



BACHELOROPPGAVE:

**VERDSETTELSE AV STRANDTORGET
PÅ LILLEHAMMER**

FORFATTERE: PETTER TROLLVIK
 LARS MARTIN NORENG
 ERIK ORHAGEN

Dato: 15.05.2015

SAMMENDRAG

Tittel:	<u>Verdsettelse av Strandtorget på Lillehammer</u>	Dato: 15.05.2015
Deltakere:	<u>Petter Trollvik</u> <u>Lars Martin Noreng</u> <u>Erik Orhagen</u>	
Veileder:	<u>Aristidis Kaloudis</u>	
Oppdragsgiver:	<u>Sektor Gruppen AS</u>	
Stikkord/nøkkelord:	<u>Verdsettelse, strategisk analyse, regnskapsanalyse, eiendom.</u>	
Antall sider/ord: 79/17 344	Antall vedlegg: 20	Tilgjengelighet: Konfidensiell
<p>Hensikten med oppgaven har vært å verdivurdere kjøpesenteret Strandtorget på Lillehammer. Senteret er eid av Niam V Strandtorget Eiendom AS og forvaltes av Sektor gruppen. Verdivurderingen er gjort på bakgrunn av strategiske analyser og en regnskapsanalyse.</p> <p>I den strategiske analysen gjennomførte vi først en intern analyse hvor vi så på Strandtorgets ressurser. Gjennom denne fant vi styrker og svakheter ved Strandtorget. Dette tok vi med oss videre til Porters fem krefter hvor vi analyserte konkurransearenaen. For ekstern analyse brukte vi en PESTEL-analyse som tar for seg de viktigste makroforholdene. Til slutt oppsummerte vi interne og eksterne forhold, samt muligheter og trusler i en SWOT-analyse med forslag til tiltak Strandtorget kan gjøre.</p> <p>I regnskapsanalysen så vi på Strandtorgets regnskap. Vi så blant annet på drift og ulike nøkkeltall. Disse nøkkeltallene analyserte vi og sammenlignet dem opp mot et konstruert bransjesnitt og et lignende kjøpesenter. Deretter laget vi en oppsummering av hvordan Strandtorget presterer generelt og opp mot utvalgte konkurrenter.</p> <p>Videre i verdsettelsen valgte vi å analysere Strandtorget både som eiendom og som AS. Vi brukte diskontert nåverdimetode for å regne ut verdien fra fremtidige kontantstrømmer, for så å sammenligne verdien med utvalgte tilleggsmetoder. I tillegg til en eksakt verdi, valgte vi å ta i bruk en scenarioanalyse og en sensitivitetsanalyse for å få se i hvor stor grad verdien kan variere ut fra eventuelle svingninger i de viktigste variablene.</p> <p>I vår verdivurdering kom vi frem til at markedsverdien til Niam V Strandtorget Eiendom AS per 1. Mai 2015 er: 1 145 759 000 NOK.</p>		

ABSTRACT

Title:	<u>Valuation of Strandtorget in Lillehammer</u>	Date: 15.05.2015
Participants:	<u>Petter Trollvik</u>	
	<u>Lars Martin Noreng</u>	
	<u>Erik Orhagen</u>	
Supervisor:	<u>Aristidis Kaloudis</u>	
Employer:	<u>Sektor Gruppen AS</u>	
Keywords:	<u>Valuation, strategic analysis, financial statement analysis, real estate</u>	
Number of pages/words: 79/17 344	Number of appendix: 20	Availability: Confidential
<p>The purpose of our study is to assess the value of the Strandtorget shopping center located in Lillehammer. The center is owned by Niam V Strandtorget Eiendom AS and managed by Sektor gruppen. Our valuation methodology includes both strategic and financial analyses.</p> <p>In the strategic analysis, we first conducted an internal resource analysis of Strandtorget. This analysis was done to determine Strandtorget’s strengths and weaknesses. We also analyzed Porters five forces to determine the competitive arena Strandtorget faces. Then, for the external analysis we used a PESTEL-analysis, which addresses the main macro conditions. Lastly, we summarized the internal and external factors, and opportunities and threats in a SWOT-analysis with proposed measures for Strandtorget.</p> <p>For the financial statement analysis, we looked at their operations and various key ratios. These key figures were analyzed and compared with a similar shopping center and up against constructed industry averages. With comparisons, these numbers enabled us to analyze how Strandtorget was performing financially.</p> <p>Lastly, we did the valuation. We chose to valuate Strandtorget as both a property and as an organization. We used the discounted present value method for calculating the value from the future cash flows. Then we compared our result with selected additional methods. In addition to an exact value, we chose to conduct a scenario analysis and sensitivity analysis to view how much the value can vary form any fluctuations in the key variables.</p> <p>In our valuation of Niam V Strandtorget Eiendom AS, we came to the conclusion that the market value as off 1. May 2015 is: 1 145 759 000 NOK.</p>		

FORORD

Denne oppgaven er skrevet som en avslutning på vårt treårige bachelorstudium i økonomi og ledelse ved Høgskolen i Gjøvik.

Vi ble tidlig enige om at vi ville gjennomføre en verdivurdering. Det er et interessant tema, og vi får brukt mye av kunnskapen vi har tillært oss gjennom tre år på økonomi og ledelse. I en verdivurdering får vi brukt kunnskap som vi har lært i økonomifagene; Økonomistyring, årsregnskap og investering og finansiering. Vi får brukt teori og analyser fra mikroøkonomi, makroøkonomi, teknologiledelse og foretaksstrategi. Denne oppgaven har gitt oss stor kunnskap om eiendomsbransjen og ulike verdsettingsmetoder.

Det er også en oppgave som er relevant for fremtidig arbeidserfaring. Når vi verdsetter bruker vi mange av de samme metodene som gjøres av verdivurderingsselskaper og konsulenter. Oppgaven er ikke bare teoretisk, men også praktisk. Dette var noe vi fant interessant. Den ga også et bilde av det krevende, men givende arbeidet det er å skrive en bacheloroppgave.

Vi vil rette en stor takk til vår oppdragsgiver, Sektor gruppen AS, ved Torstein Bomann-Larsen, for et interessant og lærerikt samarbeid.

En stor takk sendes også til senterleder ved Strandtorget, Erik Skjellerud, for å ha tatt seg tid til å stille på intervju og ha vært tilgjengelig gjennom hele perioden.

Vi takker også Jørn Høistad, ved DTZ Verdivurdering, for å ha hjulpet oss med praktisk informasjon og eksempler til verdivurderingen.

Til slutt vil vi takke Høgskolen i Gjøvik for tre fine år, spesielt vår veileder, Aristidis Kaloudis, for positive og engasjerende møter vedrørende vår bacheloroppgave. Aristidis har alltid vært tilgjengelig, behjelpelig og engasjert i vår oppgave, noe vi setter stor pris på.


Petter Trollvik


Lars Martin Noreng


Erik Orhagen

Innhold

SAMMENDRAG	2
ABSTRACT	3
FORORD	4
Figurliste:	8
Bilder:	8
Figurer:.....	8
Tabeller:	8
1. Innledning	9
1.1 Valg av tema	9
1.2 Problemstilling	9
1.3 Begrensninger	10
1.4 Ressurspersoner.....	10
1.5 Eierforhold, bedrift og bransje	11
2. Metode	15
2.1 Design	15
2.2 Kvalitativ/kvantitativ.....	16
2.3 Data	16
2.4 Validitet.....	17
2.5 Reliabilitet.....	18
3 Strategiske analyser.....	19
3.1 Intern analyse - styrker og svakheter.....	19
3.1.1 Ressursanalyse	19
3.1.2 Synlige og usynlige ressurser	20
3.2. Konkurrentanalyse - Porters fem krefter	21
3.2.1. Konkurransarena	21
3.2.2 Inntrengere	23
3.2.3 Substitutt	23
3.2.4 Kunder.....	23
3.2.5 Leverandører	24
3.2.6 Offentlige aktører	24
3.2.7 Oppsummering av Porters fem krefter og mulige tiltak	25
3.3 Bedriftens makroomgivelser - PESTEL.....	25
3.3.1 Politiske forhold.	26
3.3.2 Økonomiske Forhold.....	27
3.3.3 Sosiokulturelle forhold	30
3.3.4 Samfunnsmessige forhold	31
3.3.5 Legale forhold	32
3.3.6 PESTEL, oppsummert med de viktigste forholdene for Strandtorget	32
3.3.7 Kritikk mot makroanalysen	33
3.4 SWOT-analyse	33

4. Regnskapsanalyse	35
4.1 Driftsinntekter og driftsutgifter	36
4.1.2 Driftsinntekter	36
4.1.3 Driftutgifter	37
4.2 Totalkapitalrentabilitet	37
4.3 Resultatgrad	38
4.4 Totalkapitalens omløpshastighet	39
4.5 Egenkapitalrentabiliteten	39
4.6 Likviditet	40
4.7 Egenkapitalandel	41
4.8 Rentedeckningsgrad	41
4.9 Oppsummering	42
5. Verdsettingsmetoder	43
5.1. Dividende	43
5.2. Opsjonsbasert tilnærming	43
5.3. Pay-back metoden	43
5.4. Diskontert nåverdi	43
5.5. Gordons Vekstformell	44
5.6. Markedsbasert verdsetting	45
5.6.1 P/E	45
5.6.2 EV/EBIDTA	46
5.6.3 Valg av sammenligningsselskaper	46
6. Diskontert nåverdimetode	47
6.1 Prognoser	49
6.1.1 Konsumprisindeksen	49
6.1.2 Vekstprognose	50
6.2 Budsjettering av kontantstrøm	51
6.2.1 Leieinntekter	52
6.2.2 Andre inntekter	52
6.2.3 Driftskostnader	53
6.2.4 Budsjettert kontantstrøm	53
6.3 Avkastningskrav	53
6.4 Kapitalverdimetoden	54
6.4.1 Risikofri rente	54
6.4.2 Markedets risikopremie	55
6.4.3 Betaverdi	55
6.4.4 Premier	58
6.4.5 Utrekning av kapitalverdimetoden	59
6.5 WACC	60
6.5.1 Gjeldskostnad	61
6.6 Yield	64
6.7 Utrekning av endelig avkastningskrav	65

6.8 Diskontert nåverdi	66
6.9 Fra eiendom til firma	67
7 Tilleggsmetoder	69
7.1 Gordons Vekstformel	69
7.2 Yield	69
7.3 EV/EBIDTDA	69
7.4 P/E	70
7.5 Oppsummering av tilleggsmetoder	71
8. Sensitivitetsanalyser	72
8.1 Scenarioanalyse	72
8.1.1 Positivt Scenario	72
8.1.2 Negativt scenario	73
8.2 Analyse av variasjon i avkastningskrav	74
8.2.1 Monte Carlo-simulering	74
9. Verdivurderingskritikk	77
10 Konklusjon	79
Litteraturliste	80
Bøker:	80
Hyperlenker:	80

Antall ord: 17 344

Figurliste:

Bilder:

Bilde 1: Strandtorget kjøpesenter.....	s. 12
--	-------

Figurer:

Figur 1: Oversikt over organisasjonsstruktur	s. 11 og 48
Figur 2: Leietakeroversikt.....	s. 13
Figur 3: Ulike typer ressurser.....	s. 21
Figur 4: Illustrasjon av konkurransearena.....	s. 22
Figur 5: Oversikt over Brent 1.posisjon 5 år.....	s. 27
Figur 6: Utdanningsnivå Oppland.....	s. 31
Figur 7: Driftsinntekter.....	s. 36
Figur 8: Driftsutgifter.....	s. 37
Figur 9: Statistikk for beregning av beta.....	s. 57
Figur 10: Swap-rente.....	s. 62
Figur 11: Estimert gjeldskostnad i eiendomsmarkedet per mars 2015.....	s. 63
Figur 12: Oversikt over Yield i eiendomsmarkedet per mars 2015.....	s. 65
Figur 13: Oversikt over P/E i eiendomsmarkedet per mars 2015.....	s. 71
Figur 14: Histogram av Monte Carlo-simulering.....	s. 75

Tabeller:

Tabell 1: Oppsummering av Porters fem krefter.....	s. 25
Tabell 2: Korrelasjon mellom omsetning og styringsrente	s. 29
Tabell 3: Korrelasjon mellom omsetning og BNP.....	s. 29
Tabell 4: PESTEL-oppsummering.....	s. 32 og 33
Tabell 5: SWOT-analyse.....	s. 33 og 34
Tabell 6: Driftsinntekter og driftsutgifter.....	s. 36
Tabell 7: Totalkapitalrentabilitet.....	s. 38
Tabell 8: Resultatgrad.....	s. 38
Tabell 9: Totalkapitalens omløpshastighet.....	s. 39
Tabell 10: Egenkapitalrentabilitet.....	s. 40
Tabell 11: Likviditet.....	s. 40
Tabell 12: Egenkapitalandel.....	s. 41
Tabell 13: Rentedekningsgrad.....	s. 41
Tabell 14: Fremtidig inflasjon.....	s. 49
Tabell 15: Fremtidig vekst.....	s. 51
Tabell 16: Budsjettering av kontantstrøm.....	s. 53
Tabell 17: Utrekning av markedsbeta.....	s. 56
Tabell 18: Justering av beta for Strandtorget.....	s. 57 og 58
Tabell 19: Kapitalverdimetoden.....	s. 59
Tabell 20: Endring i avkastningskravet grunnet risikofri rente.....	s. 60
Tabell 21: WACC.....	s. 63
Tabell 22: Utrekning av endelig avkastningskrav.....	s. 66
Tabell 23: Diskontert nåverdi.....	s. 66
Tabell 24: Verdsetting av selskapet.....	s. 67
Tabell 25: Gordons vekstformel.....	s. 69
Tabell 26: Yield-metoden.....	s. 69
Tabell 27: Utrekning av multipl for EV/EBIDTA.....	s. 70
Tabell 28: EV/EBIDTA.....	s. 70
Tabell 29: P/E.....	s. 71
Tabell 30: Tilleggsmetoder.....	s. 71
Tabell 31: Sensitivetsanalyse avkastningskrav.....	s. 74
Tabell 32: Monte Carlos estimerte sannsynligheter.....	s. 75 og 76

1. Innledning

I kapittel 1 vil vi gjennomgå bakgrunnen for oppgaven, presentere problemstillingen, reflektere over begrensinger og introdusere verdsettelsesobjektet. Kapittel 2 vil forklare vår anvendelse av metode. Kapittel 3 er våre strategiske analyser. Her ønsker vi å få et bilde av Strandtorget, hvor vi undersøker interne og eksterne forhold. Kapittel 4 er vår regnskapsanalyse. Den brukes for å undersøke om Strandtorget har noen konkurransemessige fordeler eller ulemper ved å undersøke regnskapstall.

Videre i kapittel 5 vurderer vi ulike verdsettingsmodeller som vi kan ta i bruk. Her vil vi velge ut hvilke metoder vi skal bruke. Kapittel 6 vil være vår primærmetode, den diskonterte nåverdimetoden. Her vil vi belyse alle elementer som inngår i analysen. I kapittel 7 vil vi ta i bruk våre tilleggsutregninger som kvalitetssikring og for å se på modellenes forskjeller. I kapittel 8 vil vi utføre analyser for å teste vår satte verdi opp mot svingninger i de viktigste variablene.

En verdivurdering kan ha svakheter, derfor har vi i kapittel 9 reflektert over metodenes svakheter. Til slutt i kapittel 10 kommer vår konklusjon.

1.1 Valg av tema

Vi ble tidlig enig om at vi ville gjennomføre en verdivurdering. Vi ønsket og analysere næringseiendom og valget stod mellom kontoreiendom og kjøpesentre. Valget falt på kjøpesentre, siden dette er en interessant og aktuell bransje som påvirkes av mange faktorer. Som konsumenter kan vi relatere oss til både temaet og bransjen. Gjennom samtaler med Sektor gruppen som er en stor aktør i markedet, fikk vi valget mellom ulike sentre. Strandtorget på Lillehammer ble naturlig på grunn av sin geografiske plassering nær Gjøvik.

1.2 Problemstilling

Vi har sett på verdien fra markedets perspektiv, og har regnet oss frem til en teoretisk markedsverdi.

Vår problemstilling er: “Hva er verdien av selskapet Niam V Strandtorget Eiendom AS”

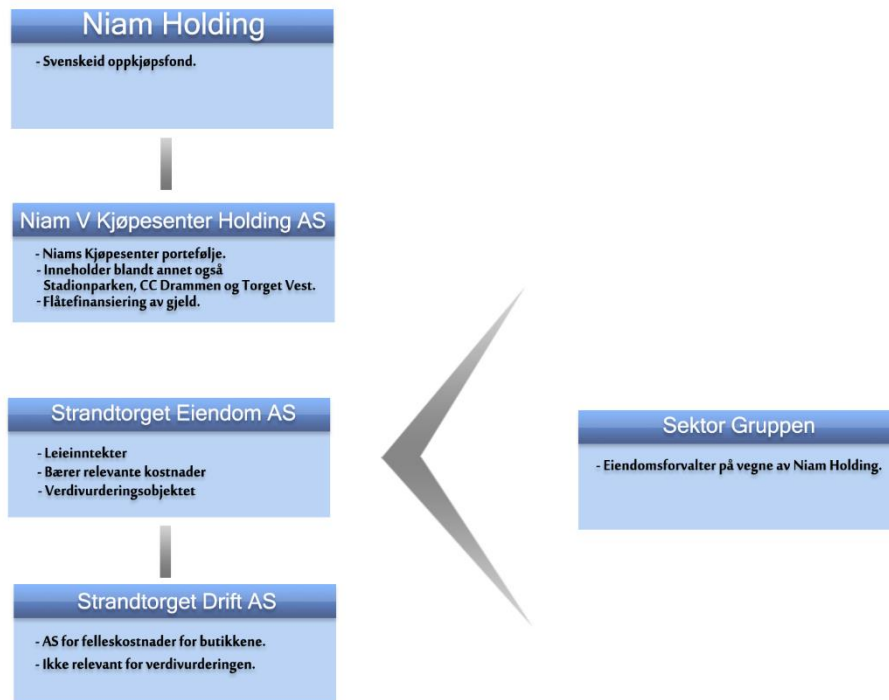
1.3 Begrensninger

Begrensningene i oppgaven ligger hovedsakelig i datamaterialet vi har fått tilgang på. Det var problematisk å få eldre regnskapshistorikk til Strandtorget, grunnet endringer i selskapsstruktur og eierskap ved overtakelsen i 2012. Vi har hentet informasjon fra både interne og eksterne kilder. Interne kilder kan være subjektive, for de kan være preget personlige oppfatninger. Eksterne kilder som nyheter, statistikk, prognoser, analyser o.l. kan ha mangler og vil være vanskelig for oss å ettergå. Dette kan være en svakhet. Prosjektets tidsramme begrenser hvor dypt vi kan gå inn i de enkelte variabler, dette kan begrense hvor valid og reliabel spesielt våre strategiske analyser blir. Ulike svakheter ved oppgaven vil bli kommentert underveis.

1.4 Ressurspersoner

Vi har hatt løpende kontakt med Sektor gruppen, som er vår oppdragsgiver, der vår ressursperson er finanssjef Torstein Bomann-Larsen (se vedlegg nr.2 og nr. 3 for e-post). Vi har gjennomført et intervju med senterleder på Strandtorget, Erik Skjellerud, (se vedlegg nr.1 for transkribering) og etter dette hatt oppfølgingsspørsmål via e-post. Vi har vært i kontakt med Jørn Høistad, daglig leder hos DTZ Verdivurdering, som har kommet med verdifulle praktiske innspill til verdivurderingen.

1.5 Eierforhold, bedrift og bransje



Figur 1: Oversikt over organisasjonsstruktur

Strandtorget er heleid av Niam V Kjøpesenter I Holding AS ved datterselskap Niam V Strandtorget Eiendom AS. Niam (2015) er ett svensk eiendomsfond, som ble etablert i 1998 og eier i dag eiendom for 2.6 milliarder euro. De har hovedkontor i Stockholm og lokalkontorer i Oslo, Helsingfors og København. De har en ambisjon om å bli det ledende fondforvalterselskapet i Nord-Europa. Bomann-Larsen hos Sektor forteller at fondet Niam V fortsatt er i en investeringfase. Niam V Kjøpesenter Holding I AS er et PE-fond, på norsk kalt et oppkjøpsfond. Niam kjøper opp eiendommer med strategien om å eie de i syv til åtte år for så å selge med gevinst. Fondene Niam setter opp har som regel en predefinert tidshorisont med opsjon på forlengelse noen år, hvis man kan oppnå bedre pris på et senere tidspunkt. Niam har nå eid Strandtorget i tre år og i løpet av noen år kan det tenkes at de selger Strandtorget hvis de er fornøyd med prisen (Personlig kommunikasjon, e-post 16.04.15). Sektor gruppen forvalter selve senteret. I vår oppgave forholder vi oss i hovedsak til Sektor gruppen og Strandtorget. Sektor gruppen AS eies av Joh Handel Eiendom 1 AS, Varner Invest

AS, Niam IV Holding og K&S Holding AS. De har 34 sentre i sin portefølje og er landets nest største kjøpesenteraktør (Sektor gruppen 2015).



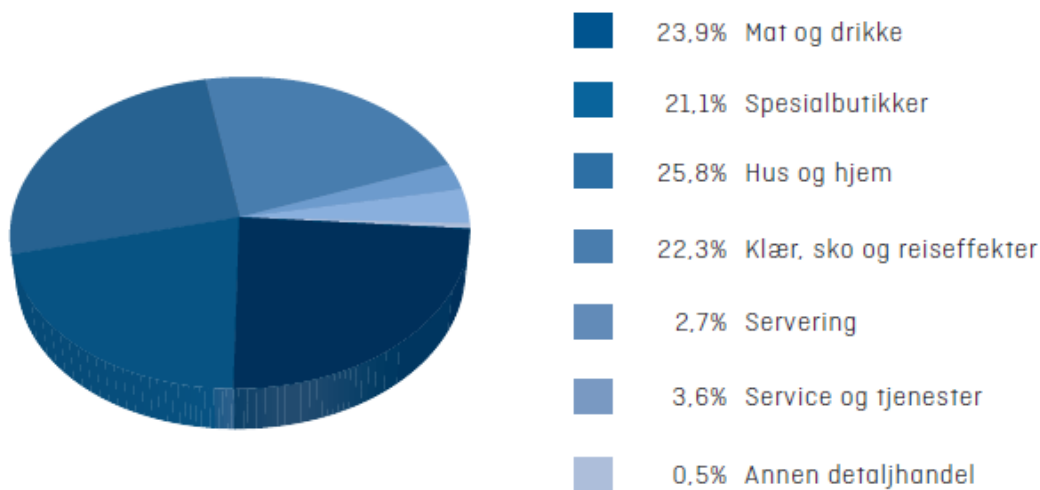
Bilde 1: Strandtorget kjøpesenter

Strandtorget (2015) er et kjøpesenter som ligger rett ved E6 og Mjøsa i Lillehammer, med et butikkareal på 27 700 kvm og 65 leietakere. I 2013 omsatte de for 790 millioner NOK. Strandtorget ble bygd i 1990 og fyller 25 år i år. Det er Lillehammers første og største kjøpesenter. Senteret er blitt bygd på og om, i flere runder og i 2010 bygget de ut en andre etasje. Strandtorget har 1.8 millioner besøkende i året, de har en høy snitthandel og omsetning pr. kvm. i forhold til andre kjøpesentre. Omsetningen pr. innbygger i Lillehammer ligger høyere enn eksempelvis Hamar og Gjøvik, mye pga. turisme. Erik Skjellerud omtaler det som en *handelsmaskin* sammenlignet med andre sentre han jobber med. Senteret har liten utskiftning av butikker og senterleder Skjellerud sier det er lett å få tak i nye leietakere (vedlegg 1).

I følge Sektor gruppen dekker Strandtorget et totalmarked på 65 000 innbyggere, hvor primærmarkedet er 35 000 innbyggere. Totalmarkedet omfatter hytteområdene rundt Lillehammer. Butikkmixen til Strandtorget er som de fleste andre store kjøpesentre, og består av klesbutikker, dagligvare, apotek, cafeer, frisører med flere. Hele Strandtorget handelspark består av flere forretningslokaler og inkludert Strandtorget har de 34 200 kvm netto utleiebart areal (Sektor gruppen 2014). I vår oppgave forholder vi oss kun til selve kjøpesenteret Strandtorget, mens i strategiske analyser kan hele handelsparken bli nevnt.

LEIETAKEROVERSIKT

FORDELING BASERT PÅ OMSETNING 2013



Figur 2: Leietakeroversikt, oversikt over butikkmiksen til Strandtorget (Sektor gruppen 2014).

Andhøy definerer et kjøpesenter til en enhetlig samling med minimum 5 butikker på 2500 kvadratmeter eller mer. Et stort kjøpesenter defineres til sentre med mer enn 5000 kvadratmeter. Karen Marie Løwe Thane Lange (Personlig kommunikasjon, e-post 02.03.15)

Andhøy (2015) utvikler databaser med oversikt over handel i Norge. I følge deres statistikk, Kjøpesenterfakta 2014, er det 572 registrerte kjøpesentre i Norge, hvor 282 regnes som større kjøpesentre, dvs. over 5000kvm. Bransjen kjennetegnes av flere store eiere, ser vi på Nordic Council of Shopping Centers (2014), som representerer bransjen, er de store eierne; Steen & Strøm, Olav Thon, Amfi Eiendom og Sektor Eiendom. Av alle senterne i Norge er det 52 % av kjøpesentrene som driftes eller eies av en kjede (Andhøy 2014). Bransjen ligner et oligopol. Et oligopol kjennetegnes ved noen få store foretak, noe som gir selger markedsrett. Et oligopol fører til at noen få og store bedrifter tar ut mye av fortjenesten, samtidig som etableringshindringer gjør det vanskelig eller umulig for nye bedrifter å komme inn på markedet (Pindyck, Rubinfeld og Synnestvedt 2013, s. 255).

Vi ser en tydelig konsolidering av større kjøpesentre drevet som kjeder. Generelt er det en endring fra bredde og dekning av faghandel til opplevelse. Servering, delikatessebutikker og personlig velvære er butikker vi i økende grad ser i kjøpesentrene (Andhøy 2014, s. 7).

Noen av disse hindringene er naturlige, det kreves mye kapital og kunnskap for å eie og drifte et kjøpesenter. I mange av de mindre områdene i Norge har de enkelte sentre lokale monopol, mens man i de større byene ser en økt grad av konkurranse. Kaldestad og Møller (2012, s. 27) forklarer dette med at vi ikke er så mange mennesker her i Norge og at geografien gjør at man i enkelte bransjer bare får en eller et fåtall aktører. Dette begrenser konkurransen.

2. Metode

I dette kapittelet beskrives metode, forskningsprosessen og begrunnelsen for våre valg i korte trekk. Ifølge Halvorsen kan man definere metode i både snever og vid forstand. I snever forstand er metode «... læren om de verktøy en kan benytte for å samle inn informasjon.» (2008 s.20). Informasjon blir også kalt for data, som betyr det som er gitt. For å undersøke virkeligheten på en systematisk måte bruker vi metode. Ved bruk av metode skjerpes oppdagelsesevnen vår og vi kan lettere gjøre oppdagelser i den menneskeskapte verden (Halvorsen 2008). Når man vet hva man vil se eller oppdage velges forskningsmetode. I vid forstand er metode ifølge Halvorsen «... læren om å samle inn, organisere, bearbeide, analysere og tolke sosiale fakta på en så systematisk måte at andre kan kikke oss i kortene» (2008 s.21). Resultatene som oppnås skal være forståelige for andre og skal kunne etterprøves. Svært vidt kan man se på metode som et hjelpemiddel, men ikke noe mål i seg selv (Halvorsen 2008). Valget av undersøkelsesmetode er viktig og bør vurderes nøye.

2.1 Design

Når man starter på en bacheloroppgave er det viktig å kartlegge hva man vil finne ut av og hvilken informasjon man har tilgjengelig. Når vi vet hvilken type og hvor mye informasjon vi har på et område, hvilke ambisjoner vi har for oppgaven med tanke på analyser og om å forklare sammenhenger, kan vi velge undersøkelsesdesign (Gripsrud, Olsson, Silkoset 2010). Vanligvis skiller man mellom tre hovedtyper av design: eksplorativt, deskriptivt og kausalt design. Et eksplorativt (utforskende) design brukes som regel som modell om man i utgangspunktet vet lite om et saksområde og man vil utforske temaet nærmere. Et deskriptivt (beskrivende) design har som formål å beskrive situasjonen på et bestemt område, for eksempel sammenhengen mellom to eller flere variabler. Et kausalt (årsak-virkning) design bruker eksperimenter for å finne mulige årsaksforklaringer (Gripsrud, Olsson, Silkoset 2010).

I vår oppgave har vi brukt to ulike typer undersøkelsesdesign, deskriptivt og eksplorativt. Vi har gjennom våre studier blitt kjent med grunnleggende strategiteorier, regnskapsteori og vi har blitt introdusert for enkle modeller innen verddivurdering og finans. Vi innhentet mer teori om verddivurdering da dette var nødvendig. Vi har også samlet inn informasjon gjennom et dybdeintervju og vi har vært i kontakt med ressurspersoner per e-post og telefon.

2.2 Kvalitativ/kvantitativ

Det er hovedsakelig to forskjellige metoder man kan velge mellom: Kvalitative og kvantitative metoder. De egner seg til å innhente ulike typer data. Kvalitative data er ikke-tallfestede data. De finnes i form av tekst eller verbale utsagn og sier noe om de kvalitative egenskapene hos undersøkelsesenheter. Ved bruk av kvalitative metoder finner man fyldige data. Man bruker metoden for å forstå atferd og situasjoner slik de forstås og oppfattes av de som intervjues eller undersøkes. Siden kvalitative data hovedsakelig er subjektive vil fortolkning spille en sentral rolle. Man fokuserer på meningsinnhold som står mellom linjene og som ikke er umiddelbart innlysende. Et annet kjennetegn ved kvalitative metoder er at man ikke låser seg til en bestemt datainnsamlingsmetode på forhånd, men bruker et mer fleksibelt opplegg, hvor datainnsamling og analyse foregår samtidig (Halvorsen 2008).

Kvantitative metoder finner data som er målbare. Disse metodene stiller krav til store mengder data, men gir også mindre rom for unøyaktige, subjektive antagelser og tolkninger. Disse *harddataene* kan uttrykkes i tall eller andre mengdetermer.

I vår oppgave har vi valgt å bruke en form for metodetriangulering, som er en metode som kombinerer bruken av kvalitativ og kvantitativ metode. Det viser seg at styrkene i de to metodene kan kombineres og dermed fjerne en del av svakhetene. Halvorsen skriver "*Finner en ved bruk av to ulike metoder sammenfallende resultater, styrket det validiteten til studien.*" (2008 s.149)

Vi har hentet inn både kvalitative og kvantitative data og brukt disse parallelt under innsamlingen og analysen av dataene. Kvalitative data har vi funnet gjennom undersøkelser på internett, løpende kontakt med Sektor og DTZ Verdivurdering. Vi har også gjennomført et dybdeintervju med senterleder Erik Skjellerud. Kvantitative data har vi fått utlevert av Sektor gruppen og supplert med nettkilder.

2.3 Data

Primært skilles det mellom to typer data, primærdata og sekundærdata. Primærdata er data man samler inn selv, ved hjelp av datainnsamlingsmetoder (Halvorsen 2008). I følge Halvorsen er sekundærdata «... informasjon som allerede foreligger i en eller annen form, og som er mer eller mindre tilgjengelig» (2008 s.114). Sekundærdata finnes i mange forskjellige former. Prosessdata, som er ubearbeidet informasjon som foreligger i skriftlig eller billedlig form. Bokholderidata, som vi i stor grad benytter oss av i oppgaven, og kan være

bedriftsregnskaper og offentlige registre. Til slutt har vi forskningsdata som er data samlet inn av andre forskere, gjennom for eksempel intervjuer (Halvorsen 2008). Halvorsen skriver «*Ut fra visse typer problemstillinger har en ikke noe annet valg enn å benytte seg av sekundærdata.*» (2008 s.115) Siden vi skal studere historiske forhold, trender og makroforhold, og for å holde oss innenfor prosjektets tidsramme, er vi nødt til å benytte oss av sekundærdata i vår oppgave. I tillegg er det unødvendig å undersøke å forske på noe som allerede ligger tilgjengelig og er relevant for å belyse vår problemstilling.

Vi benytter oss av både primær- og sekundærdata i vår oppgave. Sekundærdata har vi som nevnt hentet fra regnskaper, både offentlige og interne. Vi har også funnet informasjon om makroøkonomiske forhold fra blant annet Norges-Bank og Statistisk Sentralbyrå. Primærdata har vi samlet inn gjennom intervju med Erik Skjellerud og løpende kontakt med Sektor gruppen og Jørn Høistad.

2.4 Validitet

Validitet sier noe om hvor relevante dataene vi har samlet inn er for vår problemstilling. Data er en representasjon av virkeligheten og det blir viktig for oss å vurdere hvor relevante dataene vi har samlet inn er til å belyse fenomenet som oppgaven undersøker. Hvis det er tvil om de valgte variablene reflekterer et teoretisk begrep, er det spørsmål om validitet (Halvorsen 2008).

Validitet er utviklet innenfor kvantitativ forskning, og man har ikke bestemt seg på forhånd om hva man skal måle og passer derfor ikke så godt til kvalitativ forskning. For å sikre validiteten i kvalitativ forskning må man være saklig og pålitelig i sin bruk av metodene for datainnsamling og analyse av dataene (Halvorsen 2008).

Validitet i vår oppgave blir spesielt knyttet til hvilke forhold som er relevante for Strandtorget og eiendomsbransjen. Vi kan aldri være helt sikre på at vi ikke har utelukket relevant informasjon, men vi mener vi har tatt hensyn til de mest relevante faktorene. Vi har hatt løpende kontakt med bransjen, og fått belyst de mest interessante forholdene, noe som gjør at vi mener vår oppgave er valid.

2.5 Reliabilitet

Reliabiliteten sier noe om hvor pålitelige målingene er. Om uavhengige målinger gir tilnærmet identiske resultater er reliabiliteten høy. Det vil da bare være små målefeil og de ulike leddene i måleprosessen er fri for unøyaktigheter. Dataene som skal belyse en vitenskapelig problemstilling må ha høy reliabilitet for å være pålitelige (Halvorsen 2008). Om dataene ikke har en tilfredsstillende reliabilitet kan de ikke brukes for å svare på problemstillingen vår. «En høy reliabilitet er en forutsetning for høy validitet» (Halvorsen 2008 s.68). Som med validiteten er reliabiliteten utformet for kvantitativ forskning og man er i kvalitativ forskning opptatt av dens konsistens. Målet er at resultatene er troverdige, kan bekreftes og at en unngår feilkilder under hele prosjektets gang (Halvorsen, 2008).

Verdivurdering og økonomiske fremtidsutsikter innebærer høy usikkerhet. Reliabiliteten blir derfor sentral i vår oppgave, så vi kommenterer dette nærmere hvor det er aktuelt.

3 Strategiske analyser

Når vi verdivurderer et kjøpesenter er det ulike faktorer som spiller inn. Vi er derfor nødt til å foreta både interne og eksterne analyser. Vi har gjennomført ett intervju med senterleder for Strandtorget, Erik Skjellerud, hatt kontakt med Torstein Bomann-Larsen hos Sektor gruppen AS og Jørn Høistad hos DTZ Verdivurdering. Vi har også sett på statistikk, nøkkeltall, offentlige dokumenter, lover, nettkilder, avisoppslag og bransjetall, samt hatt kontakt med ulike aktører. All denne informasjonen har vi lagt til grunn for våre analyser. Det er kvalifisert synsing vi bedriver, derfor har vi senere i oppgaven lagt til grunn ulike scenarioer for verdivurderingen.

Et kjøpesenter vil bli både direkte og indirekte påvirket av hvordan samfunnet går økonomisk. Det er mange faktorer som spiller inn og vi har forsøkt å belyse de på en god måte. I den interne analysen ser vi på ressurser, som vi tar med oss videre for å bruke i Porters fem krefter for å analysere bedriftens konkurransearena. For opplysninger om makroøkonomiske forhold har vi brukt en PESTEL analyse som tar for seg makrofaktorer som kan påvirke inntektsgrunnlaget til Strandtorget. Til slutt oppsummerer vi interne og eksterne forhold i en SWOT-analyse med hvilke styrker, svakheter, muligheter og trusler Strandtorget må være oppmerksom på, og hvilke tiltak de kan gjøre for å møte disse.

3.1 Intern analyse - styrker og svakheter

Vi analyserer Strandtorgets ressurser hvor vi trekker frem styrker og svakheter for å avdekke hvilke områder de gjør det godt og hvilke områder de bør forbedre. Vi skal også avdekke hvilke konkurransefortrinn Strandtorget har, hvilke ressurser de besitter og hvordan de utnytter disse.

3.1.1 Ressursanalyse

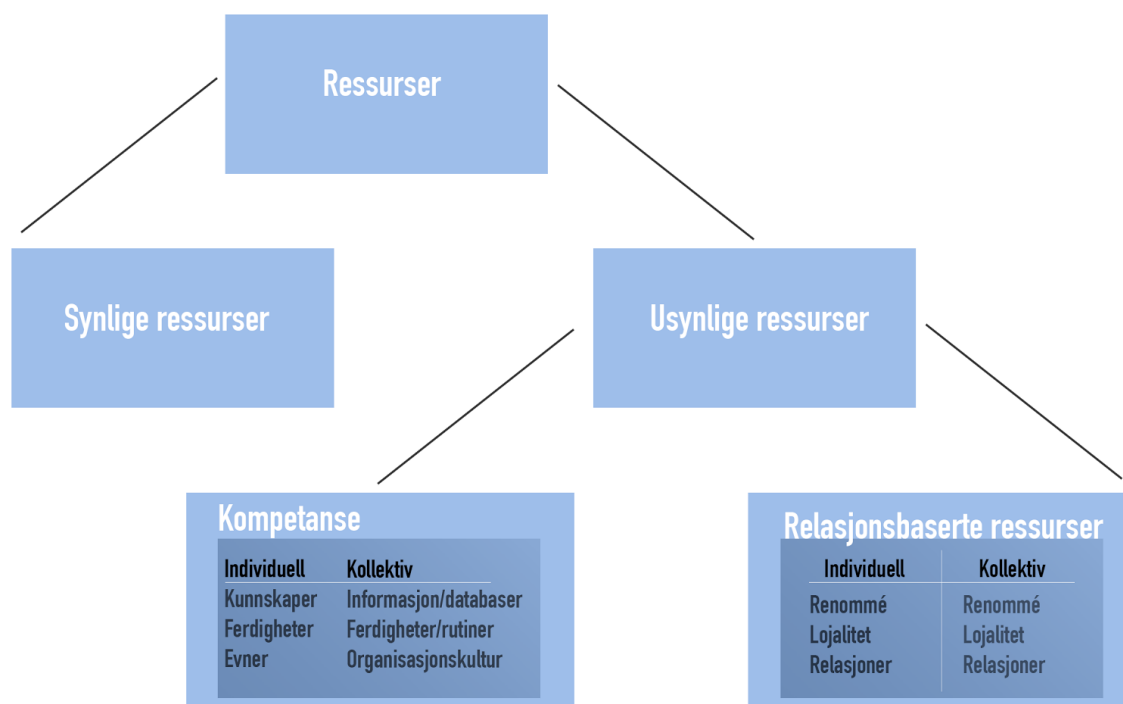
Strandtorget har en sterk og solid eier i Niam. Senteret forvaltes av Sektor gruppen som både eier og drifter mange kjøpesentre i Norge. Strandtorget har et anerkjent merkenavn og er det største kjøpesenteret i Lillehammer. Senteret har en god beliggenhet sentralt i Lillehammer. Det ligger i nærheten av E6, de har godt med parkeringsplasser og et kundegrunnlag på 65 000 (Sektor gruppen 2014). En av Strandtorgets hovedstyrker ligger i at de har et lokalt monopol på Lillehammer. De har ikke monopol på detaljhandel eller kjøpesenterdrift, men

gjennom sin størrelse er de det eneste store kjøpesenteret lokalt på Lillehammer. Dette gjør at de har ulike stordriftsfordeler knyttet til å trekke til seg kunder og forhandlingsmakt ovenfor leverandører.

Av svakheter må mangler i butikkmix nevnes. Med svakheter i butikkmix mener vi i hvilken grad bransje, butikker, servering og tilbud dekker det tilbudet en målgruppe etterspør. Dette er en viktig driver i kjøpesenterbransjen. En god butikkmix er avgjørende for at kunden velger å dra på et senter. Enkelte leietakere er så attraktive at de trekker både kunder og andre butikker til senteret. Det er kritisk for Strandtorget med en variert butikkmix. I kommunikasjon med Torstein Bomann-Larsen fra Sektor kom det frem at Strandtorget mangler noe på tilbudet innen servering og at de gjerne skulle hatt et Vinmonopol (Personlig kommunikasjon, e-post 16.04.15).

3.1.2 Synlige og usynlige ressurser

«Synlige ressurser er ting som bygninger og kontorutstyr. Usynlige ressurser er blant annet kompetanse, renommé og relasjoner» (Løwendahl og Wenstøp 2012, s. 181-182). Synlige ressurser er lett å lese av fra regnskap og en balanse, men det kan ligge store skjulte ressurser knyttet til de usynlige ressursene, også kalt immaterielle verdier. Vi går bredt ut i våre analyser og har av hensyn til oppgavens tidsramme og begrensninger ikke vektlagt å kartlegge usynlige ressurser fordi vi anser det som mindre relevant. Vi nevner allikevel at vi har inntrykk av at Strandtorget har en god ledelse, en god forvalter og et godt renommé. Av synlige ressurser må bygninger og tomt nevnes. Bomann-Larsen skriver at senteret fremstår som moderne og det er ikke planlagt noen større endringer, men mindre vedlikehold og oppgraderinger som gulv og lignende kommer naturligvis fortløpende (Personlig kommunikasjon, e-post 11.03.15).



Figur 3: Ulike typer ressurser (Løwendahl og Wenstøp 2012 s. 185).

3.2. Konkurrentanalyse - Porters fem krefter

Porters fem krefter brukes for å identifisere og analysere sentrale aktører for Strandtorget. Analysen tar for seg trusler fra inntrengere i markedet, kundenes forhandlingsstyrke, leverandørers forhandlingsstyrke og mulige substitutter. Målet med analysen er å belyse hvilke områder Strandtorget bør være oppmerksom på når det gjelder vekst, lønnsomhet og posisjonering (Lunnan 2010).

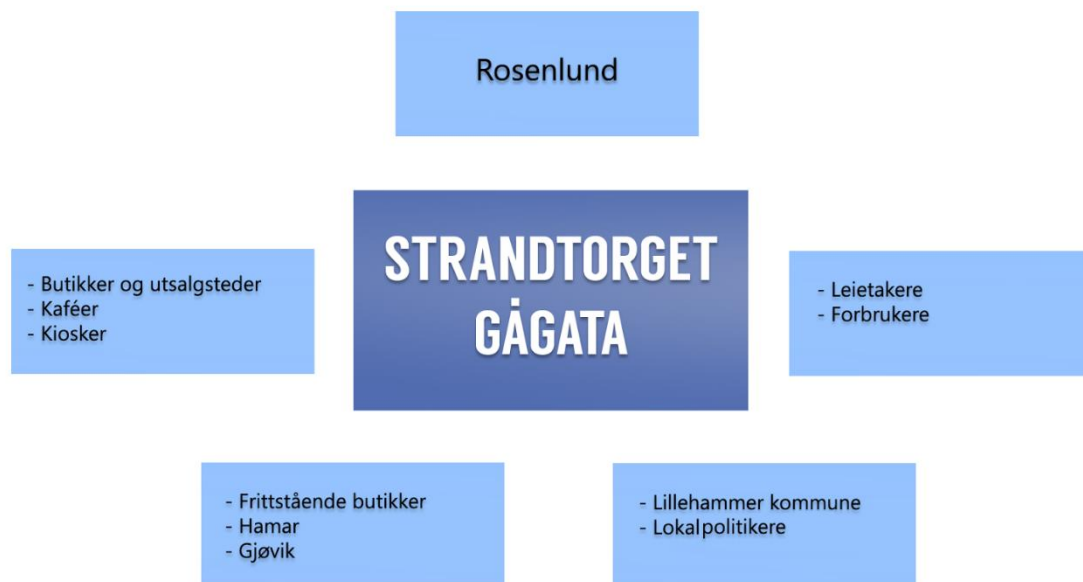
3.2.1. Konkurransarena

Vi har valgt å avgrense arenaen til Lillehammer by. Strandtorget konkurrerer hovedsakelig mot sentrum og gågaten i Lillehammer. Gågaten er en livlig gate med butikker, cafeer og flere kontorer. Her ligger også Mesna senter som vi regner som en del av sentrum.

Rosenlund Bydelssenter er også en konkurrent til Strandtorget. Rosenlund Bydelssenter (2015a) er et lite bydelssenter med dagligvare, post i butikk og noen få butikker. Som det største kjøpesenteret har Strandtorget et lokalt monopol, men de konkurrerer på en arena mot de andre butikkene i Lillehammer. Vi regner Lillehammers gågate som den eneste direkte

konkurrenten mot Strandtorgets virksomhet. Gågaten i Lillehammer er en sterk merkevare som folk kjenner til. Den ble kåret til «Norges herligste gågate» av damebladet Kamille i 2011, og har høy aktivitet året rundt (Lillehammer 2011).

Det er liten interesse blant politikere i Lillehammer for å etablere flere kjøpesentre, dette for å beholde den livlige gågaten i sentrum, som i dagens Norge er en sjeldenhet. Senterleder hos Strandtorget har et ambivalent forhold til Lillehammer sentrum. Han ser på gågaten som en konkurrent, men samtidig noe som trekker turister til Lillehammer. Skjellerud sier at de følger med på hvilke leietakere som kommer inn der, samtidig som de forsøker å differensiere seg fra disse (vedlegg 1).



Figur 4: Illustrasjon av konkurransearenaen til Strandtorget, inspirert av (Lunnan 2010 s. 200)

Markedet for varehandel er et område i vekst og endring. Noen steder ser vi at markedet for kjøpesentre og varehandel er mettet og at enkelte sentre blir utkonkurrert. Man har nok nådd et metningspunkt innenfor noen lokale områder (Nygård og Bergli 2012). Dette er ikke tilfellet på Lillehammer. Ser vi på omsetningstallene, øker disse jevnt og lønnsomheten er god (vedlegg 8).

3.2.2 Inntrengere

Med inntrengere tenker vi hovedsakelig på potensielle nyetableringer. Det er høye inngangsbarrierer i bransjen, og det kreves omfattende tillatelser for å få lov til å bygge et kjøpesenter. Det er svært kapitalintensivt å bygge eller kjøpe et kjøpesenter og store investeringer knyttet til både tomt og bygg. Det har vært et forsøk på å bygge et kjøpesenter tilknyttet gågata i Lillehammer, men disse planene ble skrinlagt i 2014 da de ikke fikk nok leietakere (Røed 2014). Det som kunne konkurrert mot Strandtorget hadde vært et senter av tilsvarende størrelse med beliggenhet lenger nord i Lillehammer. Rosenlund Bydelssenter (2015b) har planer og har fått godkjent en utvidelse til 12 000 kvm. med detaljhandel. Det skal også bygges et bydelstorg. Dette er en potensiell trussel mot Strandtorget da de kan stjele markedsandeler.

3.2.3 Substitutt

Med substitutt tenker vi på de alternativene kundene kan velge istedenfor å handle på Strandtorget. Hovedsubstituttene er netthandel og frittstående kjeder. Kjøpesentre i Hamar og Gjøvik må nevnes, men Skjellerud sier at lekkasjen dit er minimal (vedlegg 1). Som vi kan lese i NRKs artikkel om de skrinlagte planene av kjøpesenter i gågata, er frykten for økt konkurranse mot netthandel årsaken til at noen av butikkene ikke vil binde seg til et nytt kjøpesenter (Røed 2014). Netthandelen i Norge øker hvert år og statistikk fra SSB (2014a) viser en økning på 17,1 % mellom 2013 og 2014, og samtidig ser vi at den generelle omsetningen av varer bare økte med 3,1 %. Det er verdt å nevne at denne økningen på 17,1 % er fra et lavt nivå og derfor kan tallene se mer skremmende ut enn de er. Nordic Council of Shopping Centers (2013), som representerer kjøpesenterbransjen, utga en rapport i 2013 som viser at den største trusselen mot kjøpesentre er netthandel. Det er forventet en stor økning i netthandelen i årene fremover, og vi anser at den største konkurransen til et kjøpesenter vil komme herfra. Netthandel (2014) går mer utover noen bransjer enn andre, da spesielt data, elektronikk, hvitevarer og bøker.

3.2.4 Kunder

Strandtorgets kunder er leietakere på senteret og forbrukere i Lillehammer og omegn. Etter intervjuet med senterleder på Strandtorget, kom det frem at det er stor kø av leietakere til senteret. Skjellerud sier at leiekontraktene gjerne er 5-årige, hvor leietaker har rett til 5 års fornyelse (5+5år). Leien blir justert etter konsumprisindeksen (vedlegg 1). For leietakere er

det en viss byttekostnad knyttet til å bytte fra Strandtorget til en annen lokasjon. Det kan være leiekontrakter og investeringer som er gjort i lokalet. Butikkene kan også ha mye av salget sitt betinget av selve beliggenheten på Strandtorget, dette må også sees på som en byttekostnad. For forbrukere er personlige preferanser, lokalisering og det praktiske ved et kjøpesenter en viktig faktor. Tilbudet til handel må sies å være medium i alternativer. Man har det meste i sentrum av Lillehammer, mens Strandtorget har enkelte større kjeder som ikke finnes i sentrum. Det er et begrenset marked knyttet til regionen og derav vanskelig å oppnå en høyere omsetning.

En viktig utfordring for Strandtorget er derfor å få mest mulig ut av hver kunde som besøker senteret. Skjellerud sier i intervjuet: *«Om vi klarer å selge for 20kr mer per kunde, ville det gitt 36 millioner mer i omsetning i året»*. Han fremhever service og salg som to av de viktigste faktorene for å øke omsetningen. Det er billigere å øke omsetningen per kunde, enn å bruke markedsføringsmidler på å trekke til seg nye kunder (vedlegg 1).

3.2.5 Leverandører

Butikkene som er beskrevet under punktet kunder er også leverandører til senteret. Vårt inntrykk er at Strandtorget er et attraktivt senter for både butikker og kjeder. De har en lav ledighet, noe som tyder på en høy forhandlingsmakt. Det er bare ett stort senter i Lillehammer-området. Strandtorget sitter med mye av forhandlingsmakten, men det er naturlig å tenke at store kjeder som H&M, Clas Ohlson og Vinmonopolet, som trekker folk til senterne, har en større forhandlingsmakt ovenfor Strandtorget enn enkelte mindre frittstående butikker og kjeder.

3.2.6 Offentlige aktører

Av byplanen, vedtatt i kommunestyret 2006, ser vi at lokalpolitikerne i Lillehammer ønsker å verne om næringsvirksomheten i sentrum.

Det er en tendens at omsetningsveksten har vært lavere i sentrum enn i butikksentrene

... det er viktig å bevare et sterkt og livskraftig sentrum innen handel, da dette også har ringvirkninger for turistnæringen og byens kvaliteter med gågate og sentrumsopplevelse (Lillehammer kommune 2006).

Med dette kan vi trekke en slutning om at Lillehammer kommune ønsker å verne om sentrum og kommer til å være forsiktige med reguleringer av både det nye senteret og eventuelle endringer Strandtorget skulle ønske. Strandtorget har både konkrete planer og tanker om å bygge ut, men har et inntrykk av at politikerne i Lillehammer er restriktive med dette. Strandtorget har et ambivalent forhold til dette, på den ene siden gjør det at de kan opprettholde sin posisjon gjennom at andre ikke får bygget ut, samtidig som de har egne planer og ønsker om å utvide sitt eget senter. Skjellerud sier at dette på sikt kan føre til større lekkasje og tap av markedsandeler til Gjøvik og Hamar, som fremstår som mer næringsvennlige (vedlegg 1).

3.2.7 Oppsummering av Porters fem krefter og mulige tiltak

Aktør	Vurdering	Tiltak
Konkurrenter	Middels til lav konkurranse, middels trussel.	Posisjonere seg mot Sentrum. Gi kunden en helhetsopplevelse.
Inntrengere	Middels til lav trussel.	Følge med på Rosenlund og sette inn tiltak.
Substitutter	Middels trussel.	Følge utviklingen nøye, vurdere tiltak, fortsette arbeidet med å skape en butikkmix som dekker alle målgrupper.
Kunder	Liten makt.	Ingen.
Leverandører	Liten makt.	Ingen.
Offentlige aktører	Høy makt.	Følge med, samt påvirke aktører.

Tabell 1: Oppsummering av Porters fem krefter.

3.3 Bedriftens makroomgivelser - PESTEL

Political (politisk), **Economic** (økonomisk), **Sociocultural** (sosiokulturelle), **Technological** (teknologiske), **Environmental** (samfunn), **Legal** (legale).

Vi har i denne PESTEL-analysen sett på ulike makrofaktorer som vil påvirke Strandtorget som kjøpesenter. Dette vil virke indirekte på leieinntektene. En PESTEL-analyse: «*Gir opplysninger om viktige makroøkonomiske forhold. En gjennomgang av disse faktorene kan hjelpe bedriften til å fokusere på de mest kritiske faktorene i dag og i fremtiden.*» (Lunnan 2010 s.230). Vi har utelatt teknologiske forhold fra analysen da vi ikke anser denne som relevant nok. Netthandel kunne gått under denne, men vi synes det er godt dekket i Porters fem krefter.

3.3.1 Politiske forhold.

Stabilitet i type politiske regime. Skatte- og avgiftspolitik. Handelsbarrierer.

De politiske forholdene i Norge er ganske stabile. Det skiftes mellom rødgrønne, borgerlige og sentrumsregjeringer som er i mindretall. Den største forskjellen økonomisk er at de borgerlige og sentrumspartiene er mer næringslivvennlige i sin tilnærming til skatte og avgiftspolitikken. Vi har i dag en blå-blå regjering som har en næringsvennlig profil. Selskapsskatten ble i 2014 satt ned fra 28 % til 27 % (Statsbudsjettet 2014). Skatt er et vanlig makroøkonomisk virkemiddel. Lavere skatter vil føre til økt konsum og økte investeringer (Dedekam 2003). I 2017 er det nytt Stortingsvalg, og hvis det igjen skulle bli rødgrønn regjering kan det føre til en noe høyere beskatning. Dette kan føre til at privatpersoner og bedriftene får mindre penger til forbruk og investeringer.

Det meste som selges importeres fra Europa og Kina. En trussel her er hvis det skulle bli en uoverensstemmelse med EU og EØS avtalen. Dette kan føre til at Norge mister sin største handelspartner. Forholdet mellom EU og Norge er i dag bra. Det kan oppstå mindre uoverensstemmelser, men alt i alt må den sies å være stabil.

En annen variabel er privatkjøp av varer fra utlandet, og vi har nevnt at vi ser på netthandel som en av de største truslene for Strandtorget. Det har tidligere vært en grense på toll og avgiftsfrihet på 200kr. Den ble foreslått økt til 500kr, men endte på 350kr som et kompromiss mellom regjeringspartene (Toll 2015). Vi ser ikke denne økningen som noen stor trussel for Strandtorget, men heller som en naturlig utvikling. Hvis grensen økes til 1000kr vil det trolig ha en alvorlig virkning på omsetningen til butikkene.

3.3.2 Økonomiske Forhold

Renter, inflasjon, arbeidsledighet og inntektsnivå.

Alle disse faktorene påvirker handel og derfor inntektsgrunnlaget til Strandtorget. Det har vært en økonomisk uro i Europa de siste 7 årene, men Norge har vært nokså skjermet. Dette skyldes at vi lever i en egen oljesmurt økonomi og kan bruke oljepenger som motkonjunkturtiltak for å stimulere økonomien. Råoljeprisen har vært stabil på mellom 100-120 dollar pr. fat i mange år, noe som har gagnet Norge godt, men i slutten 2014 sank den ned til rundt 60 dollar (DN.no 2015).



Figur 5: Oversikt over Brent 1. posisjon 5 år. Hentet 07.05.15 (DN.no 2015).

Dette prisfallet har påvirket Norge sterkt, spesielt i de regionene hvor man har næringer knyttet til oljevirksomhet. Innlandet er så langt skånet fra dette, men den økonomiske utviklingen påvirker regionen indirekte. Den lave oljeprisen har ført til at kronekursen er svekket mot utenlandsk valuta, noe som fører til at det blir dyrere å importere varer til Norge. Dette vil på lengre sikt føre til dyrere priser for forbrukere og lavere fortjeneste for den enkelte bedrift, og derav flere konkurser. Vi spurte senterleder Erik Skjellerud om Strandtorget hadde merket noe til fallet i kronekursen, og han hadde et interessant syn på dette. Siden kronekursen er svekket fører det til at færre nordmenn reiser til utlandet og at

disse i større grad velger å feriere innenlands. Dette mente han kunne være en fordel for Strandtorget, da de har mye trafikk knyttet til turisme i hytteområdene rundt Lillehammer (vedlegg 1).

I Norge er det et inflasjonsmål på 2,5 %. Norges Bank (2014a) skal føre en pengepolitikk rettet inn mot dette. Som det viktigste virkemiddelet har man styringsrenten, denne er på et historisk lavt nivå og ble nylig satt ned fra 1,5 % til 1,25 % (Norges Bank 2015a). En lav styringsrente vil i praksis gi en lavere utlånsrente, og dette fører til at konsumenter bruker penger på investeringer og konsum istedenfor sparing (Dedekam 2003). I mars i år var det et nytt møte i styret til Norges Bank og mange forventet et nytt rentekutt som svar til den lave veksten i norsk økonomi. Dette ble ikke tilfelle. Innen makroøkonomisk teori er styringsrenten en viktig variabel som påvirker inflasjonsmål og konjunkturer. Strandtorget ønsker at kjøpekraften skal holdes høy og at folk har penger å bruke på konsum. Gjennom det som i mikroøkonomien kalles *inntektseffekten* antar man at økt inntekt i gjennomsnitt øker konsum. Spesielt på konsumvarer eller detaljhandel som Strandtorget har mye av (Pindyck, Rubinfeld og Synnestvedt 2013 s.85).

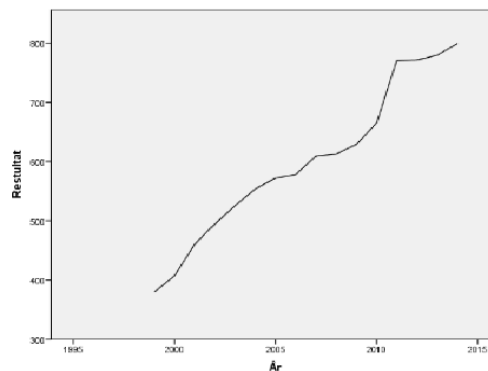
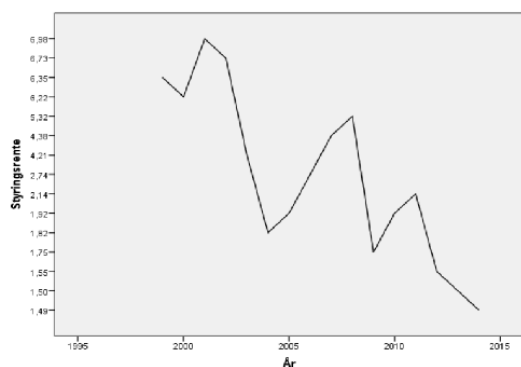
Vår hypotese er at dess lavere styringsrente, dess bedre resultat for Strandtorget. Dette kan vi undersøke gjennom en korrelasjonsanalyse siden styringsrenten har falt relativt stabilt de siste årene utenom økningen i 2010 og 2011 (Norges Bank 2014b). Vi setter omsetning for Strandtorget opp mot styringsrenten for å se korrelasjonen. Vi bruker en tidshorisont på 16 år (1999-2014). Her ser vi en motsatt korrelasjon på nesten 80 %, noe som er høyt og dermed støtter vår teori om at en lav styringsrente har en positiv innvirkning for veksten hos Strandtorget.

Correlations

		Resultat	Styringsrente
Resultat	Pearson Correlation	1	-,795**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	16	16
Styringsrente	Pearson Correlation	-,795**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	16	16

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

GGraph



Tabell 2: Korrelasjon mellom omsetning og styringsrente (for utregning se vedlegg 9).

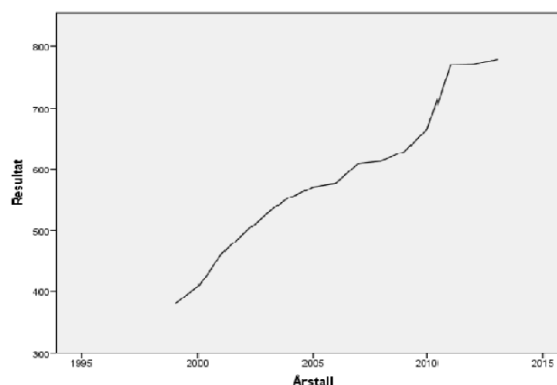
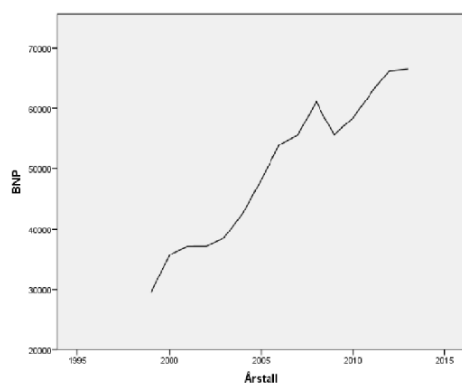
Vi antar også at veksten til Strandtorget vil bli påvirket av brutto nasjonalprodukt, BNP.

Vi bestemmer oss for å kjøre en lignende korrelasjonsanalyse. Vi setter BNP opp mot omsetning i perioden 1999-2014. Her ser man en positiv korrelasjon på nesten 95%, noe som viser at BNP er en viktig faktor for Strandtorgets vekst.

Correlations

		Resultat	BNP
Resultat	Pearson Correlation	1	,947**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	15	15
BNP	Pearson Correlation	,947**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	15	15

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).



Tabell 3: Korrelasjon mellom omsetning og BNP (for utregning se vedlegg 9).

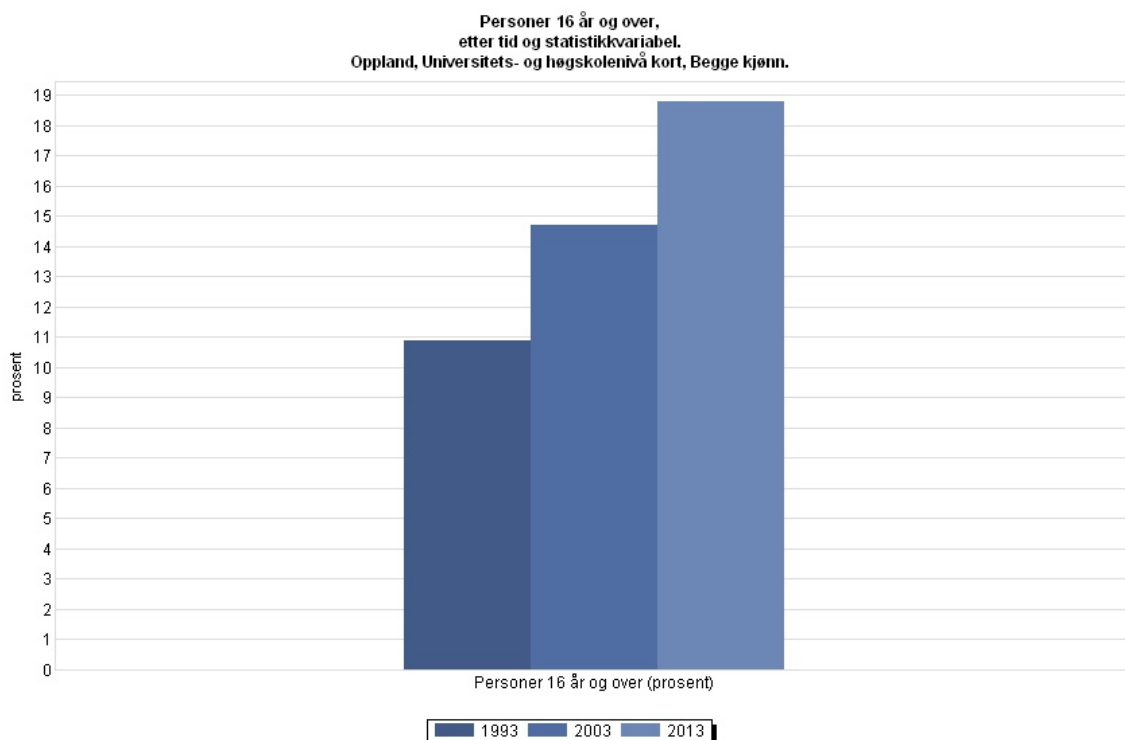
Ser vi på arbeidsledigheten ligger den på 3,7 % per mars 2015 (SSB.no 2015a). Dette er et lavt tall sett i en europeisk sammenheng, men Aftenposten skriver imidlertid at fremtidsutsiktene for arbeidsledigheten er negative og den ser ut til å øke i tiden fremover på grunn av redusert aktivitet i oljebransjen (Langberg og Østgårdsgjelten 2015). Ser vi på SSBs artikkel om inntektsnivå er dette vanskelig å sammenligne med andre land, men alt i alt ligger Norge høyt og i øvre halvdel av kjøpekraft sammenlignet med andre vestlige land (Svennebye 2011).

Dagens næringsliv har et makropanel som uttaler seg og kommer med fremtidsutsikter om makrotendenser. De ble alle overrasket over det store fallet i oljeprisen i 2014. De er spente på hvordan ringvirkningene fra dette vil slå ut i 2015, men de ser for seg økt arbeidsledighet og svakere innenlands etterspørsel. Noen ser for seg en halvering i BNP vekst og nivåer på mellom 1 og 2,5 % (Halvorsen 2014).

3.3.3 Sosiokulturelle forhold

Sosial mobilitet, Utdanningsnivå, Bosetting, Inntektsfordeling, Holdninger til arbeid og fritid, Demografi.

Utdanningsnivået i innlandet er nasjonalt sett lavt. Dette henger sammen med hvilke jobber og næringer som er i området, samt utdanningsmuligheter. Ser vi på statistikk over befolkningens utdanningsnivå skårer innlandsfylkene Hedmark og Oppland generelt lavere enn alle andre fylker (SSB.no 2014b). Sammenligner vi tallene fra 2013 med tall fra 2003 og 1993 ser vi at det er en generell trend i Norge at flere tar utdanning, også i Oppland.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 6: Utdanningsnivå Oppland (SSB.no 2014b).

Med statistikken som er nevnt ovenfor kan vi si at det er en jevn og stabil økning i såkalte *klassereiser*, hvor man går fra arbeidsklasse til middelklasse. Ser vi på befolkningsveksten har Oppland en lav vekst sammenlignet med andre fylker (SSB.no 2015b). I følge Thorsnæs (2014) er Oppland et fylke preget av høye utflyttingstall og lav fruktbarhetsvekst, og trenden er at man flytter fra utkantstrøk og inn til byene.

3.3.4 Samfunnsmessige forhold

Energibruk, miljølovgivning, avgiftspolitik og resirkulering.

Det er et stadig krav om mer energieffektive bygg. Dette fører til økte kostnader knyttet til investeringer, men på lenger sikt vil en spare penger knyttet til oppvarming og lignende. Forbrukere har stor makt og kan i stor grad påvirke de valgene bedrifter og selskaper foretar seg knyttet til bærekraft og etikk. Sektor gruppen har et mål om å drive bærekraftig og har et samarbeid med *BREEAM-NOR* (2015) som er en miljøsertifisering. Ut fra *i korte trekk* rapporten til Sektor gruppen (2015), ser vi at de fokuserer på å redusere energiforbruk, CO2 utslipp og resirkulering.

3.3.5 Legale forhold

Monopol lovgivning, arbeidsrettigheter, helse og sikkerhetspolitikk, kunderettigheter.

Strandtorget har den fordel i Lillehammer at de er det eneste kjøpesenteret av en viss størrelse. For å få bygge et kjøpesenter i Norge kreves det omfattende tillatelser. I Lillehammer er det ikke et sterkt ønske om å tillate dette, da politikerne frykter det skal fjerne handel fra gågaten. Dette er en stor fordel for Strandtorget da de ikke har noen reelle konkurrenter lokalt. I fremtiden kan det åpnes for muligheten til å ha åpent på søndager. Det er et omstridt og debattert tema om dagen. Fra butikkene og senterens side er det frivillig, men på grunn av konkurransen blir nok resultatet at mange ser seg nødt til å holde åpent hvis det skulle vise seg å bli en liberalisering. Åpningstider reguleres av «Lov om helligdager og helligdagsfred». Tjernshaugen (2015) skriver i Aftenposten at regjeringen med Høyre/Frp er avhengig av Venstre for å få flertall. Det kan se ut til at det blir et kompromiss, hvor kommunene selv skal bestemme om de vil tillate søndagsåpne butikker. Konsekvensen av søndagsåpne sentre og butikker er uklart. Noen ser for seg en økt omsetning, både med og uten økte kostnader, mens andre ser for seg at omsetningen bare spres utover flere timer.

3.3.6 PESTEL, oppsummert med de viktigste forholdene for Strandtorget

Politiske forhold	Det er stabile politiske forhold i Norge. Det vi ser på som den største trusselen er om man skulle få en økning av tollgrenser knyttet til privatimport og netthandel fra utlandet. Dette vil slå direkte inn på omsetningen til Strandtorget.
Økonomiske forhold	Den viktigste faktoren for detaljhandel. Vi vil se virkningen av den lave oljeprisen utover 2015 og hvordan den vil påvirke norsk økonomi. Økonomene i de store bankene ser for seg en lavere BNP vekst og lavere innenlands etterspørsel. Den norske kronen er svekket mot utenlandsk valuta og det vil føre til at importerte varer blir dyrere. Ser vi på rentenivå og BNP viser våre korrelasjonsanalyser at disse påvirker Strandtorgets omsetning. Vi tror vi vil se en lavere vekst for økonomien i årene fremover.
Legale forhold	Ved en liberalisering av søndagshandel tror vi dette vil føre til at Strandtorget kan øke sin omsetning. De har en del trafikk tilknyttet turisme og hytter i nærheten, og med en åpningsdag ekstra i helgen

	kan man anta at dette trolig vil øke totalt antall besøkende og dermed omsetningen.
--	---

Tabell 4: PESTEL-oppsumering

3.3.7 Kritikk mot makroanalysen

Det er interessant å analysere makroforholdene for å forstå hvordan disse vil påvirke norsk økonomi og dermed virksomheten til Strandtorget. Samtidig er det viktig å se dette fra begge sider og innse at alle makroforhold ikke er like interessante for en regional bedrift som Strandtorget. I vårt intervju med senterleder Skjellerud fikk vi bekreftet at det er begrensinger på hvilke makrotall de har tid og energi til å bry seg om (vedlegg 1). Nasjonale makrotall vil påvirke Strandtorget, men det kan være noen års etterslep.

3.4 SWOT-analyse

Strengths, weaknesses, opportunities, threats.

Vi bruker SWOT-analysen for å oppsummere den interne og eksterne analysen vi har av Strandtorget. Vi kommer også med noen konkrete tiltak som Strandtorget bør vurdere for å møte truslene og utnytte mulighetene.

Interne	Styrker	Svakheter
	Solid eierskap i Niam. Sektor gruppen er en god forvalter og har lang erfaring innenfor bransjen. En god ledelse. Lokalt monopol. God lokalisering og trafikk med tanke på turisme og hyttetraffic. (1)	Mangler i butikkmix, spesielt innen servering. Mangler Vinmonopolet.
Eksterne	Muligheter	Trusler

	<p>Mulighet for utvidelser.</p> <p>Øke omsetningen per kunde.</p> <p>Søndagsåpent.</p> <p>Få inn legesenter, tannlege og lignende.</p> <p>Utvikle kjøpesenteret mer til en helhetsopplevelse.</p>	<p>Restriktive lokalpolitikere.</p> <p>Økt handelslekkasje til netthandel.</p> <p>Rosenlund.</p> <p>Sentrum / Gågata</p> <p>Lavere vekst i innlandet.</p> <p>Store kjøpesentre på Gjøvik og Hamar.</p>
--	---	--

1. "Turismen øker - antall overnattingsdøgn i Lillehammer er synkende, men hyttetrafikken i området øker."

Tabell 5: SWOT-analyse

Som vi ser av SWOT-oppsummeringen gjør Strandtorget mye bra og de er i en heldig posisjon på mange områder. Markedet er i en jevn vekst, hyttetrafikken øker og den lave trusselen fra lokale konkurrenter gjør at de kan beholde sin markedsandel i tiden fremover. Den største trusselen anser vi å være netthandel. Både Strandtorget og bransjen må tenke nytt og fornye seg i årene fremover for å møte denne konkurransen. Senterleder Skjellerud sier at de jobber kontinuerlig med å ha riktig butikkmix, samt å få inn andre type leietakere enn det som er vanlig for et kjøpesenter. For eksempel offentlige og private kontorer, kino og bibliotek. De har en *vugge til grav* tankegang og ser nødvendigheten av å skape opplevelser for kundene (vedlegg 1). Vi mener at Strandtorget har noe å gå på her. Vårt forslag er at de gjør flere tiltak for å skape mer *blest* om senteret ved at man for eksempel kan holde årlige fashion awards, kåringer og andre events. Man kan få en integrering av netthandelen og fysisk handel med showrooms, felles nettsider for netthandling og lignende. Et lignende tiltak kan være et forsøk hvor man samarbeider med netthandelen, med et *pick up point* fra Komplett. De bør hele tiden følge med på utviklingen i sosiale medier, på sine hjemmesider, Wi-Fi tilgjengelighet o.l. (Nordic Council of Shopping Centers 2013).

Offentlige aktører har mye makt knyttet til reguleringer og utbygging. Vi har inntrykk av at senterleder er synlig og aktiv i media og andre forum. Dette er viktig for å opplyse folket og spesielt politikere i Lillehammer, om hva Strandtorget ønsker og hvorfor de ønsker det. Summen av alle de nevnte punktene er nødvendig for å møte konkurransen fra netthandel, for å opprettholde, og kanskje øke omsetningen i tiden fremover. Vi ser at Strandtorget gjør mye bra, men samtidig har forbedringspotensialet på enkelte områder.

4. Regnskapsanalyse

Nå har vi sett på den strategiske analysen. Der fikk vi et innblikk i Strandtorgets styrker, svakheter, muligheter og trusler. Som beskrevet i den strategiske analysen er Strandtorget en solid bedrift med gode fremtidsutsikter. Nå skal vi se på hvordan det går med Strandtorget regnskapsmessig.

For å kunne foreta en økonomisk vurdering av en bedrift kan man benytte seg av en regnskapsanalyse. «*Regnskapsanalyse er en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata*» (Kristoffersen 2014, s. 460). Ved å analysere regnskapet, notene samt styrets og revisors beretning, kan man si noe om bedriftens økonomiske utvikling og stilling. Analysen skal gi et helhetsbilde av den økonomiske situasjonen i bedriften. Ifølge Kristoffersen er regnskapsanalyse definert som «*alle teknikker som benyttes for å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og stilling*» (2014, s. 460). Vi gjør en regnskapsanalyse for å analysere utviklingen av Strandtorgets lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet. Vi utfører en ekstern og intern regnskapsanalyse basert på offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon og Strandtorgets interne regnskap.

For å få et godt bilde av selskapet har vi sammenlignet Strandtorget med MAXI Storsenter, heretter kalt MAXI, på Hamar og opp mot et bransjesnitt. Bransjesnittet består av: Niam V Stadionparken Eiendom AS, Niam V CC Drammen Eiendom AS og Niam V Torget Vest Eiendom AS. Disse er under Niams eie og forvaltes av Sektor gruppen. Sentrene er store kjøpesentre med lignende butikkmix og konkurranseforhold. Vi har sammenlignet nøkkeltall for å se hvordan Strandtorget presterer i forhold til bransjen.

Grunnet Niams overtakelse av Strandtorget i mars 2012 og de påfølgende endringer i selskapsstrukturen, har det vært vanskelig å få tak i regnskapstall fra før overtakelsen. Dette er en svakhet ved regnskapsanalysen. Det er ikke optimalt å ha tall fra 3 år. Tallene fra 2012 er heller ikke komplette og vi har valgt å utvide disse tallene fra 10 til 12 måneder ved å dividere på 10 og multiplisere med 12. Siden vi hadde få historiske data, valgte vi å sammenlikne nøkkeltall for 2013 fra Proff Forvalt. Ideelt sett ville vi analysert regnskapet over en periode på 10 år for å få en god oversikt over utviklingen og peke på trender for Strandtorget. Det er også verdt å merke seg at 2013 var et dårlig år for kjøpesenterbransjen med en lav vekst i

omsetning. Vi har likevel valgt å gjennomføre regnskapsanalysen da den gir et godt bilde på Strandtorgets konkurransedyktighet.

Alle tall i hele 1000 NOK

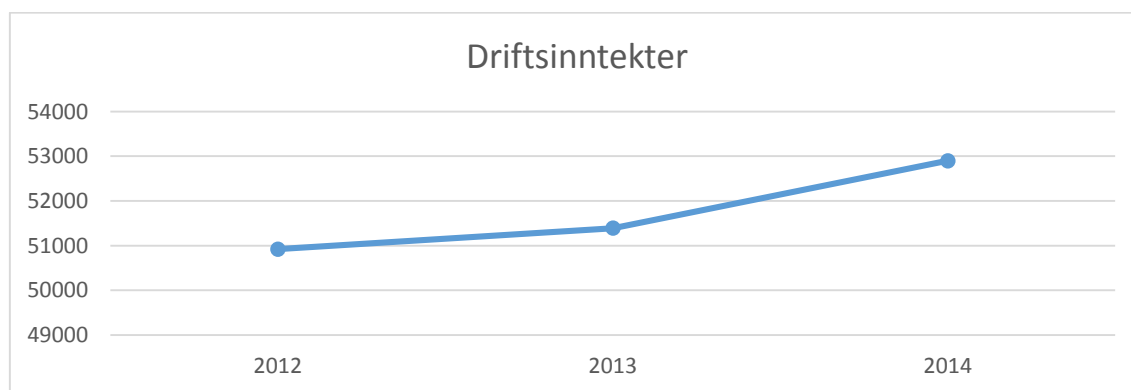
4.1 Driftsinntekter og driftsutgifter

Tall fra interne regnskap

Strandtorget	2012	2013	2014
Driftsinntekter	50918	51389	52896
Driftsutgifter	5448	5992	6549

Tabell 6: Driftsinntekter og driftsutgifter (se vedlegg 10 for utregninger).

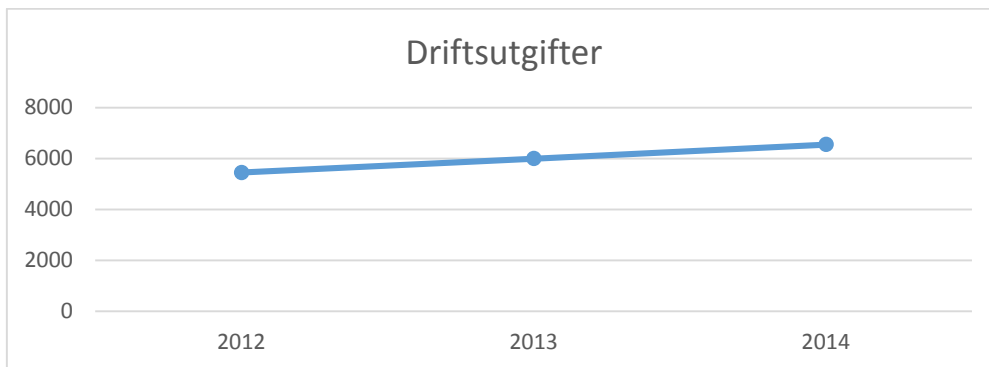
4.1.2 Driftsinntekter



Figur 7: Driftsinntekter

Som vi ser øker driftsinntektene fra år til år. Ser vi på økningen fra 2012 til 2013 er denne i underkant av 1 prosent og ligger under KPI-utviklingen i landet ellers. Normalt sett burde veksten vært i nærheten av inflasjonen eller litt høyere. I intervallet mellom 2013 og 2014 ser vi en økning på 2,9 % som er 0,9 % høyere enn KPI i landet. 2013 var et dårlig år for bransjen generelt og omsetningen hadde en liten vekst. Dette reflekteres i den lave inntektsveksten.

4.1.3 Driftsutgifter



Figur 8: Driftsutgifter

Ser vi på driftsutgiftene øker de betydelig mer enn inntektene. I intervallet mellom 2012 og 2013 har vi en økning på hele 9,9 %. I perioden mellom 2013 og 2014 er kostnadsøkningen også høy og ligger på 9,2 %. Det er en stor økning og Strandtorget må redusere kostnadsøkningen i årene som kommer. Ifølge Bomann-Larsen kommer det av «...*løpende vedlikeholdsarbeid på senteret i form av leietakertilpasninger og oppgraderinger...*» (Personlig kommunikasjon, e-post 11.03.15). Derfor antar vi at dette vil normalisere seg i fremtiden.

Det er stor differanse mellom driftsinntekter og driftsutgifter i perioden, dette viser at selve driften av selskapet er effektivt. Høyt driftsoverskudd er normalt i bransjen grunnet at den største utgiftsposten vil komme i form av finanskostnader.

4.2 Totalkapitalrentabilitet

«*Totalkapitalrentabiliteten... måler en bedrifts avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften.*» (Kristoffersen 2014, s. 478). Det vil si at den måler hvor godt bedriften har forvaltet sine ressurser, uavhengig av hvordan de har finansiert den. Det gjøres ikke forskjell på i hvor stor grad bedriften er finansiert av gjeld eller egenkapital. Når vi ser på totalkapitalrentabiliteten sees det vanligvis bort fra ekstraordinære og spesielle poster. Den beregnes ut fra ordinært resultat før kostnadene, som kommer av at lånefinansieringen er trukket fra.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

	Strandtorget	MAXI	Bransjesnitt
Totalkapitalrentabilitet	4,9%	4,1%	6,6%

Tabell 7: Totalkapitalrentabilitet (se vedlegg 10 for utregninger).

Tabellen viser at Strandtorgets totalkapitalrentabilitet ligger på 4,9 %. Hver krone som er investert i selskapet gir en positiv avkastning på 4,9 øre. Når vi sammenligner Strandtorget med utvalgte konkurrenter ser vi at de har en marginalt høyere rentabilitet enn MAXI, men ligger litt under snittet i bransjen. Bak nøkkeltallet ser vi at Strandtorget har en betydelig større gjennomsnittlig totalkapital enn bransjesnittet som har en lav totalkapital. Derfor mener vi Strandtorget har en god totalkapitalrentabilitet.

Totalkapitalrentabiliteten viser avkastningen av kapital investert av både kreditorer og eiere og er avhengig av to forhold: Totalkapitalens omløpshastighet og resultatgrad.

4.3 Resultatgrad

«Resultatgraden viser forholdet mellom nettoresultat og driftsinntektene i perioden.»

(Kristoffersen 2014, s. 509). Resultatgraden viser lønnsomhet i form av hvor mye som er tjent på hver krone som er omsatt i perioden og måler hvor lønnsom bedriften er i forhold til salget.

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}}{\text{Driftsinntekter}}$$

	Strandtorget	MAXI	Bransjesnitt
Resultatgrad	74,8%	85%	55,5%

Tabell 8: Resultatgrad (se vedlegg 10 for utregninger).

Strandtorgets resultatgrad ligger på 74,8 %. Dette viser god lønnsomhet på hver krone som blir omsatt i selskapet. Inntektsnivået er relativt mye høyere enn utgiftsnivået når det kommer til driften. Dette betyr at selve driften er effektiv. I bransjen er resultatgraden høy, og dette bekreftes ved sammenligningen med konkurrentene. Strandtorget ligger under MAXI, men et godt stykke over snittet i bransjen.

4.4 Totalkapitalens omløpshastighet

«Totalkapitalens omløpshastighet forteller hvor effektivt bedriften utnytter kapitalen som er bundet i bedriften» (Kristoffersen 2014, s. 509) I en bransje med store investeringer vil vi på forhånd anta at omløpshastigheten er lav.

$$\text{Totalkapitalens omløpshastighet} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

	Strandtorget	MAXI	Bransjesnitt
Totalkapitalens omløpshastighet	6,6%	4,9%	12%

Tabell 9: Totalkapitalens omløpshastighet (se vedlegg 10 for utregninger).

Omløpshastigheten på Strandtorgets total kapital ligger på 6,6 %. Grunnet høye kapitalbindinger i anleggsmidler er det naturlig at den ikke er høyere. Det finnes flere måter å forbedre total kapitalens omløpshastighet. De kan øke sine inntekter eller redusere kapitalen som er bundet i bedriften. Som vi har sett tidligere i den strategiske analysen har Strandtorget utnyttet utleiekapasiteten nærmest maksimalt. Vi tror ikke det vil være mulig å redusere kapitalen da denne er bundet opp i selve senteret. Ser vi Strandtorget opp mot de utvalgte konkurrentene, ser vi at de ligger litt høyere enn MAXI, men under snittet i bransjen.

4.5 Egenkapitalrentabiliteten

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på eiernes innskutte kapital i bedriften. «Nøkkeltallet kan også brukes til å rangere flere bedrifter i tilfeller der en investor er interessert i å kjøpe nye aksjer eller eierandeler» (Kristoffersen 2014, s. 480). Fordi eierne ønsker å vite hvor stor del av resultatet som tilfaller egenkapitalen, er det mest interessante egenkapitalrentabiliteten etter skatt.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

	Strandtorget	MAXI	Bransjesnitt
Egenkapitalrentabilitet	0,36%	4,83%	8,6%

Tabell 10: Egenkapitalrentabilitet (se vedlegg 10 for utregninger).

Strandtorgets egenkapitalrentabilitet ligger på 0,36 %. Dette er en svært lav avkastning på pengene Niam har investert. Det vil si at de bare får igjen 30 øre for hver 100 krone investert og dette må sees på som faretruende lavt. Sett ut fra en investors perspektiv skal dette nøkkeltallet være så høyt som mulig. Ser vi bak tallene kommer det av det lave resultatet i 2013. Konkurrentene hadde et mye bedre år, og om vi ser på bransjesnittet har de en egenkapitalrentabilitet på 8,6 %, noe som er et godt resultat.

4.6 Likviditet

«En likviditetsanalyse er en analyse av en bedrifts betalingsevne...» (Kristoffersen 2012, s. 491) En likviditetsanalyse brukes til å kartlegge en bedrifts evne til å betale sine forpliktelser ved forfall.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

	Strandtorget	MAXI	Bransjesnitt
Likviditet	24,46	0,024	1,649

Tabell 11: Likviditet (se vedlegg 10 for utregninger).

Strandtorgets likviditetsgrad 1 var i 2013 på 24,46, noe som er meget høyt. Dette vil si at de har en god betalingsevne og de vil ikke ha noen problemer med å betale sine forpliktelser ved forfall. Strandtorget har mye likvide midler og lite kortsiktig gjeld. De skiller seg ut fra andre aktører i bransjen. Dette gir signaler om en stabil økonomisk situasjon og det er ingen overhengende fare om at de skal gå konkurs på kort sikt. Konkurrentene har mindre omløpsmidler og høyere kortsiktig gjeld. Når vi vet at likviditetsgraden anbefales å være høyere enn 2/1 ligger MAXI faretruende lavt med 0,024. Bransjesnittet er også lavere enn anbefalingen med 1,649.

4.7 Egenkapitalandel

«Egenkapitalandelen viser hvor stor prosent av eiendelene som er finansiert med egne midler.» (Kristoffersen 2012, s. 488). Det viser hvor stor del av bedriften som er finansiert med egenkapital, og hvor stor del som er finansiert av gjeld.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} * 100}{\text{Totalkapital}}$$

	Strandtorget	MAXI	Bransjesnitt
Egenkapitalandel	17,9%	75,9%	23,2%

Tabell 12: Egenkapitalandel (se vedlegg 10 for utregninger).

Strandtorget har en nokså lav egenkapitalandel, noe som utgjør en risiko for kreditorer. Gjennom samtaler med Bomann-Larsen hos Sektor guppen har vi fått vite at en finansieringsgrad med 25 % egenkapital er vanlig i bransjen. Dette er gjerne grunnet i skattefordeler knyttet til rentefradrag og at det koster å ha kapital bundet opp. Sammenlikner vi Strandtorget opp mot utvalgte konkurrenter ser vi at det er en generelt lav egenkapitalandel. Snittet i bransjen ligger på 23,2 %. Unntaket er MAXI som har en høy egenkapitalandel på 75,9 %.

4.8 Rentedeckningsgrad

«Rentedeckningsgraden forteller i hvilken grad en bedrift er i stand til å betale sine rentekostnader.» (Kristoffersen 2012, s. 490). Dette sier noe om evnen et selskap har til å tåle rentekostnader. Tallet viser hvor mange ganger selskapet kan betale rentekostnadene i forhold til periodens overskudd. Risikoen blir mindre jo høyere forholdstallet er. Dersom forholdstallet er høyt vil bedriften ha god mulighet til å ta opp mer gjeld når det skulle være nødvendig.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

	Strandtorget	MAXI	Bransjesnitt
Rentedeckningsgrad	1,017	5,086	1,932

Tabell 13: Rentedeckningsgrad (se vedlegg 10 for utregninger).

Selv om mange har hevdet at størrelsen på rentedekningsgraden bør være større enn 3, finnes det ingen generelle krav til størrelsen (Kristoffersen 2012). Strandtorget har en lav rentedekningsgrad, men siden den er større enn 1 anser vi ikke dette som noen stor risiko. Den lave rentedekningsgraden kommer av at de har høye finanskostnader, og ser du resultatet relativt i forhold til dette er tallene lave. Strandtorgets konkurrenter har en høyere rentedekningsgrad enn Strandtorget. Dette er forøvrig naturlig siden spesielt MAXI, men også bransjekonkurrentene har en mye lavere rentekostnad.

4.9 Oppsummering

Regnskapsanalysen gir oss et bilde på hvordan Strandtorget driftes. Likviditeten og soliditeten tyder på at det ikke er noen trusler mot videre drift. De sentrale nøkkeltallene gir et blandet bilde av Strandtorget. Vi vil spesielt dra frem resultatgraden som er meget god og bedriften blir drevet effektivt. Det er et selskap med svært liten egenkapitalandel og lav avkastning på denne. Noe Strandtorget må følge med på er deres høye økning i driftsutgifter. Det har vært to år på rad med en økning på over 9 %, noe som sammenlignet med økningen i driftsinntekter er svært høyt. Sammenligner vi Strandtorget med konkurrentene ser vi at de ligger både høyere og lavere på nøkkeltallene, men gjennomsnittlig likt rundt konkurrentene. Vi kan derfor anta at Strandtorget ikke har noen konkurransemessige ulemper i markedet. Alle tall er hentet fra regnskapet og er bokførte og ikke reelle verdier. Dette er en svakhet i analysen og vil eksempelvis bety at et selskap som har avskrevet mye av sine verdier, vil få et bedre resultat på enkelte nøkkeltall.

5. Verdsetningsmetoder

Vi har nå fullført en regnskapsanalyse av Strandtorget og sammen med den strategiske analysen tar vi dette med oss inn i verdivurderingen. I dette kapittelet skal vi se på ulike metoder og modeller vi kan ta i bruk for å analysere verdien av Strandtorget. Vi har også sett på sammenlignbare selskaper for markedsbasert verdisseting.

5.1. Dividende

I en verdsettelse er det ofte aktuelt å bruke en dividendeformel for å regne ut verdien på en aksje eller ett selskap. Dette er spesielt vanlig for store selskaper med utbyttepolitikk. Strandtorget betaler ikke ut dividende og derfor blir denne metoden irrelevant.

5.2. Opsjonsbasert tilnærming

Opsjonsbasert tilnærming brukes i situasjoner hvor andre analyser vil undervurdere verdien. Dette skyldes gitte scenarioer hvor en særlig fleksibilitet vil gi høy avkastning for verdien. Eksempler på dette kan være potensiell utbygning av prosjektet, eller utnyttelse av en lisens som selskapet besitter (Kaldestad og Møller 2012).

Opsjonsbasert tilnærming er en tidkrevende modell og vi tror ikke Strandtorget besitter særlig fleksibilitet som ikke andre modeller vil kunne plukke opp. Vi velger derfor å ikke bruke denne i vår oppgave.

5.3. Pay-back metoden

En annen populær metode for å vurdere investeringer er Pay-back metoden, på norsk kalt tilbakebetalingsmetoden. Denne metoden er populær fordi den er svært enkel å utføre. Strandtorget er et veletablert prosjekt og metoden fungerer dårlig til denne typen prosjekter, siden den er konstruert til å vurdere hvor lang tid det tar å tjene inn investeringsutlegget (Bøhren og Gjørnum 2009). Vi velger dermed å ikke benytte oss av denne metoden.

5.4. Diskontert nåverdi

Vår hovedmodell er diskontert nåverdimetode. Konseptet er enkelt, verdien av et selskap er lik verdien av fremtidige kontantstrømmer. Denne må diskonteres med en variabel som

plukker opp risiko, tidsverdien av penger og alternative kostnader. Kaldestad og Møller gir oss noen gode argumenter på hvorfor dette er en god metode:

- Markedet fokuserer på kontantstrømmer istedenfor regnskapsmessige størrelser.
- Et typisk selskap har 75 % av verdiene lenger frem i tid enn fem år. Dette dekker ikke prognoser o.l., og derfor er det nødvendig å lage fremtidige kontantstrømmer.
- Andre populære metoder, som markedsbasert verdsetting, er bare avledninger av denne nåverdi-metoden (Kaldestad og Møller 2012, s. 35).

I vår oppgave skal vi utarbeide en fremtidig kontantstrøm, for så å diskontere denne tilbake til år 0 som da blir vår verdi på Strandtorget. Eventuelle svingninger i variabler dekkes i sensitivitetsanalysen.

5.5. Gordons Vekstformell

Mange selskaper har som mål å leve *evig*. Da kan det være aktuelt å anvende Gordons Vekstformell for å utregne verdien. Her antar man at dagens kontantstrøm vil vare evig (Kaldestad og Møller 2012).

Premissene for formelen:

- Vi har en fast vekst på driften.
- Kontantstrømmen er tydelig. Vi kan se en tydelig drift av eiendommen som skaper inntekt.
- Vi har et avkastningskrav (Kaldestad og Møller 2012).

Formelen er:

$$Verdi = \frac{\text{Kontantstrøm}}{\text{Avkastningskrav} - \text{Vekst}}$$

Denne formelen passer til Strandtorget, siden det er et evigvarende prosjekt med en tydelig kontantstrøm fra leieinntekter. Vi ser at det passer å sette leieveksten som en variabel, siden vi vet at leien øker med inflasjon. Vekst i omsetning ser vi på i kapittel 6, og her settes også avkastningskravet.

Dette er en forenklet formel som tar lite hensyn til risiko, men vi velger fortsatt å bruke denne modellen som en tilleggsutregning for å se om den avviker eller samsvarer med vår verdsettelse.

5.6. Markedsbasert verdsetting

Markedsbasert verdsetting er en populær metode for å verdivurdere selskaper. Den er enkel, rask og kan brukes på flere måter. Mens den diskonterte nåverdimetoden i stor grad ser på interne forhold og setter verdi basert på drift, velger vi med markedsbasert verdsetting å sette øynene mot markedet og estimerer verdien basert på hva lignende selskaper omsettes for i markedet (Kaldestad og Møller 2012, s. 31). Markedsbasert verdsetting egner seg spesielt godt når man skal vurdere selskaper som ikke operer på børsen. Det er da mulig å finne et lignende selskap som er børsnotert, og hente ut markedstall.

EV/EBIDTA, **P/E** og **Yield** er tre markedsbaserte verdsettingsmetoder vi velger å bruke. Resultatene fra disse utregningene vil brukes som tilleggsutregninger, og blir brukt for å sammenligne med diskontert nåverdi for å se om de avviker eller samsvarer i stor grad. **Yield** er spesielt relevant for eiendom, og vil derfor få ett eget avsnitt senere i oppgaven.

5.6.1 P/E

En metode vi skal bruke kalles P/E, Price/Earnings, og er en formel som blir mest brukt når man analyserer aksjer. Da tar vi markedsverdien over brøkstreken, altså hva markedet er villig til å betale for aksjen, og deler på selskapets driftsinntekter. Hadde disse verdiene vært like ville vi fått en P/E på 1. Det betyr at markedet synes inntekten er det maksimale de vil betale for aksjen. Dette er svært uvanlig. Vanligvis vil verdien over brøkstreken være høyere, noe som betyr at markedet betaler mer enn hva aksjen på sett og vis er verdt. Denne beslutningen er basert på det mange refererer til som *underliggende verdier*. Eksempler på dette kan være et sterkt merkevarenavn, en trygg inntjeningsmetode, vekstpotensial, høy kompetanse, en god ledelse eller en god økonomi (Kaldestad og Møller 2012).

I vår strategididel har vi sett at Strandtorget også har flere underliggende verdier, som er verdiøkende for markedsprisen. Derfor vil vi bruke P/E-verdier fra våre sammenligningsselskaper for å regne ut en markedsverdi.

5.6.2 EV/EBIDTA

EV/EBIDTA er en annen metode vi velger å bruke. EBIDTA står for det engelske «*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*» og er driftsresultat før avskrivninger. Ved å analysere dette kan analytikere se hvor lønnsomme selskap er på driften, ved å se bort fra hvordan det er finansiert. To like lønnsomme selskap kan ha veldig forskjellige resultater grunnet finansieringsavtaler, avskrivningsprofiler og goodwill.

Vi velger å bruke denne metoden fordi det er antatt at et sammenlignbart selskap vil ha omtrentlig samme lønnsomhet på drift, og vi kan derfor finne en markedsverdi som vi kan sammenligne med våre andre utregninger.

5.6.3 Valg av sammenligningsselskaper

Det er nødvendig for oss å velge oss noen sammenlignbare selskaper for å sette yield, P/E og EV/EBIDTA. Ser vi til Norges børs er det vanskelig å finne helt like selskaper å sammenligne med. Det selskapet som ligner mest og vi ser på som det beste, er Olav Thon Eiendomsselskap. Selskapet har selv følgende beskrivelse av egen drift: «*Selskapets strategi er å erverve, utvikle og eie eiendommer med sentral beliggenhet. Ca. 75 % av leieinntektene kommer fra butikklokaler.*» (Nordnet 2015). Det som trekker ned reliabiliteten er at 75 % av inntektene kommer fra butikklokaler, mens hos Strandtorget utgjør dette all verdiskapning. Vi mener fortsatt at Olav Thon Eiendomsselskap er relevant siden de opererer i samme bransje og tre fjerdedeler av verdiskapningen kommer fra detaljhandel. Derfor sammenligner vi Strandtorget og Olav Thon Eiendomsselskap.

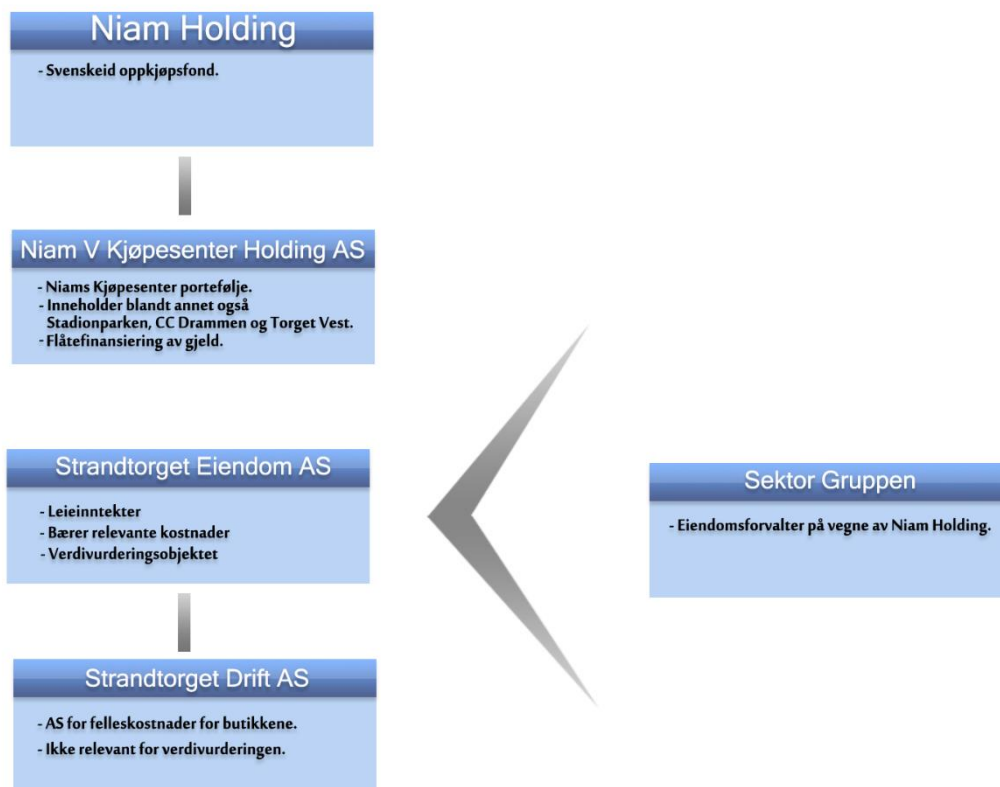
Det er allikevel skummelt å bruke kun ett firma. Dette skyldes primært svakhetene i markedsbasert verdsetting. Det er ikke sikkert at Olav Thon Eiendomsselskap er priset riktig, og det er strukturelle forskjeller i disse selskapene. Derfor velger vi å ta med de to andre gigantene på det norske eiendomsmarkedet, Norwegian Property og ENTRA. Dette er to selskaper som ligner mindre på Strandtorget siden de ikke har sitt hovedfokus på kjøpesenter, men opererer mer innen annen næringseiendom som hoteller og kontorlokaler. Allikevel synes vi disse selskapene er relevante sammenlignbare selskaper, siden de opererer på det norske eiendomsmarkedet, og dermed plukker opp relevante tendenser.

Jørn Høistad hos DTZ Verdivurdering anskaffet oss DNB Markets Real Estate Weekly, som er en ikke-offentlig rapport om den finansielle utviklingen i eiendomsmarkedet. Denne velger vi å bruke som en kilde i alle våre verdimetoder som involverer sammenligningsselskaper (P/E, EV/EBIDTA og Yield).

6. Diskontert nåverdimetode

Vi har nå sett på ulike verdivurderingsmodeller og har valgt ut de vi ser på som de mest relevante for Strandtorget. Vi har bestemt oss for å verdivurdere Strandtorget, både som et AS og som en eiendom. For å gjennomføre dette må vi få en oversikt over strukturen til Strandtorget. Selve eiendomsparken er delt inn i tre AS: Niam V Festningen Eiendom, Niam V Festningen III Eiendom og Niam V Strandtorget Eiendom. Festningen Eiendom og Festningen III Eiendom leier ut forskjellige butikker og kontorlokaler i næringsparken som ligger utenfor Strandtorget kjøpesenter. Vi konsentrerer oss om Niam V Strandtorget Eiendom som er selskapet med leieinntekter fra Strandtorget kjøpesenter. I dette AS-et ligger alle leieinntektene fra butikkene inne i selve kjøpesenteret og alle relevante kostnader for å drifte senteret.

Strandtorget Eiendom har ett datterselskap kalt Niam V Strandtorget Drift. I vårt intervju med senterleder Skjellerud fikk vi oppklart at Strandtorget Drift er et AS som er opprettet for å bli en *felleskasse* for felleskostnader, markedsføring o.l. Vi velger å se vekk fra dette AS-et siden det er et selskap som på mange måter *nuller* seg selv ut.



Figur 1: Oversikt over organisasjonsstruktur

Før vi begynner med verdivurderingen må vi få en oversikt over gjeldssituasjonen til Strandtorget. I januar 2014 innførte Finansdepartementet nye regler for rentefradrag for å motvirke uheldig skatteplanlegging (Regjeringen 2014). Da valgte Niam å konvertere gjelden, de hadde til morselskapet, til egenkapital. I Niam V Kjøpesenter I Holding, morselskapet, finnes ulike kjøpesentre. Disse er finansiert gjennom såkalt *flåtefinansiering* og tilhørende konserninterne lån, hvor de underliggende eiendommene stilles som sikkerhet ovenfor långiver intern og eksternt. Torstein Bomann-Larsen hos Sektor sier at flåtefinansieringen har en gjenværende løpetid på ca. 7 år og løper avdragsfritt. Gjeldsgraden ved opptak av lån som dette pleier å ligge på rundt 65 til 70 % ved lånestart (Personlig Kommunikasjon, e-post 16.04.15).

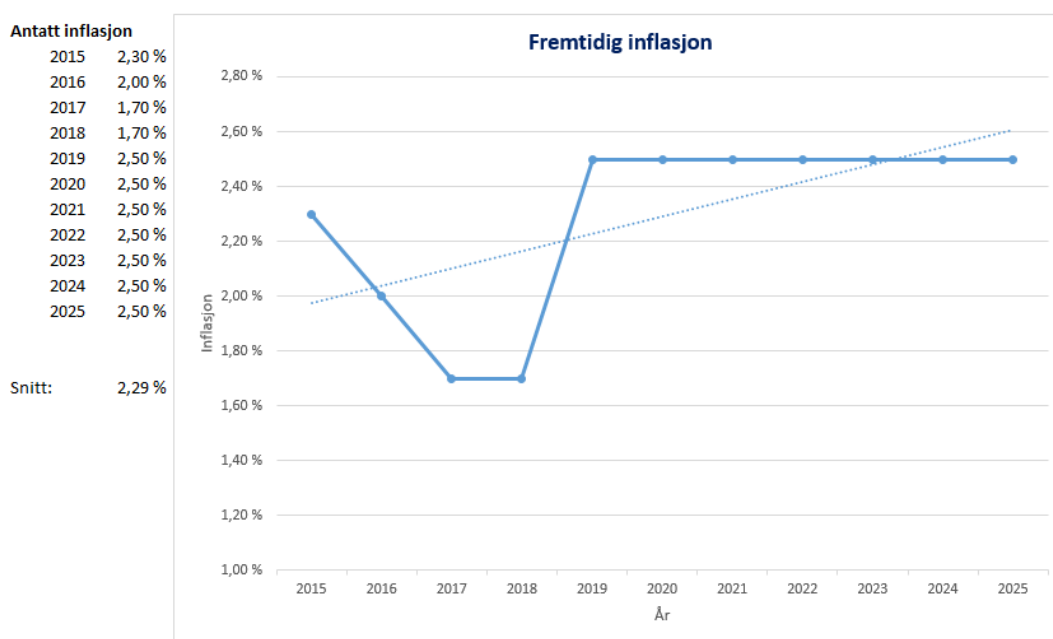
Senere i oppgaven skal vi se på markedsverdien til Strandtorget, og da velger vi å analysere muligheten for at et selskap ønsker å gjøre oppkjøp, både med og uten gjeld, og opplyser derfor verdiene både for markedsverdi med og uten gjeld. Dette fordi oppgaven også sees fra en oppkjøpers perspektiv, og det vil være ugunstig å gjøre ett oppkjøp av Strandtorget uten å finansiere ved hjelp av gjeld.

6.1 Prognoser

I den diskonterte nåverdimetoden trenger vi en kontantstrøm. For å kunne budsjettere denne vil vi trenge prognoser for inflasjon og vekst.

6.1.1 Konsumprisindeksen

Konsumprisindeksen eller KPI er en indeks som måler den faktiske prisveksten i Norge. Denne indeksen blir utarbeidet av Statistisk sentralbyrå og er et mål på Norges inflasjon (SSB.no 2015c). Norges Bank (2014a) har et mål om at inflasjonen eller konsumprisene skal vokse med 2,5 % årlig. For å nå dette målet bruker de primært styringsrenten. Det er vanlig blant utleiende å bruke KPI-indeksen for å justere leie. Dette er også tilfellet hos Strandtorget (vedlegg 1). Vi legger til grunn prognoser fra SSB i våre utregninger for KPI og setter følgende prognose for våre neste ti år, hvor vi følger SSBs (2015d) prognoser frem til 2018. Deretter setter vi inflasjonen til 2,5 %, som er Norges Banks mål, siden dette er en usikker variabel og vi tar hensyn til svingninger i sensitivitetsanalysen.



Tabell 14: Fremtidig inflasjon. I tabellen til venstre vises vår antatte årlige inflasjon. Dette illustreres i figuren.

6.1.2 Vekstprognose

Norges Bank har som nevnt et inflasjonsmål på 2,5 %. Leien til leietakere hos Strandtorget blir inflasjonsjustert med KPI-indeksen. Statistisk sentralbyrå sine anslag ser for seg en utvikling som vil ligge mellom 1,7 og 2,3 % frem mot 2018 (SSB.no 2015d).

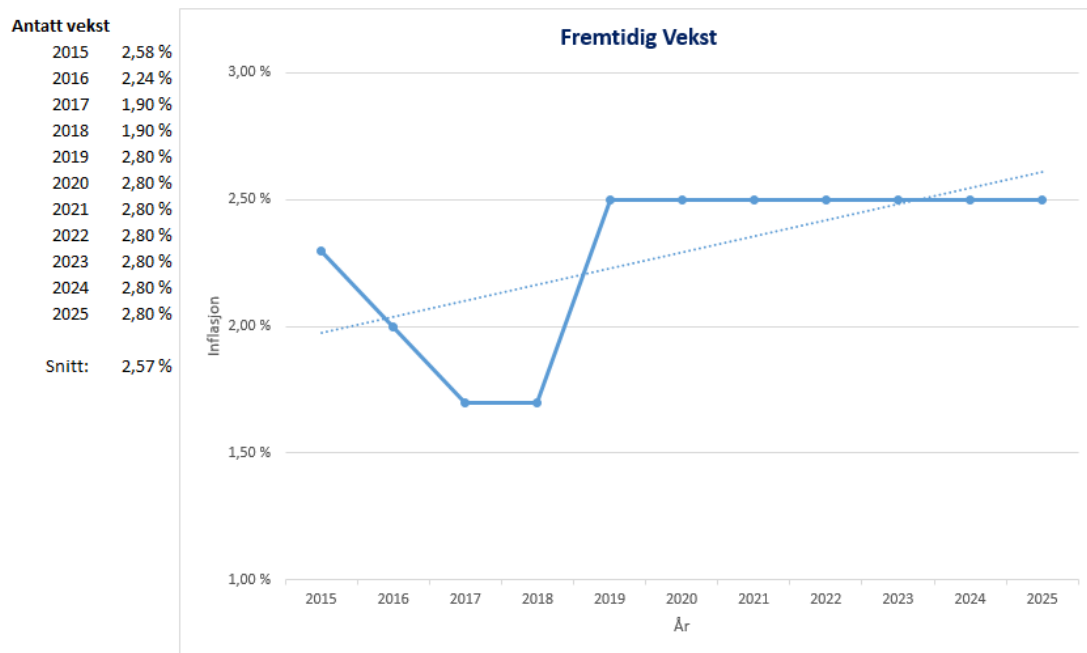
I tabell 14 satte vi opp en prognose på 10 år for fremtidig KPI. Denne variabelen utgjør mesteparten av vekst i leieinntekter. I vår analyse av Strandtorget har vi funnet en viktig variabel. Det er vanlig å bruke noe som kalles *omsetningskicker*, hvor utleier i tillegg til ordinær husleie får en økt leie når omsetningen til butikkene når en viss prosent. Avtalene varierer fra butikk til butikk, men det vanlige innenfor bransjen er en fast leiesum pluss en omsetningskicker på mellom 5 og 7 %, eller en minimumsleie hvor man bytter til omsetningsbasert husleie når man passerer en viss omsetning. Hvis vi antar at leietakere etterstreber en høyest mulig omsetning, er dette et incentiv for begge parter. Utleier vil jobbe for at leietaker har høyest mulig omsetning. Dess høyere omsetning butikkene på Strandtorget har, dess høyere er senterets leieinntekter. For å sitere senterlederen Erik Skjellerud: «Det er når omsetningen til butikkene går forbi minimumsleie og øker inntektene mye, det begynner å bli artig» (vedlegg 1).

I våre analyser er det som nevnt leieinntektene som er den største driveren, og det er relevant å legge inn en vekstvariabel. Hvis flertallet av leietakerne øker sin omsetning eller at omsetningskickeren slår inn, er denne vekstfaktoren så vesentlig at vi må legge den inn i vår analyse. Spesielt der hvor leietakerne som allerede betaler sin leie basert på omsetningskicker, vil økt omsetning hos butikkene være mer vekstdrivende enn inflasjonen.

Den årlige prosentvise veksten i omsetning for Strandtorget siden 1991 ligger gjennomsnittlig på 7,47 %, en vekst på 4,97 % over inflasjonsmålet. Dette er en noe kunstig høy vekst grunnet ombygging og utbygging. En del av denne veksten vil ikke fanges opp direkte av eiendomsselskapets leieinntekter. Allikevel er denne veksten høy nok til at vi kan anta en økning i Strandtorgets leieinntekter over inflasjon, grunnet omsetningskicker.

Ser vi på veksten i detaljhandelen mellom 2013 og 2014 viser den en økning på 3,1 % (SSB 2014a). Utviklingen i Strandtorgets leieinntekter for samme periode ligger på 3 %, dette er 0,5 % over inflasjonsmålet. I våre strategiske analyser har vi spådd en stagnasjon eller svak resesjon i økonomien fremover med en BNP-vekst på mellom 1 og 2,5 %. Vi tror dette, sammen med faktorer som netthandel, vil påvirke detaljhandelen og ser for oss en noe lavere

vekst enn det man har hatt de senere årene. Samtidig er Strandtorget i en unik posisjon på Lillehammer. Vi velger derfor å anta at veksten garantert vil øke med KPI, grunnet at Strandtorget ikke har noen ledige lokaler. På bakgrunn av strategiske analyser anslår vi at veksten til Strandtorget vil ligge 12 % over KPI-utviklingen i årene frem mot 2025. Dette vil ved inflasjonsmålet på 2,5 % utgjøre en vekst på 2,8 %, noe som kan regnes som en moderat vekst.



Tabell 15: Fremtidig vekst. Antatt vekst frem til 2025. 12 % over prognostisert inflasjon.

6.2 Budsjettering av kontantstrøm

Kontantstrømmen vi skal finne er strømmene som produseres fra driften på eiendommen. Verdien på Strandtorget som eiendom settes uavhengig av hvordan det er finansiert. Derfor ser vi bort fra gjeld, avskrivninger og finansieringskostnader. Strandtorget er et godt eksempel på dette, siden de i 2014 flyttet all gjeld til morselskapet. Dette forandrer ikke verdien på Strandtorget som eiendomsprosjekt, men det ville gitt utslag på kontantstrømmen hvis man tok med denne type variabler. Gjeld og finansieringsmodell vurderes nærmere når man setter verdien på selve aksjeselskapet.

Når vi skal analysere verdien er det viktig å utarbeide en kontantstrøm for å se hvilken avkastning eiendommen gir. Vi har valgt å sette en tidshorisont på ti år for Strandtorget. Dette skyldes den store usikkerheten som forekommer jo lenger ut i kontantstrømmen man kommer.

Her begynner usikkerheten å bli stor, spesielt i strukturelle forhold, eventuelle utvidelser, nedleggelse, og endringer i makroforhold. I kjøpesenterbransjen kan vi på dette tidspunktet anta at alle leiekontraktene vil ha blitt reforhandlet, siden de fleste kontraktene er på 5+5 år. Vi har også inntrykket av at dette er vanlig praksis for kontantstrømmer.

Strandtorget defineres som et evigvarende prosjekt, og derfor må vi utregne en restverdi på slutten av år 10. Denne restverdien defineres som summen man kunne solgt eiendommen for (Bøhren og Gjærum 2009). Vi bruker en forenklet modell, yield-metoden, i år 10 for å utregne en salgsverdi. Denne diskonteres, og vi får en restverdi som legges til kontantstrømmen.

$$\text{Salgsverdi År 10} = \frac{\text{Kontantstrøm År 10}}{\text{Yield}}$$

$$\text{Restverdi} = \frac{\text{Salgsverdi År 10}}{(1 + \text{avkastningskrav})^{10}}$$

Vi utarbeider en kontantstrøm som vi vurderer som den mest sannsynlige Strandtorget skal kaste fra seg de neste 10 årene. Dette er kontantstrømmen som vil bli diskontert senere i oppgaven. Eventuelle svingninger og usikkerhetsmomenter dekkes i scenarioanalysen.

Kontantstrømmen inneholder følgende elementer:

6.2.1 Leieinntekter

Leieinntekter er hoveddriveren til Strandtorget. Dette utgjør nesten all inntekt og er avgjørende for hvor verdifull Strandtorget er som eiendomsprosjekt. I 2014 var denne verdien på 52 523 000,- kroner. For de neste ti årene har vi lagt inn en vekst, og denne variabelen er fra vår vekstprognose, se tabell 15.

6.2.2 Andre inntekter

Andre inntekter er inntekter som Strandtorget henter inn utenom sine faste leietakere. Dette kan være såkalte *pop-up stores* som for eksempel en smultringkiosk eller juletre salg. Leie av minibanker og reklameboards inngår også i denne posten. I sin helhet utgjør denne posten en liten del av de totale inntektene for Strandtorget. Vi velger å øke denne posten årlig med inflasjon, se KPI-prognose tabell 14.

6.2.3 Driftskostnader

Driftskostnader er konkrete og relativt stabile kostnader som en eventuell oppkjøper av Strandtorget må påta seg. Eksempler er reparasjon, vedlikehold, forvaltningskostnader, regnskap og revisjonshonorarer. Vi velger å øke denne posten årlig med inflasjon, se KPI-prognose tabell 14.

6.2.4 Budsjettert kontantstrøm

Fremtidig kontantstrøm Strandtorget

Alle tall i 000

Årstall	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total
Inntekter													
Leieinntekter	52 523	53 876	55 083	56 132	57 200	58 802	60 448	62 141	63 881	65 670	67 508	69 399	722 662
Andre inntekter	373	382	389	396	403	413	423	434	444	455	467	479	5 056
Driftsinntekter	52 896	54 258	55 472	56 527	57 603	59 215	60 871	62 574	64 325	66 125	67 975	69 877	727 719
Utgifter													
Driftskostnader	6 543	6 700	6 834	6 950	7 068	7 245	7 426	7 611	7 802	7 997	8 197	8 402	88 778
Kontantstrøm på drift	46 347	47 558	48 638	49 578	50 535	51 970	53 446	54 963	56 524	58 128	59 779	61 476	638 940

Antatt inflasjon

2015	2,30 %
2016	2,00 %
2017	1,70 %
2018	1,70 %
2019	2,50 %
2020	2,50 %
2021	2,50 %
2022	2,50 %
2023	2,50 %
2024	2,50 %
2025	2,50 %

Snitt: 2,29 %

Antatt vekst

2015	2,58 %
2016	2,24 %
2017	1,90 %
2018	1,90 %
2019	2,80 %
2020	2,80 %
2021	2,80 %
2022	2,80 %
2023	2,80 %
2024	2,80 %
2025	2,80 %

Snitt: 2,57 %

Tabell 16: Fremtidig kontantstrøm. Utreignet kontantstrøm de neste 10 årene. Vedlegg 11.

6.3 Avkastningskrav

Nå som vi har utregnet kontantstrømmen må vi sette avkastningskravet vi skal diskontere denne med. «Avkastningskravet for en investering skal reflektere hvilken avkastning eierne og andre kapitalleverandører kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen med samme risiko som investeringen» (Avkastningskrav 2015).

Kaldestad og Møller skriver: «...avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko» (2012, s. 105). Endringer i avkastningskravet vil gjøre store utslag ved den diskonterte nåverdimetoden. Disse endringene ser vi på i vår sensitivitetsanalyse. Vi må sette et eksakt avkastningskrav som vi skal bruke i våre modeller, samt et intervall for sensitivitetsanalysen. Det er mange måter å sette avkastningskrav. Innen eiendom er det svært relevant å bruke yield-begrepet. Yield kan beskrives som en invers P/E, altså Earnings/Price. Grunnen til at

denne utregningen er populær innen næringseiendom, er at den kan oversettes til Leieinntekter/Markedspris, og gjenspeiler derfor investorens totalavkastningskrav, når man legger til inflasjonen. Yield er også en egen modell innen markedsbasert verdsettelse. Denne vil vi bruke som en tilleggsutregning på lik linje med P/E, EV/EBIDTA og Gordons Vekstformel.

$$Verdi = \frac{\text{Leieinntekter}}{\text{Yield}}$$

Vi bruker også de mer teoretiske modellene CAPM og WACC for å sette avkastningskravet. CAPM, på norsk kalt kapitalverdimetoden, er en metode hvor man forsøker å sette en den avkastningen en investor vil kreve. Når vi har funnet avkastningen som investoren vil kreve, setter vi den inn i WACC for å finne total kapitalavkastningen. Vi sammenligner denne med tall fra bransjen og yield for å finne avkastningskravet.

6.4 Kapitalverdimetoden

Vi beveger oss inn i kapitalverdimetoden for å finne et avkastningskrav til egenkapitalen. Formelen er som følger:

$$\begin{aligned} \text{Avkastningskrav til egenkapitalen} \\ = \text{Risikofri rente} + (\text{Markedets risikopremie} * \text{Beta}) + \text{Eventuelle premier} \end{aligned}$$

Vi vil nå gå gjennom de ulike elementene i denne formelen.

6.4.1 Risikofri rente

«Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko. Det nærmeste man kommer dette er statsobligasjoner.» (Kaldestad og Møller 2012, s. 108). Grunnen til at statsobligasjoner regnes som risikofrie er at staten vil ha betydelig mindre misligholdsrisiko enn obligasjoner utstedt fra andre aktører som kommuner, selskaper og banker. Den risikofrie renten i statsobligasjoner vil være en fast rente, kupongrenten.

Det er viktig å vurdere hvilken statsobligasjon vi vil bruke i våre utregninger. Det kan lønne seg å velge en 10 års rente fordi de varierer i mindre grad enn kortere renter, og gir derfor et

mer stabilt avkastningskrav (Kaldestad og Møller 2010, s. 110). Samtidig gir det intuitivt mening å velge den lange renten siden våre utregninger også har en tidshorison på 10 år.

Vi ser på historikken på statsobligasjoner for å teste Kaldestad og Møllers påstand om at de varierer i mindre grad. Kort rente (3 år) gir oss et relativt standardavvik på 40,82 %, mens den lange renta gir oss et relativt standardavvik på 24,82 %. Dette bekrefter teorien om at den langsiktige renten er mindre volatil.

Den korte renten gir oss gjennomsnitt avkastning for de siste 10 årene på 2,81 %, mens den lange renten gir oss ett gjennomsnitt på 3,56 % (vedlegg 12). Grunnet tidshorisonen gir den 10-årige renten høyere avkastningen siden kravet en investor vil kreve for en langsiktig investering er høyere. Konklusjonen er at vi mener 10 års rente er en bedre kalkulasjonsvariabel. Her ser vi at per 14. april 2015 er kuppongrenten på en 10-årig norsk statsobligasjon 1,43 % (Norges Bank 2015b). Dette er veldig lavt og vil påvirke utregningen, siden det er et incentiv for investorer til å investere i finansielle instrumenter med høyere risiko. Dette vil senke avkastningskravet og dermed øke markedsverdien på Strandtorget.

6.4.2 Markedets risikopremie

Avkastningskravet skal dekke avkastningen som investorene kunne fått uten å tatt risiko, men siden investorene tar en risiko vil de regne med å få en meravkastning. Dette kalles markedets risikopremie og har variert historisk. Undersøkelser viser at de siste hundre årene har den ligget mellom 4 % og 10 %, med ett gjennomsnitt på 7 % (Bøhren og Gjærum 2009, s. 368). Det er verdt å merke seg at premien har falt litt de siste årene, siden vi ser tilbake på et meget spesielt århundre. Teknologiske nyvinninger, automatisering og effektivisering av økonomien har ført til en økonomisk utvikling vi ikke tror vil fortsette i fremtiden, og derfor har premien sunket de siste årene. Kaldestad og Møller (2012, s. 122) sier de tror risikopremien vil ligge på 4-5%. PwC og Norske Finansanalytikerens Forening ser for seg at risikopremien vil holdes stabil på 5 % (Lem 2015). Vi velger å anta en risikopremie på 5 %.

6.4.3 Betaverdi

«Beta angir hvor følsom en aktiva er for markedsbevegelser. ... jo større beta, desto høyere relevant risiko» (Bøhren og Michalsen 2006, s. 46). En helt risikofri investering har beta på 0, mens markedet som gjennomsnitt har en beta på 1. Analyserer man en aktiva vil man se om

betaen beveger seg over 1, høyere risiko enn markedet, eller under 1, lavere risiko enn markedet.

Beta utregnes rent matematisk ved formel:

$$Beta = \frac{\text{Kovariansen mellom aksje og Oslo Børs}}{\text{Variansen til markedet}}$$

Formålet er å fremhente den generelle markedsrisikoen, den systematiske risikoen.

Systematisk risiko, eller generell markedsrisiko, defineres som «...utvikling i faktorer som påvirker alle selskaper; for eksempel overordnet konjunkturutvikling, rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon.» (Kaldestad og Møller, s. 107).

Siden Strandtorget ikke er børsnotert, finner vi beta fra to børsnoterte selskaper som deler mye av samme systematisk risiko og bransjerisiko. Vi valgte norske sammenligningsselskaper siden de plukker opp nasjonale forhold, samt at de opererer i samme kundesegment.

Vi velger å bruke de to selskapene Olav Thon Eiendomsselskap (OLT) og Norwegian Property (NPRO). Vi vekter OLT tyngre enn NPRO, siden OLT i større grad blir truffet av forhold som rammer privatkunder, mens NPRO primært jobber med utleie av kontorer. Vi gjennomfører en regresjonsanalyse for å hente ut betaverdien til disse to selskapene.

Oppsummering			
	OLT	NPRO	Gjennomsnitt
Beta	0,452402	1,355538	0,90397
std	0,217615	0,561813	0,389714

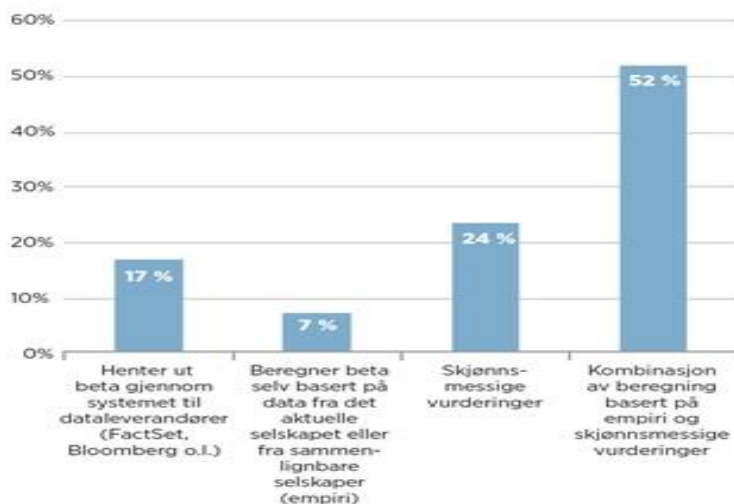
wa = weighted average

Utregning				
	OLT	NPRO	Vekter	
Beta	0,452402	1,355538	OLT	NPRO
			0,67	0,33
			wa(beta)	
			0,750437	

Tabell 17: Utregning av markedsbeta. Utregninger finnes i vedlegg 13 og 14.

Ifølge Kaldestad og Møllers (2012) tolkning av betaverdier kan 0,7504 regnes som et lavt til normalt risikonivå. Vi synes dette stemmer godt overens med hva man kan se i eiendomsbransjen. Her har man lange avtaler, en stabil historisk utvikling, god sikkerhet i realkapital og avtaler som strekker seg opp mot 5 år. Vi synes derfor en beta på 0,7504 gir god mening.

En regresjonsanalyse for å utregne beta gir et godt bilde av den systematiske risikoen, men har også visse svakheter. For å stole blindt på betaverdier må man kunne forvente at historikken vil gjenta seg, men det er ikke alltid tilfelle. Det er av den grunn mulig at matematisk analyse av beta ikke gir et 100 % riktig bilde av risikoen til Strandtorget. Som vi kan lese i artikkelen fra Magma (Lem 2015) kan vi se at det ikke er uvanlig at beta settes ut fra en blanding av skjønn og empiri, og vi velger derfor å bruke skjønnsmessige vurderinger for å justere betaen til Strandtorget.



Figur 9: Statistikk for beregning av beta (Lem 2015)

Markedsbetaen vi har uthentet skal plukke opp den systematiske risikoen. Vi justerer den til å fange opp ekstra risiko relatert til Strandtorget, den usystematiske risikoen, også kalt bedriftsspesifikk risiko (Kaldestad og Møller 2012, s. 107).

Risikomoment	Begrunnelse	Beta
Markedsbeta.	Hentet fra markedet.	0,7504
Flom.	Både på grunn av geografisk plassering og historikk vurderer vi flom som en trussel.	+0,003

Regional økonomisk svikt og frafall av kunder.	Strandtorget er avhengig av økonomisk kjøpekraft og en stabil kundemasse i Lillehammer og omegn.	+0,04
Diversifisering, bare ett kjøpesenter.	Diversifisering senker risiko. Strandtorget er kun ett kjøpesenter, dermed økes risikoen. Dette er den høyeste negative korreksjonen.	+0,09
Økt handelslekkasje til Hamar og Gjøvik.	Satsinger fra Hamar, Ikea Ringsaker og CC Gjøvik utgjør en viss risiko for Strandtorget. Med store satsninger i nabobyene setter vi dette som en merkbar risiko.	+0,02
Lokalpolitikk.	Restriksjoner knyttet til utbygging av Strandtorget.	+0,02
Konkurrenter og Rosenlund utvidelse.	Rosenlund utvider fremover. Dette er en moderat trussel, grunnet Strandtorgets sterke posisjon.	+0,03
Butikkmix.	Mangler i butikkmix kan føre til at man ikke klarer å tiltrekke seg ulike kundesegmenter eller grupper.	+0,013
Positiv konklusjon fra strategisk analyse.	Gjennom vår strategiske analyse har vi konkludert med at Strandtorget drives godt og har en svært fordelaktig posisjon.	-0,25
SUM	Betaverdi for Strandtorget	0,716

Tabell 18: Justering av beta for Strandtorget

6.4.4 Premier

Investorer kan kreve en premie grunnet en spesifikk risiko knyttet til selskapet. En av de vanligste risikopremiene er en likviditetspremie. Dette innebærer at investor krever en ekstra avkastning siden investeringen binder opp store summer som det kan være vanskelig å likvidere. Det kan også være dyrt og tidskrevende å komme seg ut av selskapet (Kaldestad og Møller 2012). En aksje fra et børsnotert selskap er et godt eksempel på en veldig likvid aktiva, fordi den er lett omsettelig dersom investor trenger midler.

Næringseiendom derimot, er mindre likvid, og skyldes to hovedårsaker. For det første er det et mer begrenset utvalg kjøpere. En investor må ha tilgang på betydelige midler, samt kunnskap om drift og styring av næringseiendom. For det andre er det aksjemajoritet og styringsrett for utviklingen av eiendommen viktig. Derfor anser vi det som problematisk for en potensiell investor å få kjøpt en mindre andel av Strandtorget. Dette gjør det mindre likvid enn eksempelvis en aksje eller en obligasjon.

Bøhren og Michalsen skriver også følgende om unoterte selskaper: «*Selv om de direkte transaksjonskostnadene ikke nødvendigvis er så høye, er det ofte en mye større indirekte kostnad ved at selgeren må vente og dessuten redusere prisen betraktelig for i det hele tatt å oppdrive en kjøper. Aksjen er med andre ord illikvid*» (2006, s. 338). På bakgrunn av disse vurderinger setter vi en likviditetspremie på Strandtorget. Spørsmålet er om eiendommen er mer eller mindre likvid enn andre alternativer på markedet? Tidligere i oppgaven har vi konkludert med at Strandtorget drives godt, har en lav ledighet og en god beliggenhet. Vi tror derfor at det ikke vil være problematisk for Niam å finne en oppkjøper, og vi vurderer derfor Strandtorget som mer likvid enn alternativene. Bøhren og Michalsen (2006) nevner at det er vanlig at en aktiva i et illikvid marked tillegges en premie på mellom 1 og 5 %. Siden vi vurderer Strandtorget som mer likvid enn lignende kjøpesentre, setter vi likvidetspremien på 1 %.

6.4.5 Utregning av kapitalverdimetoden

Kapitalverdimetoden	
Risikofri rente	1,49% (0,0149)
Markedets risikopremie	5% (0,05)
Betaverdi	0,716 (*)
Likvidetspremie	1% (0,01)
Justert risikopremie	4,58%
Avkastningskrav	6,07%

*28,4 % mindre risikabelt enn markedet

Tabell 19: Kapitalverdimetoden

I tabellen over ser vi utregningen som gir oss et avkastningskrav på **6,07 %**. Dette er som tidligere forespeilet relativt lavt grunnet den lave risikofrie renten. La oss se på endringen denne renten har gjort på avkastningskravet de siste årene:

Avkastningskrav de siste 8 årene								
Årstall	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Risikofri rente	4,47%	4,00%	3,52%	3,12%	2,10%	2,58%	2,52%	1,49%
Justert risikopremie	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%
Avkastningskrav	9,05%	8,58%	8,1%	7,7%	6,68%	7,16%	7,1%	6,07%

Tabell 20: Endring i avkastningskravet grunnet risikofri rente.

I tabell 20 ser vi i hvor høy grad den risikofrie renten påvirker avkastningskravet. I våre samtaler med Jørn Høistad fikk vi opplyst at dette merkes i markedet (personlig kommunikasjon 08.04.15). Transaksjonsvolumet på næringseiendom det siste året har vært høyere enn tidligere år grunnet de lave rentene. En av begrunnelsene er at hedgefond, forsikringsfond o.l. har et krav på avkastning, samtidig som det må stemme overens med risiko. Når statsobligasjoner tilbyr en så lav rente som i dag, er det vanskelig for disse fondene å få investert penger i lavrisiko prosjekter, noe som nærmest tvinger disse gigantiske aktørene inn i eiendom siden statsobligasjoner er lite lønnsomt. Disse lave avkastningskravene og den høye aktiviteten øker derfor verdien på næringseiendom, siden andre lavrisiko investeringsmuligheter ikke er like attraktive.

Når vi har satt avkastningskravet til egenkapitalen ser vi på avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) og yield, før vi finner det endelige avkastningskravet.

6.5 WACC

WACC står for *Weighted Average Cost of Capital*. På norsk kalles den gjerne *veid gjennomsnittlig kapitalkostnad* og brukes som et verktøy for å regne ut totalavkastningskravet. Kapitalverdimetoden regner ut kravet på egenkapitalen, som investorene vil kreve, men ser bort fra den andre formen for finansiering, gjeld (Bøhren og Gjørnum 2009). Gjeldssituasjonen i Strandtorget er som tidligere nevnt spesiell siden all gjeld har blitt flyttet ut av selskapet. Vi kan i teorien sette totalavkastningskravet lik egenkapitalkostnaden, men dette er ikke hensiktsmessig siden Strandtorget fortsatt vil ha gjeldskostnader. Gjelden ligger bare i en flåtefinansiering. En annen grunn er at en oppkjøper trolig vil ønske å finansiere deler av oppkjøpet med gjeld.

Verdien på den flåtefinansierte gjelden som tilhører Strandtorget per 31.12.2014 er 636 600 000. Når Strandtorgets bokførte verdi per 31.12.2014 er 811 629 000 blir vektingen 78 % gjeld og 22 % egenkapital (vedlegg 6). Grunnen til den høye andelen gjeld skyldes at store forretningsbygg kan få gode betingelser på langsiktige lån, grunnet sikkerheten de kan stille. Som vi skriver i avsnittet om gjeld bekrefter Sektor gruppen at en modell med 65 til 70 % vekting i gjeld er standarden for deres eiendomsprosjekter. Gjeld er en fornuftig finansieringsmodell for eiendom grunnet lave renter, god sikkerhet og at gjeld ofte kan være en lavere kostnad enn egenkapital. WACC-modellen fanger i tillegg opp skattefordelen ved gjeld. Torstein Bomann-Larsen skriver om Strandtorget: *«Flåtefinansieringen har en gjenværende løpetid på ca 7 år og løper avdragsfritt med unntak av et mindre lån som forfaller i løpet av året. Gjeldsgraden ved opptak av lån som dette ligger typisk på 65-70% ved opptrekk.»* (Personlig kommunikasjon, e-post 16.04.15).

6.5.1 Gjeldskostnad

Før vi kan regne ut WACC må vi sette en kostnad på gjelden, og her ser vi det fra en kjøpers perspektiv. Det blir derfor naturlig å se hva slags gjeldskostnad en investor ville fått. Gjeldskostnaden vil være renten på lånet. Renten defineres som pengemarkedsrenten, pluss marginen som banken vil ta (Erard 2014). Pengemarkedsrenten er renten som banker vil få for å låne penger til en annen bank. Pengemarkedsrenten kan måles gjennom NIBOR. *«Nibor - Norwegian Interbank Offered Rate – er en samlebetegnelse på norske pengemarkedsrenter med ulike løpetider, som skal gjenspeile rentenivået som långiver krever»* (Finans Norge 2014).

NIBOR er en flytende swap-rente og omsettes på markedet. NIBOR opererer med kort tidshorisont, under ett år, og det er mer relevant for oss å se på andre swap-renter med lenger løpetid. Vi har tidligere i oppgaven bestemt oss for en tidshorisont på 10 år, og velger dermed en 10-årig swap-rente. Den har hatt en svært fallende kurve ned til kursen på 2,08 % per 28. april.



Figur 10: Swap-rente. Swap NOK 10 år - Valgfri periode 28.04.14 - 28.04.15 (Kommunalbanken 2015).

Denne renten varierer mye til tross for sin lange løpetid, og har i april variert fra 1,84 % til 2,12 %. Vi må allikevel sette en variabel til kalkulasjon og velger renten per 28. april på 2,08 %.

Bankene vil også legge på en premie eller margin for utlånet de gjør. SSB (2014c) har statistikk på bankenes utlånsrenter som har vært i en fallende kurve siden finanskrisen i 2008. I samme statistikk kan vi også finne utlånsmarginen. Denne ligger per 3. kvartal 2014 på 2,47 %. Vi har tidligere nevnt at langsiktige lån på tung næringseiendom vil få bedre vilkår enn gjennomsnittet, og derfor antar vi en margin på 2 %. Dette gjør at vi får en gjeldskostnad på 4,08 % (2 + 2,08). Det er interessant å nevne at for et år siden ville denne renten blitt 5,1%. Dette er en effekt av de makroøkonomiske tiltakene som ble nevnt i den strategiske analysen, hvor man som motkonjunkturtiltak senker rentenivået for å øke investeringer og konsum (Dedekam 2003). Når swap-renten er lav blir WACC og avkastningskravet lavere, noe som gjør at Strandtorget får en høyere verdi, siden investorer nå vil ha et ekstra incentiv for å investere grunnet det lave rentenivået.

Fig. 20: Expected cost of debt

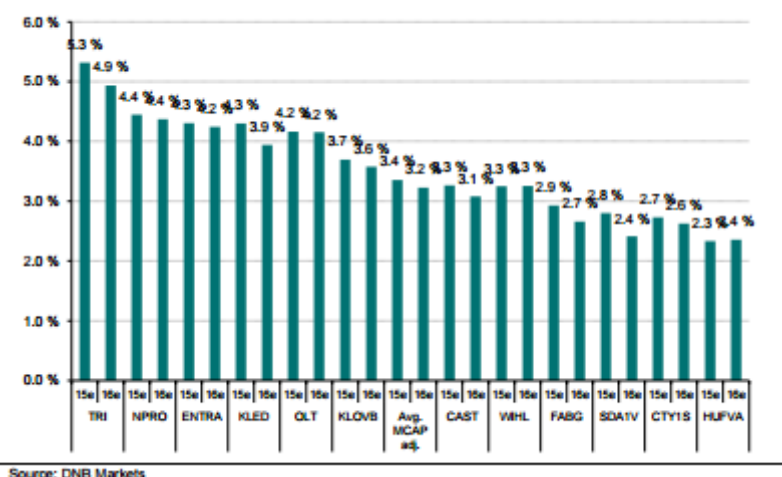


Figure 11: Estimert gjeldskostnad i eiendomsmarkedet per mars 2015. Nordic Real Estate Weekly. Se vedlegg 4.

Her ser vi et gjennomsnitt for våre sammenligningsselskaper, *NPRO*, *ENTRA* og *OLT*, på 4,3 %, noe som stemmer godt overens med hva vi regnet ut. Differansen på 0,22 % kan skyldes større eiendomsportefølje eller gamle låneavtaler.

Når vi har satt kostnaden for gjeld, kan vi enkelt regne ut Weighted Average Cost of Capital. Formelen er:

$$WACC = (\text{Andel EK} * \text{EK Kostnad}) + (\text{Andel Gjeld} * \text{Gjeldskostnad}) * \text{Skattefaktor}$$

WACC	
Prosentandel Egenkapital	22% (0,22)
Egenkapital kostnad	6,07% (0,0607)
Sum egenkapital	1,33% (0,01335)
Prosentandel Gjeld	78% (0,78)
Gjelds Kostnad	4,8% (0,0408)
Skattefaktor	0,73
Sum gjeld	2,323 (0,02323)
Totalavkastningskrav	3,65%

Tabell 21: WACC

WACC gir oss ett avkastningskrav på 3,65 % som er lavere enn resultatet fra kapitalverdimetoden. Kostnaden for gjeld er lavere enn kostnaden for egenkapital, og i modellen vektet gjeld i større grad enn egenkapital.

En av hovedgrunnene til at gjeldskostnaden blir lavere er skattefaktoren. Vi har tidligere drøftet noen av grunnene til at Strandtorget velger sin vekting på henholdsvis 78 % gjeld og 22 % egenkapital. Gjeld kan være lite ønskelig fordi det innebærer en ekstra risiko. Kreditorer krever pengene tilbake ved forfall, i motsetning til en investor som tar personlig risiko, og ikke har noen rett til å få pengene tilbake. På en annen side, kreditorer har ingen krav til å påvirke bedriften på samme måte som en investor, og forholdet til en kreditor kan avsluttes når som helst. Vi ser at investorer krever en høyere avkastning enn banker, siden de tar mer risiko. Siden Strandtorget kan få gode avtaler på lån og har en stabil kontantstrøm for å dekke renteutgifter, er det fornuftig å velge denne vektingen på kapitalstrukturen (Kaldestad og Møller 2012).

6.6 Yield

I kapittel 6.3 drøftet vi hvorfor yield er en viktig variabel i vår analyse. Vi bruker yield-metoden for regne ut vår restverdi, samtidig som yield-metoden vil brukes som en egen tilleggsutregning. Vi nevnte også at yield gjenspeiler investors totalavkastningskrav, tillagt inflasjon. Derfor kan vi bruke yield som et eget avkastningskrav med formelen:

$$\text{Avkastningskrav} = \text{Yield} + \text{Inflasjon}$$

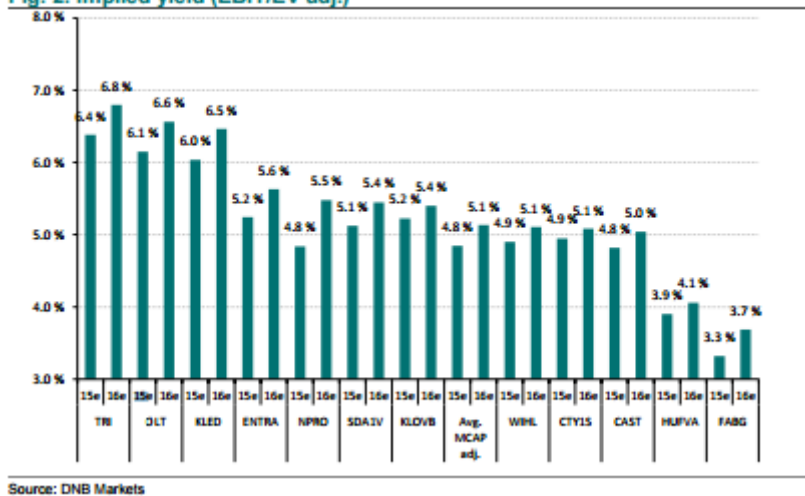
Yield på eiendom settes i transaksjonsøyeblikket ved å dividere netto leieinntekter på salgsprisen. Antatt yield for en eiendom beregnes ved å se etter en tendens i markedet og settes basert på transaksjonshistorikk hos lignende eiendommer (Kaldestad og Møller 2012). Vi antar at leiemarkedet er et relativt *perfekt marked*, hvor leietakere er i stand til å forhandle frem rettfærdige leievilkår. Dermed vil den avgjørende faktoren i yielden være markedsverdien.

Jørn Høistad fra DTZ Verdivurdering har et godt eksempel: Hvis en eiendom blir solgt med lav yield, indikerer dette at investorer vil kjøpe *overpris* i forhold til leieinntekter, noe som indikerer at eiendommen er attraktiv og har underliggende verdier (personlig kommunikasjon 08.04.15). I slutten av 2014 ble Bolette Brygge 1 på Tjuvholmen kjøpt opp og hadde en rekordlav yield på 4,5 % (Lerø 2014). Dette beviser at eiendom i dag prises høyt og er svært attraktivt, noe som støtter våre tidligere påstander angående markedssituasjonen. Det er verdt å nevne at Bolette Brygge beskrives som ett ekstremt attraktivt bygg og Oslo generelt prises

høyere enn av resten av landet. Allikevel viser dette en tendens i markedet om at Strandtorget sannsynligvis har en lav yield, siden det er et stort volum og høy aktivitet i transaksjonsmarkedet.

DNB Markets følger markedet tett for å finne en sannsynlig yield. Vi velger å bruke deres rapport for å regne ut et gjennomsnitt som vil være en god indikator på en sannsynlig yield for Strandtorget.

Fig. 2: Implied yield (EBIT/EV adj.)



Source: DNB Markets

Figur 12: Oversikt over Yield i eiendomsmarkedet per mars 2015. Nordic Real Estate Weekly. Se vedlegg 4.

Ved å se på OLT, ENTRA og NPRO finner vi en snitt yield for det norske markedet på 5,36 % som vi mener er et fornuftig anslag.

Yield gir et godt bilde av totalavkastningskravet, men vi må inkludere inflasjonskostnaden som investor vil forvente å få tilbake. Vi tar vår beregnede yield og legger til gjennomsnittsinflasjonen, som vi regnet ut i tabell 14.

$$Yield (5,36\%) + Inflasjon(2,29\%) = 7,65\%$$

6.7 Utrekning av endelig avkastningskrav

Både kapitalverdimetoden og WACC er teoretiske modeller, mens yield er en mer praktisk tilnærming. I våre samtaler med Jørn Høistad fikk vi opplyst at i dagens eiendomsmarked, vil man se et avkastningskrav på mellom 7 og 8 % (personlig kommunikasjon 18.04.15).

Vi velger å sette opp et gjennomsnitt fra våre fire mulige avkastningskrav for å få en form for *modellsikkerhet*. Dette vil jevne ut naturlig variasjon og svakheter i modellene og lager et avkastningskrav som plukker opp flere relevante faktorer.

Avkastningskrav	
Sum fra kapitalverdimetoden (Egenkapitalkrav)	6,07%
Sum fra WACC (Totalkapitalkrav)	3,65%
Sum fra yield (Yield + Inflasjon)	7,65%
Informasjon om bransjen	7,5%
Sum avkastningskrav (snitt)	6,21%

Tabell 22: Utregning av endelig avkastningskrav

Tabell 22 setter avkastningskravet som vi skal bruke for diskontering til **6,21 %**.

6.8 Diskontert nåverdi

Når avkastningskravet og kontantstrømmen er satt, kan vi diskontere kontantstrømmen for å sette verdien. Utregningen i tabell 23.

Fremtidig kontantstrøm Strandtorget															
Alle tall i 000															
Årstall	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total	Antatt inflasjon	
Inntekter															
Leieinntekter	52 523	53 876	55 083	56 132	57 200	58 802	60 448	62 141	63 881	65 670	67 508	69 399	722 662	2015	2,30 %
Andre inntekter	373	382	389	396	403	413	423	434	444	455	467	479	5 056	2016	2,00 %
Driftsinntekter	52 896	54 258	55 472	56 527	57 603	59 215	60 871	62 574	64 325	66 125	67 975	69 877	727 719	2017	1,70 %
Utgifter														2018	1,70 %
Driftskostnader	6 549	6 700	6 834	6 950	7 068	7 245	7 426	7 611	7 802	7 997	8 197	8 402	88 778	2019	2,50 %
Kontantstrøm på drift	46 347	47 558	48 638	49 578	50 535	51 970	53 446	54 963	56 524	58 128	59 779	61 476	638 940	2020	2,50 %
Diskontert	46 347	47 558	48 795	49 950	51 179	52 484	53 864	55 329	56 874	58 509	60 234	62 050	485 887	2021	2,50 %
														2022	2,50 %
														2023	2,50 %
														2024	2,50 %
														2025	2,50 %

Avkastningskrav:	6,21 %
Exit Yield	5,36 %

Nøkkelverdier	
E/P (Yield)	4,396 %
P/E	22
P/B	157
Aksjekurs	865,38
Per kvm	43 130

Verdi	
Rest Yield	1 294 749
Diskontert	708 813
Verdi	1 194 700

Snitt: 2,29 %

Tabell 23: Diskontert nåverdi. Se vedlegg 15.

Her ser vi at med våre utregninger blir verdien på eiendommen: **1 194 700 000 NOK**.

6.9 Fra eiendom til firma

Frem til nå har vi regnet ut markedsverdien på eiendommen. Vi skal i tillegg finne en verdi på selskapet Strandtorget Eiendom AS. I balansen vil det ligge en bokført eiendomsverdi, definert som forretningsbygg og tomt. Denne vil være lavere enn markedsverdien på eiendommen og vi har dermed en merverdi (Kaldestad og Møller 2012). Siden Strandtorget som eiendom representerer en vesentlig merverdi, må vi derfor anta at Strandtorget Eiendom AS vil prises høyere enn dens bokførte verdi. Dette kalles den *verdijusterte egenkapitalen* «Verdien av selskapets egenkapital når vi bruker markedsverdi og ikke bokført verdi på selskapets aktiva.» (Storebrand.no 2015).

Verdisetting på selskap Strandtorget

1 194 700	<- markedsverdi på eiendommen
761 882	<- bokført eiendomsverdi
432 818	<- Differanse markedsverdi og bokført eiendomsverdi
43 282	<- Latent skatt (10%)
1 189 041	<- Ny egenkapital
636 600	<- Gjeld
509 159	<- markedsverdi AS med gjeld
1 145 759	<- markedsverdi AS uten gjeld

Tabell 24: Verdisetting av selskapet.

I tabell 24 er utregningen av verdien på selve selskapet. Vi går gjennom elementene fra topp til bunn.

Markedsverdien på eiendommen ble utregnet i tabell 23. Bokført eiendomsverdi (tomt og forretningsbygg), hentes i balansen (vedlegg 6). Differansen mellom markedsverdi og bokført verdi viser de underliggende verdiene: **432 818 000 NOK**. Verdijustert egenkapital vil da bli bokført egenkapital (vedlegg 6) + differansen mellom markedsverdi og bokført verdi på eiendommen.

Latent skatt defineres som tapte skatterabatter som oppkjøper vil miste siden differansen ikke kan brukes til skattebesparelser (Fiskevoll 2013). Utregning på latent skatt kan være relativt kompleks, unøyaktig og tidskrevende for å plukke opp alle de tapte skattebesparelsene. Derfor gjorde vi det enkelt og forhørte oss med Jørn Høistad, og fikk oppgitt at bransjenormen er 10 % (personlig kommunikasjon 20.04.15). For å regne ut markedsverdien på selskapet, må da

trekke fra den latente skatten på 10%. Da får vi en verdi: **1 145 759 000 NOK**. Gjelden er gitt og dermed kan vi regne ut markedsverdien med gjeld. La oss se om disse verdiene samsvarer eller avviker fra de alternative verdivurderingsmetodene.

7 Tilleggsmetoder

Vi ønsker å sammenligne vår utregnede markedsverdi på AS-et: **1 145 759 000 NOK**, med tilleggsmetodene, for å kvalitetssikre vår utregning.

7.1 Gordons Vekstformel

Alle nødvendige variabler for utregning av Gordons vekstformel er gitt tidligere i oppgaven. Kontantstrømmen som brukes i denne formelen er driftsresultatet på 46 347 000 (vedlegg 5) Veksten er gjennomsnittet fra vår vekstprognose (tabell 15).

Gordons vekstformel	
Avkastningskrav	6,21% (0,0621)
Vekst	2,57% (0,0257)
Fra Strandtorget (Driftsresultat)	46 347 000
Markedsverdi	1 273 269 230
Gjeld	636 600 000
Markedsverdi med gjeld	636 669 230

Tabell 25: Gordons Vekstformel

7.2 Yield

Yield har tidligere blitt utregnet til 5,36 %, noe som gir oss følgende verdi:

Yield-metoden	
Multippel	5,36%
Fra Strandtorget (Kontantstrøm)	52 523 000
Markedsverdi	979 906 719
Gjeld	636 600 000
Markedsverdi med gjeld	343 306 716

Tabell 26: Yield-Metoden

7.3 EV/EBIDTDA

EV/EBIDTDA regner vi ut fra våre sammenligningsselskaper Olav Thon Eiendomsselskap, ENTRA og Norwegian Property:

Olav Thon (OLT)

Salg	2,09 mrd.	3,15 mrd.	3,23 mrd.	32,72 / 1,98 = 16,52
EBITDA	1,86 mrd.	1,98 mrd.	2,04 mrd.	
Enterprise value	16,22 mrd.	32,72 mrd.	32,26 mrd.	

Norwegian Property (NPRO)

Salg	738,60 mill.	890,00 mill.	974,00 mill.	15,47 / 0,695 = 22,25
EBITDA	543,15 mill.	695,70 mill.	789,50 mill.	
Enterprise value	14,65 mrd.	15,47 mrd.	15,30 mrd.	

ENTRA (ENTRA)

Salg	1,77 mrd.	1,84 mrd.	1,91 mrd.	28,20 / 1,45 = 19,44
EBITDA	1,41 mrd.	1,45 mrd.	1,54 mrd.	
Enterprise value	28,20 mrd.		29,03 mrd.	

Snitt: 19,40

Tabell 27: Utregning av multipl for EV/EBIDTA E24.no (2015a) (2015b) (2015c)

Når vi har multiplene, multipliseres den med EBIDTA, på norsk kalt driftsresultatet.

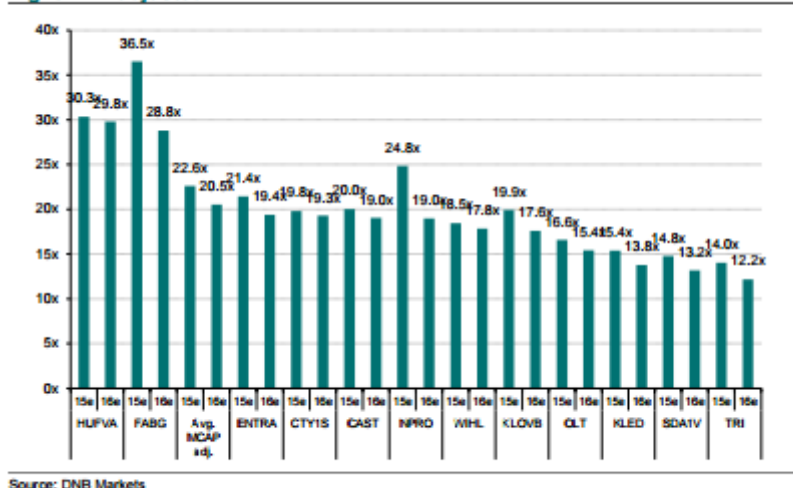
EV/EBIDTA	
Multipl	19,40
Fra Strandtorget (Driftsresultat)	46 347 000
Markedsverdi	899 131 800
Gjeld	636 600 000
Markedsverdi med gjeld	262 531 800

Tabell 28: EV/EBIDTA

7.4 P/E

Den siste metoden er P/E, som vi finner fra Nordic Real Estate Weekly.

Fig. 6: P/E adjusted



Figur 13: Oversikt over P/E i eiendomsmarkedet per mars 2015, Nordic Real Estate Weekly (vedlegg 4).

Vi regner ut gjennomsnittet fra de norske eiendomsselskapene (OLT, NPRO og ENTRA), og får en P/E på x20,93. Vi multipliserer P/E-en med inntekten til Strandtorget.

P/E	
Multipel	x20,93
Fra Strandtorget (Inntekt)	52 523 000
Markedsverdi	1 099 306 390
Gjeld	636 600 000
Markedsverdi med gjeld	462 706 390

Tabell 29: P/E

7.5 Oppsummering av tilleggsmetoder

Vi sammenligner disse fire verdiene:

Tilleggsmodeller	
Gordons vekstmodell	1 273 269 230
Yield-modellen	976 906 719
EV/EBITDA	899 131 800
P/E	1 099 306 390
Snitt verdi	1 062 153 535 (*)

*Relativt standardavvik på 15,35%

Tabell 30: Tilleggsmetoder

I tabell 30 ser vi at Gordons vekstformell øker standardavviket. Dette er allikevel relativt lavt. Vi ser at tilleggsutregningene våre gir en viss spredning, men de gir et godt bilde av verdien. Snittet på **1 062 153 535 NOK** ville gitt en pris per aksje på **802,23 NOK** i motsetning til den diskonterte nåverdien som ga oss en pris per aksje på **865,38 NOK**. Med andre ord, ingen ekstrem differanse, men fortsatt vesentlig. Det er også verdt å nevne at hvis man legger inn den diskonterte nåverdimodellen inn i tabellen ovenfor, får vi et standardavvik på bare 10 %.

Snittet av våre tilleggsutregninger avviker ikke nok til at vi forkaster vår modell og velger å beholde vår selskapsverdi på **1 145 759 000 NOK**.

8. Sensitivitetsanalyser

Vi arbeider med usikre momenter i vår vurdering. Det er derfor relevant å gå inn i detalj på hvor store utslag forandringer i disse momentene vil gjøre på vår verdi. Vi gjør dette gjennom to metoder. Den første er en scenarioanalyse hvor vi tar hensyn til et positivt og et negativt scenario. Her ser vi hvordan resultatet vil forandre seg ved høyere eller lavere inflasjon og vekst. I tillegg kjører vi en sensitivitetsanalyse, hvor vi tester kontantstrømmen opp mot intervaller i avkastningskravet, siden dette er den mest relevante variabelen for verdien. Disse resultatene testes deretter i en Monte Carlo-simulering for å få frem informasjon om sensitiviteten i verdien.

8.1 Scenarioanalyse

Vårt resultat i verdivurderingen er hva vi vurderer som mest sannsynlig. Det er derimot ikke sikkert at vårt scenario inntreffer. I våre strategiske analyser trekker vi frem ulike trusler og muligheter for Strandtorget, og disse kan slå ut i ulik grad. Verdivurdering er ferskvare og den økonomiske situasjonen endrer seg fra dag til dag. Derfor har vi valgt å se for oss et positivt og et negativt scenario.

8.1.1 Positivt Scenario

I dette scenarioet fortsetter mye av det gode arbeidet Strandtorget gjør. De makroøkonomiske forholdene viser seg å ikke slå ut like kraftig som forespeilet. Den negative utviklingen i den norske økonomien viser seg å være kortvarig. Oljeprisen øker til gamle verdier opp mot mellom 80-120 dollar per fat. Den norske økonomien går godt og arbeidsledigheten holdes

lavt på mellom 3,5 og 4 %. Styringsrenten øker opp til *normale* forhold for å hindre at inflasjonen går over målet, samt å motvirke bobletendenser i boligmarkedet. Det foretas en ytterligere senkning i personskatt, noe som gjør at folk har litt mer å rutte med.

Det åpnes for søndagsåpne butikker, noe som fører til at Strandtorget får en økt omsetning spesielt knyttet til passerende trafikk ved E6. Trusselen fra netthandel viste seg å være mindre enn forespeilet, men det vil være en nedgang på elektronikk. Det kan tenkes at de på sikt også får godkjent en utvidelse av senteret. Strandtorget tar stadig vekk nye markedsandeler fra sentrum og den nye utvidelsen til Rosenlund viste seg å være en liten trussel. Strandtorget øker sin omsetning, de får også mer penger ut av hver kunde som besøker senteret. Den norske økonomien går svært godt og de ulike truslene vi har sett for oss, viser seg å ikke være like sterke. Vi får et høyere rentenivå som gjør at folk må bruke mer av pengene sine på å betjene lån, men de andre faktorene som økt omsetning fra søndagsåpent, skattelette og økt omsetning per kunde, gjør at vi ser for oss en utvikling hvor veksten ligger 20 % over forventet inflasjon. Inflasjonen forventer vi nærmere målet på 2.5 %.

Dette gir oss gjennomsnittsverdier på inflasjon og vekst på henholdsvis 2,43 % og 2,79 %. Dette gir en verdi på **1 176 048 000 NOK** (vedlegg 16).

8.1.2 Negativt scenario

Oljeprisen holder seg på et nivå mellom 30-60 dollar per fat. Oljesektoren må nedbemanne kraftig og omorganiseres. Ringvirkningene fra dette slår over innlandet i løpet av 2016 og 2017 og fører til en lavere etterspørsel. Den norske økonomien går inn i en svak resesjon hvor arbeidsledigheten øker. Vi ser for oss at styringsrenten settes ytterligere ned for å motvirke dette. Det blir en økning i sosiale budsjett som må dekkes inn. Siden oljeinntektene til Norge har sunket, må disse dekkes inn gjennom økt beskatning. Kombinert med høyere arbeidsledighet fører dette til at folk har lavere kjøpekraft. Dette gjør at folk ser mer negativt på de økonomiske utsiktene fremover og bruker mer av pengene til sparing. Vi ser for oss at tollreglene for privatimport øker, og dette fører til at netthandelen øker hvert år og stjeler stadig større markedsandeler fra butikkene på Strandtorget.

Lillehammer sentrum går omtrent som før. Rosenlund-senteret nord i Lillehammer viser seg å være en suksess, og stjeler markedsandeler fra Strandtorget.

Den norske økonomien går inn i en periode med negativ vekst, man får en lavere etterspørsel i innlandet og en økt beskatning. Styringsrenten er fortsatt lav, men de andre økonomiske utsiktene fremover er negative. Vi setter i dette scenarioet en svakere inflasjon som ikke vil komme over 2 % og null vekst i omsetningskicker. Dermed blir vekst lik inflasjon, hvor gjennomsnittet er 1,91 %.

Dette gir en verdi på **1 095 643 000 NOK** (vedlegg 17).

8.2 Analyse av variasjon i avkastningskrav

Tidligere i oppgaven har vi drøftet hvor stor innvirkning avkastningskravet har på verdien. Vi har hittil operert med et eksakt avkastningskrav og vi synes derfor det er interessant å se hvor mye verdien på Strandtorget vil variere ut fra endringer i avkastningskravet. Vi har kjørt en sensitivitetsanalyse hvor vi krysser tre scenarioer opp mot forskjellige avkastningskrav med intervaller på 0,25 i begge retninger fra vårt satte avkastningskrav på 6,21 %, for å plukke opp disse endringene.

Tall i hele 000			Tall i hele 000			Tall i hele 000		
Positivt Scenario			Ventet Scenario			Negativt Scenario		
4,46%	1 312 191	991,08	1 277 061	964,55	1 128 588	920,38		
4,71%	1 291 281	975,29	1 256 895	949,32	1 199 709	906,12		
4,96%	1 270 880	959,88	1 237 221	934,46	1 181 288	892,21		
5,21%	1 250 976	944,85	1 218 024	919,96	1 163 314	878,00		
5,46%	1 231 553	930,18	1 199 292	905,81	1 145 774	865,39		
5,71%	1 212 599	915,86	1 181 012	892,00	1 128 657	852,46		
5,96%	1 194 102	901,89	1 163 172	878,53	1 111 950	839,84		
6,21%	1 176 048	888,25	1 145 759	865,38	1 095 643	827,53		
6,46%	1 158 427	874,94	1 128 763	852,54	1 079 725	815,50		
6,71%	1 141 225	861,95	1 112 172	840,01	1 064 186	803,77		
6,96%	1 124 433	849,00	1 095 976	827,78	1 049 015	792,31		
7,21%	1 108 039	836,89	1 078 291	815,83	1 034 203	781,12		
7,46%	1 092 033	824,80	1 064 724	804,17	1 019 740	770,20		
7,71%	1 076 404	812,99	1 049 649	792,79	1 005 617	759,53		
7,96%	1 061 142	801,47	1 034 927	781,67	991 824	749,11		
8,21%	1 046 237	790,21	1 020 550	770,81	978 354	738,94		
	Markedsverdi på AS	Aksjekurs	Markedsverdi på AS	Aksjekurs	Markedsverdi på AS	Aksjekurs		

Tabell 31: Sensitivitetsanalyse avkastningskrav

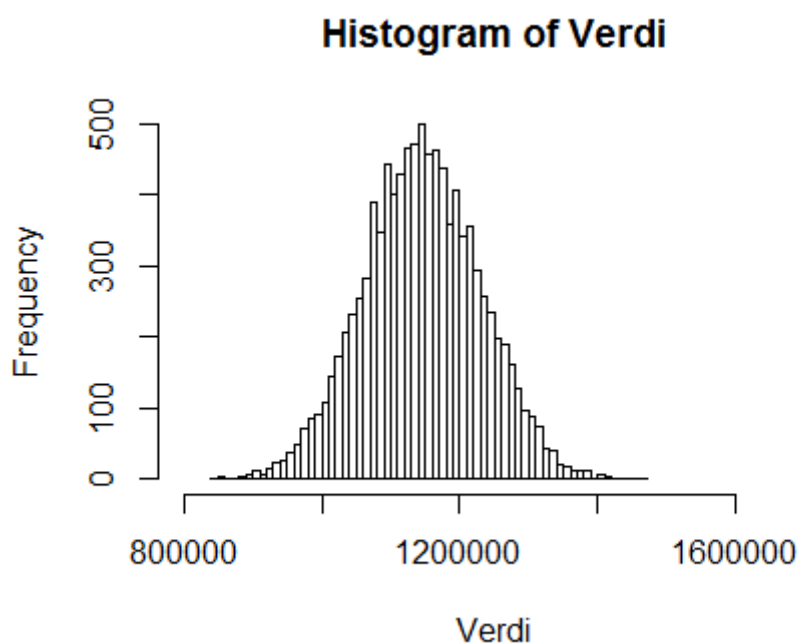
Her ser vi et intervall fra **978 354 000 NOK** til **1 312 191 000 NOK** som absolutte ytterpunkter. Dette er selskapsverdien uten gjeld. Vi setter dette inn i en Monte Carlo-analyse for å analysere tallene.

8.2.1 Monte Carlo-simulering

Vi utfører en Monte Carlo-simulering for å måle våre resultater i sensitivitetsanalysen. En Monte Carlo-simulering er en simuleringsmetode som brukes for å tilnærme seg sannsynligheten for visse utfall ved å kjøre flere prøvekjøringer, kalt simuleringer (Rystad,

Westgaard og Vestrum 1998). Informasjonen vi ønsker å få fra simuleringene er estimerte sannsynligheter for forskjellige utfall. I vår analyse vil alle tall være i hele 1000 NOK.

Vi finner en underliggende volatilitet, standardavviket, fra vår sensitivitetsanalyse. Gjennom utregninger i Excel finner vi at standardavviket er 84852.11, eller et relativt standardavvik på 7,4%. Vi setter disse opplysningene inn i rStudio for å få en simulering med 10 000 kast.



Figur 14: Histogram av Monte Carlo-simulering (vedlegg 18).

Som forventet av en Monte Carlo-simulering får vi her et histogram (figur 14) som minner om en normalfordeling. Dette er fordi de fleste tilfellene vil nærme seg gjennomsnittsverdien på 1 145 759. Vi flytter denne utregningen til Excel for å finne de estimerte sannsynlighetene for hvert utfall (vedlegg 19). 97,60 % av utfallene faller inn i våre verdier fra sensitivitetsanalysen. Sannsynlighetene blir:

Estimerte Sannsynligheter	Tall i hele 1000
Sannsynlighet for verdi = 0	0,00 %
Sannsynlighet for verdi = 1 145 759	1,89 %
Sannsynlighet for verdi = >1 145 759	47,65 %

Sannsynlighet for verdi = < 1 145 759	48,06 %
Sannsynlighet for verdi = <1 000 000	3,35 %
Sannsynlighet for verdi = >1 000 000	94,25 %

*2,4% av utfallene ble ikke plukket opp i denne statistikken.

Tabell 32: Monte Carlos estimerte sannsynligheter (vedlegg 19).

Vi konkluderer med at våre utregninger samsvarer med en verdi på rundt **1 145 759 000 NOK**. Verdien kan variere ut fra de usikre forutsetningene, spesielt inflasjon og avkastningskravet. Ifølge våre analyser er det 0 % estimert sannsynlighet for at selskapsverdien skal nærme seg null. Det er også svært sannsynlig at verdien er over 1 milliard NOK per 1. mai 2015.

Vi nevner at Monte Carlo-analysen ikke kan regnes som 100% troverdig siden dette er basert på avkastningskrav og utregninger som vi har gjort. Elementer som har senket eller økt verdien tidligere i oppgaven vil derfor gjenspeiles i Monte Carlo-analysen. Dette er derfor ikke en helt pålitelig og objektiv metode. Sannsynlighetene som forekommer er kun estimerte sannsynligheter. Siden intervallet mellom avkastningskravene er satt av oss, kan vi argumentere med at resultatet kan bli noe kunstig. Vi valgte allikevel å utføre Monte Carlo-analysen siden den gir et bilde av de potensielle utfallene, gitt våre utregninger.

9. Verdivurderingskritikk

Verdivurdering er som nevnt ferskvare og ingen eksakt vitenskap. Våre analyser om fremtidige forhold er usikre og det er ikke sikkert at vi har truffet med våre konklusjoner. Kaldestad og Møller skriver i sin bok om verdivurdering:

- «*Markeder og markedspriser kan påvirkes av irrasjonelle forhold*» (2012, s. 23).

Vi har brukt flere teoretiske modeller for å prøve å verdsette Strandtorget til en sannsynlig markedspris. Det er derimot ikke sikkert at den teoretiske verdien vil samsvare med den praktiske verdien, hvis det skal utføres en transaksjon i virkeligheten. Forhandlingskraft, kompromisser, psykologi o.l. er eksempler på forhold som kan påvirke verdien. Dette er faktorer som de teoretiske modellene vil ha problemer med å plukke opp.

- «*Prognostisering er forbundet med betydelig usikkerhet*» (Kaldestad og Møller 2012, s. 22).

Ethvert selskap av betydelig størrelse vil treffes av makroøkonomiske, politiske, demografiske og teknologiske faktorer. Det er umulig å forutse alle mulig svingninger i fremtiden. I vår oppgave har vi utarbeidet en kontantstrøm, og det er ikke sikkert at vårt anslag for kontantstrømmen vil stemme.

- «*Verdivurdering har kort holdbarhet*» (Kaldestad og Møller 2012, s. 26).

I vår oppgave har vi drevet med en verdivurdering i fem måneder, og mange av faktorene som vi har lagt til grunn kan ha endret seg underveis i prosjektet, særlig den ikke-offentlige rapporten fra DNB Markets, hvor vi har verdier fra mars. Analytikernes anslag kan ha endret seg siden.

- Valg av sammenligningsselskaper

Å anvende sammenligningsselskaper er en god måte å uthente markedsverdier, men det er ikke sikkert at sammenligningsselskaper samsvarer så godt som man kanskje skulle tro på papiret. Sammenligningsselskaper kan treffes av ekstraordinære forhold, være feil priset eller ha finansielle strukturer som kan utgjøre forskjeller.

Vi må på bakgrunn av disse forutsetningene være forsiktig med å hevde bastant at vår utførte verdsettelse kan regnes som helt korrekt. Kaldestad og Møller (2012, s. 26) skriver derfor at en *dårlig* verdsettelse kan ha flaks, og treffe på verdien, mens en *god* verdsettelse kan ha uflaks og bomme på verdien.

Derfor har vi i oppgaven hatt fokus på å anvende god metodikk og ta riktige forutsetninger.

10 Konklusjon

Målet med vår oppgave var å gjennomføre en grundig verdsettelse av Strandtorget Eiendom AS. Gjennom vår hovedanalyse, den diskonterte nåverdimetoden, fikk vi en selskapsverdi på **1 145 759 000 NOK**. Vi konkluderte det som svært sannsynlig at Strandtorget vil verdsettes av markedet for over en milliard kroner. Det er en usikkerhet knyttet til verdien, spesielt relatert til avkastningskrav og inflasjonen. Usikkerheten var likevel ikke høy nok til at vi valgte å endre vår konkluderende verdi. Dette reflekter de lite volatile inntjeningene som Strandtorget har.

Vi så igjennom hele oppgaven en positiv tendens for eiendomsmarkedet. Vi sitter igjen med det inntrykket at næringseiendom er et mer aktuelt investeringsobjekt, enn for noen år siden. Den gjennomgående konklusjonen er at Strandtorget er ett lavrisiko prosjekt, med en heldig markedsposisjon.

Litteraturliste

Bøker:

- Bøhren, Ø. og D. Michalsen. (2006) *Finansiell Økonomi*. 3.utg Bergen: Skarvet Forlag.
- Bøhren, Ø. og P. I. Gjørsum. (2009) *Prosjekt-analyse - Investering og finansiering* 2. opplag Bergen: Fagbokforlaget.
- Dedekam, jr. A. (2003) *Makroøkonomi samfunnsøkonomi og økonomisk politikk*. 4.utg Poland: Fagbokforlaget.
- Gripsrud, G. U, H, Olsson og R. Silkoset. (2010) *Metode og dataanalyse: beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP* 2.utg Kristiansand: Høgskoleforlaget.
- Halvorsen, K. (2008) *Å forske på samfunnet - en innføring i samfunnsvitenskapelig metode* 5. utg. Oslo: Cappelen.
- Kaldestad, Y og B, Møller. (2012) *Verdivurdering - Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* Oslo: DnR Kompetanse.
- Kristoffersen, T. (2012) *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring* 3.utg Bergen: Fagbokforlaget.
- Kristoffersen, T. (2014) *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring* 4.utg Bergen: Fagbokforlaget.
- Lunnan, R. (2010) *Ekstern analyse - muligheter og trusler* I: Løwendahl, B.R. og Wenstøp, F.E Grunnbok i strategi, 3.utg. Kapittel 8, sidene 195-242. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Løwendahl, B.R. & Wenstøp, F.E. (2012) *Grunnbok i strategi* 3.utg, Oslo:Cappelen Akademisk Forlag.
- Pindyck, R. S, D. L. Rubinfeld og T. Synnestvedt. (2013) *Introduksjon til mikroøkonomi* Spain:Pearson Education Limited.

Hyperlenker:

- Andhøy/K, M, L, Thane. (2014) *Kjøpesenterfakta* [online] Andhøy: Lysaker.
URL:<http://andhoy.no/wp-content/uploads/2015/02/Kjopesenterfakta2014.pdf> (02.03.15)
- Avkastningskrav (2015) *Lederkilden Ordliste* [online] Oslo: Nettopp Media AS.
URL:<http://www.lederkilden.no/ordliste/avkastningskrav> (14.04.15)
- BREEAM-NOR (2015) *Med miljø på agendaen* [online].
URL:<http://www.breeam-nor.no/med-miljo-pa-agendaen/> (05.03.15)
- DN.no (2015) *Børs & marked - Brent 1. posisjon 5 år* [online] Dagens Næringsliv: Oslo.
URL:<http://www.dn.no/finans/#/energi> (07.05.15)
- DNB.no (2015) *Ord og uttrykk i næringseiendom* [online].

- URL:<https://www.dnb.no/privat/sparing-og-investering/investeringsprodukter/eiendomsinvesteringer/merinfo/ord-og-uttrykk.html> (11.05.15)
- Erard, M, E, E. (2014) *Bankenes marginer* [online] Norges Bank.
URL:http://static.norges-bank.no/pages/100709/aktuell_kommentar_4.pdf (16.04.15)
- E24.no (2015a) *Instrument - Olav Thon Eiendomsselskap (OLT)* [online] E24: Oslo.
URL:<http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=OLT.OSE> (24.04.15)
- E24.no (2015b) *Instrument - Norwegian Property (NPRO)* [online] E24: Oslo.
URL:<http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=NPRO.OSE> (24.04.15)
- E24.no (2015c) *Instrument -Entra (ENTRA)* [online] E24: Oslo.
URL:<http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=ENTRA.OSE> (24.04.15)
- Finans Norge (2014) *Nibor* [online] Finans Norge.
URL:<https://www.fno.no/tema/kapitalforvaltning/nibor/> (16.04.15)
- Fiskevoll, C./Haugen, S,O. (2013) *Kjøpesum for aksjer i eiendomsselskap* [online] Oslo: Hegnar.
URL:<http://www.hegnar.no/juss/artikkel327674.ece> (05.05.15)
- Halvorsen, M. T../Djuve, A. (2014) *Dette blir helt avgjørende for norsk økonomi i 2015* [online] Dagens Næringsliv AS: Oslo.
URL:<http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2014/12/25/1151/Norge/dette-blir-helt-avgjorende-for-norsk-konomi-i-2015> (04.03.15)
- Kommunalbanken (2015) *Swap NOK 10 år - Valgfri periode 28.04.14 - 28.04.15* [online] Kommunalbanken AS: Oslo.
URL:<http://kbn.solutions.six.se/kommunalbanken/site/overview.page?magic=%28cc+%28mainnav+debt%29+%28subnav+swapnok%29%29> (28.04.15)
- Langberg, K. Ø. og R. Østgårdsgjelten/Hansen, E, E. (2015) *Nå mister også langtidsutdannede jobben* [online] Oslo: Aftenposten.
URL:<http://www.aftenposten.no/okonomi/Na-mister-ogsa-langtidsutdannede-jobben-8005599.html> (04.05.15)
- Lem, C. H. (2015) *Forventer stabil risikopremie i 2015* [online] Oslo: Magma.
URL:<http://www.magma.no/forventer-stabil-risikopremie-i-2015> (04.05.15)
- Lerø, K. (2014) *Rekordyield på Tjuvholmen* [online] Oslo: Estate Media.
URL:<http://www.estatenyheter.no/index.php/5-nyheter/nyheter/1094-yield-pa-fire-tallet> (21.04.15)
- Lillehammer kommune (2006) *Byplan for Lillehammer* [online].
URL:<http://www.lillehammer.kommune.no/getfile.php/1691909.1850.xftftpstyp/Planbeskrivelse+KS+15.06.06+Uten+best..pdf> (11.02.15)
- Lillehammer (2011) *Nyheter 2011 - Norges herligste gågate!* [online].
URL:<http://www.lillehammer.com/de/Die-Region/Nyhetsarkiv/Nyheter-2011/Norges-herligste-gagate/> (10.02.15)

- Nordic Council of Shopping Centers (2013) *NETTHANDELEN - TRUSSEL ELLERMULIGHET FOR KJØPESENTRE* [online].
URL:http://ncscnordic.org/wp-content/uploads/2014/07/NCSC-report-2013_Netthandelen_lowNO.pdf (16.02.15)
- Nordic Council of Shopping Centers (2014) *About - The nordic mark* [online].
URL:<http://ncscnordic.org/about/> (27.02.15)
- Netthandel (2014) *Disse bransjene er mest digitalisert* [online].
URL:<https://netthandel.no/disse-bransjene-er-mest-digitalisert/> (30.04.15)
- Niam (2015) *Om niam* [online].
URL:<http://www.niam.se/sv/> (20.04.15)
- Nordnet (2015) *Olav Thon Eiendomsselskap - Selskapsfakta* [online] Nordnet: Oslo.
URL:<https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/bolagsfakta.html?identifiser=6212&marketplace=15> (04.05.15)
- Norges Bank (2014a) *Pengepolitikk* [online].
URL:<http://www.norges-bank.no/Om-Norges-Bank/Mandat-og-oppgaver/Pengepolitikken-i-Noreg/> (04.03.15)
- Norges Bank (2014b) *Styringsrenten årgjennomsnitt* [online].
URL:<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Styringsrente-arlig/> (22.04.15)
- Norges Bank (2015a) *Endringer i styringsrenten* [online].
URL:www.norges-bank.no/pengepolitikk/styringsrenten/styringsrenten-oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/ (04.03.15)
- Norges Bank (2015b) *Statsobligasjoner daglige noteringer* [online].
URL:<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/> (04.05.15)
- Nygård, Y, M. og Y. Bergli/Blix, A. (2012) *Markedet for kjøpesentre i Trondheim er mettet* [online]. Trondheim: Adresseavisen.
URL:<http://www.adressa.no/nyheter/trondheim/article6350677.ece> (16.02.15)
- Regjeringen (2014) *Fradrag for gjeldsrenter i interessefelleskap* [online].
URL:<https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/Unntak-fra-reglene/id757676/> (20.04.15)
- Rosenlund Bydelssenter (2015a) *Velkommen til Rosenlund Bydelssenter* [online].
URL:<http://www.rosenlundbydelssenter.no/> (16.02.15)
- Rosenlund Bydelssenter (2015b) *Nye Rosenlund* [online].
URL:<http://rosenlundbydelssenter.no/nye-rosenlund> (10.02.15)
- Rystad, K. S, Westgaard og G, Vestrum. (1998) *Styring av markedsrisiko i finansielle organisasjoner* [online] Magma.
URL:<http://www.magma.no/styring-av-markedsrisiko-i-finansielle-organisasjoner> (27.04.15)
- Røed, Geir/Eriksen, T, G. (2014) *Dropper kjøpesenterplaner i Lillehammer* [online] NRK.
URL:<http://www.nrk.no/ho/vil-ikke-drive-butikk-i-gagata-1.11619819> (10.02.15)

Sektor gruppen (2014) *Strandtorget utleieprospekt* [online].
URL:http://www.sektor.no/content/download/17077/219880/file/Strandtorget_Utleieprospekt_2014_Trykk.pdf (26.02.15)

Sektor gruppen (2015) *Om oss I korte trekk* [online] Oslo: Sektor Gruppen AS.
URL:<http://ipaper.ipapercms.dk/Sektor/Ikortetrek/> (05.03.15)

SSB.no (2014a) *Omsetning i varehandel, 4. termin* [online].
URL:<http://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/statistikker/vroms/termin/2014-12-19>
(16.02.15)

SSB.no (2014b) *Befolkningens utdanningsnivå* [online]
Tabell: 09429: Personer 16 år og over, etter kjønn og utdanningsnivå. Absolutte tall og prosent (K)
Ikke medregnet personer med uoppgitt eller ingen fullført utdanning.nivå Universitets- og høgskolenivå kort, omfatter høyere utdanning t.o.m. 4 år.
URL:<http://www.ssb.no/utniv/> (04.03.15)

SSB.no (2014c) *Renter i banker og andre finansforetak, 3. kvartal 2014* [online].
URL:<http://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/statistikker/orbofrent/kvartal/2014-11-25#content> (16.04.15)

SSB.no (2015a) *Arbeidskraftundersøkinga, sesongjusterte tal* [online].
URL:<http://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/statistikker/akumnd> (04.03.15)

SSB.no (2015b) *Folkemengde* [online].
Tabell: 07459: Folkemengde, etter kjønn og ettårig alder. 1. januar (K)
Folkemengde 1. januar, etter region, tid og statistikkvariabel.
URL:<http://www.ssb.no/befolkning/statistikker/folkemengde/aar/2015-02-19> (08.04.15)

SSB.no (2015c) *Konsumprisindeksen* [online].
URL:<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/kpi/maaned/2015-03-10?fane=om#content> (08.04.15)

SSB.no (2015d) *Forsterket konjunkturedgang, men ingen krise* [online].
URL:<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/forsterket-konjunkturedgang-men-ingen-krise?tabell=221449> (22.04.15)

Statsbudsjettet (2014) *Vekstpakken* [online] Oslo: Finansdepartementet.
URL:<http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2014/Statsbudsjettet-fra-A-til-A/Vekstpakken/> (02.03.15)

Storebrand (2015) *Ordliste* [online] Storebrand.
URL:https://www.storebrand.no/Storebrand/Internett/stb_ordliste.nsf/Ordlisten?OpenView&RestrictToCategory=V (11.05.15)

Strandtorget.no (2015) *Om senteret* [online].
URL:<http://www.strandtorget.no/Om-senteret> (26.02.15)

Svennebye, L. (2011) *Lønnsnivå og kjøpekraft i OECD-landene - Vanskelig å sammenlikne kjøpekraft* [online] SSB.

URL:<http://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/vanskelig-aa-sammenlikne-kjopekraft> (04.05.15)

Toll (2015) *350-kronersgrensen* [online].

URL:<http://www.toll.no/no/handle-pa-internett/350-kronersgrensen/> (04.03.15)

Thorsnæs, G. (2014) *Opplands befolkning* [online] Store norske leksikon.

URL:https://snl.no/Opplands_befolkning (04.03.15)

Tjernshaugen, K./Hansen E, E. (2015) *Foreslår søndagsåpne butikker i hele landet* [online] Oslo: Aftenposten.

URL:<http://www.aftenposten.no/nyheter/iriks/politikk/Foreslar-sondagsapne-butikker-i-hele-landet-7852884.html> (05.03.15)

Yahoo! - Finance (2015a) *Olav Thon Eiendomsselskap ASA (OLT.OL)* [online]

URL:<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=OLT.OL+Historical+Prices> (27.04.15)

Yahoo! - Finance (2015b) *Norwegian Property ASA (NPRO.OL)* [online]

<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=NPRO.OL+Historical+Prices> (27.04.15)

Yahoo! - Finance (2015c) *OSE BENCH IDX GI (OSEBX.OL)* [online]

<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=OSEBX.OL+Historical+Prices> (27.04.15)

Vedlegg:

Kommunikasjon:

Vedlegg 1: Intervju med senterleder hos Strandtorget Erik Skjellerud 18.02.15.

Vedlegg 2: Spørsmål til Bomann-Larsen pr. e-post 11.03.15.

Vedlegg 3: Spørsmål til Bomann-Larsen pr. e-post 16.04.15.

Vedlegg 4: DNB Markets Real Estate Weekly, utstedt fra DTZ Verdivurdering 20.03.15.

Regnskapstall og bokholderi:

Vedlegg 5: Resultatregnskap Niam V Strandtorget Eiendom AS 2013 og 2014.

Vedlegg 6: Balanse Niam V Strandtorget Eiendom AS 2013 og 2014.

Vedlegg 7: Resultatregnskap Niam V Strandtorget Eiendom AS 2012.

Utregninger og modeller:

Vedlegg 8: Omsetningsutvikling med vekstutregning.

Vedlegg 9: Korrelasjonsanalyser med BNP og Styringsrente.

Vedlegg 10: Utregning av nøkkeltall til regnskapsanalyse.

Vedlegg 11: Budsjettert kontantstrøm Strandtorget.

Vedlegg 12: Analyse av kort og lang rente.

Vedlegg 13: Regresjon OLT.

Vedlegg 14: Regresjon NPRO.

Vedlegg 15: Diskontert nåverdimetode (Ventet scenario).

Vedlegg 16: Diskontert nåverdimetode (Positivt scenario).

Vedlegg 17: Diskontert nåverdimetode (Negativt scenario).

Vedlegg 18: Utregning av Monte Carlo i rStudio.

Vedlegg 19: Utregning av Monte Carlo i Excel.

NORDIC REAL ESTATE WEEKLY

Formalities and other updates

As it is the season for AGMs and annual reports, formalities continue to dominate the news. Citycon has issued an update on its Iso Omena development. The average implied yields on the stocks in our universe are 4.84% for 2015e and 5.14% for 2016e.

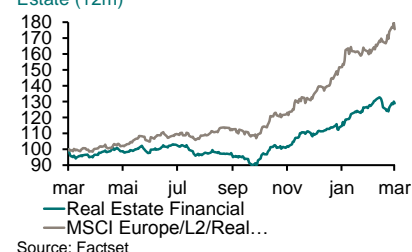
AGMs and annual reports. The majority of this past week's announcements were pertained to formalities such as annual general meetings, ex dividend dates, and annual reports. Castellum, Klöver; Tribona.

Citycon's development progressing. In a press release Wednesday, 18 March, the company announced that its Iso Omena shopping centre and the connected Matinkylä Metro station have reached their rooftop height. Once complete in 2018, the extended Iso Omena will be one of the largest shopping centres in Finland, comprising nearly 100,000 square metres of leasable area and will have over 200 shops and service units. The investment is cEUR250m. We have included the development in our forecasts (although the scheduled completion is outside of our forecast horizon). We have a HOLD recommendation and EUR3.30 target price on Citycon.

Sponda's CFO steps down. According to the company, CFO Erik Hjelt has resigned to join another company and will leave his position at the end of May. The recruitment process for Mr. Hjelt's replacement has begun. We have a HOLD recommendation and EUR4.60 target price on Sponda.

Norwegian Property. For the new board following the change in ownership of the company in 2014, the nomination committee has suggested Espen D. Westernen and Marianne Heien Blystad. Canica's representatives stepped down from the board after selling their shares in the company. Henrik A. Christensen will continue as chairman. We have a BUY recommendation and NOK12.60 target price on Norwegian Property.

Real Estate Financial vs MSCI Europe/L2/Real Estate (12m)



Company	Cur	Rec	Target	Price	P/E 15e	P/E 16e	P/E 17e
Castellum	SEK	HOLD	130.0	135.0	20.0	19.0	18.5
Citycon	EUR	HOLD	3.30	3.13	19.8	19.3	18.0
Entra	NOK	HOLD	77.00	82.50	21.4	19.4	17.2
Fabege	SEK	HOLD	115.0	127.8	36.5	28.8	25.4
Hufvudstaden	SEK	HOLD	115.0	120.0	30.3	29.8	29.0
Klöver	SEK	SELL	8.50	9.40	19.9	17.6	15.7
Kungsleden	SEK	BUY	74.00	66.00	15.4	13.8	12.8
Norwegian Property	NOK	BUY	12.60	10.80	24.8	19.0	17.1
Olav Thon	NOK	BUY	195.0	167.0	16.6	15.4	14.9
Sponda	EUR	HOLD	4.60	4.11	14.8	13.2	12.8
Tribona	SEK	BUY	44.00	37.90	14.0	12.2	11.1
Wihlborgs	SEK	HOLD	185.0	171.0	18.5	17.8	17.5

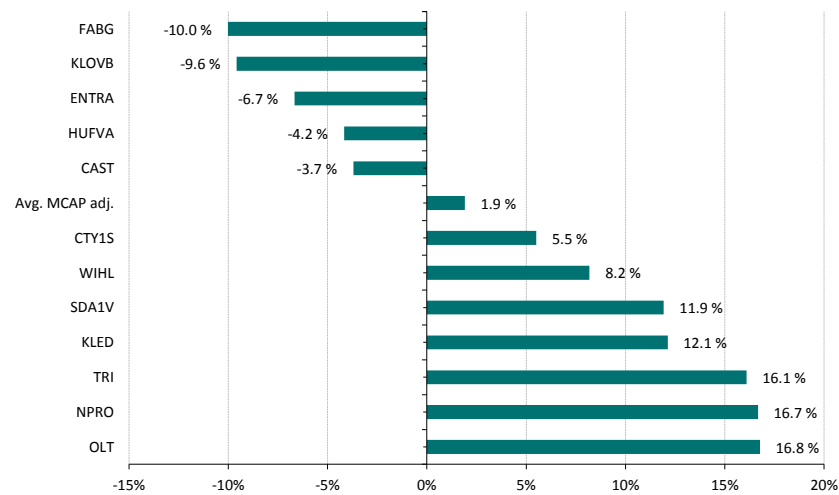
Source: DNB Markets

ANALYSTS

Simen Mortensen
simen.mortensen@dnb.no
+47 24 16 92 09

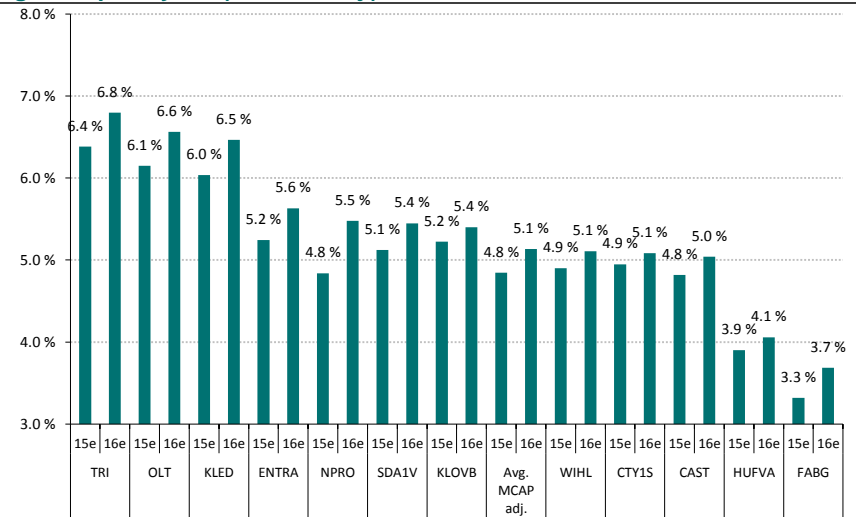
Please see last pages for important information

Fig. 1: Share price potential



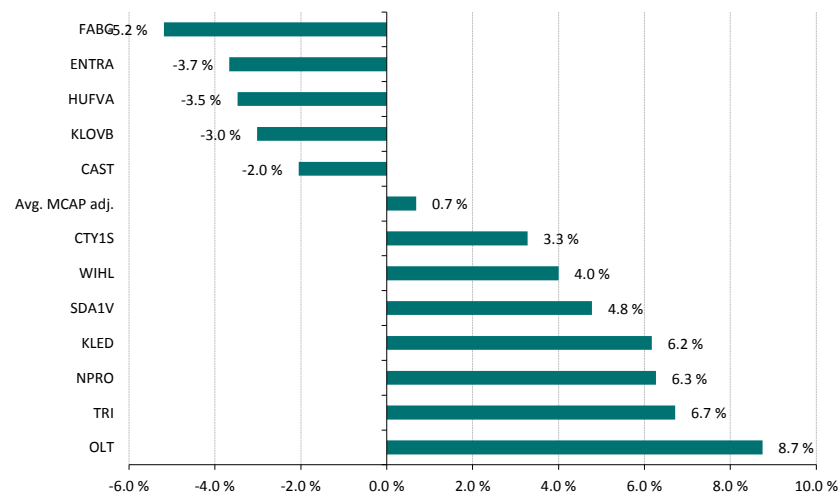
Source: DNB Markets

Fig. 2: Implied yield (EBIT/EV adj.)



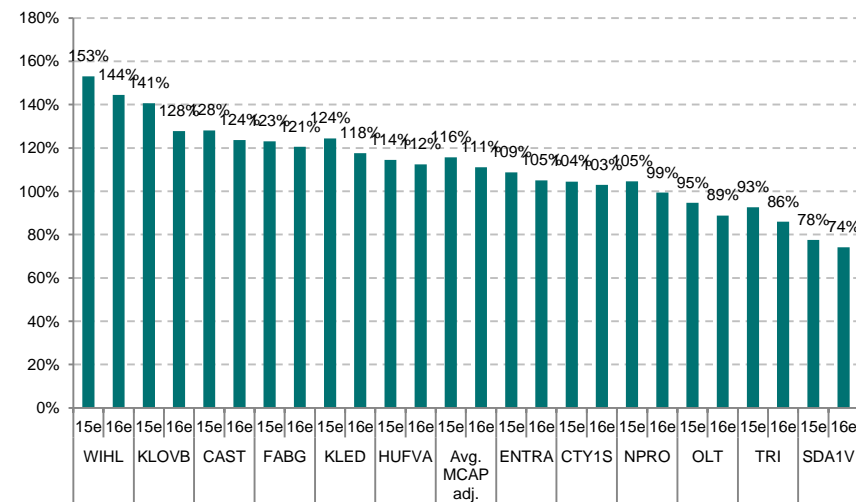
Source: DNB Markets

Fig. 3: Percentage (upside/downside) to our target price on EV



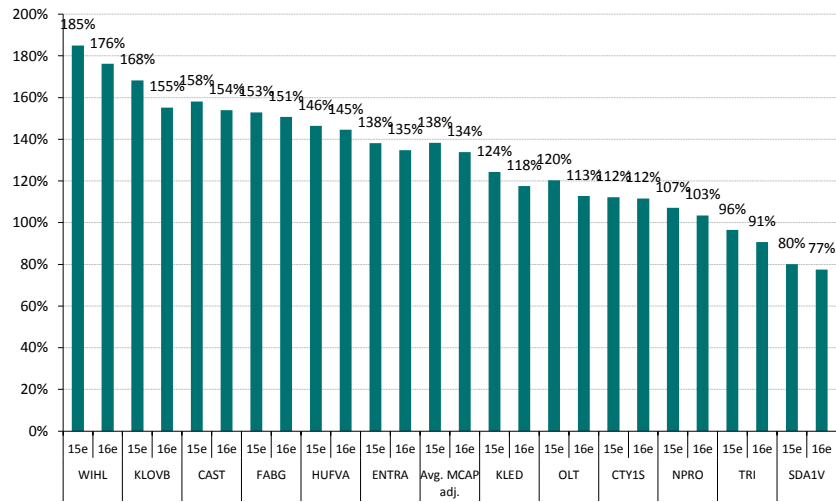
Source: DNB Markets

Fig. 4: Price to NAV (our forecasts)



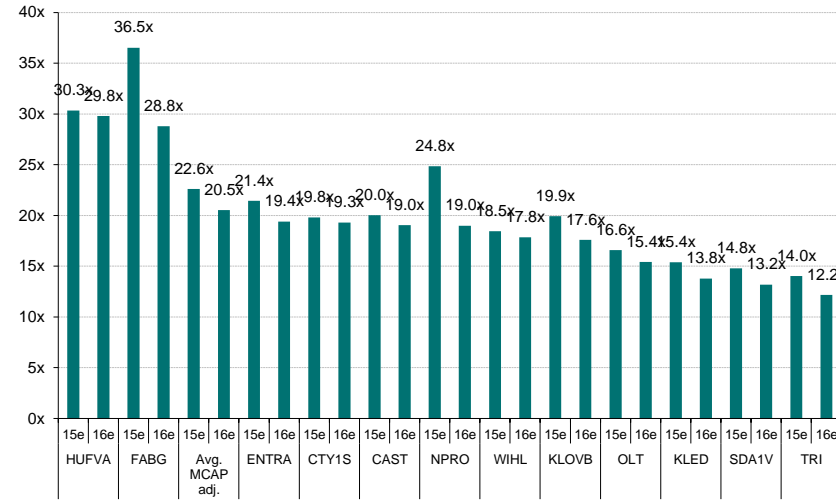
Source: DNB Markets

Fig. 5: Price/book



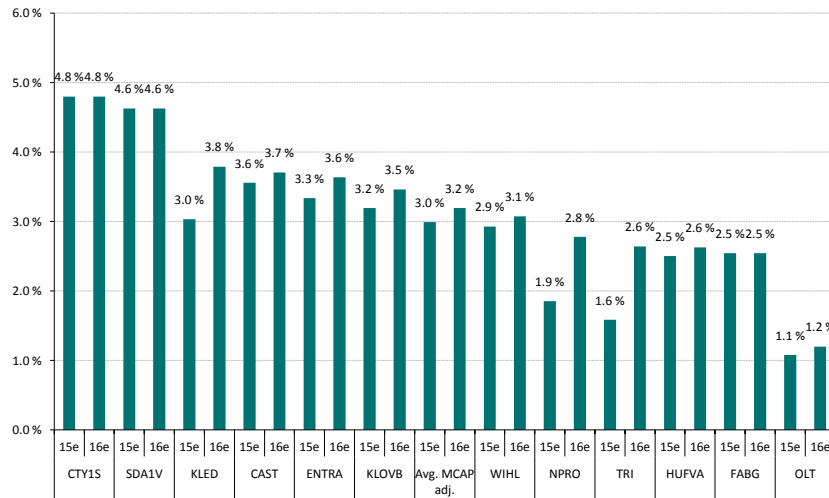
Source: DNB Markets

Fig. 6: P/E adjusted (excluding IFRS and one-offs/= FFO)



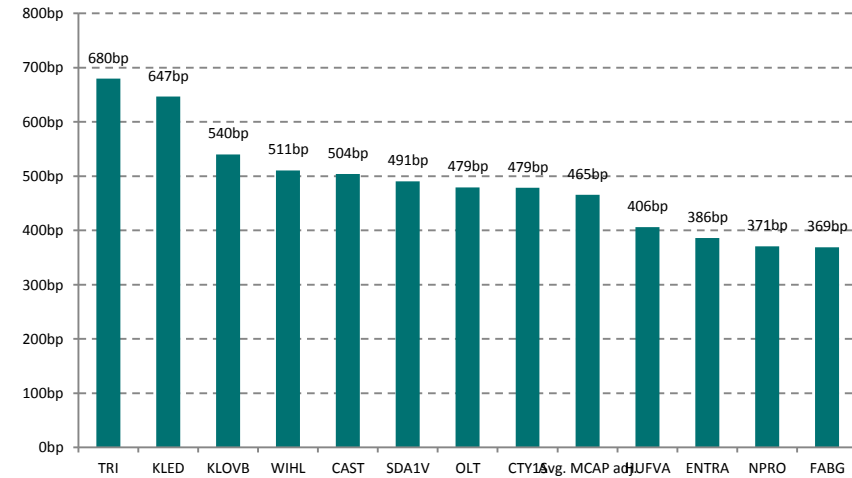
Source: DNB Markets

Fig. 7: Dividend yields



Source: DNB Markets

Fig. 8: Yield spreads for 10 years (EV risk premium)



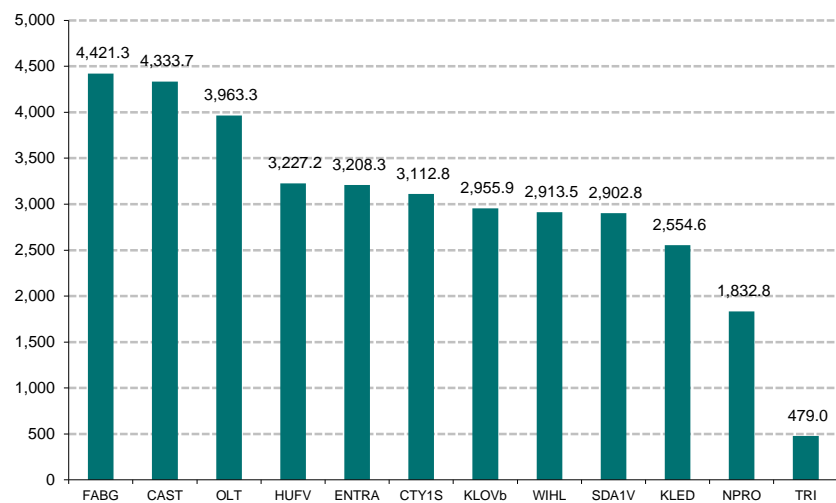
Source: DNB Markets

Fig. 9: Share price performance

Share Price Performance*							
Updated as of 19/03/15							
Ticker	Price - Local	Change 1w	Change 1m	Change 3m	Change 6m	Change 1y	Change YTD
CAST	135.00	3.1 %	-3.1 %	11.2 %	23.7 %	25.0 %	10.6 %
CTY1S	3.13	3.1 %	2.6 %	20.3 %	17.6 %	25.0 %	21.2 %
ENTRA	82.50	-1.2 %	-2.9 %	6.5 %	26.9 %	26.9 %	7.8 %
FABG	127.80	6.8 %	1.0 %	28.8 %	41.8 %	49.6 %	27.0 %
HUFVA	120.00	4.6 %	0.2 %	19.8 %	35.8 %	30.3 %	18.1 %
KLOVB	9.40	4.4 %	-2.1 %	25.3 %	25.3 %	25.3 %	23.7 %
KLED	66.00	5.2 %	-2.9 %	22.2 %	54.6 %	31.9 %	16.8 %
NPRO	10.80	-0.5 %	-0.5 %	9.1 %	14.8 %	45.0 %	6.9 %
OLT	167.00	0.6 %	3.1 %	47.1 %	42.7 %	53.9 %	33.1 %
SDA1V	4.11	-0.5 %	-4.6 %	20.5 %	10.8 %	19.5 %	13.5 %
TRI	37.90	-0.3 %	-5.3 %	0.5 %	8.3 %	-1.8 %	-1.8 %
WIHL	171.00	5.2 %	-2.3 %	23.2 %	41.9 %	35.4 %	19.8 %
AVERAGE	NA	2.5 %	-1.4 %	19.5 %	28.7 %	30.5 %	16.4 %

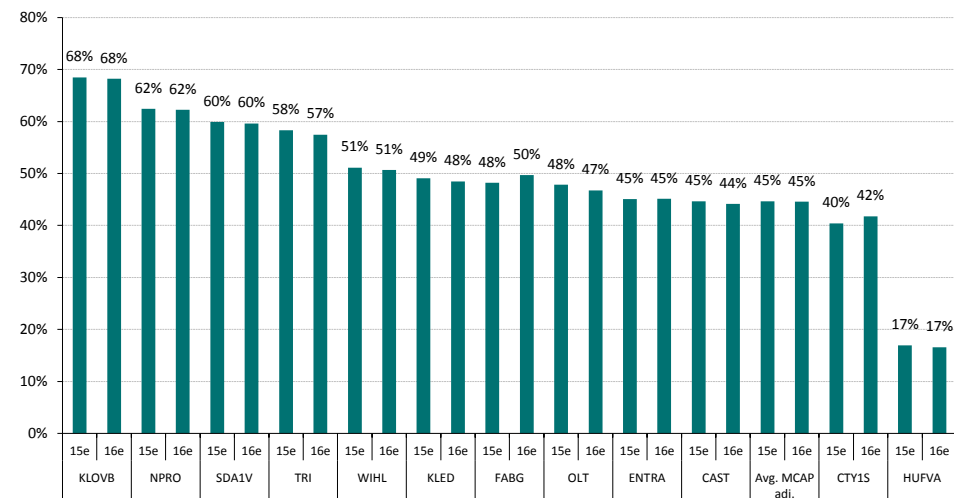
Source: Bloomberg

Fig. 11: Enterprise value (EURm)



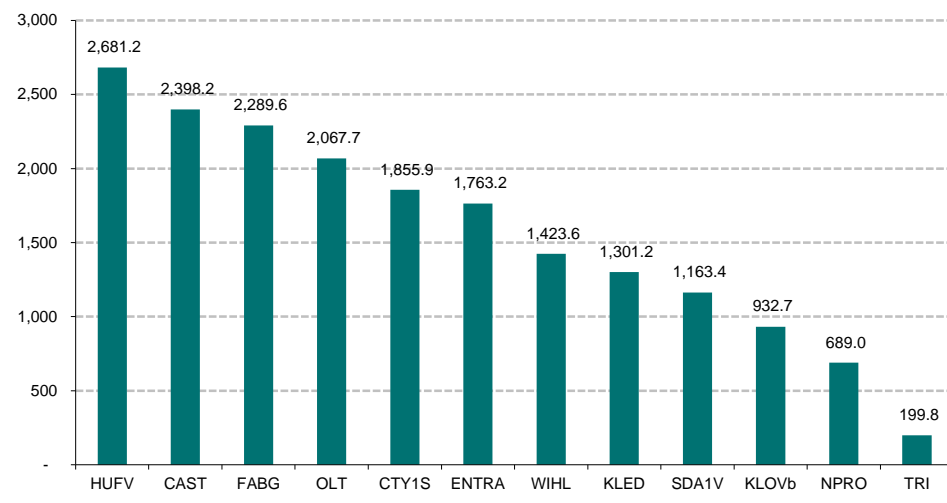
Source: DNB Markets

Fig. 10: Loan-to-value using market value (net debt/EV)



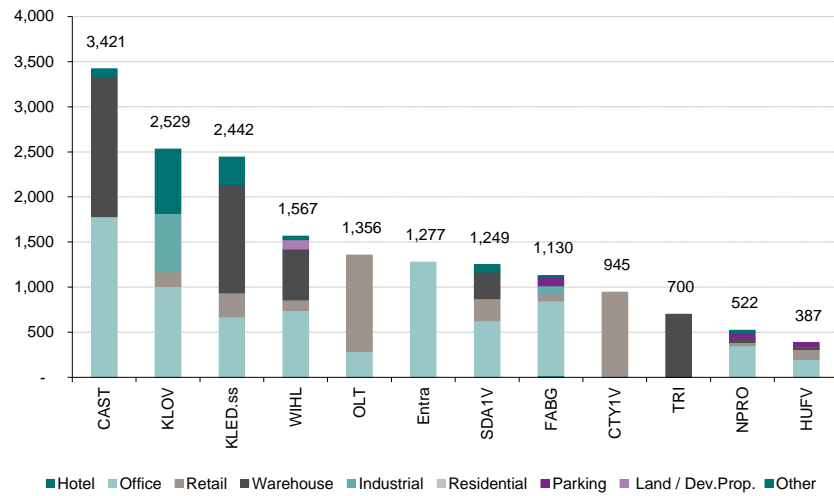
Source: DNB Markets

Fig. 12: Market cap (EURm)



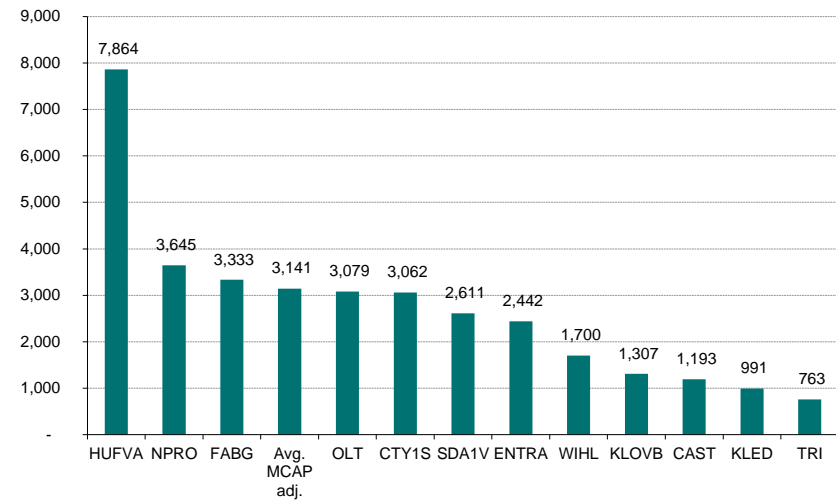
Source: DNB Markets

Fig. 13: Sqm (1,000) overview (end-2015e)



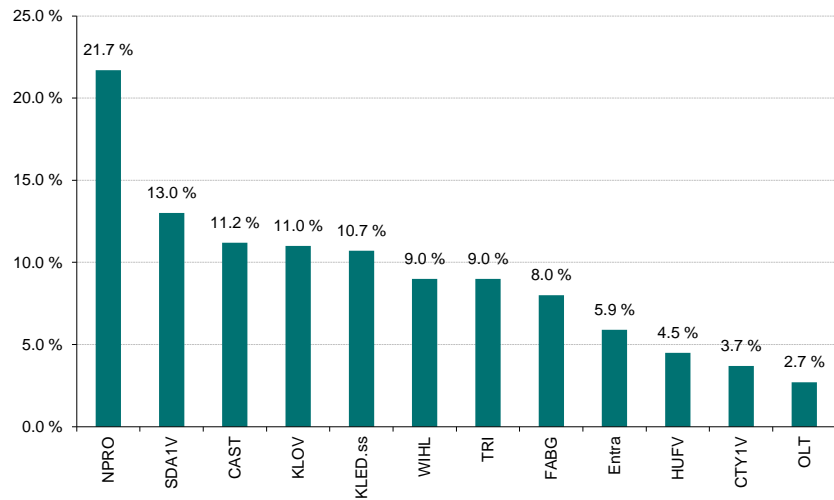
Source: DNB Markets

Fig. 14: Property book value/sqm, year-end 2015e (EURm)



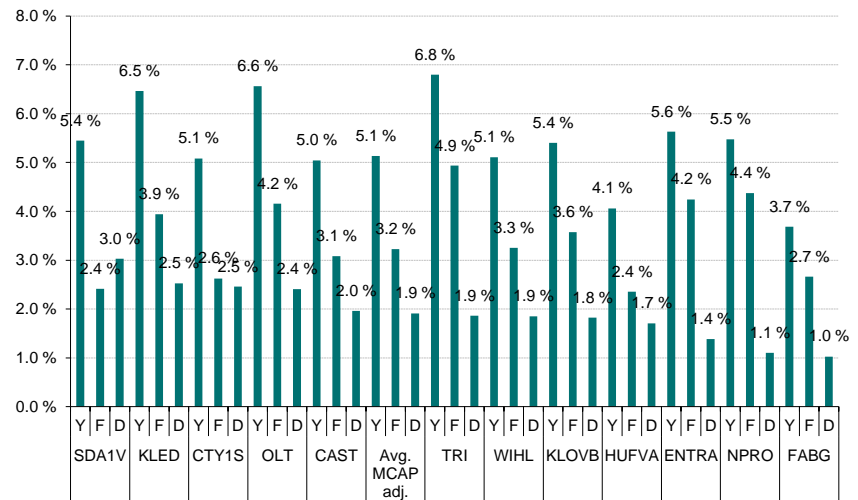
Source: DNB Markets

Fig. 15: Vacancy rate, year-end 2015e



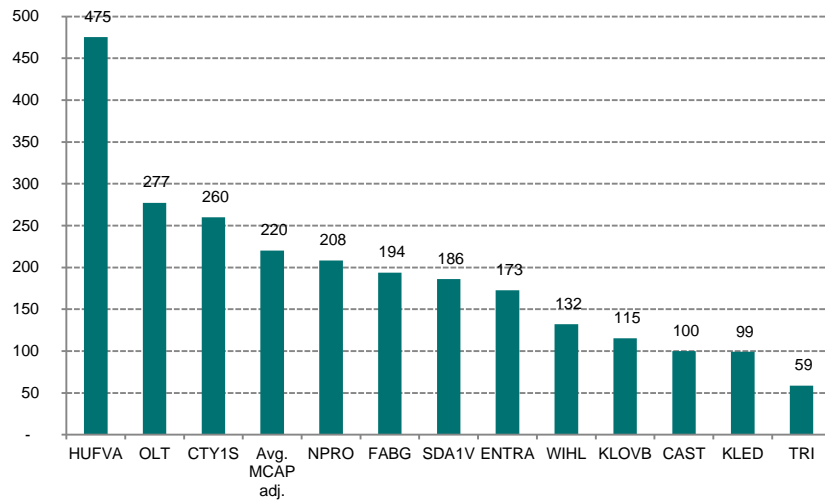
Source: DNB Markets

Fig. 16: Implied yield on book values (est. EBIT/book value properties)



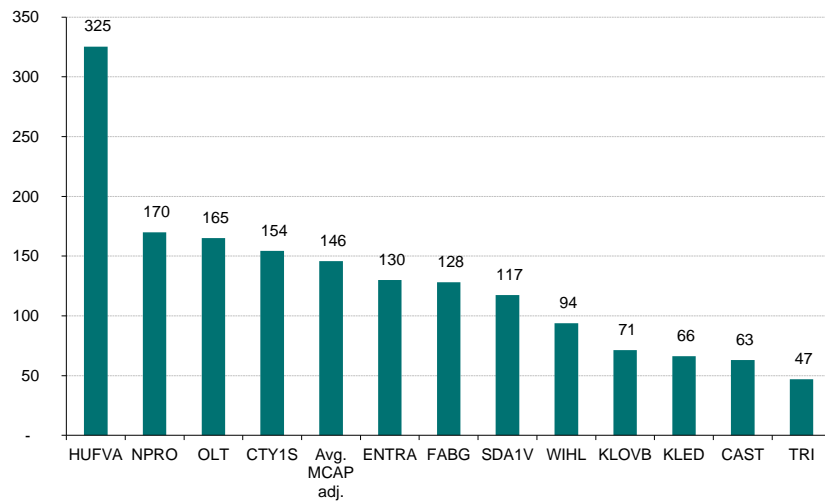
Source: DNB Markets

Fig. 17: Revenue per sqm, 2015e (EUR)



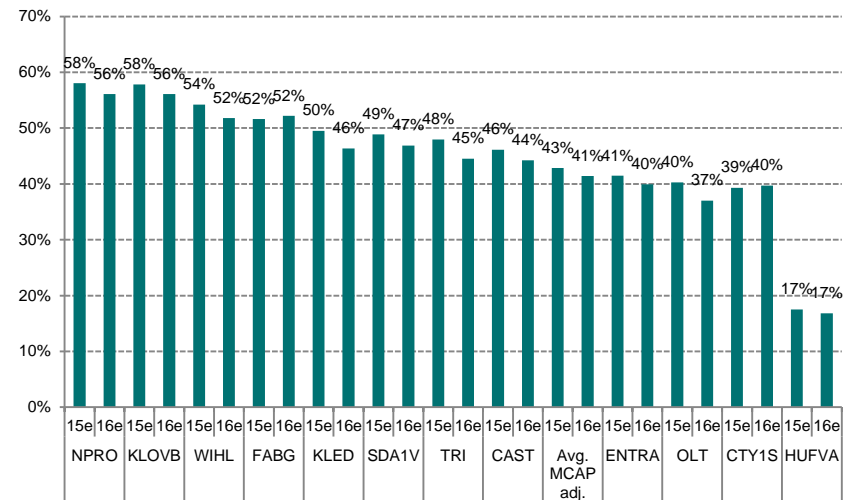
Source: DNB Markets

Fig. 19: EBIT per sqm, 2015e (EUR)



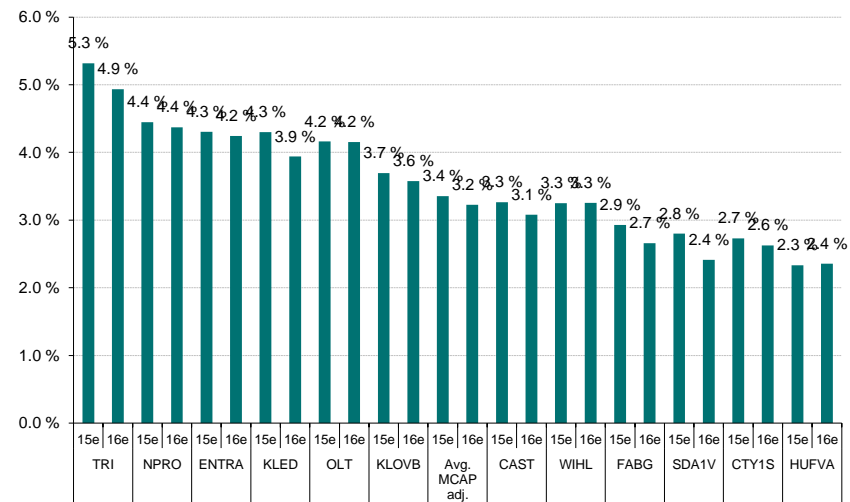
Source: DNB Markets

Fig. 18: Reported loan to value (book value: net debt/asset values)



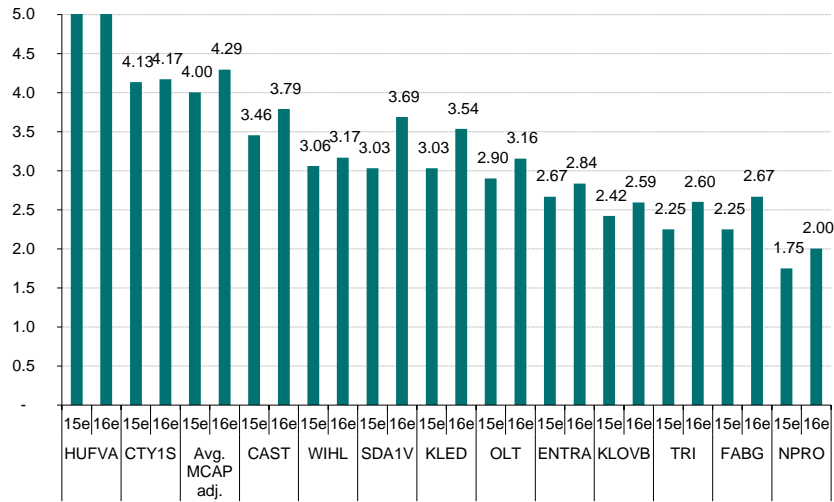
Source: DNB Markets

Fig. 20: Expected cost of debt



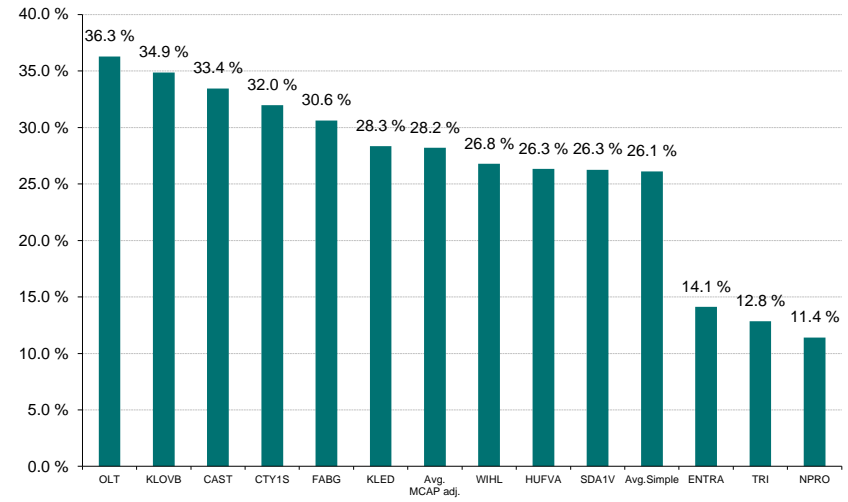
Source: DNB Markets

Fig. 21: ICR (EBITDA/net cost of financing, ratio)



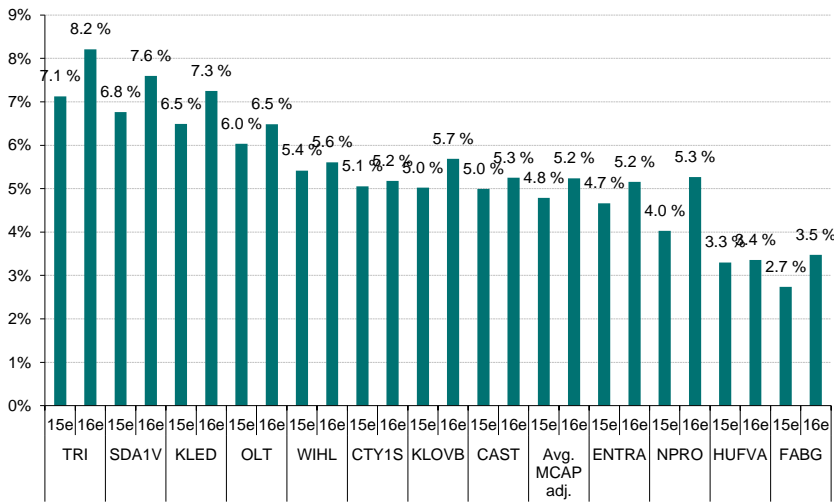
Source: DNB Markets

Fig. 22: COGS as % of revenue, 2015e



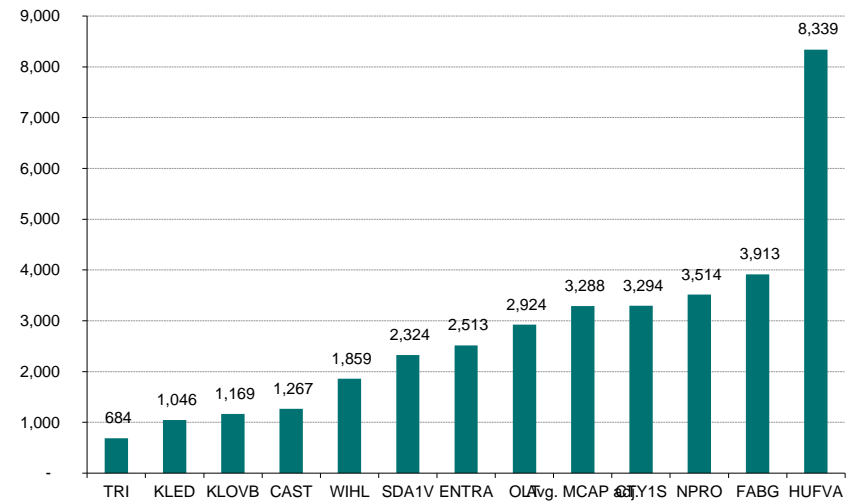
Source: DNB Markets

Fig. 23: Direct earnings returns (operating result excluding IFRS/equity)



Source: DNB Markets ((This is an inverted adj. P/E as it shows the same as what in real estate is called a direct result)

Fig. 24: EV/sqm, 2015e (EURm)



Source: DNB Markets

Fig. 25: Consensus valuation (Bloomberg) and share performance (Updated as of 19/03/15)

Name	Ticker	Last price	M.Cap	EV	LTV	P/B Cons.	Dividend Yield Consensus		Implied Cons. EBIT Yield		Consensus P/E			Performance			Daily Avg. Traded Value 3m	Daily traded Value YTD
						FY1	FY1	FY2	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	Week	Month	YTD	DKKm	DKKm
Denmark		DKK	DKKm	DKKm	%	FY1	FY1	FY2	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	Week	Month	YTD	DKKm	DKKm
JEUDAN	JDAN	680	7,539	19,892	62.1 %	1.72x								1.0 %	-1.2 %	23.2 %	1.5	1.6
Avg. / Sum - DKK			7,539	19,892	62.1 %	1.72x								1.0 %	-1.2 %	23.2 %	1.5	1.6
Finland		EUR	EURm	EURm	%	FY1	FY1	FY2	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	Week	Month	YTD	EURm	EURm
CITYCON	CTY1S	3.13	1,856	3,001	38.2 %	1.12x	5.0 %	5.1 %	4.8 %	4.9 %	16.6x	17.1x	16.5x	3.1 %	2.6 %	21.2 %	1.7	1.8
SPONDA	SDA1V	4.11	1,163	2,876	59.5 %	0.83x	4.7 %	4.7 %	5.3 %	5.5 %	12.5x	11.9x	11.8x	-0.5 %	-4.6 %	13.5 %	2.0	2.0
TECHNOPOLIS	TPS1V	4.39	468	1,341	65.1 %	0.90x	3.6 %	3.7 %	6.2 %	6.4 %	9.5x	9.7x	9.1x	2.8 %	1.6 %	18.6 %	0.7	0.7
Avg. / Sum EUR			3,487	7,218	51.7 %	0.95x	4.4 %	4.5 %	5.3 %	5.4 %	12.9x	12.9x	12.5x	1.8 %	-0.2 %	17.8 %	4.3	4.5
Norway		NOK	NOKm	NOKm	%	FY1	FY1	FY2	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	Week	Month	YTD	NOKm	NOKm
ENTRA	ENTRA	82.50	15,158	29,892	49.3 %	1.41x	3.3 %	3.8 %	5.1 %	5.2 %		16.8x	17.0x	-1.2 %	-2.9 %	7.8 %	10.7	10.9
NORWEGIAN PROPERTY	NPRO	10.80	5,923	15,537	61.9 %	1.12x	1.7 %	2.1 %	4.5 %	5.3 %	39.6x	23.5x	17.3x	-0.5 %	-0.5 %	6.9 %	17.5	18.3
OLAV THON	OLT	167	17,776	34,552	48.6 %	1.28x	1.1 %	1.2 %	5.8 %	6.1 %	19.8x	16.8x	15.8x	0.6 %	3.1 %	33.1 %	2.4	2.5
STORM REAL ESTATE	STORM	11.00	211	66	Cash	0.33x								0 %	-0.5 %	-12.0 %	0.1	0.1
Avg. / Sum NOK			39,069	80,047	51.2 %	1.04x	2.0 %	2.4 %	5.3 %	5.6 %	29.7x	19.0x	16.7x	0 %	-0.2 %	9.0 %	30.7	31.8
Sweden		SEK	SEKm	SEKm	%	FY1	FY1	FY2	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	Week	Month	YTD	SEKm	SEKm
ATRIUM LJUNGBERG	LJGRB	131.20	17,479	29,381	40.5 %	1.51x	2.7 %	2.8 %	4.5 %	4.7 %	22.3x	20.1x	18.7x	5.3 %	0.5 %	14.4 %	9.3	9.7
BALDER	BALDB	139.80	22,703	44,635	49.1 %	1.57x	0.0 %	0.0 %	4.2 %	4.5 %	23.4x	20.7x	19.1x	4.2 %	-0.9 %	26.8 %	37.4	39.7
CASTELLUM	CAST	135.00	23,221	41,620	44.2 %	1.70x	3.6 %	3.7 %	5.0 %	5.2 %	16.3x	16.0x	15.1x	3.1 %	-3.1 %	10.6 %	82.9	87.5
CATENA	CATE	125.50	3,218	6,481	50.3 %	1.62x						29.5x	28.8x	1.2 %	11.3 %	18.7 %	1.8	1.9
COREM	CORE	31.70	3,722	8,969	58.5 %	1.13x	2.8 %	3.2 %	6.4 %	6.8 %	11.4x	11.5x	10.4x	6.4 %	-2.5 %	10.5 %	1.0	1.1
D CARNEGIE	DCAR	57.00	4,034	11,961	66.3 %	1.16x								-1.7 %	-1.7 %	25.6 %	5.4	5.4
DIOS FASTIGHETER	DIOS	70.00	5,231	12,719	58.9 %	1.55x	4.4 %	4.7 %	5.6 %	5.9 %	13.8x	12.1x	11.9x	0.0 %	0.7 %	21.2 %	9.7	10.3
FABEGE	FABG	127.80	21,137	40,665	48.0 %	1.53x	2.6 %	2.8 %	3.4 %	3.6 %	34.4x	29.8x	25.5x	6.8 %	1.0 %	27.0 %	49.4	51.7
FASTPARTNER	FPAR	122.75	7,358	14,357	48.8 %	2.62x	3.3 %	3.5 %	4.5 %	4.7 %	18.4x	16.6x	15.8x	0.4 %	-9.7 %	12.9 %	4.5	4.8
HEBA FASTIGHETS	HEBAB	97.00	4,004	5,469	26.8 %	1.43x								4.0 %	0.8 %	-0.3 %	1.0	1.1
HEMFOSA	HEMF	196.00	12,881	28,059	54.1 %	1.48x	4.4 %	4.6 %	5.0 %	5.1 %	19.0x	13.2x	12.6x	2.1 %	-9.0 %	18.8 %	75.2	77.5
HUFVUDSTADEN	HUFVA	120.00	25,933	31,199	16.9 %	1.58x	2.5 %	2.6 %	3.7 %	3.8 %	30.9x	28.7x	27.8x	4.6 %	0.2 %	18.1 %	33.6	35.4
KLOVERN	KLOVA	9.60	8,627	30,142	71.4 %	1.25x	3.5 %	3.7 %	5.5 %	5.7 %	17.3x	14.2x	13.2x	2.7 %	-2.0 %	17.1 %	3.8	3.7
KUNGSLEDEN	KLED	66.00	12,012	22,998	47.8 %	1.26x	3.1 %	4.0 %	6.3 %	6.6 %	14.6x	14.8x	13.1x	5.2 %	-2.9 %	16.8 %	39.6	40.7
NP3	NP3	40.10	1,943	3,802	48.9 %									-0.2 %	-10.5 %	15.9 %	6.5	6.4
OSCAR PROPERTIES	OP	34.20	1,160	2,013	42.3 %				2.6 %	4.7 %	10.4x	7.1x	3.9x	2.4 %	-2.8 %	25.3 %	0.8	0.8
PLATZER	PLAZB	39.20	3,753	7,746	51.5 %	1.31x	2.3 %	2.7 %	4.8 %	5.6 %	18.8x	15.1x	12.7x	5.9 %	-4.2 %	17.0 %	2.5	2.6
SAGAX	SAGAA	58.25	11,126	20,720	46.3 %	3.97x								4.0 %	-14.0 %	31.8 %	0.3	0.3
TRIBONA	TRI	37.90	1,844	5,013	63.2 %	0.94x	2.1 %	3.3 %	7.0 %	7.5 %	14.4x	11.9x	10.3x	-0.3 %	-5.3 %	-1.8 %	2.8	2.8
WALLENSTAM	WALLB	141.00	23,970	39,726	39.7 %	1.88x	1.7 %	1.9 %	2.3 %	2.4 %	42.6x	42.3x	39.8x	4.1 %	-4.5 %	8.7 %	24.8	25.9
WIHLBORGS	WIHL	171.00	13,143	27,084	51.5 %	1.94x	3.0 %	3.2 %	5.0 %	5.3 %	16.8x	15.7x	14.8x	5.2 %	-2.3 %	19.8 %	31.2	33.0
Avg. / Sum SEK			228,498	434,759	47.4 %	1.66x	2.8 %	3.1 %	4.5 %	4.7 %	20.3x	18.8x	17.3x	3.1 %	-2.9 %	16.9 %	423.5	442.7
Avg. / Sum Nordic NOK			291,076	570,993	50.3 %	1.49x	2.9 %	3.2 %	4.7 %	4.9 %	20.1x	18.0x	16.6x	2.4 %	-2.2 %	16.1 %	465.1	485.5

FY1 = Current reporting year, FY2 = next reporting year

Source: Bloomberg and DNB Markets

Fig. 26: Our estimates

Castellum						Citycon					
	Target	125 SEK					Target	3.30 EUR			
SEKm	2012	2013	2014e	2015e	2016e	EURm	2012	2013	2014	2015e	2016e
Gross rental	3073	3249	3331	3421	3508	Gross rental	226	234	232	232	238
EBITDA adj	1938	2048	2124	2154	2207	EBITDA adj	135	149	149	147	150
EPS	8.95	10.41	6.22	6.89	7.33	EPS	0.22	0.21	0.15	0.16	0.16
EPS adj	5.65	6.40	6.80	6.89	7.33	EPS adj	0.12	0.14	0.13	0.16	0.16
Property value	36328	37752	39267	39525	39905	Property value	2714	2734	2769	2894	2997
Net debt	19053	19411	19814	19410	19080	Net debt	1482	1424	1160	1256	1329
Entra						Fabege					
	Target	77.0 NOK					Target	95 SEK			
SEKm	2012	2013	2014	2015e	2016e	SEKm	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Gross rental	1500	1544	1772	1770	1870	Gross rental	1869	2059	2097	2144	2417
EBITDA adj	1068	1107	1399	1428	1487	EBITDA adj	1200	1349	1418	1427	1628
EPS	5.19	3.20	5.58	4.56	4.25	EPS	-0.54	9.25	5.94	3.34	4.25
EPS adj	2.41	2.75	3.00	3.85	4.25	EPS adj	2.65	3.04	3.52	3.34	4.25
Property value	22235	23182	26721	26759	27355	Property value	31636	33384	34337	36254	37604
Net debt	13582	14431	14449	12424	12460	Net debt	17835	18940	20424	22136	23091
Hufvudstaden						Kungsliden					
	Target	85 SEK					Target	60 SEK			
SEKm	2012	2013	2014e	2015e	2016e	SEKm	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Gross rental	1472	1573	1589	1605	1635	Gross rental	1840	1931	2424	2380	2451
EBITDA adj	1051	1117	1119	1134	1158	EBITDA adj	1070	1144	1516	1488	1538
EPS	9.40	9.10	5.70	3.84	3.94	EPS	2.42	5.93	-5.06	4.29	4.62
EPS adj	3.18	3.74	3.76	3.84	3.94	EPS adj	3.14	3.11	3.64	4.29	4.62
Property value	23058	25869	26727	26996	27266	Property value	15777	21869	20399	20810	21229
Net debt	4203	5245	5105	4990	4873	Net debt	8983	12556	9393	9015	8713
Klöver						Tribona					
	Target	36 SEK					Target	44 SEK			
SEKm	2012	2013	2014e	2015e	2016e	SEKm	2012	2013	2014	2015e	2016e
Gross rental	1948	2220	2549	2786	2886	Gross rental	488	468	424	379	384
EBITDA adj	1129	1314	1588	1651	1714	EBITDA adj	409	377	327	303	314
EPS	1.44	3.73	5.20	3.03	3.64	EPS	4.47	2.41	-8.62	2.70	3.09
EPS adj	1.72	1.87	2.58	2.84	3.43	EPS adj	4.65	3.15	2.08	2.70	3.09
Property value	22638	24059	29300	29265	29246	Property value	6276	5574	4831	4926	5000
Net debt	14854	16078	20007	19741	19377	Net debt	3890	3243	2623	2578	2493
Norwegian Property						Olav Thon Eiendomselskap					
	Target	11.5 NOK					Target	145 NOK			
NOKm	2012	2013	2014e	2015e	2016e	NOKm	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Tot. Revenue	925	770	732	921	1024	Gross rental	1986	2122	2124	2313	2365
EBITDA adj	751	587	561	770	862	EBITDA adj	1787	1875	1811	1926	1976
EPS	-0.09	-0.45	0.13	0.41	0.55	EPS	10.69	15.54	7.46	8.98	9.51
EPS adj	0.29	0.23	0.22	0.41	0.55	EPS adj	6.85	7.60	8.35	8.98	9.51
Property value	14113	14763	15290	16000	16241	Property value	30490	33025	33653	34326	34833
Net debt	8710	8885	9166	9566	9504	Net debt	13827	14722	16689	16314	15725
Sponda						Wihlborgs					
	Target	4.4 EUR					Target	185 SEK			
EURm	2012	2013	2014e	2015e	2016e	SEKm	2012	2013	2014	2015e	2016e
Gross rental	258	257	244	242	248	Gross rental	1505	1707	1856	1909	1934
EBITDA adj	170	166	158	154	158	EBITDA adj	1064	1201	1365	1356	1374
EPS	0.41	0.36	0.30	0.37	0.39	EPS	7.22	15.94	5.14	9.26	9.52
EPS adj	0.31	0.30	0.28	0.30	0.32	EPS adj	6.57	7.60	8.51	9.26	9.52
Property value	3357	3354	3110	3183	3215	Property value	19876	22584	24299	24592	24888
Net debt	1774	1770	1532	1529	1479	Net debt	11684	13729	13989	13754	13517

Source: DNB Markets

Important Information

This report has been prepared by DNB Markets, a division of DNB Bank ASA. DNB Bank ASA is a part of the DNB Group. This report is based on information obtained from public sources that DNB Markets believes to be reliable but which DNB Markets has not independently verified, and DNB Markets makes no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Any opinions expressed herein reflect DNB Markets' judgement at the time the report was prepared and are subject to change without notice.

Recommendation structure and risk classification

DNB Markets recommendations are based on absolute performance:

- Buy - indicates an expected return greater than 10% within 12 months
- Hold - indicates an expected return between 0 and 10% within 12 months
- Sell - indicates an expected negative return within 12 months

The return-requirement bands above may be applied with some degree of flexibility depending on the liquidity and volatility characteristics of the individual share.

- High risk - Volatility over 40 percent.
- Medium risk - Volatility from 25 percent to 40 percent.
- Low risk - Volatility under 25 percent.

Investing in any security is subject to substantial risk. Return on investment may vary greatly. Careful consideration for possible financial distress should be accounted for before investing in any security.

Recommendation distribution and corporate clients for the last 12 months

	Buy	Hold	Sell	No rec	Total
Number	79	52	54	1	187
% of total	42 %	28 %	29 %	1 %	
DNB Markets client	11 %	3 %	4 %	1 %	34

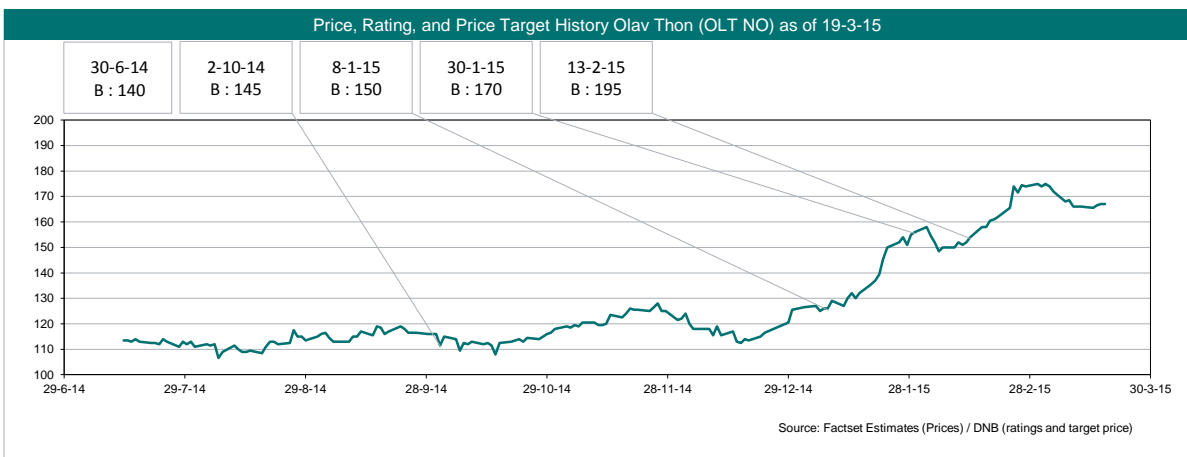
Conflict of interest, risk classification and price target history for Olav Thon

DNB Markets/DNB Group has been giving investment-banking services or acted as financial advisor or manager/co-manager for Olav Thon and received compensation from Olav Thon during the last 12 months.

DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Olav Thon.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	1000	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.
 ***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.



Current 6 months volatility rates this security as MEDIUM risk.

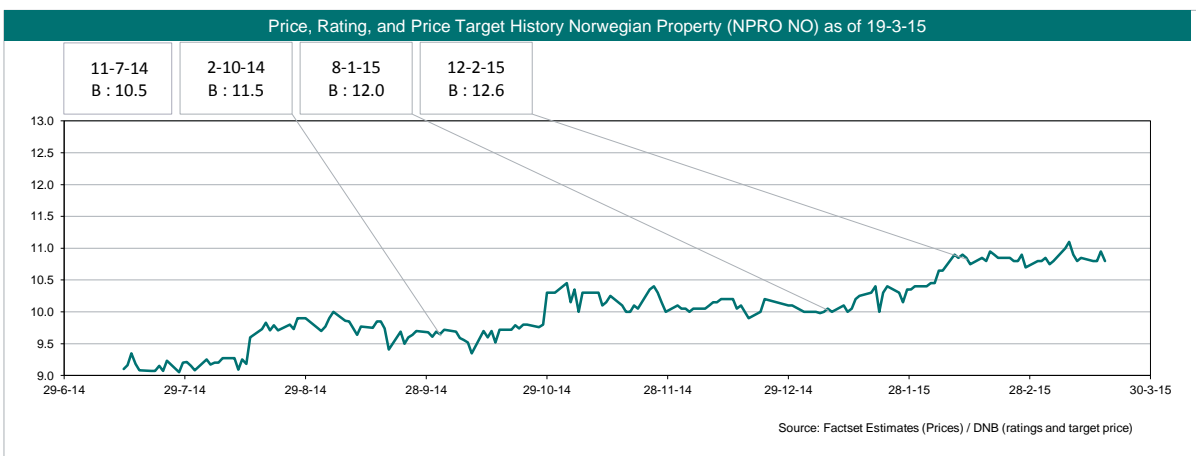
Conflict of interest, risk classification and price target history for Norwegian Property

DNB Markets/DNB Group has been giving investment-banking services or acted as financial advisor or manager/co-manager for Norwegian Property and received compensation from Norwegian Property during the last 12 months.

DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Norwegian Property.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	0	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.
 ***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.



Current 6 months volatility rates this security as LOW risk.

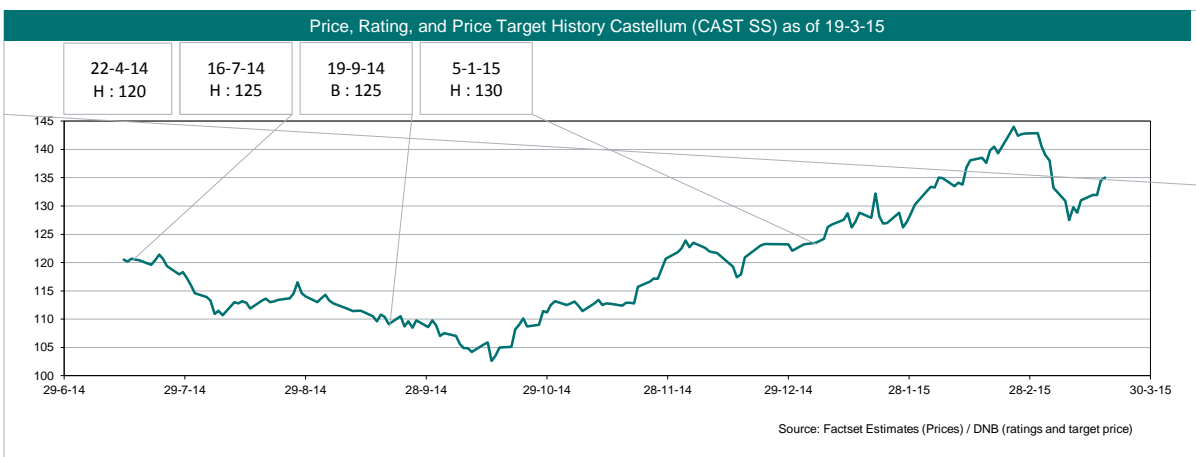
Conflict of interest, risk classification and price target history for Castellum

DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Castellum.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	0	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.

***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.



Current 6 months volatility rates this security as LOW risk.

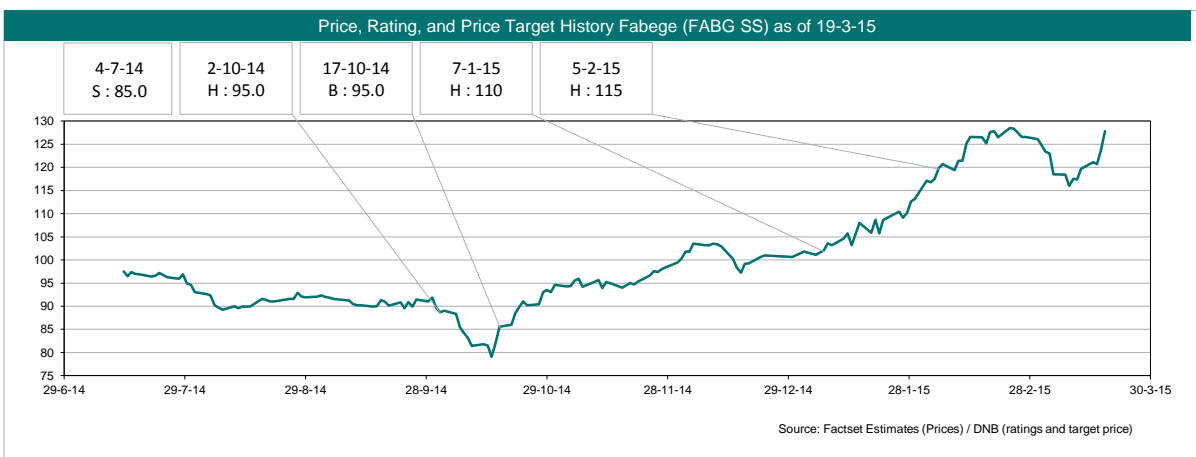
Conflict of interest, risk classification and price target history for Fabeg

DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Fabeg.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	0	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.

***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.



Current 6 months volatility rates this security as LOW risk.

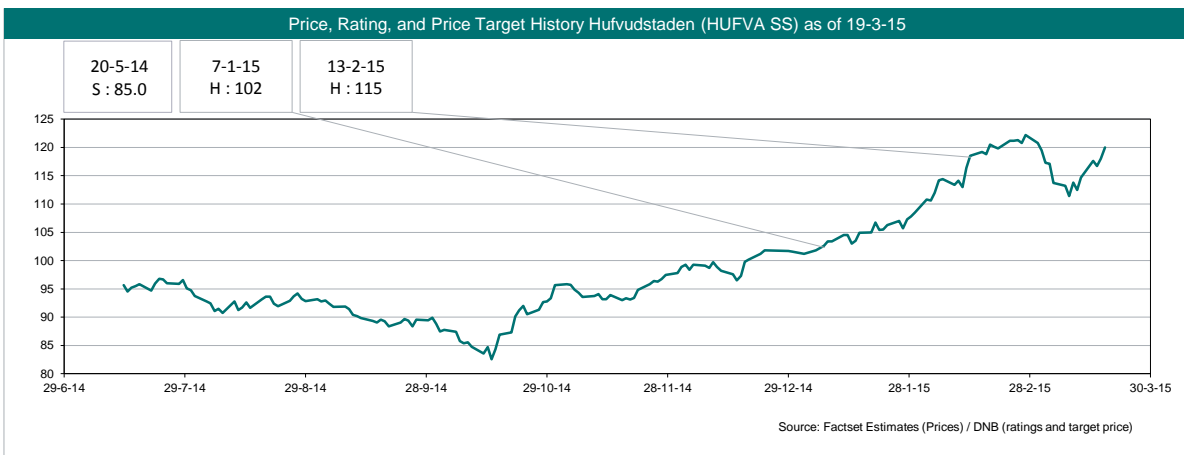
[Conflict of interest, risk classification and price target history for Hufvudstaden](#)

DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Hufvudstaden.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	0	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.

***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.



Current 6 months volatility rates this security as LOW risk.

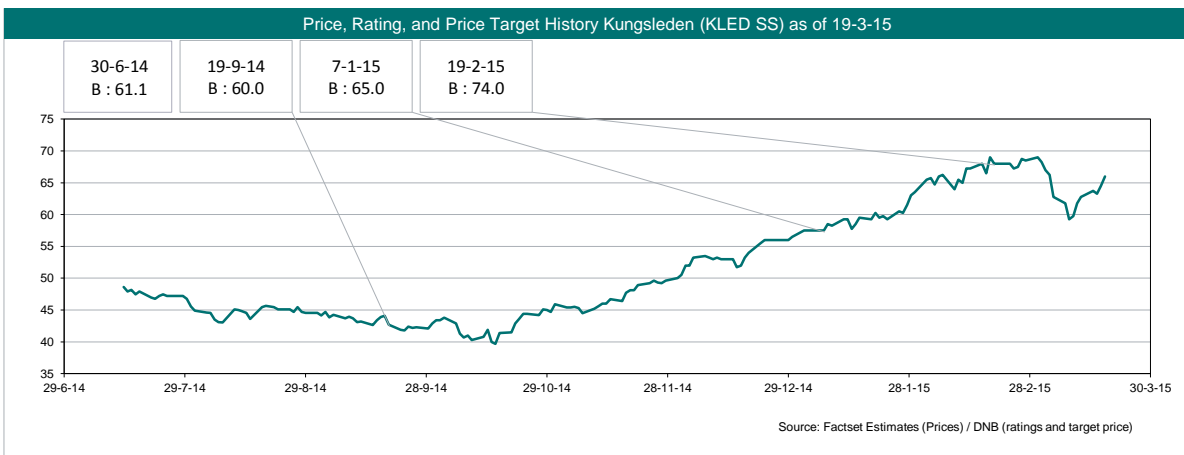
[Conflict of interest, risk classification and price target history for Kungsleden](#)

DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Kungsleden.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	0	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.

***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.



Current 6 months volatility rates this security as MEDIUM risk.

[Conflict of interest, risk classification and price target history for Tribona](#)

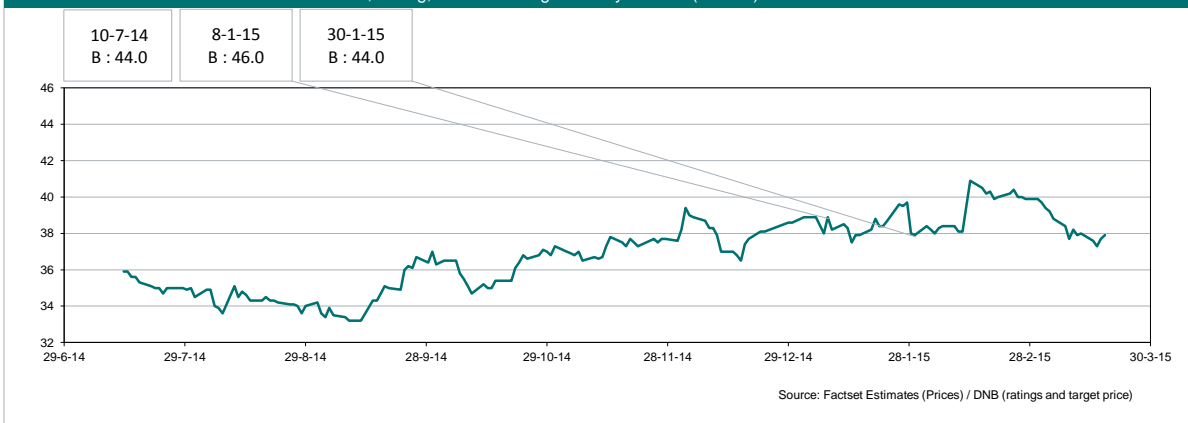
DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Tribona.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	0	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.

***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.

Price, Rating, and Price Target History Tribona (TRI SS) as of 19-3-15



Current 6 months volatility rates this security as LOW risk.

Conflict of interest, risk classification and price target history for Wihlborgs

DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Wihlborgs.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	0	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.

***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.

Price, Rating, and Price Target History Wihlborgs (WIHL SS) as of 19-3-15



Current 6 months volatility rates this security as LOW risk.

Conflict of interest, risk classification and price target history for Klövern

DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Klövern.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	0	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.

***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.

Price, Rating, and Price Target History Klövern (KLOVb SS) as of 19-3-15



Current 6 months volatility rates this security as MEDIUM risk.

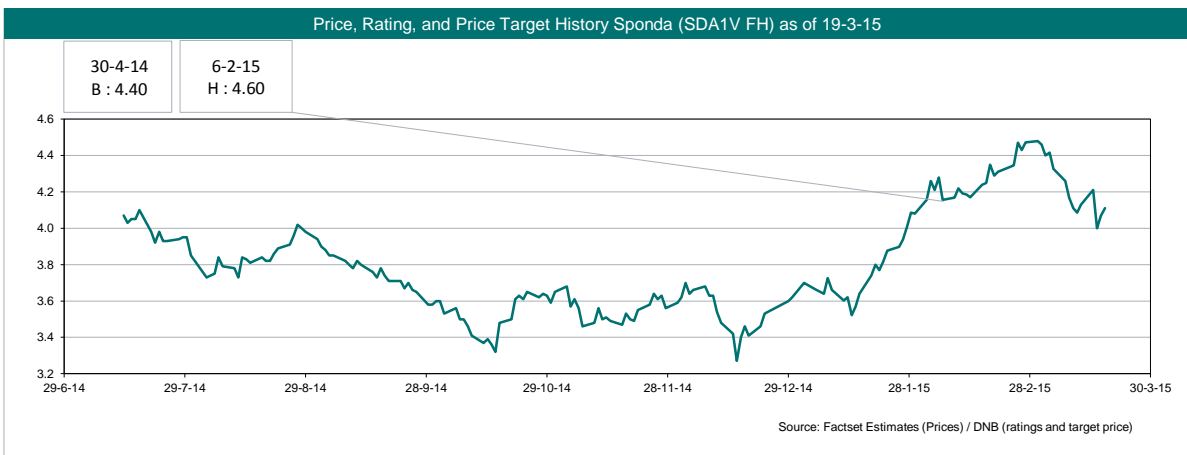
[Conflict of interest, risk classification and price target history for Sponda](#)

DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Sponda.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	0	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.

***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.



Current 6 months volatility rates this security as MEDIUM risk.

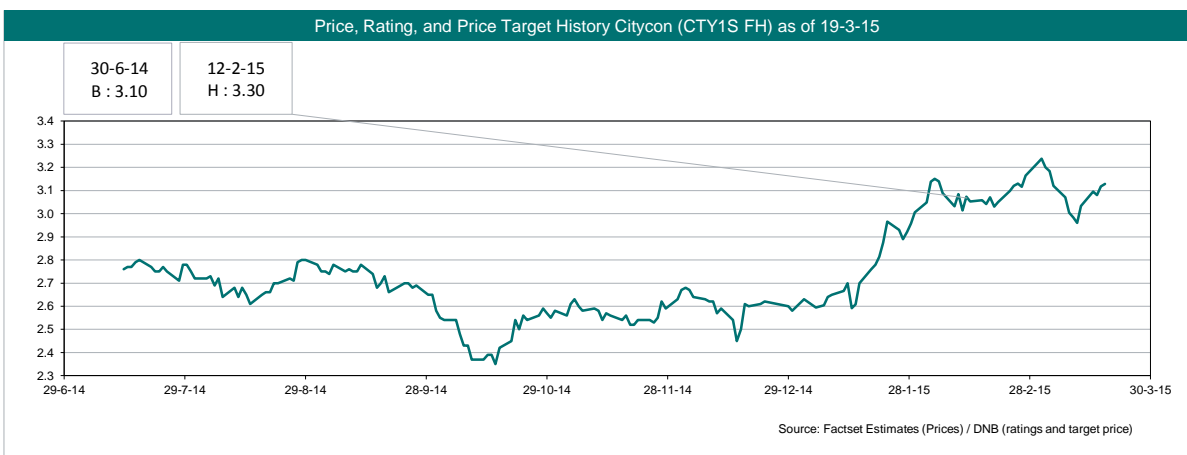
[Conflict of interest, risk classification and price target history for Citycon](#)

DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Citycon.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	0	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.

***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.



Current 6 months volatility rates this security as LOW risk.

[Conflict of interest, risk classification and price target history for Entra](#)

DNB Markets/DNB Group has been giving investment-banking services or acted as financial advisor or manager/co-manager for Entra and received compensation from Entra during the last 12 months.

DNB Markets/DNB Group may receive compensation for investment banking services or other products/services from Entra.

Share positions in the company:	Analyst*	Employees**	DNB***	Update
Number of shares	0	0	0	20.03.2015

*The analyst or any close associates. **Share positions does not include administration and section FX/Treasury.

***Share positions as part of DNB Group. Holdings as part of DNB Markets investment services activity are not included.

Price, Rating, and Price Target History Entra (ENTRA NO) as of 19-3-15



There is not enough historical volatility data to rate the risk of this share.

Legal statement

The analyst hereby certifies that (i) the views expressed in this report accurately reflect that research analyst's personal views about the company and the securities that are the subject of this report, and (ii) no part of the research analyst's compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in this report. DNB Markets employees, including research analysts, may receive compensation that is generated by overall firm profitability. Confidentiality rules and internal rules restricting the exchange of information between different parts of DNB Markets/DNB Bank ASA or the DNB Group are in place to prevent employees of DNB Markets who are preparing this report from utilizing or being aware of information available in the DNB Group that may be relevant to the recipients' decisions. DNB Markets and the DNB Group have incorporated internal rules and regulations in order to avoid any potential conflicts of interest. This report is for clients only, and not for publication, and has been prepared for information purposes only by DNB Markets - a division of DNB Bank ASA registered in Norway number NO 984 851 006 (the Register of Business Enterprises) under supervision of the Financial Supervisory Authority of Norway (Finanstilsynet), the Monetary Authority of Singapore, and on a limited basis by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority of the UK, and the Financial Supervisory Authority of Sweden. Details about the extent of our regulation by local authorities outside Norway are available from us on request.

It is issued subject to the General Business Terms for DNB Markets and information about the terms is available at www.dnb.no. For requests regarding the General Business Terms of the Singapore Branch of DNB Bank ASA, please contact +65 6212 0753. Information about the DNB Group can be found at www.dnb.com. DNB Markets is a member of The Norwegian Securities Dealers Association, which has issued recommendations and market standards for securities companies. The Association's Internet address where the recommendations and market standards can be found is: www.nmf.no. This report is not an offer to buy or sell any security or other financial instrument or to participate in any investment strategy. No liability whatsoever is accepted for any direct or indirect (including consequential) loss or expense arising from the use of this report. Distribution of research reports is in certain jurisdictions restricted by law. Persons in possession of this report should seek further guidance regarding such restrictions before distributing this report. Please contact DNB Markets at 08940 (+47 915 08940) for further information and inquiries regarding this report, such as ownership positions and publicly available/commonly known corporate advisory performed by DNB Markets etc, in relation to the Norwegian Securities Trading Act 2007/06/29 no. 75 and the Norwegian Securities Trading Regulation 2007/06/29 no. 876.

Additional information for clients in Singapore

The report has been distributed by the Singapore Branch of DNB Bank ASA. It is intended for general circulation and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. You should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any product referred to in the report, taking into account your specific financial objectives, financial situation or particular needs before making a commitment to purchase any such product. You have received a copy of the report because you have been classified either as an accredited investor, an expert investor or as an institutional investor, as these terms have been defined under Singapore's Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") and/or the Financial Advisers Regulations ("FAR"). The Singapore Branch of DNB Bank ASA is a financial adviser exempt from licensing under the FAA but is otherwise subject to the legal requirements of the FAA and of the FAR. By virtue of your status as an accredited investor or as an expert investor, the Singapore Branch of DNB Bank ASA is, in respect of certain of its dealings with you or services rendered to you, exempt from having to comply with certain regulatory requirements of the FAA and FAR, including without limitation, sections 25, 27 and 36 of the FAA. Section 25 of the FAA requires a financial adviser to disclose material information concerning designated investment products which are recommended by the financial adviser to you as the client. Section 27 of the FAA requires a financial adviser to have a reasonable basis for making investment recommendations to you as the client. Section 36 of the FAA requires a financial adviser to include, within any circular or written communications in which he makes recommendations concerning securities, a statement of the nature of any interest which the financial adviser (and any person connected or associated with the financial adviser) might have in the securities. Please contact the Singapore branch of DNB Bank ASA at +65 6212 0753 in respect of any matters arising from, or in connection with, the report. The report is intended for and is to be circulated only to persons who are classified as an accredited investor, an expert investor or an institutional investor. If you are not an accredited investor, an expert investor or an institutional investor, please contact the Singapore Branch of DNB Bank ASA at +65 6212 0753. We, the DNB group, our associates, officers and/or employees may have interests in any products referred to in the report by acting in various roles including as distributor, holder of principal positions, adviser or lender. We, the DNB group, our associates, officers and/or employees may receive fees, brokerage or commissions for acting in those capacities. In addition, we, the DNB group, our associates, officers and/or employees may buy or sell products as principal or agent and may effect transactions which are not consistent with the information set out in the report.

In the United States

Each research analyst named on the front page of this research report, or at the beginning of any subsection hereof, hereby certifies that (i) the views expressed in this report accurately reflect that research analyst's personal views about the company and the securities that are the subject of this report; and (ii) no part of the research analyst's compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in this report. The research analyst(s) named on this report are not registered / qualified as research analysts with FINRA. The research analyst(s) may not be associated persons of DNB Markets, Inc. and therefore may not be subject to NASD Rule 2711 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst. This report is being furnished upon request and is primarily intended for distribution to "Major U.S. Institutional Investors" within the meaning of Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934. To the extent that this report is being furnished, or will be disseminated, to non-Major U.S. Institutional Investors, such distribution is being made by DNB Markets, Inc., a separately incorporated subsidiary of DNB that is a U.S. broker-dealer and a member of the Financial Industry Regulatory Authority and the Securities Investor Protection Corporation. Any U.S. recipient of this report seeking to obtain additional information or to effect any transaction in any security discussed herein or any related instrument or investment should call or write DNB Markets, Inc., 200 Park Avenue, New York, NY 10166-0396, telephone number +1 212-551-9800.

In Canada

The Report has been distributed in reliance on the International Dealer Exemption pursuant to NI 31-103 subsection 8.18(2) and subsection 8.18(4)(b). Please be advised that: 1. DNB Bank ASA (DNB Markets) and DNB Markets, Inc. are not registered as a dealer in the local jurisdiction to make the trade. We provide our services in Canada as an exempt international dealer. 2. The jurisdiction of DNB Bank ASA (DNB Markets) and DNB Markets, Inc.'s head office is Norway. 3. There may be difficulty enforcing legal rights against DNB Bank ASA (DNB Markets) and DNB Markets, Inc. because all or substantially all of their assets may be situated outside of Canada. 4. The name and address of the agent for service of process for DNB Bank ASA (DNB Markets) and DNB Markets, Inc. in the local jurisdiction is: Alberta: Blake, Cassels & Graydon LLP, 855 - 2nd Street S.W., Suite 3500, Bankers Hall East Tower, Calgary, AB T2P 4J8. British Columbia: Blakes Vancouver Services Inc., 595 Burrard Street, P.O. Box 49314, Suite 2600, Three Bentall Centre, Vancouver, BC V7X 1L3. Manitoba: Aikins, MacAulay & Thorvaldson LLP, 30th Floor, Commodity Exchange Tower, 360 Main Street, Winnipeg, MB R3C 4G1. New Brunswick: Stewart McKelvey, Suite 1000, Brunswick House, 44

20 March 2015

Chipman Hill, PO Box 7289, Station A, Saint John, NB E2L 2A9. Newfoundland and Labrador: Stewart McKelvey, Suite 1100, Cabot Place, 100 New Gower Street, P.O. Box 5038, St. John's, NL A1C 5V3. Nova Scotia: Stewart McKelvey, Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, Suite 900, P.O. Box 997, Halifax, NS B3J 2X2. Northwest Territories: Gerald Stang, Suite 201, 5120-49 Street, Yellowknife, NT X1A 1P8. Nunavut: Field LLP, P.O. Box 1779, Building 1088C, Iqaluit, NU X0A 0H0. Ontario: Blakes Extra-Provincial Services Inc., Suite 4000, 199 Bay Street, Toronto, ON M5L 1A9. Prince Edward Island: Stewart McKelvey, 65 Grafton Street, Charlottetown, PE C1A 1K8. Québec: Services Blakes Québec Inc., 600 de Maisonneuve Boulevard Ouest, Suite 2200, Tour KPMG, Montréal, QC H3A 3J2. Saskatchewan: MacPherson, Leslie & Tyerman LLP, 1500 Continental Bank Building, 1874 Scarth Street, Regina, SK S4P 4E9. Yukon: Grant Macdonald, Macdonald & Company, Suite 200, Financial Plaza, 204 Lambert Street, Whitehorse, YK Y1A 3T2.

In Brazil

The analyst or any close associates do not hold nor do they have any direct/indirect involvement in the acquisition, sale, or intermediation of the securities discussed herein. Any financial interests, not disclosed above, that the analyst or any close associates holds in the issuer discussed in the report is limited to investment funds that do not mainly invest in the issuer or industry discussed in the report and the management of which these persons cannot influence.

Utregninger og modeller:

Vedlegg 8: Omsetningsutvikling med vekstutregninger

Omsetningsutvikling med vekstutregninger

Årstall	Omsetning i hele millioner	Mellomregning	Vekst
1990	167.00		
1991	209.00	125,15 %	25,15 %
1992	240.00	114,83 %	14,83 %
1993	299.00	124,58 %	24,58 %
1994	247.00	82,61 %	-17,39 %
1995	318.00	128,74 %	28,74 %
1996	335.00	105,35 %	5,35 %
1997	361.00	107,76 %	7,76 %
1998	380.00	105,26 %	5,26 %
1999	407.00	107,11 %	7,11 %
2000	460.00	113,02 %	13,02 %
2001	495.00	107,61 %	7,61 %
2002	526.00	106,26 %	6,26 %
2003	554.00	105,32 %	5,32 %
2004	572.00	103,25 %	3,25 %
2005	578.00	101,05 %	1,05 %
2006	609.00	105,36 %	5,36 %
2007	613.00	100,66 %	0,66 %
2008	629.00	102,61 %	2,61 %
2009	665.00	105,72 %	5,72 %
2010	770.00	115,79 %	15,79 %
2011	771.00	100,13 %	0,13 %
2012	780.00	101,17 %	1,17 %
2013	799.00	102,44 %	2,44 %
SUM		107,47 %	7,47 %

Flomavbrudd i to og en halv måned

(Personlig kommunikasjon e-post Erik Skjellerud, 23.04.15)

Vedlegg 9: Korrelasjonsanalyse av BNP og Styringsrente

Årstall	Omsetning	Styringsrenten	Årstall	Omsetning	BNP
1998	380.00	5.51	1998	380.00	27421
1999	407.00	6.35	1999	407.00	29550
2000	460.00	6.22	2000	460.00	35690
2001	495.00	6.98	2001	495.00	37160
2002	526.00	6.73	2002	526.00	37170
2003	554.00	4.21	2003	554.00	38530
2004	572.00	1.82	2004	572.00	42530
2005	578.00	1.92	2005	578.00	48160
2006	609.00	2.74	2006	609.00	53940
2007	613.00	4.38	2007	613.00	55590
2008	629.00	5.32	2008	629.00	61060
2009	665.00	2.75	2009	665.00	55610
2010	770.00	2.92	2010	770.00	58420
2011	771.00	3.14	2011	771.00	62560
2012	780.00	2.55	2012	780.00	66220
2013	799.00	2.50	2013	799.00	66520

Disse tallene er hentet fra henholdsvis <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Styringsrente-arlig/> og https://www.quandl.com/data/WORLDBANK/NOR_NY_GDP_PCAP_PP_CD-Norway-GDP-per-capita-PPP-current-international. Analysert i SPSS. Resultattall i hele millioner. Oppgitt fra vedlegg 8.

Vedlegg 10: Utregning av nøkkeltall til regnskapsanalyse

Utregning av nøkkeltall til regnskapsanalyse

Alle tall hentet fra Proff Forvalt

Alle tall fra 2013

Resultatgrad		
Strandtorget	$38081 + 281 / 51287$	0.748
MAXI Hamar	$35211 + 32 / 41443$	0.85
Niam V Stadionparken	$10\ 038 + 128 / 16941$	0.6
Niam V CC Drammen	$9312 + 65 / 16162$	0.58
Niam V Torget Vest	$7003 + 90 / 14601$	0.485
Bransjesnitt:		0.555

Egenkapitalrentabilitet		
Strandtorget	$497 / (139350+134668/2)$	0.0036
MAXI Hamar	$26405 / (625946+467911/2)$	0.0483
Niam V Stadionparken	$2\ 546 / (48\ 558+45240/2)$	0.054
Niam V CC Drammen	$5174 / (28546+28239/2)$	0.0182
Niam V Torget Vest	$465 / (18932+18994/2)$	0.028
Bransjesnitt:		0.086

Rentedeckningsgrad		
Strandtorget	$640 + 37\ 722 / 37\ 722$	1.017
MAXI Hamar	$28\ 313 + 6\ 930 / 6\ 930$	5.086
Niam V Stadionparken	$3278 + 6888 / 6888$	1.475
Niam V CC Drammen	$6474 + 2902 / 2902$	3.230
Niam V Torget Vest	$598 + 6496 / 6496$	1.092
Bransjesnitt:		1.932

Total kapitalens omløpshastighet		
Strandtorget	$51287 / (778875+783741/2)$	0.066
MAXI Hamar	$41443 / (824771+876059/2)$	0.049
Niam V Stadionparken	$16941 / (169\ 399 + 169773/2)$	0.099
Niam V CC Drammen	$16162 / (105\ 602 + 99\ 162/2)$	0.157
Niam V Torget Vest	$14601 / (135\ 087 + 145\ 082/2)$	0.104
Bransjesnitt:		0.12

Likviditet		
Strandtorget	$9663 / 395$	24.46
MAXI Hamar	$861 / 36288$	0.024
Niam V Stadionparken	$2539 / 526$	4.820
Niam V CC Drammen	$736 / 18210$	0.04
Niam V Torget Vest	$562 / 6396$	0.087
Bransjesnitt:		1.649

Egenkapitalandel		
Strandtorget	$139\ 350 / 778\ 499$	0.179
MAXI Hamar	$625\ 946 / 824\ 771$	0.759
Niam V Stadionparken	$48\ 558 / 169\ 399$	0.286
Niam V CC Drammen	$28\ 546 / 105\ 602$	0.27
Niam V Torget Vest	$18\ 932 / 135\ 087$	0.14
Bransjesnitt:		0.232

Vedlegg 11: Budsjettert kontantstrøm Strandtorget

Fremtidig kontantstrøm Strandtorget

Alle tall i 000

Årstall	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total
Inntekter													
Leieinntekter	52 523	53 876	55 083	56 132	57 200	58 802	60 448	62 141	63 881	65 670	67 508	69 399	722 662
Andre inntekter	373	382	389	396	403	413	423	434	444	455	467	479	5 056
Driftsinntekter	52 896	54 258	55 472	56 527	57 603	59 215	60 871	62 574	64 325	66 125	67 975	69 877	727 719
Utgifter													
Driftskostnader	6 549	6 700	6 834	6 950	7 068	7 245	7 426	7 611	7 802	7 997	8 197	8 402	88 778
Kontantstrøm på drift	46 347	47 558	48 638	49 578	50 535	51 970	53 446	54 963	56 524	58 128	59 779	61 476	638 940

Antatt inflasjon	Antatt vekst
2015 2,30 %	2015 2,58 %
2016 2,00 %	2016 2,24 %
2017 1,70 %	2017 1,90 %
2018 1,70 %	2018 1,90 %
2019 2,50 %	2019 2,80 %
2020 2,50 %	2020 2,80 %
2021 2,50 %	2021 2,80 %
2022 2,50 %	2022 2,80 %
2023 2,50 %	2023 2,80 %
2024 2,50 %	2024 2,80 %
2025 2,50 %	2025 2,80 %

Snitt: 2,29 % **Snitt: 2,57 %**

Vedlegg 12: Analyse av kort og lang rente.

kortrente

		Value
Standard Attributes	Position	1
	Label	<none>
	Type	Numeric
	Format	F8.2
	Measurement	Unknown
	Role	Input
	N	Valid
Central Tendency and Dispersion	Missing	0
	Mean	2.8091
	Standard Deviation	1.14577
	Percentile 25	1.6300
	Percentile 50	2.7100
	Percentile 75	3.7400

langrente

		Value
Standard Attributes	Position	2
	Label	<none>
	Type	Numeric
	Format	F8.2
	Measurement	Unknown
	Role	Input
	N	Valid
Central Tendency and Dispersion	Missing	0
	Mean	3.5691
	Standard Deviation	.88377
	Percentile 25	2.5800
	Percentile 50	3.7400
	Percentile 75	4.3600

kortrente	langrente
1.52	2.52
1.63	2.58
1.44	2.10
2.24	3.12
2.46	3.52
2.71	4.00
4.52	4.47
4.79	4.78
3.74	4.07
2.90	3.74
2.95	4.36

Analyse av lang og kort rente. Utført i SPSS med tall fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Vedlegg 13: Regresjon OLT

Regression																														
SUMMARY OUTPUT																														
Regression Statistics																														
ANOVA																														
<table border="1"> <tr> <td>Multiple R</td> <td>0.48884756</td> </tr> <tr> <td>R Square</td> <td>0.23897194</td> </tr> <tr> <td>Adjusted R Square</td> <td>0.23476737</td> </tr> <tr> <td>Standard Error</td> <td>0.0548534</td> </tr> <tr> <td>Observations</td> <td>183</td> </tr> </table>											Multiple R	0.48884756	R Square	0.23897194	Adjusted R Square	0.23476737	Standard Error	0.0548534	Observations	183										
Multiple R	0.48884756																													
R Square	0.23897194																													
Adjusted R Square	0.23476737																													
Standard Error	0.0548534																													
Observations	183																													
<table border="1"> <tr> <td>df</td> <td>SS</td> <td>MS</td> <td>F</td> <td>Significance F</td> </tr> <tr> <td>Regression</td> <td>1</td> <td>0.17638208</td> <td>0.1764</td> <td>56.8362</td> </tr> <tr> <td>Residual</td> <td>181</td> <td>0.54859761</td> <td>0.003032</td> <td>2.2E-12</td> </tr> <tr> <td>Total</td> <td>182</td> <td>0.72498369</td> <td></td> <td></td> </tr> </table>											df	SS	MS	F	Significance F	Regression	1	0.17638208	0.1764	56.8362	Residual	181	0.54859761	0.003032	2.2E-12	Total	182	0.72498369		
df	SS	MS	F	Significance F																										
Regression	1	0.17638208	0.1764	56.8362																										
Residual	181	0.54859761	0.003032	2.2E-12																										
Total	182	0.72498369																												
<table border="1"> <tr> <td>Intercept</td> <td>0.0130075</td> <td>0.000493484</td> <td>-2.7772</td> <td>0.00606</td> <td>0.00327</td> <td>0.01933</td> <td>0.00327</td> <td>0.01933</td> </tr> <tr> <td>Beta</td> <td>0.4824023</td> <td>0.000009446</td> <td>1.52888</td> <td>2.2E-12</td> <td>0.334</td> <td>0.57081</td> <td>0.334</td> <td>0.57081</td> </tr> </table>											Intercept	0.0130075	0.000493484	-2.7772	0.00606	0.00327	0.01933	0.00327	0.01933	Beta	0.4824023	0.000009446	1.52888	2.2E-12	0.334	0.57081	0.334	0.57081		
Intercept	0.0130075	0.000493484	-2.7772	0.00606	0.00327	0.01933	0.00327	0.01933																						
Beta	0.4824023	0.000009446	1.52888	2.2E-12	0.334	0.57081	0.334	0.57081																						
<table border="1"> <tr> <td>Standard deviation</td> <td>0.23791482</td> <td>0.062818986</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Yearly</td> <td></td> <td></td> <td>Monthly</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </table>											Standard deviation	0.23791482	0.062818986							Yearly			Monthly							
Standard deviation	0.23791482	0.062818986																												
Yearly			Monthly																											

OSEBX										
Date	Open	High	Low	Close	Volume	Adj Close	Return			
01.04.2015	622.162	622.162	622.162	622.162	0	622.162	0.00476			
02.03.2015	615.295	623.859	603.5	619.203	0	619.203	0.00675			
02.02.2015	601.804	621.01	601.804	616.645	0	616.645	0.02248			
02.01.2015	579.357	603.354	585.455	601.804	0	601.804	0.04281			
01.12.2014	564.173	582.808	536.24	576.043	0	576.043	0.06384			
03.11.2014	595.388	607.513	566.342	576.043	0	576.342	-0.0334			
01.10.2014	602.841	602.841	532.818	585.284	0	585.284	-0.0412			
01.09.2014	615.594	621.021	604.725	609.381	0	609.381	-0.0142			
01.08.2014	606.169	616.017	588.274	610.166	0	610.166	-0.0035			
01.07.2014	622.5	628.828	606.824	612.295	0	612.295	-0.0035			
02.06.2014	610.791	631.447	609.178	617.895	0	617.895	-0.0091			
02.05.2014	633.437	605.444	592.045	605.209	0	605.209	0.02043			
01.04.2014	560.441	578.569	541.948	578.368	0	578.368	0.04443			
03.03.2014	553.145	561.986	539.721	561.983	0	561.983	0.028338			
03.02.2014	534.706	556.52	532.65	556.717	0	556.717	0.011			
02.01.2014	546.932	566.16	535.727	555.727	0	555.727	0.03597			
02.12.2013	542.988	543.702	525.324	545.864	0	545.864	-0.0245			
01.11.2013	534.976	544.893	534.275	542.786	0	542.786	0.0107			
01.10.2013	503.395	537.532	497.285	525.333	0	525.333	0.0826			
02.09.2013	502.966	511.302	501.76	501.76	0	501.76	0.05743			
01.08.2013	473.891	498.033	470.827	496.785	0	496.785	0.00286			
03.06.2013	488.505	498.005	457.875	465.792	0	465.792	0.05384			
02.05.2013	476.5	496.234	476.5	491.709	0	491.709	-0.0489			
02.04.2013	476.022	490.678	457.235	480.134	0	480.134	0.02354			
01.03.2013	471.856	482.08	471.211	471.211	0	471.211	0.08858			
01.02.2013	470.691	476.665	463.97	473.073	0	473.073	-0.004			
02.01.2013	454.503	471.243	454.106	465.786	0	465.786	0.0154			
03.12.2012	442.144	449.761	436.666	444.088	0	444.088	0.04658			
01.11.2012	445.791	445.791	429.728	442.084	0	442.084	0.04451			
01.10.2012	452.23	453.844	434.478	442.175	0	442.175	-0.0002			
03.09.2012	439.433	461.004	433.529	445.921	0	445.921	-0.0085			
01.08.2012	422.907	440.224	417.518	435.219	0	435.219	0.024			
02.07.2012	410.835	427.104	404.221	423.315	0	423.315	0.02735			
01.06.2012	377.659	407.109	371.756	407.109	0	407.109	0.03633			
02.05.2012	415.934	422.056	384.594	384.584	0	384.584	0.09863			
02.04.2012	430.534	430.534	408.727	421.209	0	421.209	-0.0699			
01.03.2012	428.371	436.244	410.769	426.606	0	426.606	-0.028			
01.02.2012	404.604	430.544	404.604	429.847	0	429.847	-0.0076			
02.01.2012	398.476	399.71	389.09	397.356	0	397.356	0.07959			
01.12.2011	378.589	384.947	368.542	384.947	0	384.947	0.03123			
01.11.2011	367.943	388.209	347.738	380.853	0	380.853	0.00664			
03.10.2011	334.751	334.751	323.835	384.219	0	384.219	-0.0088			
01.09.2011	380.165	380.165	339.739	346.282	0	346.282	0.09353			
01.08.2011	417.007	417.007	344.282	376.469	0	376.469	-0.0867			
01.07.2011	426.123	430.059	411.284	417.648	0	417.648	-0.036			
01.06.2011	437.388	437.388	401.545	421.335	0	421.335	-0.0088			
02.05.2011	446.681	446.681	427.617	440.311	0	440.311	-0.0465			
01.04.2011	451.413	451.413	428.245	447.74	0	447.74	-0.0195			
01.03.2011	444.233	448.581	420.228	445.415	0	445.415	0.00519			
01.02.2011	442.176	447.534	434.792	446.168	0	446.168	-0.0017			
03.01.2011	443.208	446.22	422.99	430.237	0	430.237	0.03568			

Tall fra Yahoo Finance (Finnes i kildeliste). Utført i Excel.

Vedlegg 15: Diskontert nåverdimetode

Fremtidig kontantstrøm Strandforget

Alle tall i 000

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total
Årstall													
Inntekter													
Leieinntekter	62 623	53 876	55 083	56 132	57 200	58 302	60 448	62 141	63 881	65 670	67 508	69 399	722 662
Andre inntekter	373	382	389	396	403	413	423	434	444	455	467	479	5 056
Driftsinntekter	62 896	54 258	55 472	56 527	57 603	59 215	60 871	62 574	64 325	66 125	67 975	69 877	727 719
Utgifter													
Driftskostnader	6 549	6 700	6 834	6 960	7 068	7 245	7 426	7 611	7 802	7 997	8 197	8 402	88 778
Kontantstrøm på drift	46 347	47 558	48 638	49 578	50 535	51 970	53 446	54 963	56 524	58 128	59 779	61 476	638 940
Diskontert	46 347	47 558	45 795	43 950	42 179	40 940	39 544	38 289	37 074	35 898	34 758	33 655	485 887

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Snitt:
Antatt inflasjon	2,30 %	2,00 %	1,70 %	1,70 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,29 %
Antatt vekst	2,58 %	2,24 %	1,90 %	1,90 %	2,80 %	2,80 %	2,80 %	2,80 %	2,80 %	2,80 %	2,80 %	2,57 %

Avkastningkrav:
6,21 %
Exit Yield
5,36 %

Nøkkelverdier	
EP (Yield)	4,396 %
PIE	22
PIB	157
Aksjekurs	885,38
Per km	43 100

Verdi	
Rest Yield	1294 749
Diskontert	708 813
Verdi	1 184 700

Vedlegg 16: Diskonert nåverdimetode (Positivt scenario)

Fremtidig kontantstrøm (Positivt scenario) Strandtorget

Alle tall i 000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total
Årstall													
Inntekter													
Leieinntekter	52 523	53 973	55 462	56 993	58 566	60 323	62 133	63 997	65 917	67 894	69 931	72 029	739 740
Andre inntekter	373	382	390	399	409	419	429	440	451	462	474	486	5 113
Driftsinntekter	52 896	54 354	55 853	57 392	58 975	60 742	62 562	64 437	66 368	68 356	70 405	72 514	744 853
Utgifter													
Driftskostnader	6 549	6 700	6 854	7 011	7 173	7 352	7 536	7 724	7 917	8 115	8 318	8 526	89 774
Kontantstrøm på drift	46 347	47 655	48 999	50 381	51 802	53 390	55 026	56 713	58 450	60 241	62 087	63 988	655 079
Diskontert	46 347	47 655	46 134	44 662	43 236	41 956	40 714	39 508	38 338	37 202	36 100	35 031	496 883

Antatt inflasjon	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	2,30 %	2,30 %	2,30 %	2,30 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %

Antatt vekst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	2,76 %	2,76 %	2,76 %	2,76 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %

Snitt: 2,43 %

Snitt: 2,91 %

Verdisetting på selskap Strandtorget

1 232 561	<- markedsverdi på eiendommen
761 882	<- bokført eiendomsverdi
470 679	<- Differanse markedsverdi og bokført eiendomsverdi
47 068	<- Latent skatt (10%)
1 223 116	<- Ny egenkapital
636 600	<- Gjeld
539 448	<- markedsverdi AS med gjeld
1 176 048	<- markedsverdi AS uten gjeld

Avkastningkrav:	6,21%
Exit Yield	5,36%

Nøkkelverdier	
EP (Yield)	4,281%
P/E	22
P/B	162
Aksjekurs	888,25
Perkum	44 497

Verdi	
Rest Yield	1343 822
Diskontert	735 678
Verdi	1232 561

Vedlegg 17: Diskonert nåverdimetode (Negativt scenario)

Fremtidig kontantstrøm (Negativt scenario) Strandtorget

Alle tall i 000

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total
Årstall													
Inntekter													
Leieinntekter	52 523	53 573	54 538	55 485	56 408	57 423	58 572	59 743	60 938	62 167	63 400	64 668	639 407
Andre inntekter	373	380	387	394	401	408	416	424	433	441	450	459	4 987
Driftsinntekter	52 896	53 954	54 925	55 889	56 808	57 831	58 988	60 167	61 371	62 598	63 850	65 127	704 374
Utgifter													
Driftskostnader	6 549	6 680	6 800	6 916	7 033	7 160	7 303	7 449	7 598	7 750	7 905	8 063	87 208
Kontantstrøm på drift	46 347	47 274	48 125	48 943	49 775	50 671	51 684	52 718	53 772	54 848	55 945	57 064	617 166
Diskontert	46 347	47 274	45 311	43 387	41 545	39 820	38 241	36 725	35 270	33 872	32 529	31 240	471 560

Antatt inflasjon	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Antatt inflasjon	2,00%	1,80%	1,70%	1,70%	1,80%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Antatt vekst	2,00%	1,80%	1,70%	1,70%	1,80%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

Avkastningskrav:
6,21%
Exit Yield
5,36%

Snitt: 1,91%

Snitt: 1,91%

Verdisetting på selskap Strandtorget

1 132 055	<- markedsverdi på eiendommen
761 882	<- bokført eiendomsverdi
370 173	<- Differanse markedsverdi og bokført eiendomsverdi
37 017	<- Latent skatt (10%)
1 132 661	<- Nye egenkapital
636 600	<- Gjeld
459 043	<- markedsverdi AS med gjeld
1 095 643	<- markedsverdi AS uten gjeld

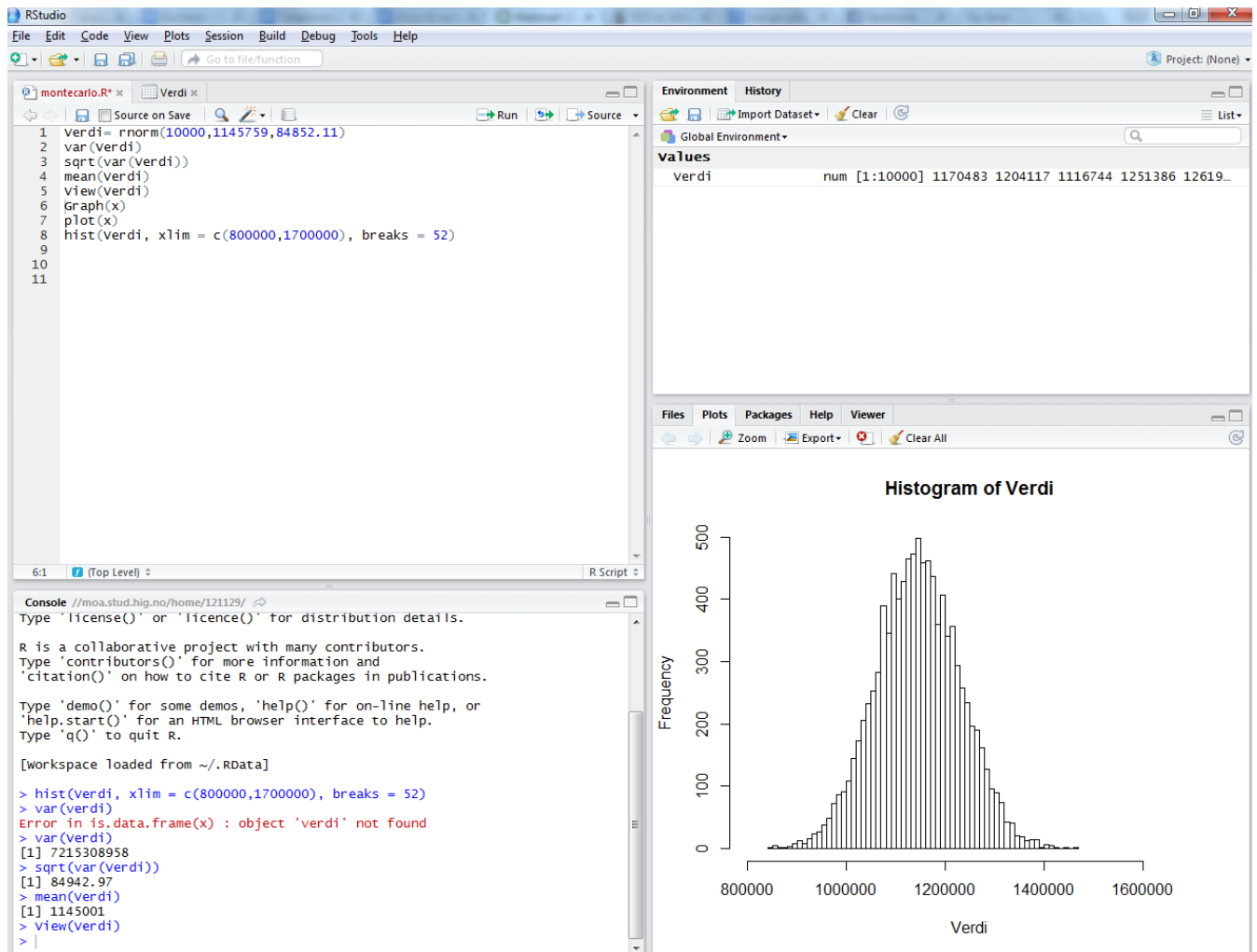
Nøkkelverdier

EP (Yield)	4,640%
P/E	21
P/B	1,48
Aksjekurs	827,53
Per/kvm	40 888

Verdi

Rest Yield	1 206 489
Diskontert	660 495
Verdi	1 132 055

Vedlegg 18: Utregning Monte Carlo rStudio



Vedlegg 19: Utregning Monte Carlo Excel:

	Verdi:	Antall utfall:	Prosent
1149658,2			
1111798,5	1 312 191	198	1,9800 %
995754,87	1 291 281	203	2,0300 %
1180057,4	1 277 061	106	1,0600 %
1155383,1	1 270 880	259	2,5900 %
1170508,6	1 256 895	136	1,3600 %
1220429,2	1 250 976	321	3,2100 %
1187486,6	1 237 221	172	1,7200 %
1046265,1	1 231 553	427	4,2700 %
1200255,7	1 218 024	148	1,4800 %
1101015,8	1 212 599	466	4,6600 %
1121138	1 199 709	17	0,1700 %
1097584,6	1 199 292	186	1,8600 %
1086913,4	1 194 102	512	5,1200 %
1143314,8	1 181 288	14	0,1400 %
1171125,7	1 181 012	212	2,1200 %
1138222,7	1 176 048	571	5,7100 %
1090052	1 163 314	9	0,0900 %
1096559,2	1 163 172	211	2,1100 %
1106323,8	1 158 427	597	5,9700 %
1128056,9	1 145 774	0	0,0000 %
1098140,3	1 145 759	189	1,8900 %
1095402,7	1 141 225	627	6,2700 %
1212740,5	1 128 763	4	0,0400 %
1148424	1 128 657	5	0,0500 %
981941,75	1 128 588	174	1,7400 %
1150945,4	1 124 433	570	5,7000 %
970446,13	1 112 172	13	0,1300 %
1201449,9	1 111 950	184	1,8400 %
1264971,3	1 108 039	496	4,9600 %
1255748	1 095 976	9	0,0900 %
1087144,3	1 095 643	122	1,2200 %
1121692,6	1 092 033	475	4,7500 %
1225053	1 079 725	46	0,4600 %
1095974,4	1 078 291	64	0,6400 %
989187,48	1 076 404	385	3,8500 %
1192362,9	1 064 724	12	0,1200 %
1149996,2	1 064 186	76	0,7600 %
1042461	1 061 142	290	2,9000 %
1048326,9	1 049 649	9	0,0900 %
1170949,3	1 049 015	71	0,7100 %
1112128,7	1 046 237	247	2,4700 %
1178101,1	1 034 927	14	0,1400 %
1140006,8	1 034 203	247	2,4700 %
1189054,1	1 020 550	13	0,1300 %
1207225,2	1 019 740	183	1,8300 %
1118198	1 005 617	135	1,3500 %
1147690,2	991 824	110	1,1000 %
1142782,3	978 354	225	2,2500 %
1045629,9			
1238226			
1076184,5			
SUM:		9760	97,6000 %

Estimerte Sannsynligheter	all i k.o. %
Sannsynlighet for verdi = 0	0,00 %
Sannsynlighet for verdi = 1145 759	1,89 %
Sannsynlighet for verdi = >1145 759	47,65 %
Sannsynlighet for verdi = < 1145 759	48,06 %
Sannsynlighet for verdi = <1000 000	3,35 %
Sannsynlighet for verdi = >1000 000	94,25 %

*Kilde: Excel Monte Carlo og statistikk.