga også at de regelmessig måtte gjennomføre verdivurderinger som dokumentasjon tilknyttet konflikter og tvistesaker eller fusjoner.

Vurdering:

Basert på denne undersøkelsen kan vi se at alle respondentene opplyser om at de gjennomfører verdivurderinger i flere forskjellige sammenhenger, uavhengig av hvilken type eiendomsaktør de kvalifiserer seg som. Det fremkommer at formålet med siste verdivurdering i hovedsak var tilknyttet kjøp og salg, eller økonomiske rapporteringer. Enkelte opplyste også om mer spesifikke oppdrag tilknyttet markedsrapporter eller konflikter og tvistesaker.

Noen av respondentene går under kategorien langsiktige investorer, mens noen har en rådgivende rolle som gjør det naturlig at verdsettelsesprosessen er tilknyttet investeringsprosessen og dermed ofte er rettet mot kjøp og salg av næringseiendom. Det er viktig å bemerke seg at for finansinstitusjonene vil grunnlaget for verdsettelsen være annerledes enn for en investor. Her er ikke

lenger en økonomisk vekst som er målet slik som for en investor, men fokuset er skiftet til å gjennomføre trygge belåninger som sikrer gjeldsinnbetalinger.

4.3.2 Hvilke verdivurderingsmodeller benytter virksomheten? Om det benyttes flere - hva brukes de forskjellige verdivurderingsmodellene til?

Dette spørsmålet ble stilt for å avklare hvilke verdivurderingsmodeller som de ulike aktørene benytter for å gjennomføre en verdivurdering. Dette spørsmålet står helt sentralt i vår oppgave, da dette direkte knytter seg til vårt overordnede forskningsspørsmål fra delkapittel 1.2.

Resultatene fra undersøkelsen viser at alle respondentene hovedsakelig benytter seg av kontantstrømbaserte metoder, hvor særlig nåverdimodellen (DCF-metoden) og nettokapitaliseringsmetoden (yieldmodell) var gjengangerne. Samtlige av disse poengterte at de hadde egenkomponerte varianter av disse. Fem av respondentene benyttet hovedsakelig varianter av nåverdimodellen, mens en av respondentene benyttet seg hovedsakelig av en yieldmodell. To av respondentene informerte oss om at de i noen tilfeller benytter seg av internrentemetoden som et ekstra beslutningsgrunnlag.

Vi observerte at flere av respondentene som hovedsakelig benytter seg av en nåverdimodell, også i noen tilfeller benytter seg av yieldmodeller. Yieldmodellene ble imidlertid hovedsakelig benyttet dersom de for eksempel skal gjennomføre mindre verdivurderinger eller i forbindelse med utarbeidelse av enklere rapporter.

Vi observerte videre at respondenten som hovedsakelig benyttet seg av en yieldmodell, mente at en slik modell i flertallet av deres verdivurderinger, ville gi et tilstrekkelig estimat på verdien, og at det i deres tilfelle sjeldent var behov for å utføre mer avanserte og tidkrevende metoder. Denne respondenten poengterte videre at dersom situasjonen var mer komplekst, ville det være helt naturlig å benytte seg av en mer detaljert kontantstrømsmodell.

Vurdering:

Basert på dette ser vi at majoriteten (83%) av aktørene hovedsakelig benytter seg av en nåverdimodell som verdivurderingsmetode, mens en aktør hovedsakelig benytter seg av yieldmodeller. Alle aktørene benytter imidlertid mer eller mindre egenkomponerte modeller og disse er dermed høyst sannsynlig er forskjellige fra aktør til aktør. Modellene kan dermed inneholde og baseres på ulike elementer, som kan medføre ulik beregning av verdi selv om de har samme input. Flere av aktørene som i hovedsak benytter nåverdimodeller for verdivurdering, benytter også

yieldmodeller, dersom det ikke er snakk om komplekse og tidkrevende situasjoner. Vi ser fra teoridelen at de ulike modellene har ulike forutsetninger, og ofte egner seg best i ulike situasjoner. Dette blir bekreftet av undersøkelsen, hvor aktørene poengterer at bakgrunnen og formålet for situasjonen har betydning for valg av verdivurderingsmetode. Eksempelvis vil en enkel yield-modell være en tilstrekkelig verdivurderingsmetode i en sammenheng, mens i en annen ville det kunne være en altfor «enkel» metode, slik at det vil være nødvendig med en mer detaljert nåverdimodell.

4.3.3 Hvordan tolker du begrepet markedsverdi?

Dette spørsmålet ble stilt for å avklare om de ulike aktørene hadde ulike syn på verdibegrepet markedsverdi. Spørsmålet er stilt som et innledningsspørsmål til neste spørsmål.

Resultatene fra undersøkelsen viser at fire av respondentene henviser direkte til den internasjonale standarden fra RICS eller TEGoVA. De resterende to respondentene oppga sine egne tolkninger av begrepet, som vi i imidlertid ser er svært nærliggende til den internasjonale standarden.

Vurdering:

Vår undersøkelse viser at samtlige av respondentene enten henviser direkte til den internasjonale definisjonen av markedsverdi definert i RICS eller TEGoVA, eller indirekte henviser til disse gjennom egne tolkninger av definisjonen. Dette er noe som vi anser som positivt, da en felles forståelse av definisjonen gjør at de ulike aktørene legger de samme forutsetningene til grunn ved gjennomføring av en verdivurdering.

4.3.4 Skiller virksomheten mellom markedsverdi og investeringsverdi, og i så fall når?

Dette spørsmålet ble stilt for å avklare om de ulike aktørene skiller mellom verdibegrepene markedsverdi og investeringsverdi ved utføring av verdivurderinger. Spørsmålet ble stilt som et oppfølgingsspørsmål i forbindelse med spørsmålet om tolkning av markedsverdi. Dette var for å undersøke om aktørene vurderer avkastningskravet og forutsetningene i modellene på korrekt måte.

Undersøkelsen viser at fem av respondentene skiller mellom verdibegrepene, mens den siste respondenten i utgangspunktet ikke gjør dette. Samtlige av respondentene som skiller mellom begrepene nevner at investeringsverdi er rettet mot en konkret selger eller kjøper og er dermed subjektiv, mens verdivurdering basert på markedsverdien er mer objektivt. Respondenten som i utgangspunktet ikke skiller mellom begrepene, påpeker at de er klar over skillet mellom begrepene

ved at eiendommer i noen tilfeller kan bli omsatt på høyere nivå typisk fordi den har en høy investeringsverdi for kjøper.

Vurdering:

Vår undersøkelse viser at majoriteten av respondentene skiller mellom markedsverdi og investeringsverdi. Respondenten som i utgangspunktet ikke skiller mellom verdibegrepene i deres verdivurderingssammenheng, viser imidlertid at de er klar over at det er et skille mellom begrepene. På bakgrunn av dette er det naturlig å anta at denne respondenten kun foretar verdivurderinger basert på markedsverdibegrepet. Vår totale vurdering av respondentene basert på dette spørsmålet, er dermed at samtlige er klare over at forskjellene mellom verdibegrepene, og at de dermed skiller mellom disse ved gjennomføring av verdivurderinger.

4.3.6 Hvordan og i hvilken grad håndteres usikkerhet og risiko, og hvordan avspeiles dette i verdivurderingsmodellen(e)?

Bakgrunnen for dette spørsmålet er å undersøke hvordan, og i hvilken grad, de ulike aktørene ivaretar risiko i sine vurderinger. Det er en bred enighet blant aktørene om at risiko tilknyttet eiendommen kan hensyntas i både avkastningskravet eller direkte i kontantstrømmen. En aktør fra en finansinstitusjon mente at risiko burde i sin helhet hensyntas i kontantstrømmen, og viste til en anbefaling utarbeidet av Finanstilsynet i en offentlig rapport fra 2010. En av aktørene svarte at de i hovedsak la inn risiko i sitt avkastningskrav, som ble bestemt av markedet basert på referanse transaksjoner.

Svarene i undersøkelsen viser at risiko i hovedsak er plassert i avkastningskravet som et risikopåslag. Med dette så mener de at avkastningskravet vil bestå av en risikofri rente og en risikopremie. Risikopremien blir beregnet basert på faktorer som beliggenhet, kontraktslengde, soliditet til leietaker, standard ved eiendommen m.m. Aktørene vektla også makroøkonomiske trender og vurderinger, for å kunne ta høyde for risikoer tilknyttet markedet i sitt avkastningskrav.

To av respondentene påpeker også det gjøres mye av det som de anser som feil når det kommer til håndtering av risiko innad i bransjen. Den ene kandidaten oppsummerte det på følgende måte:

“I utgangspunktet vil jeg si at det gjøres i mine øyne veldig mye feil, særlig tilknyttet håndtering av risiko i en verdivurdering. Hvis man anser noe som veldig risikofyllt så har man et høyt avkastningskrav, og man modellerer cashflowen veldig konservativt. Det gjør at man ender med en veldig lav vurdering, som ofte ender opp betydelig lavere enn hva som ender opp som markedsverdi”.

Videre oppsummeres det med at de tenker at det er viktig å ikke justere for den samme risikoen i både avkastningskravet og kontantstrømmen. Risikoen for avvik fra forventningene skal utgjøre avkastningskravet, mens det som påvirker forventningene skal legges i kontantstrømmen.

Vurdering:

Det fremkommer av undersøkelsen at samtlige av respondentene er bevisst på at risiko er en grunnleggende del av verdsettelse, og at det brukes ulike måter for å hensynta risiko i en verdivurdering. Fra tidligere gjennomgått verdsettelsesteori legges det vekt på at risiko enten bør hensyntas i avkastningskravet eller i kontantstrømmen. Det betyr at det er viktig å ikke legge inn samme risiko begge steder, dersom for eksempel avkastningskravet allerede er justert for dette. Dette stemmer også overens med informasjonen vi har mottatt fra respondentene.

4.3.7 Har virksomheten et fast rammeverk for verdivurdering, og i så fall er det et standard rammeverk, eller er det et internt formet rammeverk?

Dette spørsmålet ble stilt for å undersøke om aktørene benytter egenkomponerte eller standard rammeverk/modeller ved utføring av verdivurderinger.

Resultatene fra undersøkelsen viser at alle respondentene benytter seg av modeller som er internt utarbeidet. Flere av disse poengterer at de internt formede modellene bygger på et standard rammeverk i form av en kontantstrømsmodell eller en enkel yield-beregning, men at de har gjort egne justeringer og tilpasninger. En av aktørene nevner også at det blir mer og mer vanlig å benytte forskjellig programvare i forbindelse med verdivurderinger, men at dette per i dag ikke er godt nok isolert sett og må derfor brukes som beslutningsstøtte sammen med en annen modell.

Videre påpekes det at de også anvender mer standardiserte modeller, avhengig av kompleksiteten og størrelsen på objektet som skal verdivurderes. To av respondentene påpeker at et mer standardisert rammeverk for verdivurdering kunne vært positivt for bransjen. Den ene aktøren trekker blant annet frem at det vil være fordelaktig, og er et behov for økt grad av sertifisering i markedet, da dette vil føre til en mer "konform" approach i markedet, slik de har i for eksempel UK (RICS) og Finland (AKA). Den andre trekker frem at en standardisering vil gjøre verdivurdering mer transparent og lettere for kjøpere av verdivurderinger å forstå hvordan modellene som brukes faktisk fungerer.

Vurdering:

Vår undersøkelse viser at alle respondentene benytter seg av egenkomponerte modeller, der majoriteten av disse bygger på enten en kontantstrømsmodell eller nettokapitaliseringsmetoden. Vi

observerte imidlertid at kompleksiteten og størrelsen på objektet som skal verdivurderes har direkte påvirkning på kompleksiteten i modellene som blir benyttet. Dette medførte at flere av respondentene både benytter seg av enkle, mer standardiserte modeller, i tillegg til mer omfattende modeller, avhengig av kompleksiteten i objektet som verdivurderes. Videre er det interessant at flere av respondentene velger og trekker frem positive sider ved en eventuell standardisering av verdivurdering.

4.3.8 Hvordan finner virksomheten avkastningskravet i verdivurderingsmodellene den benytter?

Dette spørsmålet ble stilt for å undersøke hvordan aktørene kommer frem til avkastningskravet i verdivurderingsmodellene de benytter. Dette er interessant ettersom vi vet fra teoridelen at det er flere metoder å beregne et avkastningskrav på, avhengig om man ser på markedsverdi eller investeringsverdi. Det er spesielt viktig for en investor å sette et korrekt avkastningskrav, da selv mindre ulikheter i avkastningskravet kan ha en stor innvirkning på verdien av en eiendom.

Fire av kandidatene svarte her at de brukte observerte verdier i markedet for å finne avkastningskravet de brukte. En gjenganger blant respondentene var at de både brukte direkte referanser, altså transaksjoner som i høy grad var direkte sammenlignbare, og indirekte transaksjoner. De indirekte transaksjonene ble beskrevet som transaksjoner som ikke var direkte sammenlignbare, men var transaksjoner hvor de hadde en kvalifisert formening om hva "spreaden" burde være.

To av de som oppga at de brukte markedets implisitte avkastningskrav, fortalte videre at de også i noen tilfeller kunne bruke finansielle metoder som verktøy for å underbygge avkastningskravet de har observert i markedet. De brukte i hovedsak en tilnærming av KVM-modellen som er tidligere gjennomgått i teoridelen.

De to andre kandidatene brukte også observerte verdier fra markedet, men mer som en støttefunksjon for sitt avkastningskrav. Disse beregnet avkastningskravet sitt basert på summerte risikoelementer. Her hadde de et internt utarbeidet oppsett med risikoelementer, hvor hvert enkelt element utgjorde en prosentsats. Dette var elementer som type eiendom, standard / alder på bygget, beliggenhet, soliditet til leietaker, lenge på kontrakt m.m. Dette ble summert sammen med 10 års statsobligasjonsrente, som var justert for inflasjon. Deretter ble avkastningskravet sammenlignet mot observerte verdier i markedet, og justert ved behov.

En av respondentene var veldig tydelig på at dette var veldig «case-basert», hvor man var avhengig av å skreddersy avkastningskravet basert på hvordan type case man ser på. Dette ble forklart med følgende eksempel:

«I sentrale Oslo så er det slik at hvis leietakeren din går konkurs, så får du en ledighetsperiode og du må kanskje gjøre noen oppgraderinger, men du får leid ut igjen. Hvis du verdsetter hovedkontoret til brønnøysundregisteret i Brønnøysund, som er en stor kontorkloss i et lite marked, da har du en ekstrem kredittrisiko mot den leietakeren og du vet at restverdien er null. Dermed må avkastningskravet gjenspeile risikoen tilknyttet leietakeren, beliggenheten og restverdi risiko.»

Vurdering:

Basert på dette kan vi se at respondentene oppgir noen ulikheter i beregning av avkastningskrav, men fellesnevneren er at alle bruker markedets implisitte avkastningskrav, men i ulik grad. Det betyr at basert på undersøkelsen er sammenlignbare salg den viktigste faktoren ved fastsetting av avkastningskrav. Vi ser selv om at det er forskjeller blant aktørene, hvor flere også bruker en versjon av summerte risikoelementer, med sammenlignbare transaksjoner som beslutningsstøtte. Det er viktig å bemerke seg at ingen av respondentene oppga finansielle metoder som WACC eller KVM som sin hovedtilnærming ved beregning av avkastningskrav. To av respondentene nevnte dette direkte, men det ble i hovedsak brukt som en støttefunksjon til andre tilnærminger. Vi ser også at det var en enhetlig forståelse av at avkastningskravet var avhengig av situasjonen og i de fleste situasjonene må avkastningskravet justeres for å treffe dette, uavhengig av hvilken fremgangsmåte man bruker.

4.3.9 Hvilken form for yield benytter dere for å regne ut verdien til en kontantstrømseiendom og hvorfor? (Eks. nettoyield, markedsyield etc.)

Bakgrunnen for dette spørsmålet var at vi ønsket å kartlegge hvilken type yield respondentene brukte innenfor verdsettelse næringseiendom. Dette er spesielt interessant ettersom dette er et tema som er hyppig omtalt i media, men hvor det ofte ikke spesifiseres hvilken type yield som er anvendt. En av fordelene med yield er som nevnt tidligere i teoridelen, at det er metode som gjør at man enkelt kan sammenligne prisen på to eiendommer. Det er derimot essensielt for at yield skal fungere tilstrekkelig som sammenligningsgrunnlag, at aktørene bruker den samme versjonen og har samme oppfattelse av nøkkeltallet.

Det var en betydelig overvekt i tilbakemeldingene fra respondentene om at det var nettoyield som er den foretrukne varianten ved verdsettelse. Fem av kandidatene var tydelig på at de bruker nettoyield. Bakgrunnen for valg av yield type dreide seg i stor grad rundt effekten av eierkostnadene.

Med dette så mente en av kandidatene at eierkostnadene vil variere mye ut ifra eiendommens arealformål, størrelse og kontraktstruktur, noe som er nødvendig å hensynta.

En annen mente at det var markedspraksis å bruke nettoyield da dette gir et bedre bilde av løpende avkastning (direkteavkastningen) til den enkelte eiendom, fordi den tar høyde for at det er forskjell i løpende kostnader for ulike eiendommer.

Vurdering:

I teoridelen fremkommer det at nettoyield er den mest anvendte formen for yield, basert på teori og tidligere forskning gjort på temaet. Fra resultatene av undersøkelsen ser vi også at dette stemmer overens med respondentene som vi har hatt en samtale med. Det virker som aktørene i stor grad har en felles forståelse og enighet om hvilken yield som er den mest korrekte å bruke, hvor eierkostnadene blir hensyntatt.

4.3.10 Hva antar dere at har vært den største endringen innenfor verdsettelse av næringseiendom i Oslo de siste ti årene?

Dette spørsmålet ble stilt for å undersøke om det har vært noen vesentlige endringer innenfor verddivurdering av næringseiendom i Oslo de siste ti årene. Formålet med spørsmålet er å høre direkte med de ulike respondentene om det har skjedd noen forandring i måten å tenke på, teknologien, konkurransesituasjonen eller liknende, som kan ha påvirket måten man verdsetter næringseiendom på.

Resultatene fra undersøkelsen viser at fire av respondentene ikke påpeker noen vesentlige endringer innenfor verdsettelse av næringseiendom i Oslo de siste ti årene. En av disse belyser imidlertid en liten endring i form av at flere og flere selskaper benytter seg av ferdig programvare i forbindelse med verddivurderinger. Videre var det to respondenter som påpekte konkrete endringer. Den ene respondenten mener at markedet har blitt mer transparent og likvid, slik at informasjonsgrunnlaget for å utføre verddivurderinger er bedre enn før. Den andre respondenten mener at det forekommer flere og flere dårlige og lite gjennomarbeidede verddivurderinger nå enn tidligere, som et resultat av at verddivurderingene presses til å bli billigere og billigere.

Vurdering:

Basert på observasjonene fra undersøkelsen kan vi se at det ikke har skjedd noen markante endringer innenfor verddivurdering av næringseiendom i Oslo de seneste årene, annet enn at markedet har blitt mer transparent over tid. Dette anser vi som en positiv utvikling som vil bidra til

sterkere informasjonsgrunnlag, som vil medføre at man kan gjennomføre mer presise verdivurderinger. Dette er dog kun vurdert ut ifra et fåtall av aktørene i markedet. Det kan derfor ikke trekkes noen konklusjoner for hele markedet, men det er et viktig synspunkt å bemerke seg.

4.3.11 Annen relevant informasjon om verdivurdering i virksomheten?

Dette spørsmålet ble stilt for å innhente annen relevant informasjon rundt tema: *verdivurdering*. Formålet med å stille et åpent spørsmål som dette, var å gi respondentene muligheten til å komme med relevante momenter og synspunkter som ikke tidligere har blitt dekket av de foregående spørsmålene.

Halvparten av respondentene ønsket å gi ytterligere informasjon gjennom dette spørsmålet, mens den andre halvparten mente at de resterende spørsmålene var utfyllende nok totalt sett. Som antatt ble svarende tilknyttet dette spørsmålet relativt forskjellige. En av respondentene ønsket å fremme sin interesse for realopsjoner, da denne respondenten mener det er altfor lite fokus på dette generelt i markedet. De resterende to tilbakemeldingene anså vi som mer konkrete og relevante tilbakemeldinger i forhold til vår problemstilling. Disse lød som følger:

«Verdivurdering bør etter mitt syn implementeres som en bransjestandard med gitte forutsetninger som alle benytter. Dette vil gjøre det lettere å sette seg inn i for tredjepart.»

«Det viktigste er å ha god kjennskap til markedet, dvs. hvilke yielder og leiepriser som oppnås til enhver tid. Det er ikke valg av modell som bør avgjøre hva en eiendom er verdt. En dyktig verdivurderer selger markedskunnskap – ikke DCF-modeller.»

Vurdering:

I forbindelse med dette åpne spørsmålet, er det verdt å ta med seg de to overnevnte observasjonene. Den ene observasjonen bygger på et ønske om en mer standardisert form for verdsettelse slik at det blir lettere å sette seg inn i for en tredjepart. Den andre observasjonen vurderer kjennskap til markedet, og ikke valg av modell, som det aller viktigste ved en verdivurdering.

5. Konklusjon

I dette kapittelet vil vi fokusere på å analysere og vurdere de observasjoner og funn vi har avdekket gjennom tidligere gjennomgått teori og undersøkelse. Dette vil bli vurdert opp mot våre utarbeidede forskningsspørsmål fra delkapittel 1.2.1, hvor vi basert på dette vil trekke en rekke delkonklusjoner. Dette vil legge grunnlaget for den samlede avsluttende konklusjonen tilknyttet den overordnede problemstillingen.

5.1 Hvilke verdivurderingsmodeller benytter eiendomsaktørene?

Formålet med denne problemstillingen var å undersøke hvilke verdivurderingsmodeller eiendomsaktørene hovedsakelig benytter seg av.

5.1.1 Vurdering i forhold til teori

Fra teorien vi har beskrevet i kapittel 3, fremkommer det at det er verdivurderingsmodellene nåverdimetoden (diskontert kontantstrømsanalyse) og nettokapitaliseringsmetoden som er mest omtalt fra litteraturen. Det fremkommer også at disse også er gjengangerne i verdivurderingsmiljøene.

Nåverdimetoden har sin styrke i at den kan være mer presis og detaljert, samtidig som den har et oversiktlig oppsett. Dette er fordelaktig for verdivurdereren da denne har flere justeringsmuligheter, hvor man kan tilpasse den etter markedssituasjon. DCF-metoden i eiendomssammenheng baserer seg på tre elementer: kontantstrøm, avkastningskrav og terminalverdi. For at metoden skal kunne anvendes på en presis måte, er det nødvendig å klare å identifisere og beregne disse elementene for å minimere risikoen. Dette kan være komplekst og utfordrende, noe som stiller krav til både erfaringen og kompetansen til verdivurdereren.

Nettokapitaliseringsmetoden er i motsetning til DCF-metoden langt mer enkel i utformingen og er derfor populær blant aktørene. Den enkle utformingen gjør at denne metoden egner seg godt som sammenligningsgrunnlag. Likevel er denne metoden også avhengig av gode analyser for å kunne resultere i en god verdivurdering, da metoden baserer seg på de samme innsatsfaktorene (netto leieinntekt og avkastningskrav eller diskonteringsrente).

Det benyttes også andre metoder som internrentemetoden og paybackmetoden, men disse anvendes mer som beslutningsstøtte.

5.1.2 Vurdering i forhold til vår undersøkelse

Direkte for å kunne besvare denne problemstillingen ble følgende spørsmål stilt i vår undersøkelse: «Hvilke verdivurderingsmodeller benytter virksomheten? Om det benyttes flere - hva brukes de forskjellige verdivurderingsmodellene til?»

Vår vurdering av observasjonene tilknyttet dette spørsmålet var at fem av seks aktører benyttet seg av en egenkomponert variant av en nåverdimodell, mens en aktør i hovedsak benyttet seg av en form for nettokapitaliseringsmetode (yield-modell). Flere av aktørene som hovedsakelig benytter seg av nåverdimodeller nevnte at de også i noen tilfeller benytter seg av en mindre kompleks yield-modell dersom det skal gjennomføres enklere og mindre tidkrevende verdivurderinger.

I tillegg ble internrentemetoden nevnt av to aktører, men at dette mer ble brukt som beslutningsstøtte da modellen kun ble brukt som et supplement til andre modeller.

5.1.3 Delkonklusjon

Vår delkonklusjon er at nåverdimodellen er den metoden som majoriteten av aktørene i Oslo benytter for verdivurdering av kontantstrømseiendom. I tillegg er også nettokapitaliseringsmetoden hyppig anvendt, men kun ved enklere og mindre nøyaktige verdivurderingsformål. Majoriteten av aktørene anser ofte en yieldmodell som for simpel når det kommer til mer komplekse verdivurderinger og at det dermed er mer hensiktsmessig å benytte seg av en mer detaljert nåverdimodell.

Verdivurderingsmetodene benyttet av aktørene i Oslo samsvarer hovedsakelig med funnene i teorien, bortsett fra at ingen av disse nevnte paybackmetoden.

Vi anser det som en stor fordel at aktørene hovedsakelig benytter seg av samme modeller og metoder, selv om formålet med verdivurderingene kan være forskjellige. Til tross for at disse i stor grad er egenutformede, bygger de likevel på samme grunnleggende metodikk og prinsipper, som kan bidra til at det er enklere å sette seg inn i andres verdivurderinger.

5.2 Hvordan beregner de ulike aktørene avkastningskravet de benytter i verdivurderingsmodellene?

Formålet med dette forskningsspørsmålet er å undersøke hvordan de ulike aktørene innenfor næringseiendom fastsetter avkastningskravet sitt og hvorvidt det er sammenfallende med den teoretiske oppbyggingen av avkastningskravet.

5.2.1 Vurdering i forhold til teori

Fra teoridelen har vi sett nærmere på ulike metoder for fastsettelse av avkastningskravet, herunder: WACC, Kapitalverdimodellen (CAPM), summerte risikoelementer og sammenlignbare transaksjoner. Her fremkommer det et tydelig skille i fremgangsmåten for å finne avkastningskravet, basert på om det er for å estimere markedsverdi eller investeringsverdi. De tre første metodene er å betegne som finansteoritiske metoder for å estimere avkastningskravet og brukes henholdsvis til å estimere investeringsverdien. WACC representerer et vektet avkastningskrav, hvor kapitalstrukturen til investeringen blir hensyntatt. CAPM representerer en forventet avkastning på investeringen, med en gitt risiko (Beta) til markedsporteføljen. Avkastningskravet ved denne metoden vil dermed kun prise risiko som ikke lar seg diversifisere bort, og legger til grunn at investoren kan betegnes som veldiversifisert.

Basert på teorien kan vi si at en fordel med de finansielle metodene er at de er forholdsvis objektive med tanke på at de følger en standard matematisk fremgangsmåte. De er også enkle å bruke ettersom de bygger på en forenklet beregning som også kan stresstestes ved behov for å utforske mulige utfall.

Samtidig så ser vi at CAPM har en del forutsetninger som ikke nødvendigvis vil være til stede i virkeligheten. Modellen legger blant annet en risikofri rente til grunn, hvor det ofte brukes renten på statsobligasjoner. Problemet ligger i at dette ikke er en fast rente, som dermed skaper volatilitet i modellen.

Summerte risikoelementer handler om å utarbeide avkastningskravet basert på ulike risikogrupper som investeringen er eksponert for. Her er det essensielt at når risikoelementene er identifisert, må man vurdere hvilke som skal plasseres i kontantstrømmen og hvilke som skal i avkastningskravet. Utfordringen, men også fordelene til denne metoden ligger i å lokalisere og identifisere de ulike risikoelementene. For å gjøre dette er man avhengig av gode analyser av risikodrivere, og ha et bevisst forhold til makrobildet i markedet.

For å gjennomføre en verdsettelse i henhold til markedsverdi, ser vi fra teoridelen at man bruker sammenlignbare salg til å avgjøre hva markedets implisitte avkastningskrav er. Dette er en populær metode da yielden, som representerer forholdet mellom leie og pris, ofte er forholdsvis likt innenfor større områder og forskjellene i de ulike segmentene er forholdsvis enkel å få oversikt over. Samtidig er denne metoden avhengig av referanse transaksjoner og er dermed betinget av at sammenlignbare eiendommer omsettes regelmessig - noe som ikke alltid er tilfellet for næringseiendom i Oslo. Det betyr at metoden kan kreve at en gjør justeringer dersom eiendommen har egenskaper som ikke er tilsvarende referanseeiendommen. Dette kan i mange tilfeller være komplisert, og stiller krav til kompetansen til den som står for verdivurderingen.

5.2.2 Vurdering i forhold til vår undersøkelse

Fra vår undersøkelse fremkommer det at hovedvekten av aktørene brukte en form for observerte verdier i markedet for å finne avkastningskravet. Dette gjaldt både direkte sammenlignbare transaksjoner, men også indirekte sammenlignbare transaksjoner som stilte krav til justeringer. Det er ingen av aktørene som oppgir at de bruker kun finansielle metoder for å beregne avkastningskravet. Dette fremstår som lite anvendt i bransjen på tvers av aktørene, men det kan brukes som en støttefunksjon til observerte avkastningskrav i markedet. Den andre metoden som trekkes frem fra aktørene i undersøkelsen er summerte risikoelementer. Hvor de bygger opp avkastningskravet, med en inflasjonsjustert risikofri rente i grunn. Dette samsvarer med teorien, men de ulike aktørene kan ha ulik tolkning av de forskjellige risikoelementene og hvordan de tallfester det, som kan resultere i store forskjeller i avkastningskravene. En styrke med denne metoden som gjør at den er brukt av flere av aktørene i undersøkelsen er at den oversiktlige oppbygningen gjør at en enkelt kan gjøre endringer på inputen i modellen på en effektiv måte.

5.2.3 Delkonklusjon

Å fastsette et «korrekt» avkastningskrav ser vi både fra teori og fra vår undersøkelse at er utfordrende og komplekst. Vi har sett på ulike fremgangsmåter for å beregne avkastningskravet, hvor metoder som WACC og CAPM medfører en større grad av kompleksitet til det modelltekniske, enn sammenlignbare transaksjoner og summerte risikoelementer. Fra teoridelen redegjøres det for at både WACC og CAPM er gode metoder for en matematisk og systematisk tilnærming til avkastningskravet. Dette må uavhengig sees i forhold til svarene fra markedsundersøkelsen, hvor

ingen av aktørene i særlig grad benytter disse. Basert på dette fremstår det som at disse metodene i har forutsetninger som i mange tilfeller vil være urealistiske. Dermed virker det som at metodene fremstår for teoretisk og lite praktisk anvendelig i det norske markedet.

Både teori og undersøkelsen vår trekker frem summerte risikoelementer og sammenlignbare transaksjoner som gode og anvendte metoder for beregning av avkastningskrav. Respondentene trekker frem at dette er metoder som tar hensyn til eiendommens spesifikke forhold, samt forhold på makronivå. Metodene har sin styrke at de er dynamiske på den måten at en enkelt kan gå inn å justere de ulike elementene ved behov. Dette er metoder som bygger på en viss grad av skjønnsmessige vurderinger som stiller krav til erfaring og kompetanse hos verdivurdereren tilknyttet markedskunnskap, samt tilgang på informasjon fra referanse salg.

Basert på teori og undersøkelse kan vi konkludere med at det anvendes sammenlignbare transaksjoner for å finne markedets implisitte avkastningskrav ved beregning av markedsverdi, mens summerte risikoelementer anvendes ved beregning av investeringsverdi. Dette er dermed de mest anvendte metodene for beregning av avkastningskrav innenfor næringseiendom i Oslo. Uavhengig av hvilken metode som legges til grunn er det en felles enighet, basert på både teori og aktørene vi har intervjuet, at å kunne sammenligne avkastningskravet sitt med lignende eiendommer i markedet er essensielt for å kvalitetssikre avkastningskravet en har kommet frem til.

5.3 Skiller aktørene mellom markedsverdi og investeringsverdi?

Formålet med dette problemstillingen var å undersøke om aktørene om aktørene vurderer avkastningskravet og forutsetningene i modellene på korrekt måte i forhold til estimering av verdibegrepene markedsverdi og investeringsverdi.

5.3.1 Vurdering i forhold til teori

Fra teorien vi har beskrevet i kapittel 3, fremkommer verdibegrepene markedsverdi og investeringsverdi som de mest sentrale verdibegrepene innenfor verdivurdering. Tankegangen, forutsetningen og formålet med vurderingene er med på å avgjøre om man estimerer markedsverdi eller investeringsverdi. Investeringsverdibegrepet skiller seg vesentlig fra markedsverdibegrepet ved at investeringsverdi er en subjektiv verdi tilknyttet en konkret kjøper eller selger, mens markedsverdi er en objektiv verdi som i utgangspunktet skal være lik for alle. Teorien beskriver videre at de mest anvendte modellene for estimering av disse verdibegrepene er nåverdimodellen og

nettokapitaliseringsmetoden. I disse modellene er det avkastningskravet og predikering av kontantstrømmene som er de viktigste faktorene. Fastsettelse av avkastningskravet kan som nevnt under 5.2.1 utføres på ulike måter, som er avgjørende for om man estimerer markedsverdi eller investeringsverdi.

5.3.2 Vurdering i forhold til vår undersøkelse

Direkte for å kunne besvare denne problemstillingen ble følgende spørsmål stilt i vår undersøkelse: «Skiller virksomheten mellom markedsverdi og investeringsverdi, og i så fall når?»

Vår vurdering av observasjonene tilknyttet dette spørsmålet viser at samtlige av aktørene har god kjennskap til forskjellene mellom verdibegrepene. Respondenten som i utgangspunktet ikke skiller mellom begrepene, viser likevel en forståelse av forskjellen på begrepene, men at det i deres verdivurderingssammenheng ikke er relevant å skille mellom begrepene da de hovedsakelig utfører markedsverdivurderinger. På bakgrunn av dette mener vi det er tydelig at respondenten indirekte skiller mellom verdibegrepene.

5.3.3 Delkonklusjon

På bakgrunn av våre vurderinger i forhold til teori og undersøkelse tilknyttet dette spørsmålet, konkluderer vi med at majoriteten av aktørene i Oslo er kjent med verdibegrepene investeringsverdi og markedsverdi, og forskjellene mellom dem. Videre fremstår det som at aktørene vurderer avkastningskravet og forutsetningene bak de ulike verdibegrepene i henhold til teorien.

5.4 Hvordan vurderer og hensyntar de ulike aktørene risiko i verdsetting av kontantstrømseiendommer?

Formålet med dette forskningsspørsmålet er å undersøke hvordan de ulike aktørene hensyntar risiko i sine beregninger. Dette er interessant da vi vet fra teorien at risiko er en grunnleggende del av forholdet mellom en investering og avkastningen den genererer. Videre ønsket vi å undersøke om det var noen tydelige forskjeller blant de ulike respondentene.

5.4.1 Vurdering i forhold til teori

Det fremkommer fra teorien at risikoen som investeringen er eksponert for, enten skal inkluderes i avkastningskravet direkte eller i kontantstrømmene. Det er ingen konkret retningslinje på hvorvidt risiko skal legges i kontantstrømmen eller i avkastningskravet. Det er avgjørende for en korrekt verdsettelse å ikke belaste investeringen for den samme risikoen i kontantstrømmen dersom det allerede er justert for i avkastningskravet og motsatt.

Ved evaluering av risiko er det i hovedsak to hovedkategorier av risiko som må hensyntas. Dette er markedsrisiko (systematisk risiko) og bedriftsspesifikk risiko (usystematisk risiko). Det viktigste momentet tilknyttet dette er at en investor kun kan sikre seg mot den usystematiske risikoen. Dette gjøres ved å diversifisere seg ved å investere i ulike objekter. Tidligere gjennomgått teori anbefaler at den systematiske risikoen, altså risiko tilknyttet markedet generelt, legges i avkastningskravet som en risikopremie.

Nettokapitaliseringsmetoden hensyntar risikoen i sin helhet via et risikojustert avkastningskrav. Det medfører at verdien av eiendommen er sensitiv for endringer i risikoelementene og da også avkastningskravet.

Tidligere undersøkelser av samme tema henviser til en rapport utarbeidet av Finanstilsynet i 2010. Denne tilsier at risiko betegnet som eiendomsspesifikk, bør hensyntas i sin helhet i kontantstrømmen. Dette argumenteres det for da det på tidspunktet ikke forelå nok dokumentasjon bak avkastningskravet som blir brukt, og at det derfor i stor grad baseres på skjønn.

Ved å hensynta risiko i kontantstrømmene skaper dette gode muligheter for å identifisere og justere risikopåslaget etter behov. Risikohåndtering i kontantstrømsmetoden fungerer også godt ettersom metodene kan tilpasses ulike situasjoner og endres over tid.

5.4.2 Vurdering i forhold til vår undersøkelse

Alle våre respondenter var klare over effekten av risiko ved verdsettelse, men de hadde til en viss grad forskjellige syn på hvordan risiko burde hensyntas ved en verdivurdering. En av aktørene som går under kategorien bank/finans var klar over at risiko kan hensyntas enten i avkastningskravet eller kontantstrømmen. Denne respondenteren var imidlertid tydelig på at risiko bør hensyntas i kontantstrømmen, i henhold til anbefalinger fra Finanstilsynet. Rådgiverne vi var i kontakt med hadde et litt annet syn på saken, hvor de mente at risiko i utgangspunktet burde hensyntas i

avkastningskravet. Denne påstanden ble begrunnet med at det er markedet som bestemmer, og avkastningskravet er satt basert på referanse transaksjoner i markedet.

De resterende respondentene mente også at risiko i hovedsak bør hensyntas i avkastningskravet, men at det likevel i noen tilfeller kunne være fordelaktig å heller hensynta dette i kontantstrømmen. Å hensynta risikoelementer i kontantstrømmen gjør at man får en god oversikt over de ulike risikodrivere, og at man enkelt kan justere disse ved behov basert på situasjonen man er i. Dette er selv om betinget at en kun justerer for risikoen et av stedene. Deres oppfatning var at det er risikoen for avvik fra forventningene som skal ligge i avkastningskravet, mens det som påvirker forventningen skal i kontantstrømmen. For eksempel skal kontantstrømmen justeres for risikoen du legger i forventningen om en høy fremtidig ledighet.

5.4.3 Delkonklusjon

Fra verdsettelsesteorien ser vi at risiko enten skal legges i avkastningskravet eller kontantstrømmen, noe som det også er en felles enighet om blant aktørene vi har intervjuet. Det essensielle ligger i å klare å identifisere de forskjellige risikoelementene, slik at samme risiko ikke prises to ganger. Det betyr at en må gjøre vurderingen om hvorvidt risiko for eksempel ledighet eller endring i leiepriser skal estimeres i kontantstrømmen som en kostnad, eller legges i avkastningskravet som en risikopremie.

Det er ikke den samme oppfatning fra flertallet av aktørene som i veiledningen fra Finanstilsynet (2010) vedrørende dette. Dette kan skyldes at på tidspunktet veiledningen ble gitt ut var markedet mindre transparent enn det kan fremstå som i dag, samt at færre aktører satt på nødvendig informasjon og gode analyser som grunnlag for avkastningskravet sitt. Dette blir også bekreftet av flere av respondentene.

Likevel kan hovedpoenget til Finanstilsynet være relevant, hvor de ønsker en konkret metodikk for håndtering av risiko ved verdsettelse. Et slikt rammeverk kunne vært en bidragsyter for å forhindre at de ulike risikoelementene overlapper hverandre, som vil styrke kvaliteten til verdivurderinger. Flere av respondentene trekker frem at det viktigste er å kunne sammenligne, men dette kan være problematisk dersom man ikke sammenligner de samme forutsetningene. Dette kan føre til komplikasjoner dersom man for eksempel antar at risikoen er tatt høyde for i avkastningskravet man sammenligner med, men så er egentlig deler av risikoen hensyntatt i kontantstrømmen.

Vi kan derfor konkludere med at aktørene hensyntar risiko enten i avkastningskravet eller kontantstrømmen, noe som også samsvarer med teorien. Noen av aktørene anser vi som mer detalj bevisste i sine risikovurderinger, da disse ikke kun ser på sammenlignbare transaksjoner, men i tillegg vurderer de ulike elementene direkte.

5.5 Hovedkonklusjon

Vi ønsket i denne oppgaven å nærmere utforske markedet for næringseiendom i Oslo, med et fokus på verdsettelsesteori. Markedet innenfor næringseiendom i Oslo er å anse som forholdsvis lite, men er representert av ulike aktører med ulike forutsetninger for verdsettelse. Dette gjorde at vi ønsket å undersøke hvorvidt det er en enighet i bransjen om hvilken verdsettingsmodell som er best egnet, og hvordan dette samsvarer med det teoretiske grunnlaget. Dette resulterte i følgende problemstilling:

«Er det en sammenfallende oppfattelse blant aktører i bransjen om hvilken verdivurderingsmodell som er best egnet ved verdsettelse av næringseiendom i Oslo?»

Med bakgrunn i denne problemstillingen ønsket vi å utforske følgende elementer: ulike verdsettelse modeller, markedsverdi vs. investeringsverdi, beregning av avkastningskrav og hensyn til risiko.

Gjennom arbeidet med denne oppgaven har vi sett at det er i hovedsak verdibegrepet markedsverdi som er hyppigst anvendt i forbindelse med verdivurderinger, og at det eksisterer mange ulike metoder for å estimere dette. Både gjennomgått teori og innhentet empiri underbygger at det er den direkte verdsettelsesmetoden *sammenligningsmetoden*, som er den mest anvendte og nesten alltid den beste verdsettingsmetoden. Denne metoden baserer seg på å direkte sammenligne andre tilsvarende transaksjoner som har vært omsatt i markedet. Det fremstår som at denne metoden har styrket seg de siste årene, da det fremkommer fra undersøkelsen at markedet har opplevd en positiv utvikling tilknyttet nivået av transparens og tilgangen på gode og gjennomarbeidede rapporter.

Det eksisterer også andre metoder for verdivurdering av eiendom, hvor de mest vanlige er kontantstrømbaserte modeller, herunder diskontert kontantstrømsanalyse (DCF-metoden) og nettokapitaliseringsmetoden (yieldmetoden).

Dette er mer teoretiske modeller, med ulik grad av detaljnivå og teknisk oppbygning. Disse er i hovedsak tilknyttet investeringsverdi da man bruker subjektive faktorer ved verdivurderingen, men kan også brukes til beregning av markedsverdi. Dette er betinget av at man bruker modellene til å

sammenligne mot andre transaksjoner i markedet, som gjør at man må ha tilgang til data og informasjon.

Yieldmetoden viser kun et øyeblikksbilde av situasjonen, og den hensyntar derfor ikke endringer i kontantstrømmen på et senere tidspunkt. Det er derfor viktig at denne risikoen blir ivaretatt i avkastningskravet, noe som er komplisert og krever fagkunnskap og analyser. Videre kan denne metoden være et godt alternativ i mindre komplekse situasjoner, hvor kravet for detaljstyring ikke er like høyt. Den er enkel å anvende og gir et godt sammenligningsgrunnlag med forbehold om at den er basert på tilsvarende forutsetninger. Dette anser vi som hovedgrunnen til at en del av aktørene i Oslo velger å benytte seg av denne modellen.

DCF-metoden legger derimot grunnlaget for en mer oversiktlig risikohåndtering, hvor man kan vurdere om risikoen skal ilegges kontantstrømmen som en kostnad eller i avkastningskravet som en risikopremie. Dette minimerer sannsynligheten for overlapping av risiko. Videre muliggjør denne metoden for justeringer underveis i kalkyleperioden. Dette anser vi som de sterkeste kvalitetene med metoden i forhold til andre verdivurderingsmetoder.

Risikobildet innenfor næringseiendom er utgjort av individuelle risikofaktorer, men også makroøkonomiske effekter som vil ha en forskjellig grad av innvirkning på de ulike aktørene. Aktørene i bransjen er enig i at risiko kan legges i enten avkastningskravet eller i kontantstrømmen, men har til en viss grad ulik oppfatning av fremgangsmåten tilknyttet dette. Basert på observasjonene fra undersøkelsen, observerte vi at aktørene hovedsakelig ikke benytter teoretiske metoder som CAPM eller WACC, men at flere benytter seg av summerte risikoelementer som vurderes mot markedet. Dette anser vi som en egnet fremgangsmåte da det både gir en god oversikt over risikoelementene som er hensyntatt, samtidig som det kvalitetssikrer avkastningskravet ved å sammenligne mot gjeldende status i markedet.

Med bakgrunn i dette anser vi derfor bruken av DCF-metoden, kombinert med sammenlignbare transaksjoner som den mest solide verdsettelsesmetoden. Dette blir også støttet og dokumentert av både teori og undersøkelse, som en anerkjent og strukturert metode. Metoden ivaretar risiko på en oversiktlig måte, og legger til rette for sammenligning mot lignende transaksjoner i markedet. Dette mener vi bidrar til å styrke validiteten til verdivurderingen. Videre anser vi også yieldmetoden som et godt alternativ i mindre komplekse verdivurderinger, hvor kravet for detaljstyring ikke er like høyt. Den er enkel å anvende og gir et godt sammenligningsgrunnlag dersom den er bygget på lik data.

Vi ser at det er flere synspunkter som taler for å utarbeide standarder og faste rammeverk for verdivurdering, beregning av avkastningskrav og håndtering av risiko. Dette vil kunne bidra til å minske risikoen og eventuelle usikkerheter tilknyttet verdivurdering, ved at alle aktørene følger det

samme oppsettet. På den andre siden ser vi fra tilbakemeldingene fra aktørene at de ikke mener at det er et behov for mer standardisert rammeverk for verdivurdering. Dette begrunnes med at en mer standardisert form for verdivurdering skaper økt standardisering, som igjen medfører økt generalisering. Dette kan lede til en større sannsynlighet for gale antagelser og dermed feil verdi.

Videre ser vi at uavhengig av hvilken metode som anvendes, ser vi fra både teori og innhentet empiri, at en ikke kommer foruten skjønnsmessige vurderinger. Dette medfører en grad av subjektivitet som videre vil medføre en grad av risiko, men dette kan minimeres ved grundige analyser av markedet med fokus på risikoelementer og verdidrivere. En verdivurdering gjenspeiler kun et øyeblikksbilde av markedet, og kan dermed endre seg over tid. Dette betyr at en detaljert og teknisk modell ikke nødvendigvis er det beste alternativet, da det gir flere inputsmuligheter som igjen gir rom for potensielle feilvurderinger. Dette vil bygge opp under faktum at det viktigste virkemiddelet en verdivurderer har, er å sammenligne mot transaksjoner i markedet med tilsvarende kvaliteter.

6. Avsluttende refleksjoner

6.1 Kritikk til oppgaven

Hensikten med denne oppgaven var å nærmere undersøke hvordan aktører i det norske markedet gjennomfører verdivurderinger og hvorvidt det er en sammenfallende oppfattelse av hvilken verdsettelse metode som er foretrukket.

Vår største utfordring ved arbeid med denne oppgaven var tilknyttet gjennomføringen av intervjuene. En kvalitativ undersøkelse med dybdeintervjuer gir respondentene en friere tilnærming til spørsmålene, som medfører både fordeler og ulemper. Vi var i forkant av gjennomføringen bevisste på at vi var nødt til å ha en tydelig struktur og utarbeide en intervjuguide. Under de fysiske intervjuene opplevde vi dette som et engasjerende tema for respondentene, som gjorde at det fremkom mye informasjon og utredninger om ting som ikke var direkte relevant for vår oppgave. Det gjorde at vi måtte bruke mye ekstra tid på å sile ut dette, noe som kunne vært unngått dersom vi hadde vært enda tydeligere i strukturen med de fysiske respondentene. Vi ser at informasjonen vi fikk fra e-post intervjuene hadde like sterk faglig dybde, men var betydelig mer konkret og strukturert. Det ga oss også muligheten til å stille konkrete oppfølgingsspørsmål i etterkant dersom noe fortsatt var uklart.

6.2 Videre studier om samme tema

Å skrive en masteroppgave innenfor temaet verdivurdering av næringseiendom, har både vært veldig lærerikt og til tider svært krevende. Basert på egne observasjoner og tidligere studier, har det vist seg at aktørene benytter seg av egenkomponerte modeller og metoder som alle hovedsakelig baserer seg på samme grunnleggende metodikk og prinsipper. Dette har skapt en nysgjerrighet hos oss.

Vi synes i den forbindelse det hadde vært veldig spennende om noen tok et dypdykk inn i aktørenes faktiske regneark for å undersøke nærmere hvor like eller ulike disse *egentlig* er, og hva som ligger bak de ulike endringene i modellene eller metodene.

Referanseliste

- Andersen, G. (2019, 31. Januar). *Valg av forskningsmetode*. NDLA.
<https://ndla.no/subject:19/topic:1:195989/topic:1:195829/resource:1:56937?filters=urn:filter:f3d2143b-66e3-428c-89ca-72c1abc659ea>
- Bærug, S. (2017). *Verdsetting av fast eiendom - en innføring*. Universitetsforlaget.
- Basale AS. (2013). *BASALERAPPORTEN 1. HALVÅR 2013 TEMA: AVKASTNINGSKRAV*.
https://www.newsec.no/globalassets/norway/innsikt/rapporter/basalerapporten/basalerapporten_1-2013
- Befring, E. (2015). *Forskningsmetoder i utdanningsvitenskap*. Cappelen Damm Akademisk, Oslo.
- Berntsen, V. (2014). *Hvordan best kapitalisere et selskap?* [Masteroppgave, Universitet i Stavanger]. UNIT. https://uis.brage.unit.no/uis-xmlui/bitstream/handle/11250/220305/Berntsen_Veronica.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Bøhren, Ø., & Gjærum, P.I. (2020). *Finans: Innføring i investering og finansiering*. (2. utg.). Fagbokforlaget.
- Finanstilsynet. (2010). *Verdsettelse av investeringseiendom*. (Offentlig rapport - Finanstilsynets observasjoner og vurderinger).
https://www.finanstilsynet.no/contentassets/f6b7496e229c48a29edfe59e4f7c04b8/verdsettelse_av_investeringseiendom.pdf
- Geltner, D. M., Miller, N. G., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2014). *Commercial Real Estate Analysis and Investments* (3. utg.). Cengage Learning, Inc.
- Gundersen, N. A. (2009). *Verdsettelse av næringseiendom*. Praktisk økonomi og finans (2. utg.).
- Hillestad, T. & Aas, S. (2015). Verdivurdering av næringseiendom – hva brukes av aktørene i markedet? [Masteroppgave, Institutionen för Fastigheter och Byggande]. Diva-portal.
<https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:865391/FULLTEXT01.pdf>
- Hoffmann, T. (2013, 22. september). Hva kan vi bruke kvalitativ forskning til? *Forskning.no*.
<https://forskning.no/sosiologi/hva-kan-vi-bruke-kvalitativ-forskning-til/610839>

International Valuation Standards Council. (2019). *International Valuation Standards (IVS)*.
<https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/international-valuation-standards-rics2.pdf>

Johannessen, A., Tufte, P. A., & Christoffersen, L. (2016). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode* (5. utg.). Abstrakt.

Kvale, S., & Brinkmann, S. (2015). *Det kvalitative forskningsintervju*. Gyldendal Akademisk.

Malling & Co. (2020). *Analyse og verdivurdering av næringseiendom*. Eiendomshuset Malling & Co.
https://cdn2.hubspot.net/hubfs/2523116/Premium%20Content/Guide%20til%20kunnskapsbaserte%20valg%20for%20n%C3%A6ringseiendom_Eiendomshuset%20Malling%20%26%20Co.pdf

Næring Eiendom. (u.å.a). *CBD – det sentrale businessdistriktet*. Hentet 31. januar fra
<https://ne.no/guide/cbd-det-sentrale-businessdistriktet/>

NæringsEiendom. (u.å.b). *Yield*. Hentet 31. januar 2021 fra

<https://ne.no/guide/yield/>

Royal Institution of Chartered Surveyors. (2019b). *Valuation of development property*.
<https://www.rics.org/globalassets/valuation-of-development-property---first-edition.pdf>

Royal Institution of Chartered Surveyors. (2019a). *RICS Valuation – Global Standards*.
<https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/rics-valuation--global-standards-jan.pdf>

Selmer, F. (2010). *Yield, En sammenfallende oppfattelse innen næringseiendom?* [Masteroppgave, NTNU]. CORE. <https://core.ac.uk/download/pdf/52114984.pdf>

Svartdal, F. (2020, 3. april) *reliabilitet*. SNL.
<https://snl.no/reliabilitet>

Weng, J. (2012). *Risikohåndtering i eiendomsutviklingsprosjekters tidlige fase*. [Masteroppgave, NMBU]. UNIT.

<https://nmbu.brage.unit.no/nmbu-xmlui/bitstream/handle/11250/188281/Weng%2c%20Risikoh%c3%a5ndtering%20i%20eiendomsutviklingsprosjekters%20tidlige%20fase.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Vedlegg 1. Intervjuguide

Masteravhandling Vår 2021 – Verdsettelse av næringseiendom

Er det en sammenfallende oppfattelse blant aktører i bransjen om hvilken verdivurderingsmodell som er best egnet ved verdsettelse av næringseiendom i Oslo?

Vi har utarbeidet en rekke spørsmål med den hensikt å gi intervjuobjekt mulighet til å komme med utfyllende betraktninger, som ikke ville være mulig under en standardisert *Survey* med svaralternativer. Vi håper at gjennomføring av dybdeintervjuet vil gi objektet større frihet i sine svar, som igjen vil være til hjelp ved å belyse den overordnede problemstillingen.

Dybdeintervju

1. Hvilken type eiendomsaktør tilhører din virksomhet? (eks. eiendomsselskap, langsiktig privat eier livselskap/fond, eiendomsrådgiver, finansinstitusjon/långiver etc.)

Svar:

2. Hvilket utdanningsnivå og erfaring har intervjuobjektet når det gjelder verdivurdering av næringseiendom?

Svar:

3. I hvilken sammenheng benyttes verdivurdering og hva var formålet med siste verdivurdering?

Svar:

4. Hvilke verdivurderingsmodeller benytter virksomheten? Om det benyttes flere - hva brukes de forskjellige verdivurderingsmodellene til?

Svar:

5. Hvordan tolker du begrepet markedsverdi?

Svar:

6. Skiller virksomheten mellom markedsverdi og investeringsverdi, og i så fall når?

Svar:

7. Hvilke verdivurderingsmodell(er) benytter dere for å finne markedsverdi?

Svar:

8. Hvordan og i hvilken grad håndteres usikkerhet og risiko, og hvordan avspeiles dette i verdivurderingsmodellen(e)?

Svar:

9. Har virksomheten et fast rammeverk for verdivurdering, og i så fall er det et standard rammeverk, eller er det et internt formet rammeverk?

Svar:

10. Hvordan finner virksomheten avkastningskravet i verdivurderingsmodellene den benytter?

Svar:

11. Dersom virksomheten benytter en nåverdimodell, benytter dere kun et avkastningskrav for hele perioden, eller benytter dere flere avkastningskrav der man endrer avkastningskravet underveis?

Svar:

12. Hvilken form for yield benytter dere for å regne ut verdien til en kontantstrømseiendom og hvorfor? (Eks. Netto yield, markeds yield etc.)

Svar:

13. Hva antar dere at har vært den største endringen innenfor verdsettelse av næringseiendom i Oslo de siste 10 årene?

Svar:

14. Annen relevant informasjon om verdivurdering i virksomheten?

Svar:

Vedlegg 2. NSD-skjema

NSD NORSK SENTER FOR FORSKNINGSDATA

NSD sin vurdering

Prosjekttittel

Verdivurdering av næringseiendom

Referansenummer

218124

Registrert

25.02.2021 av Sebastian Røed Ask - sebastian.roed.ask@nmbu.no

Behandlingsansvarlig institusjon

Norges miljø- og biovitenskapelige universitet – NMBU / Fakultet for landskap og samfunn / Institutt for eiendom og juss

Prosjektansvarlig (vitenskapelig ansatt/veileder eller stipendiat)

Solve Bærug, solve.barug@nmbu.no, tlf: 45065261

Type prosjekt

Studentprosjekt, masterstudium

Kontaktinformasjon, student

Sebastian Røed Ask, sebastian_ask@hotmail.com, tlf: 95407727

Prosjektperiode

01.02.2021 - 01.06.2021

Status

25.03.2021 - Vurdert

Vurdering (1)

25.03.2021 - Vurdert

Det er vår vurdering at behandlingen av personopplysninger i prosjektet vil være i samsvar med personvernlovgivningen så fremt den gjennomføres i tråd med det som er dokumentert i meldeskjemaet med vedlegg den 25.03.2021, samt i meldingsdialogen mellom innmelder og NSD. Behandlingen kan starte.

DEL PROSJEKTET MED PROSJEKTANSVARLIG

For studenter er det obligatorisk å dele prosjektet med prosjektansvarlig (veileder). Del ved å trykke på knappen «Del prosjekt» øverst til venstre i meldeskjemaet. Prosjektansvarlig bes akseptere invitasjonen innen en uke. Dersom invitasjonen utløper, må han/hun inviteres på nytt.

MELD VESENTLIGE ENDRINGER

Dersom det skjer vesentlige endringer i behandlingen av personopplysninger, kan det være nødvendig å melde dette til NSD ved å oppdatere meldeskjemaet. Før du melder inn en endring, oppfordrer vi deg til å lese om hvilke type endringer det er nødvendig å melde: <https://www.nsd.no/personverntjenester/fylle-ut-meldeskjema-for-personopplysninger/melde-endringer-i-meldeskjema>
Du må vente på svar fra NSD før endringen gjennomføres.

TYPE OPPLYSNINGER OG VARIGHET

Prosjektet vil behandle alminnelige kategorier av personopplysninger frem til 01.06.2021.

LOVLIG GRUNNLAG

Prosjektet vil innhente samtykke fra de registrerte til behandlingen av personopplysninger. Vår vurdering er at prosjektet legger opp til et samtykke i samsvar med kravene i art. 4 og 7, ved at det er en frivillig, spesifikk, informert og utvetydig bekreftelse som kan dokumenteres, og som den registrerte kan trekke tilbake.

Lovlig grunnlag for behandlingen vil dermed være den registrertes samtykke, jf. personvernforordningen art. 6 nr. 1 bokstav a.

PERSONVERNPRINSIPPER

NSD vurderer at den planlagte behandlingen av personopplysninger vil følge prinsippene i personvernforordningen om:

- lovlighet, rettferdighet og åpenhet (art. 5.1 a), ved at de registrerte får tilfredsstillende informasjon om og samtykker til behandlingen
- formålsbegrensning (art. 5.1 b), ved at personopplysninger samles inn for spesifikke, uttrykkelig angitte og berettigede formål, og ikke behandles til nye, uforenlige formål
- dataminimering (art. 5.1 c), ved at det kun behandles opplysninger som er adekvate, relevante og nødvendige for formålet med prosjektet
- lagringsbegrensning (art. 5.1 e), ved at personopplysningene ikke lagres lengre enn nødvendig for å oppfylle formålet

DE REGISTRERTES RETTIGHETER

Så lenge de registrerte kan identifiseres i datamaterialet vil de ha følgende rettigheter: innsyn (art. 15), retting (art. 16), sletting (art. 17), begrensning (art. 18), og dataportabilitet (art. 20).

NSD vurderer at informasjonen om behandlingen som de registrerte vil motta oppfyller lovens krav til form og innhold, jf. art. 12.1 og art. 13.

Vi minner om at hvis en registrert tar kontakt om sine rettigheter, har behandlingsansvarlig institusjon plikt til å svare innen en måned.

FØLG DIN INSTITUSJONS RETNINGSLINJER

NSD legger til grunn at behandlingen oppfyller kravene i personvernforordningen om riktighet (art. 5.1 d), integritet og konfidensialitet (art. 5.1. f) og sikkerhet (art. 32).

For å forsikre dere om at kravene oppfylles, må dere følge interne retningslinjer og/eller rådføre dere med behandlingsansvarlig institusjon.

OPPFØLGING AV PROSJEKTET

NSD vil følge opp ved planlagt avslutning for å avklare om behandlingen av personopplysningene er avsluttet.

Lykke til med prosjektet!

Tlf. Personverntjenester: 55 58 21 17 (tast 1)



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

Postboks 5003
NO-1432 Ås
Norway