

Verdsettelse av Kvitsøygaten 84 AS



Masteroppgave i Økonomi og administrasjon - Anvendt finans
ved Universitetet i Stavanger

Av Sonja Kristiansen og Christian Koppervik

12. juni 2013



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:
Master i økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:
Anvendt Finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Verdsettelse av Kvitsøygaten 84 AS

Hva er Kvitsøygaten 84 AS verdt som et going concern for eierne?

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Kvitsøygaten 84 AS

What is the value of Kvitsøygaten 84 AS as a going concern?

FORFATTER(E)

VEILEDER:

Studentnummer:

Navn:

Bernt Arne Ødegaard

895787

Sonja Kristiansen

215529

Christian Koppervik

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger, 12/06 2013 Underskrift administrasjon:.....

Forord

Masteroppgaven er den siste brikken i et stort puslespill det har tatt fem år å fullføre. Dette blir den største oppgaven vi har levert i forbindelse med studiene. Derfor har det vært viktig for oss å velge et fagområde og en problemstilling vi virkelig brenner for. Gjennom faget MØA370 Verdsettelse, med professor Bernt Arne Ødegaard i spissen, fattet vi tidlig interesse for verdsettelse av selskaper og de ulike problemstillingene knyttet til dette. Vi valgte derfor å verdsette et selskap i forbindelse med masteroppgaven. Selskapet vi har verdsatt er et mindre eiendomsselskap, Kvitsøygaten 84 AS, som er lokalisert i Stavanger Øst. Det er mye som skjer i eiendomsmarkedet for tiden, med blant annet stor vekst. Det at Kvitsøygaten er et lite selskap har gjort ting veldig oversiktlig, men arbeidet har likevel vært utfordrende, spennende og lærerikt. Vi har hatt en god dialog med eierne av selskapet under hele prosessen, noe som har vært viktig for å kunne levere et godt sluttresultat.

Med dette ønsker vi å få takke Arild og Trond Bø Pedersen for et flott samarbeid. Vi retter også en stor takk til vår veileder, professor Bernt Arne Ødegaard som har bidratt med gode innspill, og konstruktive diskusjoner gjennom vårt siste semester ved Universitetet i Stavanger.

Stavanger, 12. juni 2013

Sonja Kristiansen og Christian Koppervik

Sammendrag

Hensikten med oppgaven har vært å verdsette Kvitsøygaten 84 AS som et going concern for eierne. Oppgaven starter med en beskrivelse av selskapet og bransjen selskapet befinner seg i. I tillegg til å benytte en yieldmodell, som er vanlig ved verdsettelse av næringseiendom, har vi også brukt en kontantstrømmodell. Bruk av flere modeller kan gi en pekepinn på om man har truffet riktig verdi. For å støtte oppunder enkelte forutsetninger, har vi hatt støtte i en strategisk analyse med tre underliggende modeller. Det er også gjort sensitivitet- og scenarioanalyser for å finne faktorene verdien til selskapet er mest sensitive for, og hvordan de ulike faktorene påvirker verdien.

Basert på ovennevnte analyser fant vi ut at makroforhold som risikofri rente og beta, er faktorene som i størst grad kan påvirke selskapsverdien. Styrkene er slank kostnadsstruktur og kompetansen eierne innehar. Svakheterne er byggets alder, og følgende av det. Mulighetene er økt vekst, mens truslene er avhengighet av oljepris, og andre makroforhold som styrer renten. Dataene vi har brukt i verdsettelsen består for det meste av sekundærdata som regnskap, rentestatistikk, finansielle data, og artikler. Begge verdsettelsesmodellene våre gir omtrent det samme resultatet. Yieldmodellen gir 53,9 mill. kr, mens kontantstrømmodellen gir 53,5 mill. kr. Avkastningskravet til Kvitsøygaten er på 5,76 %, ekskludert likviditetspremien på 25 %. Basert på dette kan vi konkludere med at verdien av Kvitsøygaten er på omlag 53,5 mill. kr.

Innholdsfortegnelse

Forord	3
Sammendrag	4
Innholdsfortegnelse	5
Figurliste.....	7
1 Innledning	8
2 Kvitsøygaten 84 AS	9
2.1 Om selskapet.....	9
2.2 Beliggenhet	10
3 Høy aktivitet innen næringseiendom	11
3.1 Arealledighet	11
3.2 Leiemarkedet	12
3.3 Transaksjonsmarkedet	12
4 Strategisk analyse.....	14
4.1 Konkurransanalyse.....	14
4.2 Konkurransarenaen	14
4.2.1 Leverandører	15
4.2.2 Kunder	15
4.2.3 Inntrengere	16
4.2.4 Substitutter	16
4.2.5 Offentlige/komplementære aktører	16
4.3 PESTEL – Bedriftens makroomgivelser	16
4.3.1 Politiske forhold	17
4.3.2 Økonomiske forhold.....	17
4.3.3 Sosiokulturelle forhold	17
4.3.4 Teknologiske forhold	17
4.3.5 Samfunnsmessige forhold	18
4.3.6 Legale forhold	18
4.4 Ressursanalyse VRIO	18
4.4.1 Ressurser	18
4.5 Oppsummering av analysene	19
5 Vekst	20

5.1	Eiendomsindeks	21
5.2	Videre utsikter	23
6	Verdivurderingsmodeller	25
6.1	Kontantstrømmodellen	25
6.2	Avkastningskravet	27
6.2.1	Kapitalstruktur.....	27
6.2.2	Avkastningskravet til egenkapital	28
6.2.3	Gjeldskostnaden	31
6.2.4	Weighted Average Cost of Capital.....	32
6.3	Estimering av kontantstrømmer.....	33
6.3.1	Inntekter	33
6.3.2	Arealledighet	37
6.3.3	Vekst i inntekter	37
6.3.4	Estimerte inntekter	38
6.3.5	Kostnader	38
6.3.6	Capital Expenditures/investeringer	40
6.3.7	Arbeidskapital	41
6.3.8	Terminalverdi	41
6.4	Likviditetsrabatt.....	43
6.5	Oppsummering kontantstrømmodell	43
6.6	Vurdering av kontantstrømmodellen	44
6.7	Multiplikatormodeller.....	44
6.7.1	Yieldmodellen	44
6.7.2	Beregning av yield for Kvitsøygaten	46
6.7.3	Arealprismetoden	46
6.7.4	Andre multiplikatorer	47
6.7.5	Vurdering av multiplikatormodeller.....	47
6.8	Andre modeller	48
6.8.1	Teknisk verdi.....	48
6.8.2	Residualverdi.....	48
7	Sensitivitetsanalyse og scenarioanalyse.....	49
7.1	Sensitivitetsanalyse.....	49
7.2	Scenarioanalyse	50

7.2.1	Pessimistisk utfall.....	50
7.2.2	Optimistisk utfall.....	51
7.3	Oppsummering	51
8	Konklusjon.....	53
Referanseliste		54
Vedlegg – USB minnebrikke med beregninger i Excel		

Figurliste

Figur 1 -	Utvikling i ledigheten 2007-2012	11
Figur 2 -	Ledige lokaler høsten 2012	11
Figur 3 -	Leieprisnivåer Stavangerregionen oktober 2012.....	12
Figur 4 -	Verdipotensial	15
Figur 5 -	SWOT.....	20
Figur 6 -	Eiendomsindeks 1988-2012	21
Figur 7 -	Vekst KPI og eiendom	22
Figur 8 -	Avkastningskrav.....	33
Figur 9 -	Estimerte inntekter 2013-2022	38
Figur 10 -	Kontantstrømmmodell.....	43
Figur 11 -	Yieldmodellen	46
Figur 12 -	Tornado	49
Figur 13 -	Sensitivitetsanalyse	50
Figur 14 -	Pessimistisk utfall.....	51
Figur 15 -	Optimistisk utfall.....	51

1 Innledning

Som nevnt har vi valgt å verdsette eiendomsselskapet Kvitsøygaten 84 AS i vår masteroppgave. Problemstillingen i oppgaven blir derfor:

- Hva er Kvitsøygaten 84 AS verdt som et going concern for eierne?

Dette ønsker vi å løse som eksterne analytikere, slik at verdien vi finner er å anse som fair value. Kvitsøygaten 84 AS har fem forskjellige leietakere som driver næring i og fra lokalene. Vi kommer derfor til å se på de fremtidige inntjeningene selskapet vil ha basert på de nåværende leiekontraktene. I tillegg må vi finne et best mulig estimat på kostnadene som vil oppstå som følge av driften av selskapet. Hvilke muligheter området har for fremtidig vekst, er også viktig å ta hensyn til i vår vurdering.

Vi starter med en introduksjon av selskapet, og markedet bedriften opererer i. Det er viktig å få et innblikk i aktivitetene som skjer i markedet og videre utsikter med tanke på fortsatt drift. Vi tar deretter for oss den strategiske delen, hvor vi benytter oss av den kjente modellen Porter's Five Forces, og PESTEL som eksternanalyse. Ressursanalysen VRIO blir vår interne analyse. Disse analysene er med på å danne grunnlaget for hva eierne bør være oppmerksomme på, og kan være med å støtte oppunder hva vi forventer som vekst i markedet. Vi kommer til å benytte oss av en kontantstrømmodell og en yieldmodell i vår verdivurdering. Dette er modeller som ofte blir brukt innenfor verdsettelse av næringseiendom. For å kunne benytte oss av disse metodene har vi beregnet et avkastningskrav som brukes direkte i modellene. Avkastningskravet estimeres ved bruk av kapitalverdimodellen og gjeldskostnaden til Kvitsøygaten. Vi har også laget et tornadodiagram for å kunne avgjøre hvilke faktorer som påvirker verdien mest. Til slutt har vi laget en scenarioanalyse hvor vi har ett pessimistisk og ett optimistisk utfall.

2 Kvitsøygaten 84 AS

2.1 Om selskapet

Kvitsøygaten 84 AS er et datterselskap av ABP Eiendom AS. ABP Eiendom er et privateid eiendomsselskap som ble startet av brødrene Arild, Trond og Erik Bø Pedersen i 1983. Selskapet driver med kjøp og salg av egen fast eiendom. Kvitsøygaten 84 AS er et av to datterselskap som omhandler et næringsbygg som driver utleievirksomhet i Stavanger Øst, nærmere bestemt Kvitsøygaten 10¹. Hoveddelen av bygget er fra 1909, men etter at brødrene kjøpte eiendommen i 1979 har det skjedd store endringer. I 1986 ble det bygget en helt ny del, og i de senere årene har det blitt foretatt betydelige investeringer i form av restaurering og oppussing av bygget. De gamle bjelkene i taket og gulvet fra 1909 er beholdt for å bevare litt av den gamle stilen. Alt annet er derimot byttet ut, og standarden fremstår som god. Selskapet har ingen ansatte, men drives i dag av brødrene Arild Bø Pedersen og Trond Bø Pedersen. For øyeblikket leies bygget ut til fem forskjellige leietakere; Link Arkitektur AS, Silketrykk og Reklame, Presserv AS, Inventas Stavanger AS og Front AS.



Bilde av Kvitsøygaten 10 hentet fra Google Street View. Den nye delen fra 1986 til høyre.

¹ Adressen var opprinnelig Kvitsøygaten 84, men i senere tid har det blitt endring av husnummer. Derfor er selskapsnavnet noe misvisende.

2.2 Beliggenhet

Stavanger Øst er et område i stor vekst med mange planer for fremtiden. Denne bydelen har som regel blitt betegnet som Stavangers bakgård, med store industribygg som før i tiden ble brukt i hermetikkindustrien. Etter nedleggelsen av denne industrien på 1980-tallet, har området vært relativt dødt med lite aktivitet.

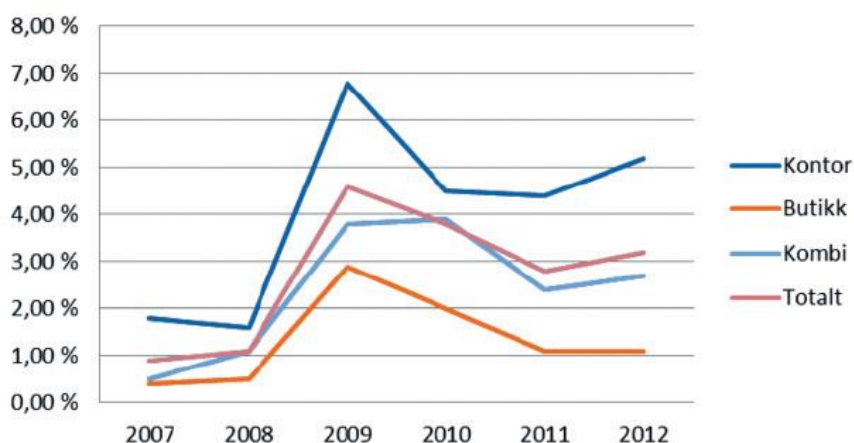
I 2002 gikk grunneiere og sentrale aktører i området sammen og stiftet Urban Sjøfront, et non-profit selskap som i dag er hovedaktør for byutviklingen av Stavanger Øst. Det er imidlertid først de senere årene det har skjedd mye i denne bydelen. Store boligprosjekter som Tou Park, Siriskjær og Lervig Brygge har blitt realisert, og interessen fra virksomheter som ønsker seg inn i området er stadig økende. Det er for tiden mange prosjekter som er under planlegging. Et av de større, kalt Sentrumsaksen, vil finne sted vis a vis Kvitsøygaten. Her planlegges det utearealer med lekeplass, lokaler til butikker, service og kontorer, Lervig sykehjem, et multifunksjonelt idrettsanlegg, barnehage og boliger. Med all aktivitet blir bydelen mer og mer attraktiv både for private og næringslivet.

3 Høy aktivitet innen næringseiendom

Ifølge Eiendomsmegler 1 sin markedsundersøkelse fra høsten 2012 er det for tiden høy nybyggingsaktivitet for næringseiendom i Stavangerregionen. Frem mot 2015 skal det anslagsvis fremstilles nærmere 300 000 kvadratmeter næringslokaler. Den høye aktiviteten skyldes stor vekst i det lokale næringslivet, og da først og fremst i olje- og gassrelaterte virksomheter. Det anslås en vekst i sysselsettingen på ca. 4500 årsverk i 2013.

3.1 Arealledighet

Markedet for næringseiendom fremstår som relativt stabilt når det gjelder arealledighet, på tross av den høye nybyggingsaktiviteten.



Figur 1 - Utvikling i ledigheten 2007-2012

Kilde: Eiendomsmegler 1 – Markedsrapport høsten 2012

	Kontor			Butikk			Kombi		
	pr 02.10.12	pr 01.04.12	pr 01.10.11	pr 01.10.10	pr 01.10.09	pr 02.10.12	pr 01.04.12	pr 02.10.12	pr 01.10.11
Stavanger sentrum	12261	9656	7107	15000	12000	3065	2229	0	120
Stavanger randsone	47153	22286	21360	16000	11000	3148	2408	7863	20057
Forus	32254	20812	38877	38500	74000	1371	974	30266	29350
Sandnes	4539	11006	9317	10000	8000	7184	3076	13670	27594
Sola/Tananger/Randaberg	14422	8382	11659	15000	10000	1019	1058	11109	6027
Sum m2	110629	72142	88320	94500	115000	15787	9745	62908	83148

Figur 2 - Ledige lokaler høsten 2012

Kilde: Eiendomsmegler 1 – Markedsrapport høsten 2012

Arealledigheten har gått noe opp fra 2011. Kontorlokaler har steget fra 4,4 til 5,2 %. Grunnen til dette er at mange bygg nylig har blitt ferdigstilt i 2012. Dette vil også prege 2013 og årene

fremover. Hadde ikke aktivitetsnivået og sysselsettingen i regionen økt slik den nå gjør, ville arealledigheten steget vesentlig mer.

3.2 Leiemarkedet

Leiemarkedet har for øyeblikket lav ledighet og stor aktivitet. Leieprisene har derimot holdt seg relativt stabile, men med en liten økning i de mest populære områdene. Det har vært en økende etterspørsel etter produksjons- og lagerlokaler. De mest aktuelle arealene er mellom 1500 og 4000 kvadratmeter.

	Høy standard		God standard	
	Fra	Til	Fra	Til
Kontorlokaler				
Stavanger sentrum	1800	2600	1200	1800
Stavanger randsone	1400	1900	800	1400
Hinna Park	1800	2300	n/a	n/a
Forus	1600	1850	1000	1600
Sandnes	1200	1600	800	1200
Lagerlokaler	700	1000	500	700
Verksted/produksjonslokaler	1100	1350	800	1100

Figur 3 - Leieprisnivåer Stavangerregionen oktober 2012

Det er Stavanger sentrum og Forus som er de mest attraktive områdene. Her har leieprisene hatt en liten økning. Eiendomsmegler 1 tror denne trenden vil fortsette. Grunnen til det er at tomteprisene øker, entreprenørene varsler påslag i sine priser, og bankene vil øke sine marginer slik at lånekostnadene går opp. Dette gjør at leieprisene må settes opp for å dekke inn det tapte. Det antas også at fokuset på arealeffektivitet og energikostnader vil øke de nærmeste årene. Dette gjør at nybygg blir mer populært, og en vil se en større prisdifferensiering mellom nye og gamle bygg. Geografisk plassering med tanke på nærhet til boligområder og hvordan trafikkbildet ser ut, vil også kunne spille en rolle for attraktiviteten overfor leietakere.

3.3 Transaksjonsmarkedet

Stavangerregionen er den mest interessante for fremtidige investorer, dersom vi ser bort i fra Oslo. Markedet etterspør eiendommer med lange og sikre kontantstrømmer, i tillegg til tomter og utviklingseiendommer. Bygg med korte resterende leiekontrakter blir sjeldnere omsatt. Det antas også at eiendommer som kan konverteres til bolig blir mer populære. Mindre næringseiendommer forventes å opprettholde et aktivt marked. Her er det stort sett brukere og ikke finansielle kjøpere som er de største interessentene, noe som gjør at de ikke påvirkes av

bankenes utlånspraksis i like stor grad. Yieldnivået for kontorbygg i regionen ligger i hovedsak på mellom 6,5 til 7,5 %. Hvordan dette vil utvikle seg i 2013 er usikkert. I dag er det lave renter og stor aktivitet i markedet, noe som taler for et lavere yieldnivå. Dersom finansieringskostnadene derimot går opp, vil vi få et høyere yieldnivå. Hvor mye investorene får ut av eiendomsinvesteringene sine vil også i stor grad bli påvirket av attraktiviteten til eiendommene, og om kontraktene er lange eller korte.

4 Strategisk analyse

Kvitsøygaten 84 AS er organisert som et verdinettverk. Et verdinettverk beskriver aktivitetene i bedrifter som kobler sammen kunder som ønsker å samhandle (Løwendahl og Wenstøp, 2003). Kvitsøygaten 84 AS formidler lokaler og legger til rette for at leietakerne kan drive næringsvirksomhet i og fra lokalene. Vi kommer til å gjøre tre analyser i vår strategidel i oppgaven. Disse er konkurranseanalyse, PESTEL, som er en makroanalyse, og VRIO som er en analyse av interne ressurser. Dette er viktig for å se på hvilke makroforhold som kan påvirke bedriften, slik at man kan utnytte mulighetene, og sikre seg mot truslene. I tillegg er det viktig å være klar over hvilke ressurser man besitter i bedriften slik at man kan utnytte ressursene på en best mulig måte.

4.1 Konkurransanalyse

Porter's five forces er kanskje den mest vanlige eksterne analysen av et selskap. Vi kommer til å bruke denne som et grunnlag for vår konkurranseanalyse. Ifølge Løwendahl og Wenstøp (2003) skjer gjennomføringen av en konkurranseanalyse gjennom tre trinn. Trinn én er å identifisere konkurransearenaen og dens verdipotensial. Trinn to er analyse av egen og andre aktørers posisjon. Siste trinn er vurdering av muligheter og trusler. Viktige spørsmål her er hvilke aktører som er sentrale, og hva lønnsomhets- og vekstpotensialet er på denne arenaen. Modellen sier at det er fem hovedaktører som vi som bedrift må forholde oss til. Disse er bedriftens konkurrenter, leverandører, kunder, substitutter og inntrengere (Løwendahl og Wenstøp, 2003).

4.2 Konkurransarenaen

Kvitsøygaten har mange konkurrerende virksomheter som også tilbyr utleie av næringseiendom i Stavangerregionen. Lokalene til disse varierer veldig i både størrelse og kvalitet. For vår del er det ikke like viktig å identifisere hver enkel konkurrent, men å identifisere vårt verdipotensial. Generelt kan vi si at konkurranseintensiteten er høy, da det finnes mange relativt like bedrifter. Kvitsøygaten 84 AS er en bedrift som ikke konkurrerer om markedsandeler på samme måte som produksjonsbedrifter eller bedrifter som selger varer. Derfor mener vi at en fornuftig tilnærming til å identifisere verdipotensialet til Kvitsøygaten, er å se på hva inntektene ville vært i dag dersom de hadde fullt belegg til en god pris på sine lokaler. Dette fordi konkurransen i markedet vil gjøre det veldig vanskelig å få en leie som avviker mye fra markedsleie. Verdipotensialet vårt baserer vi derfor på antall kvadratmeter

areal kombinert med statistikk for utleiepriser utarbeidet av Eiendomsmegler 1. Eiendommen består i dag av 3 349 kvadratmeter utleide arealer. Siden dette skal være et potensial velger vi å bruke høyt anslag for lokaler i god standard. Vi har brukt leieprisnivåer som gjelder for Stavanger randsone, ettersom Kvitsøygaten ligger litt utenfor Stavanger sentrum.

Verdipotensial	Kvadratmeter	Pris	Sum
Kontorlokaler	1 939	1 400	2 714 600
Lagerlokaler	834	700	583 800
Kombinasjonslokale (snitt av prisene)	576	1 050	604 800
Sum			3 903 200

Figur 4 - Verdipotensial

Det totale verdipotensialet til Kvitsøygaten blir dermed kr 3 903 200. Anslåtte inntekter i 2013 er kr 3 505 942. Vi ser dermed at vi ligger under potensialet når det kommer til inntekter.

4.2.1 Leverandører

Leverandørene våre av betydning er de som utfører arbeid og vedlikehold på og i bygget. Disse ansettes fra prosjekt til prosjekt, og på den måten unngår bedriften faste kostnader knyttet til dette. Det betyr, slik vi ser det, at eierne reduserer noe av den finansielle risikoen ved å drive Kvitsøygaten på denne måten. I tillegg øker fleksibiliteten slik at man kan benytte seg av disse leverandørene når de har lite arbeid, og på den måten oppnå en bedre pris på tjenestene. På bakgrunn av dette mener vi det er rimelig å si at leverandørenes forhandlingsmakt er liten.

4.2.2 Kunder

Kundene til Kvitsøygaten er åpenbart viktige. Det er disse som står for inntektene og vil, sammen med kostnadene, være det som avgjør hvordan kontantstrømmen vår vil se ut. Kundene har ofte mye makt. Derfor er det viktig å øke barrierene de har for å flytte til andre lokaler. Kundene til Kvitsøygaten er stort sett inne i kontrakter med løpetid på fem år, med opsjoner på flere nye år. Dette er en fordel for å kunne ha stabil drift. Enkelte av kundene har også lokaler tilpasset sin virksomhet. Det at de har fått fritt spillerom til å gjøre lokalet til sitt eget, gjør at det er større sjanse for at kundene trives og derfor blir værende i lokalene. På den andre siden er det også viktig at kontraktene er tilpasset slik at man ikke binder seg til dårlige kontrakter for lenge av gangen. Vi har sett at det er et avvik mellom verdipotensialet og

inntektene, men ikke større enn at kontraktene ser rimelige ut sett fra begges ståsted. På bakgrunn av kontraktene kan vi si at kundenes forhandlingsmakt er middels.

4.2.3 Inntrengere

Det har blitt bygget og utbygges mye næringseiendom på for eksempel Forus. Også nyere lokaler har blitt bygget i området rundt Stavanger Øst. Disse eiendommene kan være en trussel for Kvitsøygaten. Det vil være viktig å øke utgangsbarrierene til kundene slik at det blir mindre attraktivt å flytte. For eksempel kan man forsøke å få leietakerne til å investere i lokalene. Nyere og mer tilpassede bygg kan være mer attraktivt for leietaker sett både med hensyn til energikostnader og funksjonalitet. Dermed kan inntrengere utgjøre en stor trussel for Kvitsøygaten.

4.2.4 Substitutter

Det har vært nevnt i andre oppgaver at et substitutt kan være at man går over til hjemmekontor. Dette skyldes at IT løsningene som finnes nå er så gode at man ikke har behov for eget kontor. Vi mener likevel dette ikke er noe virkelig substitutt da en del av kundene har lager. Andre jobber sammen i team og bygger modeller etc. I tillegg så er ikke mennesker maskiner, men har grunnleggende behov for sosial kontakt på jobb. Substitutter utgjør en lav trussel for Kvitsøygaten.

4.2.5 Offentlige/komplementære aktører

Både kommune og stat har mulighet til å endre lovverket på en måte som kan få konsekvenser for Kvitsøygaten. Myndigheter streber etter å gi næringslivet forutsigbare rammebetingelser. Dette vil gjøre at trusselen fra offentlige aktører vil være lav.

4.3 PESTEL – Bedriftens makroomgivelser

Formålet med PESTEL-analysen er å stimulere bedriften til å reflektere rundt to spørsmål:

- 1) Hvilke omgivelsesfaktorer er mest kritiske for bedriften
- 2) Hvilke av disse er viktigst i dag, og hvem er viktigst i fremtiden

PESTEL står for political, economic, sociocultural, technological, environmental og legal. Altså er det seks kategorier i denne modellen som er viktige for bedriften (Løwendahl og Wenstøp, 2003).

4.3.1 Politiske forhold

Det politiske klimaet i Norge er stabilt. Selv om det kan bli et regjeringsskifte til høsten er det ikke ventet at det vil få store konsekvenser for forutsetningene man har når man driver med utleie av næringseiendom. En eventuell fjerning av eiendomsskatten i Stavanger vil være en fordel for eierne.

4.3.2 Økonomiske forhold

I Rogaland har oljeindustrien i stor grad vært med å påvirke eiendomspriser og bedriftene som ligger i regionen. Det har vært et høyt inntektsnivå, noe som kan ha gitt andre bedrifter i regionen gode marginer. Det er ikke urimelig å anta at aktiviteten i oljeindustrien i stor grad vil kunne påvirke leieprisene på sikt. Om ikke direkte, men via aktivitetene generelt, vil leieprisene påvirkes av denne sektoren. Oljeprisen vil dermed kunne ha mye å si for Kvitsøygaten. Hvordan denne prisen vil utvikle seg er det knyttet mye usikkerhet rundt. Det har vært uro i finansmarkedene etter 2008 og man har hatt mer moderate forventninger til avkastningen i aksjemarkedet. Dette har ført til at investorer har sett etter andre investeringsmuligheter, som for eksempel eiendomsmarkedet i bred forstand. Ifølge OPAKs prisstigningsrapport nr. 11/2012 forventes det fremdeles stigende utleiepriser i 2013.

4.3.3 Sosiokulturelle forhold

Det har vært og pågår en utvidelse av transportnett i regionen. Det vil føre til økt mobilitet, noe som gjør at man i mindre grad vil være avhengig av å ha kontorer og lager sentralt i Stavanger sentrum. Dette vil også kunne fungere på den måten at det blir raskere å komme inn til byen. Det er for øyeblikket et godt offentlig transporttilbud i området, med bussavganger til sentrum hvert 10 minutt. I tillegg er det kun 10-15 minutter gåavstand til Stavanger sentrum. Det at Kvitsøygaten ligger i nærheten av boligområder som Storhaug, Våland og Byøyene er også en fordel med tanke på avstand til arbeidsplassen. Det er heller ikke russtrafikk i området, noe som gjør at folk unngår store køer til industriområder som Forus og Tananger.

4.3.4 Teknologiske forhold

Kvitsøygaten er gammelt, men har fått en del oppgraderinger de siste årene. Det vil antagelig kreve hyppigere oppgraderinger enn et moderne bygg. Samtidig kan oppgraderinger gjøres sammen med leietakere, og på den måten i stor grad tilpasses etter behov. Som nevnt er det ifølge markedsundersøkelsen fra Eiendomsmegler 1 høsten 2012 spådd en større prisdifferensiering mellom nye og eldre bygg. Nyere bygg er, og kommer til å bli mer ettertraktet i fremtiden.

4.3.5 Samfunnsmessige forhold

Man ser gjerne at eldre bygg har et høyere energiforbruk enn nyere bygg. Man får altså en direkte kostnad i form av oppvarming av lokalene, noe som med andre ord er negativt for miljøet.

4.3.6 Legale forhold

Man ser ofte krav til innskjerpelser med tanke på å bli mer energieffektiv. Derfor kan man risikere å bli pålagt utbedringer knyttet opp mot dette. Hvordan området er regulert kan også være viktig. Dersom man på et tidspunkt kan rive byggene og oppføre for eksempel boliger, vil dette kunne ha mye å si for verdien av selskapet som eier tomten.

4.4 Ressursanalyse VRIO

VRIO er en forkortelse for Valuable, Rare, Inimitable, og Organized. Dette er spørsmål knyttet til ressursene bedriften besitter internt, og vi vil prøve å besvare disse spørsmålene på en best mulig måte. Vi vil spørre oss selv om ressursene er verdifulle, sjeldne, vanskelige å kopiere, og om bedriften er organisert på en slik måte at man kan hente ut de mulige gevinstene på basis av disse ressursene (Løwendahl og Wenstøp, 2003).

4.4.1 Ressurser

Under har vi listet opp ressursene vi mener Kvitsøygaten har i dag. Vi vil ta stilling til om disse ressursene innehar noen av de nevnte spørsmålene en VRIO analyse inneholder.

4.4.1.1 Slank kostnadsstruktur

Kvitsøygaten har ikke faste ansatte noe som gjør at man har lite kostnader forbundet med ledig kapasitet når aktiviteten er lav. Dette er en verdifull ressurs. Den fremstår også for oss som sjelden. Man kan imidlertid ikke forvente at en ny eier kan operere på samme måte uten en direkte lønnet administrasjon, selv om det kan finnes mindre selskap som ligner Kvitsøygaten. Kostnadsstrukturen kan derfor vanskelig kopieres av større selskap, og gir dermed et konkurransefortrinn mot større aktører. Eierne av Kvitsøygaten bruker innleid arbeidskraft per prosjekt og er organisert slik at gevinsten av denne ressursen er mulig å hente ut. Kort oppsummert er dette en varig konkurransefordel mot større aktører, men ikke nødvendigvis mot mindre aktører ala Kvitsøygaten.

4.4.1.2 Finansiell stilling

Kvitsøygaten er pusset opp for betydelige beløp. Eierne av Kvitsøygaten har økonomiske ressurser til vedlikehold og oppussing, samt midler i bakhånd dersom det skulle bli et

midlertidig bortfall i inntektene. Dette er en verdifull ressurs, men den kan ikke sies å være verken sjelden eller unik. Med kort vei til beslutningstakerne, altså eierne, er bedriften organisert slik at det er mulig å ha tilgang til disse ressursene om ønskelig. Oppsummert er ikke dette noe varig konkurransetrinn.

4.4.1.3 *Kompetanse*

Kompetanse kan deles inn i forskjellige underkategorier. Vi velger å snakke om kompetanse i bred forstand, som kunnskap, ferdigheter og evner. I tillegg til å være høyt utdannet som henholdsvis siviløkonom og ingeniør, har brødrene Bø Pedersen opparbeidet seg kompetanse gjennom hele 30 år som forvaltere og utviklere av eiendom. De har vært spesielt opptatt av Stavanger Øst, hvor de eier flere eiendommer. Trond har i tillegg sittet i styret til Urban Sjøfront siden etableringen for over 10 år siden. Opprinnelig har brødrene bakgrunn fra oljeservicebransjen. Dette er en fordel ettersom det er sannsynlig å tro at forhold knyttet til oljebransjen og oljeprisen påvirker bedriftene og således eiendomsprisene i regionen. Ved å være aktive eiere av Kvitsøygaten, er de organisert slik at det er mulig å hente ut verdiene av ressursen. Det finnes nok flere med lignende kompetanse, og det er mulig å skaffe seg kompetanse om man ikke har det, men den er viktig å ha for å kunne utvikle eiendom på en vellykket måte.

4.5 Oppsummering av analysene

I tabellen under er resultatene av analysen oppsummert i en SWOT tabell. Dersom man har ulike handlingsalternativer kan det være hensiktsmessig å knytte funnene i analysene opp mot disse. Ved verdsettelse av eiendom er det kanskje mer nærliggende å bevisstgjøre og øke fokuset man har på de ulike momentene, ettersom de kan ha mye å si for verdien av eiendommen.

Styrker	Svakheter
Slank kostnadsstruktur	Eldre bygg

Kompetanse Beliggenhet i forhold til boligområder og rushtrafikk	Energieffektivitet
Muligheter	Trusler
Høy vekst i området	Høy vekst - krakk Avhengighet av oljepris Renteøkninger

Figur 5 - SWOT

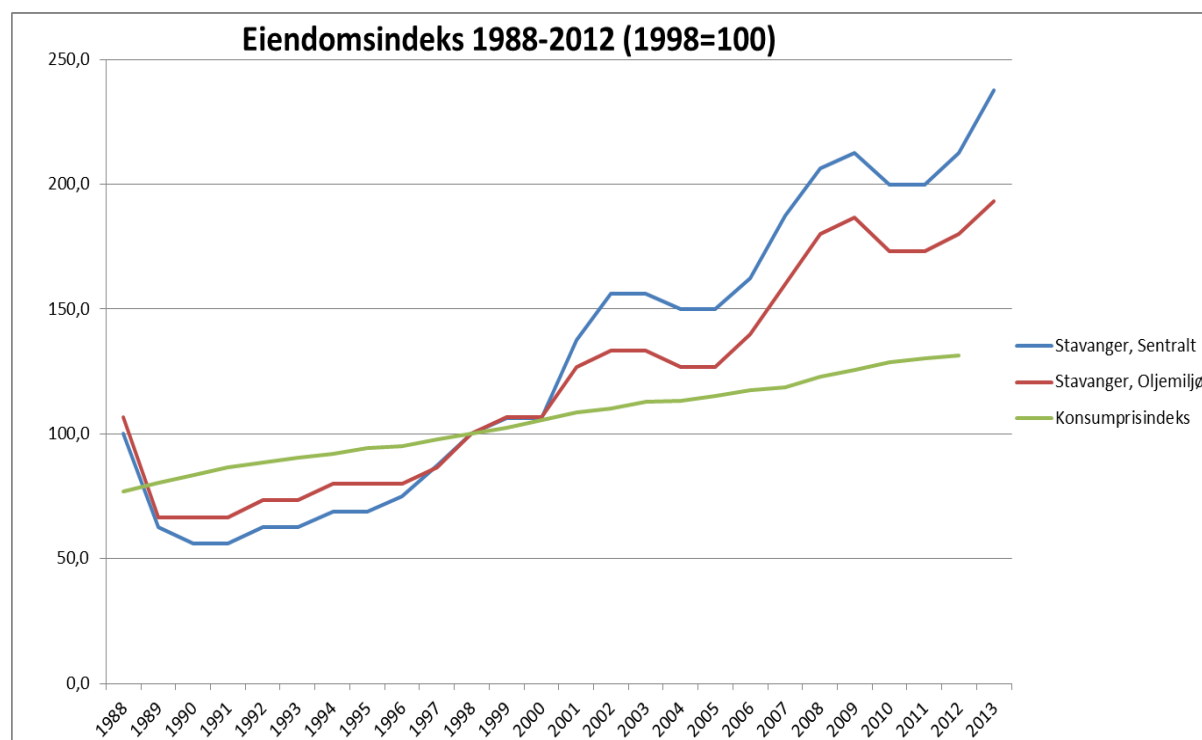
For å nyttiggjøre seg av styrkene er det viktig å fortsette å ha et bevisst forhold til kostnadsstrukturen, med de fordelene variable kostnader gir. Med aktive eiere utvikles kompetansen, og holdes oppdatert. Svakheterne går på byggets alder og konsekvenser av det. Her er det fullt mulig å gjøre utbedringer underveis og eventuelt lage en finansiell buffer for fremtidige kostnader knyttet til utbedringer. En måte man kanskje kan påvirke mulighetene på, er aktivt å delta og bidra til utvikling av bydelen. Dette kan være via politikk, styreverv, og/eller via organisasjoner som Urban Sjøfront. Truslene man enklest kan forsøke å verne seg mot er renteøkninger ved å ha finansiell styrke eller lite gjeld. Potensielle eiendomskrakk er det derimot vanskelig å sikre seg mot dersom man ønsker å drive med eiendom.

5 Vekst

For å få kontantstrømmene mest mulig riktige trenger vi estimerer på forventet vekst, både når det gjelder inntekter og kostnader. En nøkkelfaktor her er inflasjon. Norges Bank sitt mål for fleksibel inflasjonsstyring er å ha en lav men stabil inflasjon, som ligger nær 2,5 % (Norges Bank, 2006). I et stabilt eiendomsmarked bør veksten i kontantstrømmene være nær forventet inflasjon. I stramme markeder med lav ledighetsrate er det en mulighet for at veksten blir høyere enn inflasjonen. Det motsatte vil mest sannsynlig gjelde ved høy ledighetsrate.

5.1 Eiendomsindeks

Under har vi laget en eiendomsindeks på bakgrunn av OPAK's prisstigningsrapport 11/2012. Det er Dagens Næringsliv som har innhentet opplysninger fra lokale markedsaktører. De har tatt for seg leiepriser for kontorlokaler sentralt i Stavanger og oljemiljøet (i hovedsak Forus) i Stavanger fra 1988-2012. Disse prisene har vi gjort om til indekser med basis i år 1998, og sammenlignet med konsumprisindeksen i en graf. Vi har også lagt ved en tabell som viser leieprisene fra år til år, i tillegg til den årlige veksten for konsumprisindeksen sammenlignet med leieprisene.



Figur 6 - Eiendomsindeks 1988-2012

År	KPI (1998=100)	Leiepris Sentralt	Leiepris Oljemiljø	Årlig vekst KPI	Årlig vekst Sentralt	Årlig vekst Oljemiljø
1988	76,9	800	800			
1989	80,4	500	500	4,6 %	-37,5 %	-37,5 %
1990	83,7	450	500	4,1 %	-10,0 %	0,0 %
1991	86,6	450	500	3,5 %	0,0 %	0,0 %
1992	88,6	500	550	2,3 %	11,1 %	10,0 %
1993	90,6	500	550	2,3 %	0,0 %	0,0 %
1994	91,9	550	600	1,4 %	10,0 %	9,1 %
1995	94,2	550	600	2,5 %	0,0 %	0,0 %
1996	95,3	600	600	1,2 %	9,1 %	0,0 %
1997	97,8	700	650	2,6 %	16,7 %	8,3 %
1998	100	800	750	2,2 %	14,3 %	15,4 %
1999	102,3	850	800	2,3 %	6,3 %	6,7 %
2000	105,5	850	800	3,1 %	0,0 %	0,0 %
2001	108,7	1100	950	3,0 %	29,4 %	18,8 %
2002	110,1	1250	1000	1,3 %	13,6 %	5,3 %
2003	112,8	1250	1000	2,5 %	0,0 %	0,0 %
2004	113,3	1200	950	0,4 %	-4,0 %	-5,0 %
2005	115,1	1200	950	1,6 %	0,0 %	0,0 %
2006	117,7	1300	1050	2,3 %	8,3 %	10,5 %
2007	118,6	1500	1200	0,8 %	15,4 %	14,3 %
2008	123,1	1650	1350	3,8 %	10,0 %	12,5 %
2009	125,7	1700	1400	2,1 %	3,0 %	3,7 %
2010	128,8	1600	1300	2,5 %	-5,9 %	-7,1 %
2011	130,4	1600	1300	1,2 %	0,0 %	0,0 %
2012	131,4	1700	1350	0,8 %	6,3 %	3,8 %
2013		1900	1450		11,8 %	7,4 %
Total vekst (1988-2012)				70,9 %	112,5 %	68,8 %
Total vekst (2000-2012)				24,5 %	100,0 %	68,8 %
Gjennomsnittlig vekst (1988-2012)				2,3 %	4,0 %	2,9 %
Gjennomsnittlig vekst (2000-2012)				1,9 %	5,9 %	4,4 %

Figur 7 - Vekst KPI og eiendom

Som vi ser fra grafen har den generelle konsumprisindeksen en jevn men lav stigning i hele tidsperioden. Leieprisene for kontorlokaler har derimot mer fluktuasjoner. I 1988 opplevde man et eiendomskrakk i Norge, noe som forklarer første del av grafen. I 1993 tok det seg gradvis opp igjen, og vi fikk en økning i leienivået. Leieprisene fortsatte å øke hvert år etter eiendomskrakket, med unntak av 2004 og 2010 da Stavangerregionen totalt sett opplevde en nedgang fra året før på henholdsvis 4,5 % og 6,5 % (se tabell).

Med basisåret 1998 som utgangspunkt har eiendomsindeksen hatt en relativt større vekst enn konsumprisindeksen. Dette kan vi se fra grafen over, der eiendomsindeksen overstiger konsumprisindeksen. Som vi kan se fra tabellen har leieprisene sentralt i Stavanger økt med 112,5 % fra 1988-2012, mens det for Stavangers oljemiljø har vært en økning på 68,8 %. Konsumprisindeksen har til sammenligning økt med 70,9 % i den samme tidsperioden. Stavangers oljemiljø har ikke hatt like stor vekst som sentralt i Stavanger, og totalt hatt en mindre økning enn konsumprisindeksen. En av grunnene er det nevnte eiendomskrakket i

1988, som resulterte i en nedgang i leieprisene på hele 37,5 % kun dette ene året fra 1988 til 1989. Det tok derfor en god del år før leieprisene kom opp på normalt nivå igjen. Dersom vi kun ser på økningen fra og med år 2000 vil det være en betydelig større differanse i veksten. Leieprisene har da økt med 100 % for Stavanger sentralt og 68,8 % for oljemiljøet, mens konsumprisindeksen kun har hatt en økning på 24,5 %. Vi har også tatt med gjennomsnittlig årlig vekst fra 1988 og 2000 til 2012 nederst i tabellen, og vi ser tydelig at eiendom vokser i mye sterkere grad enn det generelle prisnivået.

5.2 Videre utsikter

Vi har også tatt med utsiktene for 2013 i vår graf og tabell. DNs eksperter spår en videre økning i leieprisnivået her i regionen. Sentralt i Stavanger regner man med en økning fra kr 1700 til 1900 per kvadratmeter, mens oljemiljøet trolig vil få en økning fra kr 1350 til 1450. Dette tilsvarer en vekst på rundt 12 og 7 %, noe som er veldig optimistisk. Hovedgrunnen til den forventede økningen er det høye aktivitetsnivået i oljevirkosomheten.

På bakgrunn av OPAK sin prisstatistikk og videre utsikter ser det lyst ut med tanke på utleie av næringseiendom i Stavangerregionen. Nøyaktig hvor høy veksten vil være de neste 10 årene er umulig å si noe om. Vi føler derimot at vi har nok grunnlag til å anta en liten vekst utover inflasjonen i vår prognoseperiode. Grunnen til det er at eiendomsindeksen generelt har hatt en større økning enn konsumprisindeksen de siste årene. Siden 2000 har veksten for utleie av næringseiendom vært langt over dobbel så stor som veksten i det generelle prisnivået, og faktisk 4 ganger større når vi snakker om leieprisene sentralt i Stavanger. I tillegg ser vi at Østre bydel i Stavanger utvikler seg og vil utvikle seg enda mer i fremtiden. Dette gjør at området vil bli mer attraktivt både for nye leietakere innenfor næringsvirksomhet og eventuelle kjøpere av næringseiendom.

Ettersom leietakerne til Kvitsøygaten er styrt av kontrakter, vil det ikke være mulighet for en reell økning i inntektene i kontraktperioden. Etter at kontraktene er utløpt, kan imidlertid leiesummen bli satt opp med det som er markedsleie i dag, i tillegg til en reell vekst utover dette. Kontraktene har forskjellig utløpsdato, men vi tror at inntektene til hver enkel kontrakt vil kunne få et hopp når de reforhandles. Tar vi gjennomsnittlig årlig vekst fra 1988-2012 i betraktning, ligger leieprisene totalt i overkant av 1 % over konsumprisindeksen hvert år. Ettersom utbyggingen som skjer i denne bydelen trolig vil gjøre det mer attraktivt å leie her i fremtiden, velger vi derfor å bruke 1,5 % som årlig vekst utover inflasjonen i vår analyseperiode. 1,5 % reell vekst er muligens noe beskjedent på bakgrunn av forutsetningene

som ligger til grunn, men vi vet aldri når de gode tidene vil snu. Det kan komme et krakk slik som skjedde i 1988. En annen mulighet er at veksten stagnerer og deretter legger seg på nivå med konsumprisindeksen. Når vi i tillegg indeksregulerer leiesummen i kontraktene med en forventet inflasjon på 2,5 %, vil vi få en årlig nominell vekst på til sammen 4 % i vår prognoseperiode. Vi skal senere gjøre en scenarioanalyse som vil vise hva som skjer med verdien av eiendommen dersom ting slår ut annerledes enn vi antar.

6 Verdivurderingsmodeller

Det er mange måter å gjøre verdsettelse på. Det finnes ulike modeller innenfor kontantstrømbaserte modeller, multiplikatormodeller og balansebaserte modeller (Boye, 1998). De kanskje mest brukte modellene når det gjelder verdsettelse av næringseiendom er kontantstrømodeller og yieldmodeller. Andre aktuelle er arealprismetoden, teknisk verdi og residualmetoden. Disse brukes ofte ikke alene, men mer som en kontroll til de andre beregningene.

6.1 Kontantstrømodellen

Kontantstrømodellen er av aktørene en av de mest brukte modellene innenfor verdsettelse av næringseiendom (Finanstilsynet, 2010). Her estimerer man hva de fremtidige kontantstrømmene vil være i en gitt tidshorisont. Tidshorisonten kommer litt an på hvor mye informasjon en har tilgjengelig, men det er vanlig med perioder fra 7 til 15 år (Boye og Dahl, 1997). For å finne kontantstrømmene må en se på fremtidige inn- og utbetalinger som eiendommen vil generere. En må da ta hensyn til forventet vekst i denne perioden. En må også estimere en restverdi av eiendommen ved periodens slutt, kalt terminalverdi. Disse kontantstrømmene neddiskonteres deretter med et fastsatt avkastningskrav. Avkastningskravet er en funksjon av hvor risikable inntjeningene er. Jo høyere avkastningskrav, jo mer risiko knyttet til eiendommen.

Det finnes to metoder å gjøre en verdsettelse på ved bruk av kontantstrømodellen; egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden (Boye, 1998)². Ved egenkapitalmetoden beregnes verdien av kontantstrømmene som er igjen til utbetaling til eierne, altså etter at all gjeld og skatt er trukket fra. Ved total kapitalmodellen finner man verdien av hele kontantstrømmen som er tilgjengelig fra drift, det vil si både gjeld og egenkapital. Dersom de to metodene blir brukt konsekvent, skal de ifølge Damodoran (2002) gi eksakt det samme svaret. Ved først å finne verdien av egenkapitalen, for så å plusse på markedsverdi av gjeld, vil verdiestimatet bli det samme som ved total kapitalmetoden.

$$\text{Verdi av egenkapital} = \frac{CF_{\text{equity}}}{(1 + KE)^t}$$

² Damodoran (2002) nevner også en tredje metode, som kalles for «Adjusted present value (APV)». Denne metoden går ut på å verdsette kontantstrømmene til hver divisjon separat, og med forskjellig avkastningskrav ut i fra hvor risikable de er. Denne metoden er ikke relevant i forhold til vår oppgave, ettersom den er mer tilegnet større bedrifter med ulik risiko innenfor flere avdelinger.

$$\text{Verdi av total kapital} = \frac{\text{CF}_{\text{firm}}}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Hvor

$\text{CF}_{\text{equity}}$	= Kontantstrøm til egenkapitalen
CF_{firm}	= Kontantstrøm til total kapitalen
KE	= Avkastningskravet til egenkapitalen
WACC	= Avkastningskravet til total kapitalen
t	= Tidsvariabel

Nils Arne Gundersen viser i sitt bidrag i Praktisk økonomi og finans 02/2009 en generell formel for beregning av nåverdien til en næringseiendom. Dette er i hovedsak den samme formelen som ovenfor, men med spesifiserte kostnader som er aktuelle for næringseiendom. Her er også terminalverdien tatt med til slutt.

$$\text{Verdi} = \sum_1^n \frac{(\text{L}-\text{AF}-\text{ES}-\text{I}-\text{F}-\text{FA}-\emptyset)t}{(1+p)^t} + \frac{\text{Rn}}{(1+p)^t}$$

Hvor

L	= Leie (hensyntatt ledighet)
AF	= Administrasjon og forvaltning
ES	= Eiendomsskatt
I	= Investeringer
F	= Forsikring
FA	= Festeavgift
Ø	= Øvrig (f.eks. ikke refunderbar mva)
R	= Restverdi
t	= Tidsvariabel
n	= Kalkyleperiode
p	= Kalkylerente

Vi vil i vår verdsettelse av Kvitsøygaten 84 AS benytte oss av kontantstrømmodellen til total kapitalen. Kontantstrømmodellen har dominert blant finansanalytikere i tidligere år, og blir fortsatt flittig brukt ved verdsettelse av selskap. Ifølge Dahl og Boye (1997) er det lettere for de fleste selskap å estimere kontantstrømmene til total kapitalen. Unntaket er finansinstitusjoner, der egenkapital ofte er enklest å beregne. Det kan også være vanskelig å

bestemme avkastningskravet ved egenkapitalmetoden. Grunnen til det er at det ikke tas hensyn til finansiell risiko, ettersom avkastningskravet er beregnet som om selskapet er 100 % egenkapitalfinansiert. Dersom den finansielle strukturen da endres, vil det være vanskelig å endre på avkastningskravet slik at det belyser denne endringen.

For å kunne benytte oss av kontantstrømmetoden må vi ha kjennskap til de fremtidige inntektene og kostnadene eiendommen vil generere. Gjennom leiekontrakter har Kvitsøygaten relativt sikre inntekter de nærmeste årene. De viktigste kostnadene som forsikring, eiendomsskatt og lignende vil trolig heller ikke forandre seg stort. Vi ser derfor at vi har et veldig godt grunnlag for å utarbeide kontantstrømmer. Utfordringen ligger i årene etter at leiekontraktene har gått ut. Vi må da estimere hva markedsleie vil være i dette tidsrommet. Hvor mye kontantstrømmene vil vokse etter vår analyseperiode, nemlig terminalverdi, vil også være et usikkert moment.

6.2 Avkastningskravet

Avkastningskravet brukes for å diskontere fremtidige, forventede kontantstrømmer ned til nåverdien av disse. Det er den avkastningen over tid som er nødvendig for å trekke kapital til virksomheten. Mer presist; forventet avkastning kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet (Boye, 1997). Avkastningskravet vi skal bruke, også kalt WACC (weighted average cost of capital), inneholder avkastningskravet til egenkapitalen og gjeldskostnaden med tilhørende vekt. Før vi kan bestemme hva avkastningskravet til Kvitsøygaten blir, må vi gjøre en del beregninger og vurderinger knyttet til forskjellige størrelser. Vi vil nå gå inn på disse, for så å bruke formelen for WACC til å finne et representativt avkastningskrav for Kvitsøygaten.

6.2.1 Kapitalstruktur

Kvitsøygaten er finansiert med både egenkapital og gjeld. De har et banklån på kr 5 000 000 i DNB. Dette betales det foreløpig kun renter på. Med andre ord betales det ikke avdrag, og gjelden er dermed konstant. I tillegg har Kvitsøygaten gjeld til konsernet på kr 8 456 989. Denne gjelden har lavere prioritet enn et banklån, og i praksis betales det ingen renter. Det er morselskapet som har hatt disse pengene på bok, og som har lånt videre til Kvitsøygaten. En kan med andre ord kalle denne gjelden for egenkapital, ettersom det er dette det i realiteten er. Egenkapitalen er i regnskapet opplyst til å være kr 1 789 984 kroner. Vi vil også behandle gjelden til konsernet som egenkapital, og ender derfor opp med en total egenkapital på kr 10 246 973. Med en gjeld på kr 5 000 000 tilsvarer dette en gjeldsgrad på 49 %.

6.2.2 Avkastningskravet til egenkapital

Det finnes flere måter å beregne avkastningskravet til egenkapital på, der Fama-French tre faktor modell og kapitalverdimodellen er de mest kjente. Empirisk forklarer Fama-French mer av de historiske avkastningene enn KVM. Det var med dette formålet denne modellen ble laget. Avkastningskrav er derimot fremadskuende, og det er derfor mer vanlig å bruke KVM som har et større teoretisk fundament (Titman og Martin, 2011). På bakgrunn av dette velger vi å bruke kapitalverdimodellen til å estimere avkastningskravet til egenkapitalen i vår oppgave.

6.2.2.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen, mest kjent som CAPM (capital asset pricing model) på engelsk, ble utviklet av blant annet Jan Mossin, professor ved NHH på 1960-tallet. Modellen viser oss sammenhengen mellom forventet avkastning og risikomålet beta. Den blir oftest brukt for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen, og består av leddene risikofri rente, beta, og markedets forventede risikopremie. Kapitalverdimodellen forutsetter blant annet at vi er diversifiserte og dermed har minimalt med usystematisk risiko. Usystematisk risiko er risiko knyttet til et selskap, hvor aksjekursen blir påvirket av bedriftens inntjening og aktiviteter. Denne kan diversifiseres bort ved å kjøpe aksjer fra forskjellige typer selskaper. Modellen bygger også på flere andre strenge forutsetninger som vi ikke vil gå mer inn på her. Man kan lese mer om KVM i for eksempel *Verdsettelse* av Boye (1998). Det er verdt å merke seg at denne modellen ikke alltid gir et riktig bilde av virkeligheten. Det finnes bedre og mer avanserte måter å utarbeide et avkastningskrav til egenkapitalen på. Likevel blir kapitalverdimodellen ofte foretrukket ettersom den er veldig enkel å bruke (Kraakstad, 2013).

Formelen for kapitalverdimodellen ser slik ut:

$$K_E = r_f + \beta_E * (E(r_m) - r_f)$$

Hvor

K_E = Avkastningskravet til egenkapitalen

r_f = Risikofri rente

β_E = Systematisk risiko

$E(r_m)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen

6.2.2.1.1 Systematisk risiko β

For å kunne beregne avkastningskravet til egenkapitalen med kapitalverdimodellen, må man ha en betaverdi. Betaen forteller oss hvor mye systematisk risiko et prosjekt har og er den eneste risikoen vi blir belønnet for å ta. Systematisk risiko er risiko som ikke kan diversifiseres bort og som er forbundet med svingninger i markedet. Eksempler er oljepris, rentenivå, og andre konjunkturedringer. Dersom en avkastning er risikofri, vil beta være 0. Markedets beta vil alltid være 1. Dersom eiendelen/aksjen har en høyere beta enn 1 vil den variere mer enn markedet og dermed være mer risikabel (Bøhren og Michalsen, 2006).

Formelen for beta ser slik ut:

$$\beta_E = \frac{\text{Cov}(R_E, R_M)}{\text{Var}(R_M)}$$

Hvor

β_E = Eiendelens/aksjens mål på systematisk risiko

$\text{Cov}(R_E, R_M)$ = Kovariansen mellom eiendelen/aksjen og markedet

$\text{Var}(R_M)$ = Variansen til markedet

Man kan argumentere for at beta skal justeres for «mean reversion», en tendens funnet av Marshall Blume. Noe av argumentasjonen er at etter hvert som selskap vokser, vil de bli mer diversifiserte og tendere mer mot markedet i risiko. Denne justeringen må man i hvert enkelt tilfelle vurdere om er riktig å foreta. Vi kommer ikke til å gjøre denne justeringen ettersom vi verdsetter et spesialisert selskap som kun driver med en ting, og som heller ikke har planer om å utvide virksomhetsområdet.

6.2.2.1.1.1 Betaestimering

For å estimere Kvitsøyгатens beta har vi tatt utgangspunkt i avkastningene til to norske børsnoterte eiendomsselskaper. Ettersom Kvitsøyгатen AS ikke er et børsnotert selskap, har vi ikke mulighet til å kjøre regresjon med Kvitsøyгатens avkastning mot markedets avkastning. Men det er verdt å merke seg at inntektene til Kvitsøyгатen antagelig ikke vil variere mye, med tanke på at man stort sett har faste kontrakter med relativt lang løpetid. Vi brukte Datastream til å finne månedlige avkastninger for to norske børsnoterte selskap, over en fem års periode. Deretter kjørte vi en regresjon på disse mot den norske hovedindeksen. Selskapene vi har brukt er ikke 100 % sammenlignbare, men er to av de få børsnoterte eiendomsselskapene i Norge, Olav Thon (OLT) og Norwegian Property (NOPR). Her fant vi

betaer på henholdsvis 0,34 og 1,15. Det at det kun er to børsnoterte selskaper i Norge som er mulig å sammenligne med Kvitsøygaten gjør at vi får et veldig dårlig sammenligningsgrunnlag. I tillegg spriker betaverdiene veldig mye mellom disse selskapene.

Det er imidlertid også mulig å bruke sammenlignbare selskaper i utlandet. Damodaran har på sin hjemmeside estimert forskjellige betaer etter hvilken industri selskapene tilhører. Vi mener derfor det blir mer fornuftig å bruke en slik industribeta, og velger den som ligner mest på vår industri, «Property Management». Denne betaen er estimert med bakgrunn i 31 selskap og er på 0,73 korrigert for kontanter. Dette er en uvektet beta, og vi må derfor vekte betaen med Kvitsøygaten sin gjeldsgrad for at den skal bli representativ for vårt selskap. Grunnen til det er at gjeldsgraden til et selskap påvirker egenkapitalbetaen. Når vi bruker denne betaen, antar vi at forholdet mellom de amerikanske selskapene og den amerikanske indeksen, er lik som de norske selskapene og den norske indeksen. I tillegg antar vi at Kvitsøygaten har gjennomsnittlig systematisk risiko.

Formelen for vektet beta når vi antar konstant gjeld er

$$\beta_E = \left(1 + (1 - T_c) * \frac{Debt}{Equity} \right) * \beta_{Unlevered}$$

hvor

β_E = egenkapitalbeta

T_c = Skatteprosent

Debt/Equity = Gjeldsgrad

$\beta_{Unlevered}$ = Uvektet beta

Gjeldsgraden til Kvitsøygaten er på 49 %. Bruker vi formelen over får vi en vektet beta for Kvitsøygaten på 0,99. Det vil si at Kvitsøygaten har noenlunde lik risiko som markedet generelt.

6.2.2.1.2 Risikofri rente

Som navnet antyder er dette renten man kan investere i uten risiko. Denne renten er en sentral del av KVM og har stor betydning for beregningene man gjør. Det finnes forskjellige risikofrie renter med ulik løpetid. Det er vanlig å bruke en statsobligasjon med like lang løpetid som prosjektet skal vare når man verdsetter selskap. Ifølge forelesningsnotater av

Pål Berthling-Hansen ved Handelshøyskolen BI, finnes det akademikere som hevder at det er en rentemargin i de lange rentene som delvis består av inflasjonsusikkerhet som gjør at de ikke kan defineres som helt risikofrie. Vi velger i vår oppgave å benytte oss av en norsk statsobligasjon med ti års løpetid siden dette er normal praksis. Ifølge Norges Banks hjemmeside er årsgjennomsnittet til denne renten 2,1 %, beregnet i 2012.

6.2.2.1.3 Markedets risikopremie

Meravkastningen på totalindeksen minus risikofri rente utgjør markedets risikopremie. Ifølge finansdepartementets nettside om temaet, vil denne størrelsen variere avhengig av hvordan man beregner den. Sentrale punkter her er daglige, månedlig eller årlige observasjoner, geometrisk eller aritmetisk gjennomsnitt, og hvilken tidsperiode man er i, (da denne premien har variert betydelig over årene). Pål Berthling-Hansen kommer med tre eksempler på markedets risikopremie i sine forelesningsnotater. I en studie av Espen Sirnes ble den estimert til 5,4 %. Professor Johnson ved NHH brukte 4 % i forbindelse med beregningen av avkastningskravet til Netcom i 2005. Det siste eksemplet som er nevnt er studier av Dimson, Marsh & Staunton som sier det ikke er urimelig med et krav på om lag 5 % i Norge i dag. Vi vil derfor benytte oss av en risikopremie på 5 % i oppgaven.

6.2.3 Gjeldskostnaden

Gjeldskostnaden kan finnes på flere måter avhengig av informasjonen vi har. Det er mulig å bruke KVM til å beregne gjeldskostnaden på samme måte som avkastningskravet til egenkapitalen. Her må man imidlertid bruke en egen beta for gjeld. Dersom gjelden handles i et marked, for eksempel obligasjoner, er gjelden observerbar. Dette gjelder spesielt større selskaper. For mindre selskaper er det derimot mer vanlig å se på lånerenten selskapet faktisk får i banken. En tredje måte å finne gjeldskostnaden på er å lage en syntetisk rating. Dette gjør man ved å lage en liste over sammenlignbare børsnoterte selskaper med tilhørende nøkkeltall og spread. Deretter bruker vi våre nøkkeltall for å finne spreaden som tilhører vår klasse. Ved å legge sammen denne spreaden med den risikofrie renten, vil man få en gjeldskostnad før skatt som er representativt for vårt selskap. Ettersom vi får fradrag for rentekostnader, må gjeldskostnaden korrigeres med 1-skatte % i avkastningskravet. Det siste punktet gjelder kun om selskapet har nok inntekter til å dekke gjeldskostnaden. Siden rentekostnadene gir lavere skattekostnad på marginen, er det marginals-katten som skal brukes, og ikke effektiv skattesats (Damodaran, 2002).

Vi har fått opplyst at flytende effektiv rente på lånet Kvitsøygaten har i banken er 4,371 %. Fordi det er vanskelig å finne flere sammenlignbare selskaper, og dermed lage en gjeldskostnad basert på rating, velger vi å bruke renten på 4,371 % som Kvitsøygatens gjeldskostnad.

6.2.4 Weighted Average Cost of Capital

På norsk kan vi kalle dette for gjennomsnittlig totalkapitalkostnad. Denne kostnaden er sammensatt av kravene til avkastning på egenkapitalen og gjelden etter skatt med tilhørende vektorer. Det er denne kostnaden som brukes til å neddiskontere kontantstrømmene som bedriften genererer. Kort kalles dette WACC, og når vi bruker denne snakker vi om kontantstrømmene som er til både eierne og kreditorene.

Formelen for WACC kan skrives slik:

$$WACC = K_E * W_E + W_D * (1 - S_B) * K_G$$

Hvor

WACC = Totalkapitalkostnaden etter selskapsskatt

K_E = Egenkapitalkostnaden etter selskapsskatt

K_G = Effektiv lånerente før selskapsskatt

S_B = Selskapets skattesats

W_E = Vekten av egenkapital i markedsverdier

W_G = Vekten av gjeld i markedsverdier

Vi har nå all informasjon til å beregne avkastningskravet til Kvitsøygaten. Ved å bruke formelen for WACC ender vi opp med et avkastningskrav på 5,76 %. Under følger en oppsummering av beregningene som er gjort for å komme frem til Kvitsøygatens WACC.

Avkastningskrav for Kvitsøygaten 84 AS	
Beta Property Management (unlevered beta)	0,73
Egenkapital	67,21 %
Gjeld	32,79 %
Gjeldsgrad	0,49
Levered beta	0,99
Risikofri rente 10 års obligasjon	2,10 %
Markedets risikopremie	5 %
Gjeldskostnad flytende rente	4,37 %
Skatteprosent	28 %
Avkastningskrav til egenkapital	7,03 %
WACC	5,76 %

Figur 8 - Avkastningskrav

Vi ender til slutt opp med en ganske lav WACC. Hovedgrunnen til det er at den risikofrie renten i dag er lav sammenlignet med tidligere år. Når vi senere i oppgaven skal bruke en kontantstrømmodell til å verdsette Kvitsøygaten, er det denne WACCen vi vil benytte oss av for å neddiskontere kontantstrømmene. Det samme avkastningskravet benyttes også ved bruk av yieldmodellen.

6.3 Estimering av kontantstrømmer

For å estimere de fremtidige kontantstrømmene til en næringseiendom bruker man stort sett den samme metoden som ved finansielle investeringer. En trenger informasjon om fremtidige leieinntekter og kostnader knyttet til eiendommen, der vekst og terminalverdi i slutten av kontantstrømperioden har stor betydning.

6.3.1 Inntekter

Kontantstrømmene genereres i hovedsak av fremtidige leieinntekter. Ved estimering av fremtidig leie må en ta hensyn til tidligere trender i leieinntektene, tilbud og etterspørsel, og generelle økonomiske forhold. En må også vurdere ledighetsraten, ettersom en bygning ikke alltid er fullt utleid. I tilfeller der kontrakter er inngått med leietaker, vil vilkårene i kontrakten påvirke de fremtidige leieinntektene. Lengden på kontrakten, utleieprisen, ytterlige refunderte utgifter, og bestemmelser angående fornyelse av kontrakten vil i hovedsak bestemme inntektene. Den økonomiske situasjonen og soliditeten til leietakerne vil ha noe å si med tanke

på forutsigbarhet. Er økonomien god, er det større sjanse for utvidelse av leiekontrakten etter endt kontraktsperiode, i tillegg til at en kan forvente sikker betaling av leien.

Kvitsøygaten 84 AS har for tiden fem forskjellige leietakere som er styrt av kontrakter. Vi vil nå redegjøre for disse.

6.3.1.1 Link arkitektur AS

Link arkitektur AS leier kontorlokaler med en størrelse på 1185 kvadratmeter. Kontrakten er på 10 år fra og med 1.4.2011, med opsjon på ytterligere 5 + 5 år. I tillegg har de parkeringsareal under halvtak og parkeringsplass på nordøst-siden av bygget. Leiesummen er på kr 1 490 + mva per kvadratmeter, noe som tilsvarer kr 1 765 650 per år. Leien vil bli justert i henhold til konsumprisindeksen en gang hvert år med basis i indeksen per 15.3.2011. Etter at kontrakten går ut i 2021 vil leiesummen settes til markedsleie, som da tilsvarer gjennomsnittet av anbefalt leie fra 2 næringsmeglere.

Ifølge hjemmesiden til Link arkitektur har de 270 ansatte fordelt på 15 avdelingskontorer i Norge og Sverige, og er blant de ledende arkitektkontorer i Norden. De har bred erfaring og driver med all type arkitektprosjekter. Selskapet fremstår ifølge proff.no som solid med driftsresultat på 13 mill. kr og årsresultat på 8 mill. kr. Ifølge Arild og Trond Bø Pedersen er Link arkitektur AS sikre betalere som de aldri har hatt noen problemer med. Link har selv vært med på å bestemme hvordan lokalene skal se ut da det ble pusset opp i 2010/2011. Det at de fikk relativt fritt spillerom her, gjør at lokalet er tilpasset dem. De har også vunnet arkitektkonkurransen om å utvikle prosjektet Sentrumsaksen som ligger vis a vis Kvitsøygaten. På bakgrunn av dette tror brødrene Link arkitektur vil bli værende i lang tid. Leiesummen er i dag på kr 1490 per kvadratmeter. Link arkitektur betaler en del mer i leie enn de andre leietakerne. Dette fordi det gikk en del ekstra kostnader med på å tilpasse lokalene etter Link sine ønsker, i tillegg til at standarden er noe bedre. Leiesummen blir uansett sett på som en fornuftig pris basert på den nyeste rapporten til EM1 over markedsleie.

6.3.1.2 Silketrykk og Reklame

Silketrykk og Reklame leier et kombinasjonslokale på 576 kvadratmeter i 2.etasje i østbygget av Kvitsøygaten 10. I tillegg disponerer de to parkeringsplasser inne og en ute. Lokalene ble overtatt 1.2.2013. Leieforholdet er i utgangspunktet 5 år, men med opsjon på nye 3+2 år. Leieavtalen har 6 måneders oppsigelse og er da å betrakte som løpende. Leiesummen er kr 403 200 per år, der leiesummen kan reguleres en gang årlig i henhold til konsumprisindeksen med basis i indeksen per 15.1.2013.

Silketrykk og Reklame er en liten Stavangerbedrift som driver silketrykkeri og leverer blant annet selvklebende merker, t-skjorter, skilter, plastmerker og tekstiltrykk. Regnskapet til selskapet er ikke å finne på proff.no. Arild og Trond betegner Silketrykk og Reklame som noe usikker da de nylig har flyttet inn i lokalene. Det blir derfor ikke nok grunnlag for å si noe om betalingsevnen. De ønsket også selv løpende kontrakt, noe som gjør dem mer uforutsigbare. Leiesummen er på kr 700 per kvadratmeter. Det er et kombinasjonslokale som i hovedsak blir brukt til produksjon (silketrykkeri), men også noe lager og kontor. De har selv stått for oppussing og innredning av rommene. Ifølge Arild og Trond ligger leiesummen nær markedsleie.

6.3.1.3 Presserv AS

Presserv AS leier 225 kvadratmeter kontorlokale og 534 kvadratmeter lagerlokale i Kvitsøygaten 10. Leieforholdet gjelder fra 1.9.2010, og er løpende med 6 måneders oppsigelse. Fra 1.2.2011 leier de også et tilleggslokale på 73 kvadratmeter som blir brukt til ekspedisjon. Leiesummen er for tiden kr 635 000 per år totalt, men etter 1.9.2013 skal leien fastsettes til markedsleie som er snittet av anbefalt leie fra 2 næringsmeglere.

Presserv AS er ledende i Norge innenfor preservering. De har store oppdrag både onshore og offshore i inn og utland. I tillegg til hovedkontoret i Kvitsøygaten er de også representert i Oslo og Ålesund. Økonomien til selskapet fremstår ifølge proff.no som solid med driftsresultat på 11 mill. kr og et årsresultat på 9 mill. kr. Lokalene brukes til kontorer og malingslager for Jotun industrimaling. Pris per kvadratmeter er kr 771, noe som i dag er under markedsverdi. Standarden er noe dårligere her enn hos Link arkitektur og Front, med blant annet manglende ventilasjon. Men det er mulig å få inntil 30 % mer for lokalene slik de fremstår i dag. Arild og Trond kjenner selv godt til bedriften og ledelsen, og vet at Presserv AS muligens blir solgt i nærmeste fremtid. Dersom nye leietakere flytter inn vil de ta en pris på rundt kr 1000 per kvadratmeter. Det å få inn nye leietakere vil mest sannsynlig bli uproblematisk. Jakt og Friluft har allerede sagt at de er interessert i å flytte inn her. Dette vil være et bra lokale for dem ettersom det er på bakkenivå, og fordi lokalet også inneholder et bomberom som er ønskelig for dem å bruke. Uansett om Presserv blir værende eller ikke, så vil leiesummen justeres til markedsleie 1.9.2013.

6.3.1.4 Inventas Stavanger AS

Inventas Stavanger AS leier 300 kvadratmeter rålokale i 1.etasje av vestbygget. Leieforholdet varer i 5 år fra og med 1.10.2011, med opsjon på ytterligere 5 år. Leiesummen er kr 300 000

per år, der leiesummen blir regulert med konsumprisindeksen en gang årlig med basis i indeksen per 15.9.2011. Når leieperioden utløper i 2016 skal leien fastsettes til markedsleie som er snittet av anbefalt leie fra 2 næringsmeglere.

Inventas AS utfører tjenester innenfor industriell produktutvikling og design. De har kontorer i de største byene i Norge, hvor de forskjellige avdelingskontorene er datterselskap av Inventas AS. Ifølge proff.no har Inventas Stavanger AS et negativt driftsresultat og årsresultat på henholdsvis kr 642 000 og kr 459 000 i 2011. De er derimot i en etableringsfase i Stavanger, og kan derfor trenge noen år på seg. Morselskapet går med overskudd, og selskapet ser ut til å gå bra i de andre byene de driver virksomhet (proff.no). Rålokalene til Inventas benyttes til kontorer. De leide opprinnelig et stort tomt rom der det kun var installert sprednett langs veggene for strøm og data. De betalte og organiserte hele innredningen selv etter eget behov. Leien i dag er kr 1000 per kvadratmeter, mens markedsleie trolig er kr 1100. Den vil bli justert til markedsleie slik lokalet fremstår 1.10.2016. Etersom Inventas har brukt tid og penger på å pusse opp lokalet slik de selv ønsker, er sjansen derfor stor for at de blir værende. Dette forutsetter at virksomheten går bra økonomisk. Arild og Trond mener Inventas er sikre betalere, og de har tro på fortsatt drift fra Kvitsøygaten.

6.3.1.5 Front AS

Front AS leier 529 kvadratmeter kontorlokale i 3.etasje i østbygget av Kvitsøygaten. De disponerer også 10 parkeringsplasser i parkeringskjelleren under bygget. Leieforholdet varer i 5 år fra og med 1.5.2011, med opsjon på ytterligere 5 år. Leiesummen er kr 502 000 per år, der den blir regulert med konsumprisindeksen en gang årlig med basis i indeksen per 15.5.2011. Etter endt leieperiode i 2016 skal leien fastsettes til markedsleie som er snittet av anbefalt leie fra 2 næringsmeglere.

Front AS består av Front Bygg AS og Front Bolig AS. Front Bygg AS (tidligere Artel AS) har drevet i over 20 år og er blant de ledende byggefirmaene i Stavangerregionen. De senere årene har også et eget boligutviklingsselskap blitt etablert, Front Bolig AS. Selskapene samarbeider nært med Mesterhus-kjeden. På proff.no fremstår økonomien til Front Bolig AS som solid med 5,6 mill. kr i driftsresultat og 4 mill. kr i årsresultat. Front Bygg AS har et negativt driftsresultat på 4,9 mill. kr, men et positivt årsresultat på 0,2 mill. kr. Front flyttet i 2011 inn i gamle kontorlokaler i Kvitsøygaten som de selv pusset opp til dagens standard. De betaler nå kr 949 per kvadratmeter. Etter endt leieperiode 1.5.2016 vil leien kunne gå opp til

rundt kr 1100 som er dagens markedsverdi ifølge Trond Bø Pedersen. De er sikre betalere som trolig vil bli værende i lang tid.

6.3.2 Arealledighet

Alle lokalene i Kvitsøygaten er i dag utleid. Vi bør imidlertid ta hensyn til muligheten for at noe vil stå ledig i en periode. Dersom noen leietakere sier opp kontraktene, vet en aldri hvor lang tid det vil ta før nye flytter inn. Presserv er som sagt en usikker leietaker som muligens vil flytte i nærmeste fremtid. Forbedringer og tilrettelegging av lokalene til nye leietakere kan gjøre at lokalene vil stå ledig en periode. Vi må også tenke på at de gode tidene kan snu, og at det i fremtiden kan bli vanskeligere å få inn nye leietakere i motsetning til hva det er i dag. Etter det vi er kjent med finnes det ikke ledighetsstatistikk per segment i Stavanger. Det vil derfor være vanskelig å finne tall som er direkte representativt for Kvitsøygaten. For å benytte oss av en mest mulig fornuftig ledighetsrate, har vi derfor brukt Eiendomsmegler 1 sine tall på arealledigheten i området. Ifølge markedsrapporten fra høsten 2012 er ledigheten for kontorlokaler i Stavangerregionen på 5,2 %. Denne har økt noe fra året før i forbindelse med ferdigstillelse av nye bygg i regionen. Vi velger uansett å bruke 5,2 % som årlig arealledighet for Kvitsøygaten. Selv om vi her snakker om et gammelt bygg med etablerte bedrifter som leietakere, vil det nå bli større konkurranse om å beholde kundene. Det er derfor mulig at ledigheten vil øke når kundene har flere lokaler å velge mellom.

6.3.3 Vekst i inntekter

Noen av leiekontraktene avviker fra dagens markedsverdi. Når kontraktene går ut vil vi derfor justere inntektene opp til det som trolig er dagens markedsleie for de enkelte lokalene. Vi vil også legge til 2,5 % inflasjon hvert år. Alle kontraktene har forskjellig tidspunkt i året der det skal foretas indeksreguleringer, alt etter når kontrakten startet. Dette tar vi hensyn til i våre beregninger. Vi vil justere for inflasjon fra og med året etter at kontraktene ble inngått. Dette gjør at vi i noen av tilfellene får en inflasjon i deler av 2011 og/eller 2012, som vi tar med videre i beregningen for 2013. I 2011 og 2012 bruker vi den faktiske prisstigningen fra måneden indeksreguleringen ifølge kontrakten skal skje, til den samme måneden neste år. Dette for å få inntektene mest mulig riktige.

I tillegg til inflasjon vil vi som nevnt legge til 1,5 % fra og med kontraktene til de forskjellige leietakerne utløper og frem til 2022. Dette gjør vi fordi vi tror at leieprisene i Stavanger Øst vil kunne øke noe mer enn inflasjonen fra og med 2013 og ut analyseperioden. Vi kan ikke

gjøre denne økningen før kontraktene går ut, ettersom det i kontraktene er fastsatt en årlig sum som ikke kan økes utover den årlige prisstigningen.

6.3.4 Estimerte inntekter

Med utgangspunkt i leiekontraktene til Kvitsøygaten 84 AS kan vi si at inntektene de neste 3 årene er relativt sikre. Både Link arkitektur AS, Inventas Stavanger AS og Front AS har kontrakter som utløper i 2016 eller senere. Når det gjelder Silketrykk og Reklame og Presserv har disse løpende kontrakter med 6 måneders oppsigelse.

På bakgrunn av leiekontraktene, arealledighet og fremtidig vekst har vi satt opp følgende utsikter for inntektene (målt i nominelle kroner) fra 2013-2022:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Link arkitektur AS	1 798 881	1 839 713	1 885 706	1 932 848	1 981 170	2 030 699	2 081 466	2 133 503	2 410 587	2 547 298
Silketrykk og Reklame	369 600	412 050	422 352	432 910	443 733	486 917	501 997	514 547	527 411	540 596
Presserv AS	709 466	858 397	879 857	901 854	924 400	947 510	971 198	995 478	1 020 365	1 045 874
Inventas AS	307 948	315 646	323 537	340 791	396 281	406 188	416 342	426 751	437 420	448 355
Front AS	512 356	525 165	538 294	624 881	677 982	694 931	712 304	730 112	748 365	767 074
Sum	3 505 942	3 745 522	3 839 160	4 013 154	4 193 540	4 328 800	4 439 776	4 550 771	4 876 651	5 071 039

Figur 9 - Estimerte inntekter 2013-2022

Noen av leiekontraktene ligger som tidligere nevnt under dagens markedsverdi. Dette gjelder Presserv AS, Inventas AS og Front AS, og er derfor justert opp idet kontrakten går ut. I tillegg har vi lagt til hoppet i inntektene på 1,5 % for hvert foregående år fra og med 2013 til 2022. Kontrakten til Presserv AS er løpende, og vi får derfor kun en indeksregulering på 2,5 % hvert år. Uansett skal markedsleie legges til grunn 1.9.2013 ifølge kontrakten. Vi får derfor en økning på 30 % i leieprisen fra og med denne datoen, ettersom dette er dagens markedsleie.

Link arkitektur AS og Silketrykk og Reklame har kontrakter der leiesummen ligger i nærheten av dagens markedsleie. Derfor får vi kun en økning på 1,5 % for hvert foregående år ved fornyelse av kontrakten, i tillegg til forventet inflasjon.

6.3.5 Kostnader

Typiske kostnader knyttet til eiendomsinvesteringer er eiendomsskatt, forsikring, reparasjoner og vedlikehold. Disse er faste kostnader som ikke påvirkes av ledighetsraten. Variable kostnader kan være administrasjon og forvaltning, markedsføring, og andre uforutsette utgifter. Det fastsettes i kontrakten hvorvidt leietaker er ansvarlig for kostnadene som påløper. Det finnes også såkalte nettoavtaler der leietaker er ansvarlig for å betale skatter og avgifter, forsikring og vedlikehold (Damodoran, 2002).

6.3.5.1 Driftskostnader

De største driftskostnadene til Kvitsøygaten utgjør i hovedsak de som er nevnt over; reparasjoner og vedlikehold på bygningen, eiendomsskatt og forsikringspremier. Spesielt kostnader knyttet til reparasjoner og vedlikehold har vært relativt høye de siste årene på grunn av oppussing og restaurering av bygget. I 2012 utgjorde denne posten kr 254 034. Ettersom de nå er ferdig med oppussing for denne gang, vil kostnadene her kunne halveres i 2013 og deretter holde seg stabile i årene fremover. Andre driftskostnader vil trolig også holde seg stabile på samme nivå som året før. Strøm betales ifølge kontrakten av leietakerne selv, og utgjør derfor ikke en del av driftskostnadene. Tallene i vår analyse er nominelle, det vil si at kostnadene har blitt indeksregulert med en antatt årlig inflasjon på 2,5 %.

6.3.5.2 Avskrivninger

Det har de siste årene blitt gjort en del nye investeringer, noe som har ført til høye avskrivninger. De siste investeringene ble gjort i 2012. Det vil si at det ikke vil bli flere eiendeler å avskrive de neste årene. Ifølge notene til regnskapet skal lineære avskrivninger benyttes. I 2012 var avskrivningene kr 849 000, og vi har derfor valgt samme beløp i våre utsikter for de neste årene. Det siste året, 2022, har vi derimot valgt å sette avskrivningene lik investeringene, altså lik CAPEX (Capital Expenditures). Avskrivningene er høye i en begrenset periode på grunn av investeringene de har gjort. I fremtiden skal det ikke investeres mer enn det som er nødvendig for å holde bedriften vedlike, og det er derfor disse postene settes like. Når avskrivningene er lik investeringene blir veksten lik null, noe som danner grunnlaget for terminalverdien.

Avskrivningene er med i kontantstrømoppstillingen selv om det ikke er en betalbar kostnad. Grunnen til det er at denne kostnaden er fradragsberettiget. For å få med skatteeffekten i driftsresultatet, blir derfor avskrivningene trukket fra her, for så senere å bli lagt til igjen etter skatt. Avskrivningene får derfor ikke et veldig stort utslag på nåverdien.

6.3.5.3 Lønnskostnader

Kvitsøygaten 84 AS har ingen lønnskostnader. Det er brødrene Arild og Trond Bø Pedersen som driver selskapet, men de tar ikke ut lønn fra Kvitsøygaten. De har ansatt en regnskapsfører på 50 % stilling i morselskapet, ABP Eiendom AS, som har ansvar for regnskapsføring av de to datterselskapene Ryfylkegaten 22 AS og Kvitsøygaten 84 AS. Selv om det ikke føres lønnskostnader i Kvitsøygaten, er dette noe som må være med i våre vurderinger når eiendommen skal verdsettes. En fremtidig kjøper av selskapet trenger

administrativt ansatte, ettersom et selskap ikke driver seg selv. Med bakgrunn i dagens situasjon vil regnskapsføringen for Kvitsøygaten trolig utgjøre 25 % av et årsverk. I tillegg trengs det en person som tar seg av alt som har med eiendommen å gjøre. Det vil si markedsføring, tilrettelegging for nye leietakere, være kontaktperson for dagens leietakere, planlegge og igangsette forbedringer og vedlikehold av eiendommen, i tillegg til å være en administrator generelt. Dersom en daglig leder skulle vært ansatt for å ta seg av de ovennevnte arbeidsoppgavene, i tillegg til regnskapsføringen, ville antagelig stillingsprosenten vært i området rundt 50 %. Et halvt årsverk for ansatte i omsetning og drift av fast eiendom utgjorde ifølge Statistisk sentralbyrå kr 283 200 i 2012. I tillegg er det ifølge Njarga fra DinSide forventet en lønnsvekst på 3,8 % fra 2012 til 2013. Dette gjør at lønnskostnader for Kvitsøygaten i 2013 blir kr 293 962. For de neste årene i vår analyseperiode frem til 2022 har vi tatt med årlig inflasjon på 2,5 %.

6.3.5.4 Skatt

Ifølge tidligere regnskap fra Kvitsøygaten 84 AS betales det ca. 28 % skatt. Denne satsen vil vi også benytte oss av i våre beregninger.

6.3.6 Capital Expenditures/investeringer

Capital Expenditures, eller CAPEX, vil si investeringer som blir gjort for at et selskap skal kunne generere fremtidig vekst. Dette kan være oppgradering eller kjøp av nye bygninger eller utstyr. Kvitsøygaten har gjort en del nye investeringer de siste årene i form av oppussing av eiendommen. De siste store investeringene ble gjort i 2012, og de har nå ingen planer om flere de nærmeste årene. For at Kvitsøygaten imidlertid skal kunne vokse mer i fremtiden må nye investeringer gjøres. Utskiftinger og forbedringer er viktig i et gammelt bygg slik som Kvitsøygaten. Hvor mye som bør være årlig investeringskostnad mellom 2013-2022 er vanskelig å estimere ettersom de foregående år ikke er representativt for de neste. Damodaran har imidlertid laget en oversikt over nøkkeltall innenfor forskjellige industrier estimert med bakgrunn i flere børsnoterte selskaper. Vi vil bruke Damodarans estimater for Property Management når vi beregner Kvitsøygatens CAPEX, ettersom vi antar at Kvitsøygaten ligger i gjennomsnittsområdet til selskapene i denne industrien. Det forutsetter at amerikanske forhold er overførbare til norske forhold. Dette gjelder spesielt kostnader knyttet til investering i eldre bygg. Det er viktig å påpeke at dette er en antagelse, og ikke noe vi vet med sikkerhet. Her er gjennomsnittlig CAPEX \$ 5 684,29, noe som tilsvarer ca. 33 000 norske kroner. Vi vil benytte oss av denne som årlig investeringskostnad.

6.3.7 Arbeidskapital

Arbeidskapital defineres som omløpsmidler minus kortsiktig gjeld. Det er den kapitalen et selskap trenger for å finansiere varer og tjenester i arbeid frem til de blir solgt (Store norske leksikon, 2005-2007). Ifølge Damodaran (2002) kan man beregne arbeidskapital som en prosentandel av inntektene ved enten å bruke historiske tall fra selskapet, eller en industristandard. Vi har ikke et godt nok grunnlag for å kunne si noe om denne størrelsen, ettersom omløpsmidler og kortsiktig gjeld har variert stort de siste årene på grunn av alle investeringene som har blitt gjort. Derfor har vi også når det gjelder arbeidskapital valgt å bruke Damodaran sine estimater, her som en prosentandel av inntektene. På Damodarans hjemmeside er denne industristandarden estimert til 27,02 %. Dette forutsetter igjen at amerikanske forhold er overførbare til norske.

6.3.8 Terminalverdi

Terminalverdi, eller restverdi, er en veldig viktig faktor når en benytter neddiskonterte kontantstrømmodeller. Desto flere år man kommer frem i tid, desto vanskeligere er det å estimere kontantstrømmer. Derfor er terminalverdi en forenklet måte for å finne verdien av årene etter analyseperioden. En beregner hva verdien av eiendelen/firmaet er etter at den første analyseperioden er slutt.

Ifølge Damodaran (2002) finnes det tre måter å gjøre dette på:

1. En kan bruke den forventede inflasjonsraten til å beregne terminalverdi. En tar da utgangspunkt i dagens verdi. Dersom Kvitsøygata 84 AS for eksempel er verdt 30 mill. kr i dag, vil den om 10 år være verdt 38,4 mill. kr med en forventet inflasjon på 2,5 %. Faren med denne metoden er at en tar utgangspunkt i at dagens verdi er fornuftig, selv om det kan være en veldig usikker størrelse.

Vi vil ikke benytte oss av denne metoden i vår beregning av terminalverdien. I vårt tilfelle vet vi ikke dagens verdi av eiendommen, ettersom det er denne vi skal finne på bakgrunn av de fremtidige kontantstrømmene og terminalverdien.

2. En annen mulig metode er nettokapitaliseringsmodellen (yieldmodellen), som ifølge Damodaran (2002) ofte blir brukt til å verdsette eiendommer. Det er den raten som netto leieinntekter divideres på for å få verdien av eiendommen. Det er altså ekvivalenten til EBIT multiplikatoren som også ofte blir brukt.

$$\text{Verdi av eiendommen} = \frac{\text{Netto leieinntekter}}{\text{Kapitaliseringsfaktor}}$$

Det finnes tre måter å estimere kapitaliseringsfaktoren på. Den ene er å bruke gjennomsnittskapitaliseringsfaktor av sammenlignbare selskaper som nylig har blitt solgt. Den andre er å bruke spørreundersøkelser for å innhente estimater av rater som blir brukt av andre eiendomsmeglere. Den tredje er å estimere faktoren fra en neddiskontert kontantstrømmodell. Nettokapitaliseringsmodell kan skrives som en funksjon av avkastningskravet og den forventede vekstraten:

$$\text{Kapitaliseringsfaktor} = \frac{(r - g)}{(1 + g)}$$

I eksempelet ovenfor ville faktoren blitt:

$$\text{Kapitaliseringsfaktor} = \frac{(0,0576 - 0,025)}{1,025} = 3,18 \%$$

Denne metoden for å finne terminalverdien er den samme som yieldmodellen vi skal bruke senere i oppgaven. Vi skal bruke denne som en verdsettelsesmetode i tillegg til kontantstrømmodellen. Derfor velger vi ikke å bruke den her.

3. Det tredje alternativet er å anta at kontantstrømmen i terminalåret (det siste året i analyseperioden) vil fortsette å stige med en konstant rate uendelig. Denne metoden blir kalt Gordon growth model, ettersom den først ble referert til av Myron Gordon (Valuation, 2011). Dersom denne antagelsen blir gjort er formelen for terminalverdi slik:

$$\text{Terminalverdi av eiendel} = \frac{CF_{n+1}}{(r - g)}$$

Hvor

r	= avkastningskravet
g	= vekst
CF	= kontantstrøm
n	= gjeldene år

Netto kontantstrøm i år 2022 er kr 2 835 933. Kontantstrømmen forventes å vokse uendelig med 2,5 % årlig, og avkastningskravet er 5,76 %. Da vil terminalverdien for Kvitsøygata bli:

$$\text{Terminalverdi av Kvitsøygata} = \frac{1,025}{(0,0576 - 0,025)} = 89\,214\,846$$

Antagelsen om en uendelig kontantstrøm kan være litt drastisk, men en måte å kompensere på er å kreve at mer kontanter blir satt til side hvert år for å sikre at eiendommens liv kan bli forlenget.

Vi vil benytte oss av Gordon growth metoden i vår beregning av terminalverdien. Det er denne metoden som er vanlig å bruke ved diskontering av kontantstrømmer.

6.4 Likviditetsrabatt

Ettersom privateide selskap er mindre likvide enn børsnoterte selskap, er det ikke uvanlig at kjøper får en likviditetsrabatt. Hvem kjøperen er vil kunne påvirke størrelsen på rabatten. Dersom kjøper er en langsiktig investor som har tid og råd til å sitte på investeringen, blir rabatten lavere enn om det er en investor med kort horisont. Ifølge Damodarans hjemmeside ligger denne rabatten på mellom 20 % og 30 %. Den trekkes fra verdien på egenkapitalen man finner i verdsettelsen. Vi har valgt å benytte oss av en likviditetsrabatt på 25 %.

6.5 Oppsummering kontantstrømmodell

På bakgrunn av de overnevnte punkter har vi laget en oppsummering som viser hele kontantstrømoppstillingen fra 2013-2022.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	3 505 942	3 745 522	3 839 160	4 013 154	4 193 540	4 328 800	4 439 776	4 550 771	4 876 651	5 071 039
Avskrivning på driftsmidler	849 000	849 000	849 000	849 000	849 000	849 000	849 000	849 000	849 000	41 212
Driftskostnader	521 244	534 275	547 632	561 323	575 356	589 740	604 484	619 596	635 086	650 963
Lønnskostnader	293 962	301 311	308 843	316 564	324 479	332 591	340 905	349 428	358 164	367 118
Driftsresultat/EBIT	1 841 736	2 060 936	2 133 684	2 286 266	2 444 705	2 557 469	2 645 387	2 732 747	3 034 402	4 011 746
Skattekostnad på driftsresultat	515 686	577 062	597 432	640 154	684 517	716 091	740 708	765 169	849 633	1 123 289
Driftsresultat etter skatt/NOPAT	1 326 050	1 483 874	1 536 253	1 646 111	1 760 188	1 841 378	1 904 679	1 967 578	2 184 769	2 888 457
Avskrivning på driftsmidler	849 000	849 000	849 000	849 000	849 000	849 000	849 000	849 000	849 000	41 212
Investeringer/CAPEX	33 000	33 825	34 671	35 537	36 426	37 336	38 270	39 227	40 207	41 212
Arbeidskapital	-44 982	64 735	25 301	47 013	48 740	36 547	29 986	29 991	88 053	52 524
Kontantstrøm/FCF	2 187 032	2 234 314	2 325 281	2 412 561	2 524 021	2 616 494	2 685 423	2 747 360	2 905 509	2 835 933
Terminalverdi										89 214 846
Endelig kontantstrøm/FCF	2 187 032	2 234 314	2 325 281	2 412 561	2 524 021	2 616 494	2 685 423	2 747 360	2 905 509	92 050 780
Nåverdi	69 651 153									
Verdi av egenkapital	64 651 153									
Verdi av TK etter 25% discount av EK	53 488 365									
Verdi av EK etter 25% discount av EK	48 488 365									

Figur 10 - Kontantstrømmodell

Basert på modellen får vi en nåverdi av totalkapitalen på 53,5 mill. kr. Da har vi trukket fra en likviditetsrabatt på egenkapitalen. Gjelden til selskapet er på 5 mill. kr, og dermed er egenkapitalen verdt 48,5 mill. kr. Vi har basert kontantstrømmene på en årlig vekst på 4 %,

mens vi i terminalverdien antar vekst lik inflasjon på 2,5 %. Nåverdien av terminalverdien utgjør 51 mill. kr av totalt 69,7 mill. kr når vi ser bort fra likviditetsrabatt. Med andre ord utgjør terminalverdi en betydelig del av nåverdien.

6.6 Vurdering av kontantstrømmodellen

Ifølge Damodoran (2002) er det diskutert mye om neddiskontert kontantstrømmodell egner seg til å verdsette næringseiendom. Det har blant annet blitt sagt at det ofte er vanskelig, hvis ikke umulig å estimere et avkastningskrav for de fleste eiendomsinvesteringer. Også kontantstrømmer og terminalverdi kan være svært vanskelig å estimere. Damodoran (2002) mener å vise i sin bok at dette ikke alltid er tilfelle, og at det ofte er lettere å estimere kontantstrømmer for eiendom enn for noen finansielle investeringer, som for eksempel en vekstaksje. Terminalverdien gir store utslag på verdien til selskapet, ettersom denne størrelsen bestemmer all inntjening etter analyseperioden. Dette er derfor en svakhet med modellen som en bør ta i betraktning. En stor fordel med kontantstrømmodellen er at det lages estimater for hvert år, noe som gjør at en kan ta høyde for endringer underveis. Ettersom fremtidig inntjening vektlegges, vil denne metoden kunne gi et teoretisk korrekt mål på totalverdien.

6.7 Multiplikatormodeller

«Multiplikatormodeller er blant de mest brukte og misbrukte verdsettelsesmodeller» (Boye, 1998, s.44). Grunnen til det er at de er veldig enkle å bruke i motsetning til andre modeller. En tar utgangspunkt i en multiplikator som multipliseres med en regnskapsstørrelse for å finne den totale verdien. Ofte brukes et gjennomsnitt av sammenlignbare selskaper dersom en ikke har tilstrekkelig informasjon om det selskapet en vil verdsette. Når en skal verdsette eiendom basert på multiplikatorer, er det helst inntekt eller størrelse en går ut i fra.

6.7.1 Yieldmodellen

Yieldmodellen er en multiplikatormodell som er veldig sentral ved verdsettelse av eiendom (Revfem, 2012). Yield, eller direkteavkastning på norsk, er netto leieinntekter (markedsleie minus betalbare driftskostnader knyttet til eiendommen) dividert på eiendommens verdi. Den tilsvarer altså et avkastningskrav, og er en funksjon av risikoen til eiendommen. Det er slik at jo lavere yielden er, jo høyere vil verdien av eiendommen være. Yieldmodellen kan ifølge Holthe (1997) også betegnes som en nettokapitaliseringsmodell, der en tar utgangspunkt i et normalår for netto inntekter som divideres med en yield for å finne verdien. I motsetning til kontantstrømmodellen er dette en noe forenklet modell, der kun dette ene basisåret er representativt for alle andre år. Dersom en forventer at markedsleie vil øke med

konsumprisindeksen hvert år, vil den faktiske avkastningen være yield + KPI. Det betyr at yield er det samme som realavkastningskravet, altså uten inflasjon (Gundersen, 2009).

En kan skrive formelen for nåverdien basert på yieldmodellen slik:

$$NV = K1 * \frac{1}{k - g}$$

$$\text{Multiplikator} = \frac{1}{k - g}$$

$$\text{Yield} = k - g$$

Hvor

K1 = Netto leie i år 1 (normalår)

k = Nominelt avkastningskrav

g = Årlig vekst i netto leie

Netto yield er ifølge Revfem (2012) det mest brukte begrepet når man snakker om yield. Andre begreper som også ofte benyttes er brutto yield, netto markeds yield, brutto markeds yield og prime yield. Brutto yield er leieinntekter dividert på antatt markedsverdi av eiendommen. Ved å utelukke kostnadene tar en da bort et stort usikkerhetsmoment. Når man snakker om markeds yield justerer man for hva en kunne fått i leieinntekter dersom kontraktene hadde blitt reforhandlet i dag. Prime yield er den yielden man får på de mest prestisjefylte eiendommene. Med det menes eiendommer som har bra beliggenhet, bra standard og sikre leietakere.

Vi vil i tillegg til kontantstrømmodellen også beregne verdien av Kvitsøygata 84 AS med yieldmodellen. Som nevnt tidligere er dette en mye brukt modell ved verdsettelse av næringsseiendom. Vi vil bruke netto yield i vår beregning. Vi mener det er viktig å få med kostnadene for å få et mest riktig bilde av hva selskapet faktisk tjener. Denne modellen er svært enkel å bruke, ettersom den kun tar hensyn til ett normalår. Dette gjør derimot at det ikke er rom for store endringer i inntjeningen underveis. Kvitsøygaten har relativt konstante kontantstrømmer de neste årene på grunn av leiekontraktene sine. Når disse kontraktene går ut, vil de lage nye kontrakter som baserer seg på markedsleie på det aktuelle tidspunktet. Etter våre beregninger ligger de fleste kontraktene til Kvitsøygaten i nærheten av markedsleie for øyeblikket, og vi forventer kun en reell vekst på 1,5 % i vår prognoseperiode. På bakgrunn av

dette mener vi at yieldmodellen kan være en godt egnet modell for verdsettelse av Kvitsøygaten.

6.7.2 Beregning av yield for Kvitsøygaten

Vi har brukt inntektsåret 2013 som basisår. Dette året representerer et normalår. Netto leie vil si inntekter fratrukket lønnskostnader og driftskostnader, uten avskrivninger.

Avkastningskravet er det samme som er beregnet i kapittelet om avkastningskravet, 5,76 %.

I denne modellen valgte vi å bruke en årlig vekst i netto leie på 3 %. Grunnen for at vi valgte en annen vekst her enn i kontantstrømmodellen, er fordi yieldmodellen går mot uendelig.

Dermed blir det mer riktig med en vekst nærmere inflasjonsmålet. Vi har imidlertid satt den litt høyere enn inflasjonsmålet, fordi vi mener vi står overfor en periode med vekst utover inflasjon de neste årene.

Yieldmodellen	
Netto leie år 1 (normalår)	1 937 330
Nominelt avkastningskrav	5,76 %
Årlig vekst i netto leie	3,0 %
Multiplikator	36,3
Yield	2,76 %
Nåverdi	kr 70 237 959
Verdi av egenkapital	kr 65 237 959
Verdi av TK etter 25% discount av EK	kr 53 928 469
Verdi av EK etter 25 % discount av EK	kr 48 928 469

Figur 11 - Yieldmodellen

Vi får en relativ lav yield, noe som skyldes et lavt avkastningskrav på 5,76 %. Grunnen til det lave avkastningskravet er en beta på under 1, kombinert med lav rente. På bakgrunn av dette får vi en verdi på Kvitsøygaten 84 på om lag 53,9 mill. kr. Det betyr at egenkapitalen har en verdi på 48,9 mill. kr.

6.7.3 Arealprismetoden

Denne metoden er en relativt enkel verdsettelsesmetode der en ser på pris per kvadratmeter for sammenlignbare eiendommer som nylig har blitt omsatt. Det er en veldig bra metode for boliger, ettersom disse har hyppige transaksjoner i markedet. Når det gjelder næringsseiendom er det begrenset hvor mange sammenlignbare eiendommer som finnes, og ettersom disse også sjelden blir omsatt, blir dette en uegnet metode for næringsseiendom (Gundersen, 2009). Vi ser

ikke at det finnes nylige transaksjoner i området som kan sammenlignes med Kvitsøygaten, noe som gjør at vi ikke vil få en troverdig verdsettelse på bakgrunn av denne modellen. Vi vil derfor ikke bruke arealprismetoden i vår verdsettelse. Den blir derimot ofte brukt til å kontrollere svarene fra andre verdsettelsesmodeller.

6.7.4 Andre multiplikatorer

Både Boye (1998) og Holthe (1997) nevner at det ofte har blitt brukt en multiplikator på brutto leieinntekter ved verdsettelse av eiendom. Multiplikatoren her har som regel ligget mellom 9 og 12, men som oftest 10. Eventuelt en noe høyere multiplikator ved netto leieinntekter. Grunnen til at 10 som regel har blitt brukt er at avkastningen på eiendommer generelt har vært bra dersom en betaler 10 ganger brutto leie. En må derimot huske å gjøre justeringer ut i fra beliggenhet, standard, leieavtaler, vekstpotensial og finansiering. Ofte kan det være vanskelig å anslå hvilken multiplikator en eiendom skal ha, ettersom det forutsetter at en har god kjennskap til hvilke inntekter og kostnader som kan forventes. Denne modellen blir ikke like mye brukt nå som før, da yieldmodellen legger mer betraktninger til grunn. Ved å bruke brutto leieinntekter tar vi ikke hensyn til kostnadene, og multiplikatoren vil da bli svært usikker. Det ligger heller ikke noen konkrete tall bak beregningen av multiplikatoren. Egentlig kan vi da bruke den multiplikatoren som er ønskelig for selskapet. Dette gir et helt feil grunnlag etter vår mening. Det å ta utgangspunkt i multiplikatorer på rundt 10 blir også noe vagt, ettersom det ikke er representativt for alle eiendommer. Ettersom det blir en litt forenklet metode av yieldmodellen, velger vi ikke å bruke denne modellen da den er mindre relevant for vår del.

6.7.5 Vurdering av multiplikatormodeller

Ifølge Boye (1998) bør en være litt forsiktig ved bruk av multiplikatormodeller. Ettersom det kun tas utgangspunkt i ett års regnskapsstørrelse er det ikke rom for at denne størrelsen avviker vesentlig fra år til år. Yieldmodellen forutsetter konstant leie, konstant yield, konstant utleiegrad og konstante faste kostnader. Dette er størrelser som ofte vil variere over tid. En annen forutsetning er at prisingen er gjort riktig, og at de sammenlignbare selskapene faktisk er sammenlignbare. En av fordelene med å bruke sammenlignbare selskaper innenfor eiendom, er at utsiktene innenfor vekst og risiko ikke avviker i like stor grad i denne bransjen som ved for eksempel aksjer (Damodaran, 2002).

6.8 Andre modeller

6.8.1 Teknisk verdi

Ifølge Gundersen (2009) beregnes teknisk verdi som følger:

Byggekostnad (på vurderingstidspunktet)
+ Tomteverdi
- Fradrag for slit, elde og utidsmessighet
= Teknisk verdi

Denne metoden er ifølge Holthe (1997) ikke egnet for å beregne markedsverdi av en eiendom, da det ikke gir et grunnlag for å finne den økonomiske verdien. Ofte vil markedsverdi være høyere enn teknisk verdi, spesielt i sentrale områder der tilgangen til tomter er begrenset. Ettersom Kvitsøygaten befinner seg sentralt i Stavanger i et område i vekst, vil vi derfor ikke bruke denne metoden i vår verdsettelse av Kvitsøygaten. Generelt kan metoden derimot brukes som et supplement til andre verdsettelsesmodeller.

6.8.2 Residualverdi

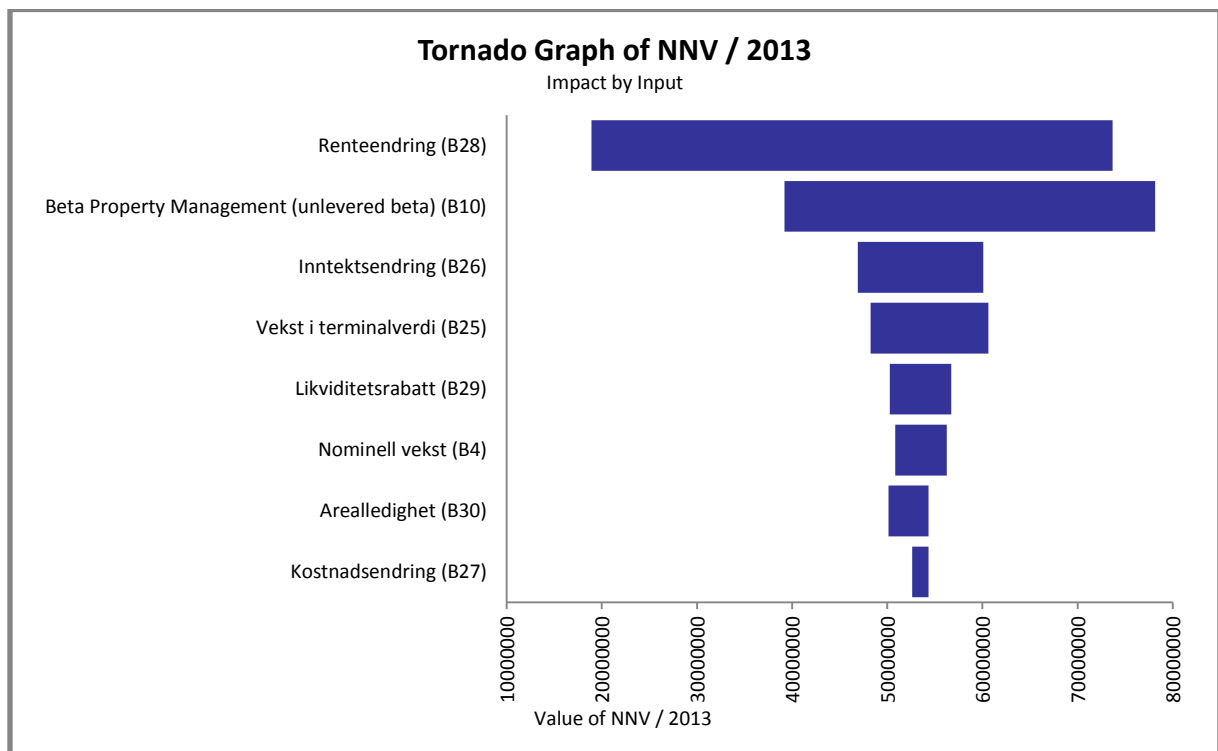
Generelt er residualverdien til et selskap det som overstiger normalavkastningen. Det vil si verdien som er igjen etter at investorene har fått det de krever. Når det gjelder eiendom kan residualverdien betegnes som differansen mellom byggets beregnede fremtidige verdi og kostnader knyttet til oppføring av bygget. Man ser da på tomteverdien i tillegg til det det ville koste å bygge en eiendom på denne tomten. Dersom de fremtidige kontantstrømmene bygget vil generere er høyere enn prosjektkostnadene, er det en lønnsom investering. Denne metoden brukes typisk av eiendomsutviklere for å bestemme hva de maksimalt kan betale for tomten for at prosjektet skal bli lønnsomt. I vårt tilfelle snakker vi om et bygg som allerede er oppført og som nylig har blitt oppusset. Vi ser derfor ikke at dette er en relevant metode for vår verdsettelse.

7 Sensitivitetsanalyse og scenarioanalyse

For å se hvor sensitiv modellen vår er for ulike faktorer og alternative utfall av verdsettelsen, er det nødvendig å gjøre en sensitivitets- og scenarioanalyse. Vi vil først vise en tornadograf som viser hvilke faktorer i verdsettelsen som har størst påvirkning på verdien av selskapet. Deretter ser vi på en tabell som viser de to faktorene som i størst grad kan påvirke verdien. Til slutt i analysen vil vi sette opp to anslag på verdien ved ett pessimistisk og ett optimistisk utfall. Grenseverdiene som legger grunnlaget i denne delen av oppgaven er skjønnsmessig valgt og sier ingenting om hvor sannsynlig de ulike utfallene er.

7.1 Sensitivitetsanalyse

Tornadografen er beregnet med TOPRANK og viser hvordan renteendring, beta, inntektsendring, vekst i terminalverdi, likviditetsrabatt, nominell vekst, arealledighet og kostnadsendring påvirker verdien av selskapet.



Figur 12 - Tornado

I Tornadodiagrammet over kan vi se at renteendringer og egenkapitalbeta er de faktorene som i størst grad kan påvirke verdien av Kvitsøygaten. Vi valgte å bruke en rente på 1,2 % som minimum og 7 % som maksimum. Den øvre renten vi valgte er omtrent gjennomsnittlig

risikofri rente de siste tretti årene. Nedre og øvre grense for egenkapitalbetaen er 0,5 og 1. Vi satte 1 som tak fordi man antar at eiendomsmarkedet har noe lavere risiko enn markedet som helhet. Dette kan skyldes mer forutsigbare kontantstrømmer ved eiendomsinvesteringer på grunn av faste leiekontrakter. Ettersom dette er de faktorene som i størst grad kan påvirke verdien av Kvitsøygaten, vil vi i en datatabell se hvordan de sammen påvirker verdien.

Sensitivitetsanalyse for β og renteendring			
NPV = 53 488 363	$\beta = 0,5$	$\beta = 0,73$	$\beta = 1$
$\Delta R_f = -0,01$	131 674 177	73 695 241	48 840 017
$\Delta R_f = 0$	78 155 778	53 488 363	39 188 833
$\Delta R_f = 0,01$	55 770 149	42 088 379	32 787 045
$\Delta R_f = 0,02$	43 470 978	34 767 182	28 229 737
$\Delta R_f = 0,03$	35 693 793	29 667 524	24 819 950
$\Delta R_f = 0,04$	30 331 540	25 911 221	22 172 625
$\Delta R_f = 0,05$	26 410 323	23 029 116	20 057 684
$\Delta R_f = 0,06$	23 417 916	20 747 771	18 329 176
$\Delta R_f = 0,07$	21 059 178	18 897 043	16 890 049

Figur 13 - Sensitivitetsanalyse

Her kan vi se at selv relativt små endringer i faktorene påvirker verdien i stor grad. Det betyr at dersom det kommer renteendringer og våre estimater for egenkapitalbeta er feil, vil det i stor grad påvirke verdien av Kvitsøygaten. Det gjelder spesielt hvis begge verdiene blir mindre eller større samtidig. I de mest ekstreme tilfellene ser vi at det skiller hele 114,7 mill. kr mellom utfallene.

7.2 Scenarioanalyse

Som nevnt innledningsvis skal vi nå se på to ulike scenario. Ett pessimistisk og ett optimistisk utfall. Hvor sannsynlige utfallene er, vet vi ikke. De skal gi et realistisk bilde av to alternative scenario.

7.2.1 Pessimistisk utfall

I det pessimistiske utfallet har vi justert en rekke faktorer som gjør at verdien av Kvitsøygaten utelukket reduseres. I tabellen under kan man se endringene som er gjort.

Faktorer	Scenarioverdier	Normalverdier
Beta Property Management (unlevered)	1	0,73
Inntektsendring	-15,00 %	0 %
Kostnadsendring	15,00 %	0 %
Renteendring	2,00 %	0 %
Likviditetsrabatt	30,00 %	25 %
Arealledighet	6,00 %	5,20 %
NNV	25 022 060	53 488 379

Figur 14 - Pessimistisk utfall

Som det kommer frem fra tabellen er verdien av Kvitsøygaten mer enn halvert i det pessimistiske utfallet. Hvor realistisk det er at alt går galt på samme tid er diskutabelt, men det er viktig å være klar over at relativt små endringer kan i stor grad påvirke verdien av selskapet.

7.2.2 Optimistisk utfall

I det optimistiske utfallet har vi justert de samme faktorene som i tabellen over, men med motsatt fortegn.

Faktorer	Scenarioverdier	Normalverdier
Beta Property Management (unlevered)	0,7	0,73
Inntektsendring	15,00 %	0 %
Kostnadsendring	-15,00 %	0 %
Renteendring	-1,00 %	0 %
Likviditetsrabatt	20,00 %	25 %
Arealledighet	5,00 %	5,20 %
NNV	86 332 998	53 488 379

Figur 15 - Optimistisk utfall

I det optimistiske utfallet har verdien av Kvitsøygaten steget med over 60 % i forhold til det opprinnelige anslaget på verdien. Igjen så må vi spørre oss selv hvor sannsynlig det er at alle disse tingene vil bevege seg i samme retning, og i samme størrelsesorden som i tabellen.

7.3 Oppsummering

I Tornadodiagrammet identifiserte vi de faktorene som i størst grad kan påvirke verdien av Kvitsøygaten. De to viktigste faktorene ble renteendringer og verdien av egenkapitalbeta. Minimum og maksimumsverdiene ble satt skjønnsmessig. I datatabellen i avsnittet etter lagde vi en datatabell som viser hvordan verdien av Kvitsøygaten ble påvirket av renteendringene og verdien av egenkapitalbetaen. Det største gapet var på om lag 115 mill. kr i

scenarioanalysen. Med ett pessimistisk og ett optimistisk utfall fant vi verdier på henholdsvis 25 mill. kr og 86 mill. kr. Gapet mellom disse verdiene er betydelige mindre enn i datatabellen, men fremdeles relativt stort, 61 mill. kr.

8 Konklusjon

I vår verdsettelse av Kvitsøygaten 84 AS har vi kommet frem til en verdi ved bruk av to anerkjente verdsettelsesmodeller for næringseiendom; kontantstrømmodellen og yieldmodellen.

Ved bruk av kontantstrømmodellen har vi estimert fremtidige kontantstrømmer over en periode på 10 år. Vi har forutsatt en nominell vekst på 4 % i denne perioden. Det siste året danner grunnlaget for terminalverdien, hvor vi mener det er fornuftig med en nominell vekst på 2,5 %, som også er Norges Bank sitt inflasjonsmål. Avkastningskravet har vi beregnet ved bruk av kapitalverdimodellen og gjeldskostnaden til Kvitsøygaten, for så å benytte oss av formelen for WACC. Vi kom til slutt frem til et avkastningskrav på 5,76 %. Med bakgrunn i disse beregningene får vi en verdi av totalkapitalen på 53,5 mill. kr. Det er da tatt hensyn til en likviditetsrabatt på 25 % av egenkapitalen.

Ved bruk av yieldmodellen har vi kun tatt utgangspunkt i netto leie det første året. Yelden er beregnet til 2,76 %, hvor en nominell vekst på 3 % i netto leie er lagt til grunn. Vi får da en verdi av totalkapitalen på 53,9 mill. kr. Det skiller altså kun noen hundre tusen kr fra de to modellene vi har benyttet oss av.

Disse verdiene er det beste estimatet vi har slik situasjonen er i dag. Dette vil kunne endre seg dersom det blir svingninger i markedet, og/eller noen av de andre forutsetningene som ligger bak verdsettelsen endrer seg. I strategidelen av oppgaven peker vi på at bedriften i stor grad kan påvirkes av makrobildet. Dette støttes av sensitivitetsanalysen hvor tornadodiagrammet viser at selskapsverdien er mest sensitiv overfor renteendringer og risiko målt ved beta.

Basert på modellene, forutsetningene og dagens makroøkonomiske bilde tror vi på en verdi på omtrent 53,5 mill. kr for Kvitsøygaten 84 AS. Verdien av egenkapitalen til selskapet er 48,5 mill. kr.

Referanseliste

- Boye, K. (1998). *Verdsettelse*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag a.s.
- Bøhren, Ø og Michalsen, D. (2006). *Finansiell Økonomi: Teori og praksis*. 3.utg. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Dahl, G. A. og Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis: Festskrift til Knut Boyes 60 årsdag*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag a.s.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2013). *Betas by Sector*. Hentet 15.mars 2013 fra http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Damodaran, A. (Udatert). *Private Company Valuation*. Hentet 2.mai 2013 fra <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/inv2E/PvtFirm.pdf>
- Damodaran, A. (2013). *Capital Expenditures by Sector*. Hentet 24.april 2013 fra http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/capex.html
- Damodaran, A. (2013). *Working Capital Ratios by Sector*. Hentet 24.april 2013 fra http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/wcdata.html
- Eiendomsmegler 1, Næringseiendom. (2012). *Markedsundersøkelsen 2012: Høy aktivitet innen næringseiendom*. Hentet 12.feb. 2013 fra <http://www.em1ne.no/documents?id=68795>
- Finanstilsynet. (2010). *Verdsettelse av investeringseiendom: Finanstilsynets observasjoner og vurderinger*. Oslo: Finanstilsynet. Hentet 12.feb. 2013 fra http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Aktuelt_vedlegg/2010/4_kvartal/Verdsettelse_av_investeringseiendom.pdf
- Finansdepartementet. (2013). *Nytte-kostnadsanalyser: Markedets risikopremie*. Oslo: Norges Bank. Hentet 22.feb. 2013 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1997/nou-1997-27/10/7.html?id=347291>

- Gundersen, N. A. (2009). Verdssettelse av næringseiendom. *Praktisk økonomi og finans* 02/2009. s. 13-21.
- Holthe, T. (1997). Verdssettelse av børsnoterte eiendomsselskap s.231-255 i *Verdssettelse i teori og praksis: Festschrift til Knut Boyes 60 årsdag*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag a.s.
- Krakstad, S. O. (Udatert). Kapitalverdimodellen. I *Finansleksikon*. Hentet 14.april 2013 fra <http://www.finansleksikon.no/Finansleksikon/K/Kapitalverdimodellen.html>
- LINK arkitektur. (Udatert). *Om LINK arkitektur*. Hentet 27.mars 2013 fra <http://www.linkarkitektur.no/no/om-link-arkitektur/om-link-signatur/>
- Løwendahl, B. R. og Wenstøp, F. (2010). *Grunnbok i strategi*. 3.utg. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag a.s.
- Njarga, B. B. (2012, 2.sept.). Slik blir lønnsveksten i 2013. *Dinside*. Hentet fra <http://www.dinside.no/901367/slik-blir-lonnsveksten-i-2013>
- Norges Bank. (2006). *Inflasjon*. Oslo: Norges Bank. Hentet 6.mars 2013 fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/>
- Norges bank. (2013). *Statsobligasjoner. Årsgjennomsnitt*. Oslo: Norges Bank. Hentet 22.feb. 2013 fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Presserv. (Udatert). *Om Presserv*. Hentet 27.mars 2013 fra <http://www.presserv.com/om-presserv.html>
- Proff. (Udatert). *Bedriftssøk*. Hentet 25.feb. 2013 fra www.proff.no
- Revfem, J. (2012, 31.des.). Den store yieldguiden. *Nenyheter*. Hentet fra <http://www.nenyheter.no/40124>
- Silketrykk og Reklame. (Udatert). *Hovedside*. Hentet 27.mars 2013 fra <http://www.silketrykkogreklame.no/>

Statistisk sentralbyrå. (2013). *Lønnsstatistikk, ansatte i omsetning og drift av fast eiendom*.

Hentet 15.mai 2013 fra

<http://www.ssb.no/a/kortnavn/lonneiendom/tab-2012-12-11-01.html>

Titman, S. & Martin, J. D. (2011). *Valuation: The art and science of corporate investment decisions*. 2nd ed. Boston: Pearson Prentice Hall.

Øst+. (Udatert). *Urban Sjøfront*. Hentet 4.feb. 2013 fra

http://www.ostpluss.no/urban/public/openIndex?ARTICLE_ID=116